

# „Häuser lohnen sich mehr als Aktien“

Immobilien sind die beste Geldanlage, sagt Wirtschaftshistoriker Moritz Schularick. Er hat die Häuserpreise seit dem Jahr 1870 erforscht.

Professor Schularick, wie kommt man auf die verrückte Idee, Häuserpreise aus 16 verschiedenen Ländern von 1870 bis heute zu vergleichen?

Daran ist nichts verrückt. Unserem Forschungsprojekt lag eine simple Überlegung zugrunde: In der Ökonomie gibt es viele Studien zum Aktienmarkt, dabei besitzen nur die wenigsten Leute Aktien. Die Vermögensart, die Menschen wirklich interessiert, sind stattdessen Immobilien – in den meisten Industriestaaten liegt die Eigentümerquote bei einem Wert von mehr als 50 Prozent. Anders gesagt: Viele Menschen besitzen Häuser oder tragen sich mit dem Gedanken, ein Haus oder eine Wohnung zu kaufen. Es gibt dazu in den Wirtschaftswissenschaften aber nur verhältnismäßig wenige Studien. Das wollen wir ändern.

Wozu braucht es da historische Daten? Die Häuserpreise von 1870 haben doch mit unserer heutigen Wirklichkeit nichts mehr zu tun.

Das sehe ich anders. Es ist wichtig, sich mit langfristigen Daten zu befassen. Zum einen lassen sich nur so statistisch relevante Aussagen darüber machen, wie stark Häuserpreise schwanken und wie sich Renditen von Immobilien über verschiedene Wirtschaftszyklen hinweg entwickeln. Zum anderen handelt es sich bei den Phänomenen, die uns interessieren, um Ereignisse, die selten auftreten – Finanzkrisen beispielsweise. Um sie zu studieren, braucht man eine möglichst weit zurückreichende Zeitreihe.

Was haben Sie dabei herausgefunden?

Das zentrale Ergebnis unserer Untersuchung lautet: Mit Wohnimmobilien ließ sich über diesen langen Zeitraum im Durchschnitt eine höhere Rendite erzielen als mit Aktien. Die Immobilien kamen nach Abzug der Inflation und unter Berücksichtigung der Kosten für die



Moritz Schularick, 41, zählt zu den Jungstars unter den deutschen Wirtschaftswissenschaftlern. Seit 2012 ist der Volkswirt und Wirtschaftshistoriker Professor für Makroökonomie an der Universität Bonn.

Foto Stefan Finger

Instandhaltung im Mittel auf 7,8 Prozent Rendite – das gilt sowohl für selbstgenutzte als auch für vermietete Häuser. Bei Aktien ergab sich nach Abzug der Inflation nur eine Rendite von 7,1 Prozent. Die Häuserpreise schwankten zudem im Schnitt weniger als die Aktienkurse. Zu den 16 Ländern, die wir analysiert haben, zählten unter anderem

Deutschland, die Schweiz, Norwegen, Italien, Australien, Japan und die Vereinigten Staaten. Das Ergebnis hat uns ziemlich überrascht.

Was macht Sie so sicher, dass das Ergebnis stimmt? Es könnte doch sein, dass die historischen Daten, auf die Sie zurückgreifen, fehlerhaft sind.

Ich kann nicht für jede Nachkommastelle garantieren, dass sie korrekt ist. Aber am Gesamtergebnis dürfte dies wenig ändern. Wir haben diese Daten in jahrelanger Arbeit zusammengetragen, sie sind das Beste, was wir haben. Zu unseren Quellen zählen Studien von Kollegen, die beispielsweise Häuserpreise in den Niederlanden über mehrere Jahrhunderte hinweg analysiert haben. Aber es gehören auch statistische Publikationen dazu, auf die man über einen langen Zeitraum zurückgreifen kann – das sind in Deutschland zum Beispiel die Jahrbücher der Städte, die Hausverkäufe auflisten. Diese Bücher erfassen Immobilienbesitz frühzeitig, denn schon im 19. Jahrhundert setzte die Stadtplanung ein. Die Städte hatten also ein Interesse daran, etwas über die Wohnsituation ihrer Bürger zu erfahren.

Trotzdem: Ihr Ergebnis stellt ein grundlegendes Anlageprinzip auf den Kopf. Danach müssten höhere Renditen mit höheren Risiken einhergehen.

Wir haben uns natürlich auch sofort gefragt, woran das liegt. Dass Hauspreise weniger schwanken als Aktienkurse und trotzdem höhere Renditen einbringen, ist erstaunlich. Nun muss man sich aber klarmachen, dass Häuser illiquide sind, sich also nicht so einfach verkaufen lassen wie Aktien. Auch tragen Hausbesitzer ein größeres geographisches Risiko. Eine Immobilie in Frankfurt hat einen anderen Wert als eine Immobilie in Berlin – solche Unterschiede kann es bei den Aktien eines Unternehmens naturgemäß nicht geben. Das erklärt einen Teil des Renditeunterschiedes. Noch wichtiger sind aber die Mieten.

Wie kann das sein? Die Miethöhen sind doch oft gedeckelt.

Es ist richtig, dass Mieten häufig politischen Einschränkungen unterliegen. Trotzdem haben wir festgestellt, dass die Höhe der Mieten den größten Einfluss auf die Wertentwicklung von Immobilien hatte. Unsere Erklärung dafür lautet: Wenn es Unternehmen schlecht geht, lassen sie die Dividende an ihre Aktionäre auch einmal ausfallen – gerade in Rezessionen ist das so. Ein Dach über dem Kopf braucht man hingegen auch dann, wenn die Wirtschaft sich gerade in einer schweren Krise befindet. Für den Besitzer einer Immobilie heißt das: Selbst dann gehen mit ziemlicher Sicherheit Mieteinnahmen auf seinem Konto ein. Mieten sind also auch in unsicheren Zeiten eine relativ sichere Ertragsquelle.

Es kann doch nicht sein, dass die Preisentwicklung der Immobilien für die Rendite keine Rolle gespielt hat.

Von 1870 bis etwa 1970 stellen wir aber genau das fest. Während dieses Zeitraums sind die Häuserpreise quasi konstant geblieben. Aufgrund der stetigen Mieteinnahmen erzielten die Besitzer mit ihrer Immobilie dennoch einen stattlichen Ertrag von durchschnittlich fünf bis sechs Prozent pro Jahr. Seit den 1970er Jahren aber legen die Häuserpreise deutlich zu – wenn auch in den einzelnen Ländern in unterschiedlich starker Ausprägung. Wir erleben seitdem einen Immobilienboom, der weite Teile der Welt umfasst.

Was hat diesen Boom ausgelöst?

Ganz wesentlich hat dazu die Liberalisierung der Finanzmärkte beigetragen. Die Menschen erhielten leichter Zugang zu Krediten, dadurch stieg auch die Nachfrage nach Immobilien. Ursprünglich haben die Banken die Höhe eines Kredites von der Höhe des Einkommens des Hauskäufers abhängig gemacht. Dann aber blickte man weniger auf das Einkommen, sondern orientierte sich stärker am Wert des Hauses. Die Logik dahinter geht so: Kann der Hausbesitzer den Kredit nicht zurückzahlen, ist das nicht schlimm, solange die Bank sein Haus zu einem Preis verkaufen kann, der über der Höhe des Kredites liegt. Es verwundert darum nicht, dass heute zwei Drittel aller Kredite in den Bankbilanzen Immobilienkredite sind.

Geht dies mit einer höheren Verschuldung der Hausbesitzer einher?

Ja, auch das können wir aus den Daten herauslesen. Vor 30 Jahren machte die Höhe des ausstehenden Kredites, gemessen am Wert des Hauses, in Amerika etwa 25 Prozent aus, heute sind es 50 Prozent. Das Erstaunliche daran ist also: Obwohl die Hauspreise stark gestiegen sind, ist die Höhe der Kredite im Vergleich dazu noch stärker gestiegen.

Dies klingt beunruhigend.

Das ist es auch. Wegen dieses Kreditbooms ist unser gesamtes Finanzsystem einem gewaltigen Risiko am Immobilienmarkt ausgesetzt. Solange die Immobilienpreise steigen, geht es fast allen gut: Die Hausbesitzer sind zufrieden, weil sie ihre Kredite bedienen können und weil ihre Häuser an Wert gewinnen. Die Banken sind zufrieden, weil sie sich um den Ausfall der Kredite keine Gedanken machen müssen. Und die Wirtschaft als Ganzes läuft ebenfalls gut, weil Menschen dazu tendieren, mehr Geld auszugeben, wenn ihr Vermögen an Wert gewinnt. Sobald die Immobilienpreise aber fallen, haben Sie den umgekehrten Effekt: Dann geben die Menschen weniger Geld aus, Kredite fallen aus, immer mehr Häuser stehen zum Verkauf, die Hauspreise sinken weiter, die Menschen geben noch weniger Geld aus – es ist eine Spirale nach unten.

In der Krise 2008 sind die Häuserpreise kollabiert. Ist das Finanzsystem seitdem sicherer geworden?

Ich sehe dafür keine Anzeichen. Im Gegenteil: Die Zentralbanken wissen um die Abhängigkeit der Menschen vom Wert ihrer Immobilien und sorgen mit ihrer Politik des billigen Geldes dafür, dass die Preise von Vermögenswerten wie Aktien und Immobilien steigen. Das löst aber nicht das Problem, dass unsere Volkswirtschaften sehr anfällig sind, wenn es zu einem Schock auf dem Immobilienmarkt kommt.

Blicken wir auf Deutschland. Ist auch hierzulande die Abhängigkeit vom Immobilienmarkt bereits so groß?

Deutschland ist in vieler Hinsicht ein Sonderfall. Es ist das einzige Land in unserer Untersuchung, in dem die Renditen von Immobilien nicht deutlich vor den Renditen von Aktien liegen. Seit 1870 kommen Immobilien hierzulande

nach Abzug der Inflation auf eine durchschnittliche Rendite von 7,8 Prozent, falls das Haus den Krieg heil überstanden hat. Aktien dagegen kommen auf 7,7 Prozent. Nimmt man nur die Zeit nach 1950 in den Blick, schlagen deutsche Aktien die Renditen von Häusern aber deutlich.

Woran liegt das?

Das hat vor allem mit zwei einschneidenden Ereignissen unserer Geschichte zu tun. Zum einen wurden im Zweiten Weltkrieg viele Wohnungen und Häuser zerstört – in Städten wie Köln gingen annähernd zwei Drittel des Wohnungsbestandes verloren. Zum anderen waren nach der Wiedervereinigung im Osten plötzlich sehr viele Immobilien auf dem Markt. Diese waren aber in vergleichsweise schlechtem Zustand, die Besitzer mussten darum viel Geld für die Renovierung ausgeben. Dies schmälerte die Renditen hierzulande deutlich.

Trotzdem hat man nicht den Eindruck, dass die Deutschen sich für Immobilien nicht interessieren würden. In Städten wie Frankfurt steigen die Häuserpreise deutlich.

Ja, der Trend ist da. Es lässt sich aber bislang kein Boom der Immobilienkredite erkennen, wie er in anderen Ländern zu beobachten ist. Viele Deutsche sichten nämlich Gelder aus ihrem Barvermögen in den Häusermarkt um. Das hat mit der Sorge vor Negativzinsen zu tun, die das eigene Vermögen schmälern, oder auch mit der Angst vor einer neuen Euro-Krise. Eine Verschuldungsgorgie gibt es hierzulande nicht.

Deutschland, die Insel der Seligen?

Nein, sicher nicht. Auch wenn die Verschuldung noch moderat ist, besteht meiner Ansicht nach in manchen Großstädten durchaus Grund zur Sorge. Es stellt sich die Frage, ob sich die hohen Häuserpreise rechtfertigen lassen angesichts der Mieteinnahmen, die man derzeit dafür erzielen könnte. Der Zusammenhang ist einfach: Je höher der Preis, umso geringer ist die zu erwartende Rendite. Dessen muss sich jeder bewusst sein, der jetzt Immobilien kauft.

Würden Sie selbst sich derzeit ein Haus in Deutschland zulegen?

Privat stellt sich bei mir die Frage gerade nicht. Aber es ist nie ein guter Moment, dann in etwas zu investieren, wenn dies alle machen. Weil dann eben sicher ist, dass die Rendite im Mittel nicht mehr so hoch sein kann.

Was sollen deutsche Anleger da tun?

Ich bin Volkswirt, kein Anlageberater. Aus unseren Forschungen lässt sich keine Empfehlung für den Einzelnen ableiten. Eines aber ist mir beim Betrachten der deutschen Daten bewusst geworden: Die Deutschen verhalten sich in Fragen der Geldanlage sehr merkwürdig, um es gelinde auszudrücken. Denn sie haben im Vergleich zu anderen Ländern nicht nur eine geringe Immobilienquote, sondern auch eine geringe Aktienquote. All die Extra-Renditen, die es sowohl am Häusermarkt als auch an der Börse auf lange Sicht zu holen gibt, lassen sie einfach liegen. Woher diese Angst vor dem Risiko kommt, wäre eine eigene Forschungsarbeit wert.

Das Gespräch führte Dennis Kremer.

**Wirtschafts Woche**  
Immobilien in Deutschland  
Alle Lagen, alle Preise

**JETZT IM HANDEL ODER ALS DOWNLOAD + IMMOBILIENATLAS**

Wirtschafts Woche  
Immobilien in Deutschland  
Alle Lagen, alle Preise

Lesen Sie außerdem:

- Martin Schulz: Die Protokolle seiner Vergangenheit.
- VW: Die seltsame Rolle des Avi Primor.
- Deutsche Börse: Hat sich Vorstandschef Carsten Kengeter verkalkuliert?
- **10 Seiten Spezial:** Der große Immobilienatlas.



wirtschaftswoche.de

**Wirtschafts Woche**

So verstehen wir Wirtschaft.