

Fortsetzung
Häuser bringen langfristig ...

wechselten sich an den Börsen Boom- und Crash-Phasen ab. So erzielten Aktien über ein Jahrzehnt real bis zu 16 Prozent jährliche Rendite, in einem schlechten Jahrzehnt verloren sie aber auch bis zu 4 Prozent jährlich.

Wohnimmobilien zeichneten sich dagegen seit dem Zweiten Weltkrieg durch bemerkenswert stabile Renditen aus. In den vergangenen fünfzig Jahren bewegten sich die Renditen von Aktien und Immobilien nicht mehr in die gleiche Richtung. In den vergangenen zwanzig Jahren bewegten sich zudem die Aktienrenditen über alle Länder weitgehend in die gleiche Richtung.

Eine internationale Streuung des Aktienportfolios vermochte also das Risiko nur wenig zu senken. Nicht so bei den Immobilienrenditen; sie entwickelten sich von Land zu Land recht unterschiedlich. Die Erkenntnis daraus: Wohnimmobilien eignen sich gut zur besseren Streuung des Risikos.

Negativzinsen sind nichts Aussergewöhnliches

Länder, die von den beiden Weltkriegen stark in Mitleidenschaft gezogen wurden, weisen schwächere reale Aktienrenditen auf, beispielsweise Belgien, Frankreich und Japan. In Frankreich drückte zudem die Verstaatlichungswelle nach dem Zweiten Weltkrieg stark auf die Aktienrenditen.

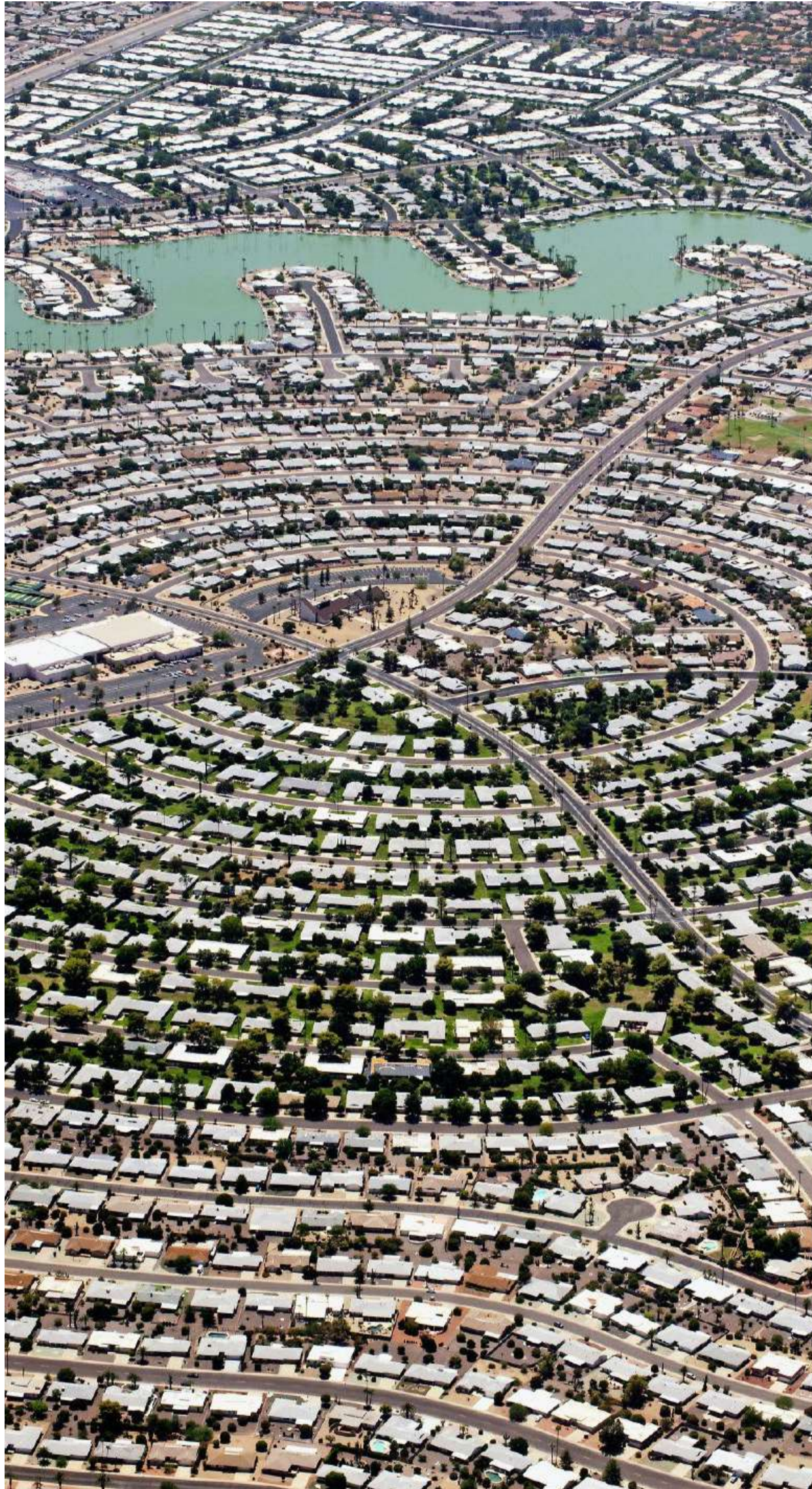
Nicht in allen Ländern schlugen Immobilien die Aktien. In der Schweiz rentierten Aktien über den gesamten Untersuchungszeitraum seit 1870 mit real 6,6 Prozent pro Jahr ähnlich gut wie der Durchschnitt der 16 Länder, die Liegenschaften dagegen blieben mit 5,8 Prozent hinter dem inter-

Die sogenannten sicheren Staatsanleihen erwiesen sich als alles andere als stabil

nationalen Durchschnitt zurück. Noch tiefer lag die langfristige Rendite auf Immobilien in Spanien und Italien. Seit 1980 sieht das Bild für die Aktien in den meisten Ländern besser aus, allerdings auf Kosten einer weit höheren Schwankungsbreite. Berücksichtigt man jedoch das deutlich höhere Risiko von Aktienanlagen, waren Immobilien in allen Ländern über die lange Frist profitabler als Aktien.

Aufschlussreich sind auch die Erkenntnisse betreffend festverzinslicher Anlagen. Die Forscher untersuchten dazu die Renditen von langfristigen Staatsanleihen und von Geldmarktanlagen in Form von Treasury Bills, kurzfristiger Schuldverschreibungen des Staates zwecks Kreditaufnahme. Auch diese sogenannten sicheren Anlagen erwiesen sich als alles andere als stabil, wie die historische Betrachtung zeigt. Ihre realen Renditen schwankten erstaunlich stark über die Zeit, zu manchen Zeiten gar stärker als die Aktienrenditen.

Nicht nur in den beiden Weltkriegen, sondern auch in den Inflationsphasen und Wachstumsphasen der 1970er- und 1980er-Jahre tauchten die Renditen der kurz- und langfristigen Staatsanleihen in den negativen Bereich. Sehr tiefe und sogar negative reale Zinsen, über die derzeit ausdau-



Vertrauen in Eigenheime, wenn auch die Dichte sehr hoch ist: Phoenix, USA

ernd und heftig debattiert wird, sind also im historischen Vergleich nichts Aussergewöhnliches.

Die reale Rendite über alle 16 Länder und die ganzen beinahe 150 Jahre beträgt bei den Geldmarktanlagen im Schnitt 1 Prozent, bei den langfristigen Staatsanleihen 2,5 Prozent. In manchen Ländern war der Durchschnitt der realen Geldmarktrenditen gar andauernd negativ. So in Frankreich seit 1870 und in Norwegen, Portugal und Spanien von 1950 bis 2015. Die derzeit überall

Banken sollten weniger auf intransparente, teure strukturierte Produkte setzen

beklagten tiefen Zinsen markieren denn auch nicht historische Tiefstände. «Das Rätsel ist eher, warum der sichere Zins Mitte der 1980er-Jahre so hoch war und nicht, warum er seither gefallen ist», stellen die Forscher fest.

Erstaunlicherweise schwankten die Renditen für riskante Anlagen im Zeitablauf weniger als jene für sichere. Das hat Folgen für die Risikoprämie, den Renditezuschlag, den Anleger dafür verlangen, dass sie riskante Anlagen wie Aktien statt sichere wie Staatsanleihen halten. Diese Risikoprämie, der Renditeunterschied zwischen Aktien oder Immobilien und den mehr oder weniger risikolosen Staatsanleihen, blieb in Friedenszeiten mehrheitlich stabil, bei etwa 4 bis 5 Prozent. Nur in den 1950ern bis Anfang der 1970er-Jahre lag sie sehr viel höher.

Das war die Zeit des Wirtschaftswunders und gleichzeitig eine Phase gänzlich ohne Finanzkrisen. Diese Beobachtung scheint Theorien zu bestätigen, wonach in Zeiten unterschätzter Risiken, wenn also die Risikoprämien sehr tief sind, die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen steigt.

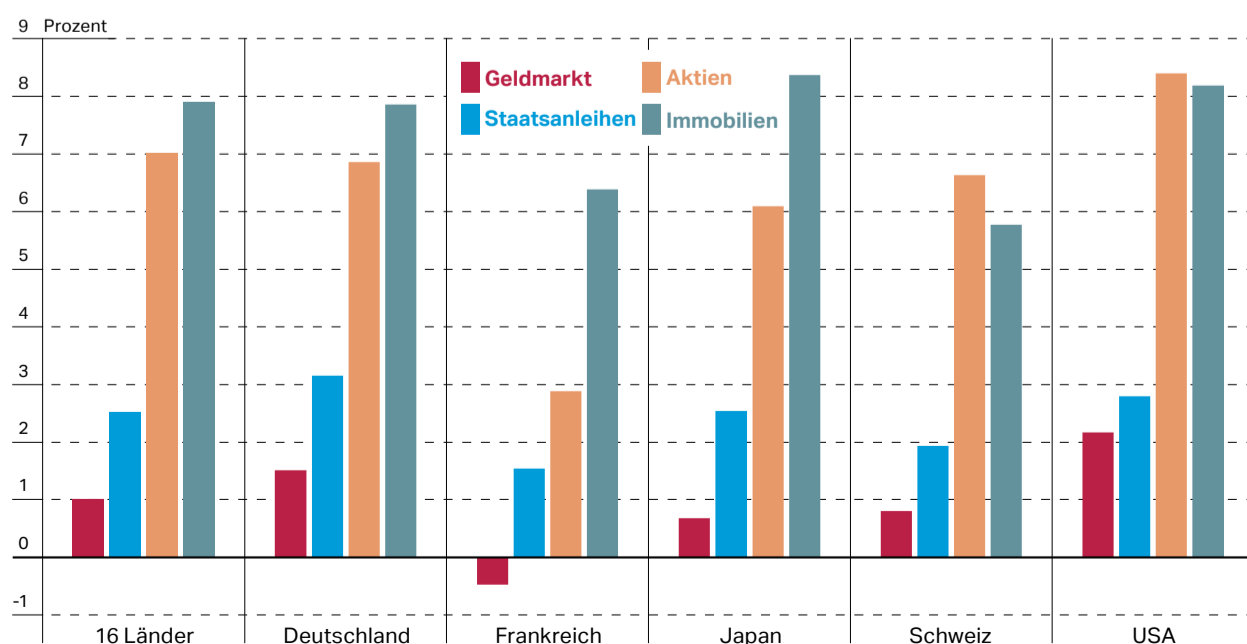
Privatanleger stossen beim Kauf von Immobilien an Grenzen

Angesichts der seit dem Ausbruch der Finanzkrise vor zehn Jahren stark gesunkenen Zinsen und den steigenden Aktien- und Immobilienmärkten könnte man erwarten, dass heute die Risikoprämie im historischen Vergleich sehr hoch sein müsste. Die Daten der Forscher zeigen jedoch etwas anderes: Die Risikoprämie bewegt sich nahe am historischen Durchschnitt.

Die Untersuchung zeigt, dass sich die Diversifikation in riskantere Anlagen, vor allem Wohnliegenschaften, über die lange Frist lohnt. Der normale Anleger stösst dabei jedoch auf ein Problem. Aktien werden an liquiden Märkten gehandelt und können deshalb jederzeit gekauft und verkauft werden. Die Risikostreuung ist damit auch für Privatanleger gut möglich. Bei Liegenschaften ist das nicht so einfach. Private kaufen ein Haus in der Regel, um selber darin zu wohnen. Der Kapitaleinsatz ist entsprechend hoch, das Risiko lässt sich so nicht diversifizieren.

Es ist für den Durchschnittsanleger deshalb sehr viel schwieriger, sein Vermögen mit Immobilien zu diversifizieren, als in ein breit gestreutes Aktienportfolio zu investieren. Damit sind die Banken gefordert. Wollen sie ihren Kunden wirklich helfen, sollten sie weniger auf undurchsichtige und teure strukturierte Produkte setzen und stattdessen liquide, diversifizierte Portfolios von Wohnimmobilien aufbauen, in welche ihre Kunden investieren können.

Reale Renditen 1870 bis 2015



Soz.mav; Quelle: Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database