

Rendite selbst genutzten Wohneigentums

Konsumglättung und verhaltensbedingtes Vorsorgeplus



empirica

Auftraggeber

LBS-Bundesgeschäftsstelle Berlin

Auftragnehmer

empirica ag
Büro: Berlin
Kurfürstendamm 234, 10719 Berlin
Telefon (030) 88 47 95-0
berlin@empirica-institut.de
www.empirica-institut.de

Bearbeitung

Dr. Reiner Braun

Projektnummer

2023059

Berlin, 31. Mai 2023

INHALTSVERZEICHNIS

Rendite selbst genutzten Wohneigentums.....	1
1. Konsumglättung über den Lebenszyklus.....	1
2. Verhaltensbedingtes Vorsorgeplus	2
3. Beachtliche Renditen von Wohnimmobilien im Langfristvergleich	3
3.1 Empirische Objekt-Renditen bei deutschen Wohnimmobilien.....	4
3.2 Empirische Rendite von Wohnimmobilien höher als bei Aktien.....	5
4. Fazit: Hohe Rendite selbst genutzten Wohneigentums	6
5. Anhang.....	7

RENDITE SELBST GENUTZTEN WOHNHEIGENTUMS

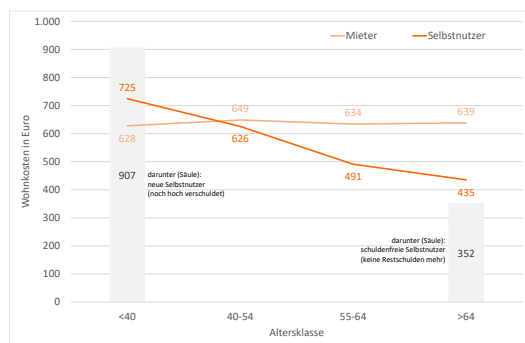
1. Konsumglättung über den Lebenszyklus

Der Sinn des Sparens wird durch das Modell der permanenten Einkommenshypothese bzw. der Lebenszyklushypothese beschrieben. Demnach sichert das Sparen gegen erwartete und unerwartete Ausgaben- oder Einkommensschocks ab, mit dem Ziel einen gleichmäßigen oder gleichmäßig steigenden Konsum über einen langen Zeitraum bzw. über das gesamte Leben hinweg zu ermöglichen.

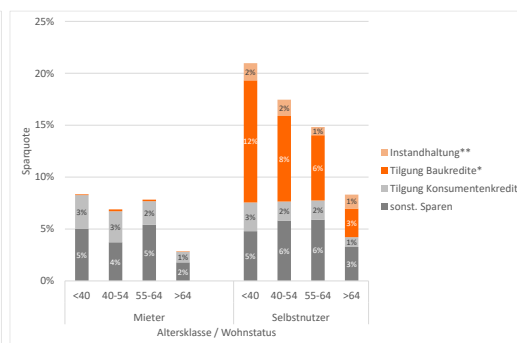
Abbildung 1: Altersvorsorge durch selbst genutztes Wohneigentum

Auswahl: Haushaltsnettoeinkommen 2-3.000 Euro/Monat

a) Median monatliche Wohnkosten



b) Median Sparquote



Wohnkosten: Bruttowarmmiete beim Mieter bzw. Zins/Tilgung plus kalte und warme Nebenkosten beim Selbstnutzer | Mieter: ohne mietfrei Wohnende | neue Selbstnutzer: rechnerische Fremdkapitalquote noch über 60%

* Nur selbst genutztes Wohneigentum | ** nur werterhöhende Instandhaltungen und Baumaßnahmen an der Hauptwohnung

Quelle: „Wohneigentum in Deutschland“ (2022), empirica-Studie im Auftrag der LBS Bundesgeschäftsstelle Berlin. https://www.empirica-institut.de/fileadmin/Redaktion/Publikationen/Referenzen/PDFs/Wohneigentum_EVS_2020_Teil-1-bis-4-Bericht.pdf

Nichts anderes machen Selbstnutzer: In der Erwerbsphase mit hohen Einkommen nehmen sie höhere Wohnkosten in Kauf, um sich anschließend in der Ruhestandsphase mit geringen Einkommen denselben Wohnkonsum zu dann niedrigeren Wohnkosten leisten zu können (vgl. Abbildung 1a). Das ist möglich, weil Wohnungskredite bis dahin getilgt sind und nur noch kalte wie warme Nebenkosten bezahlt werden müssen.

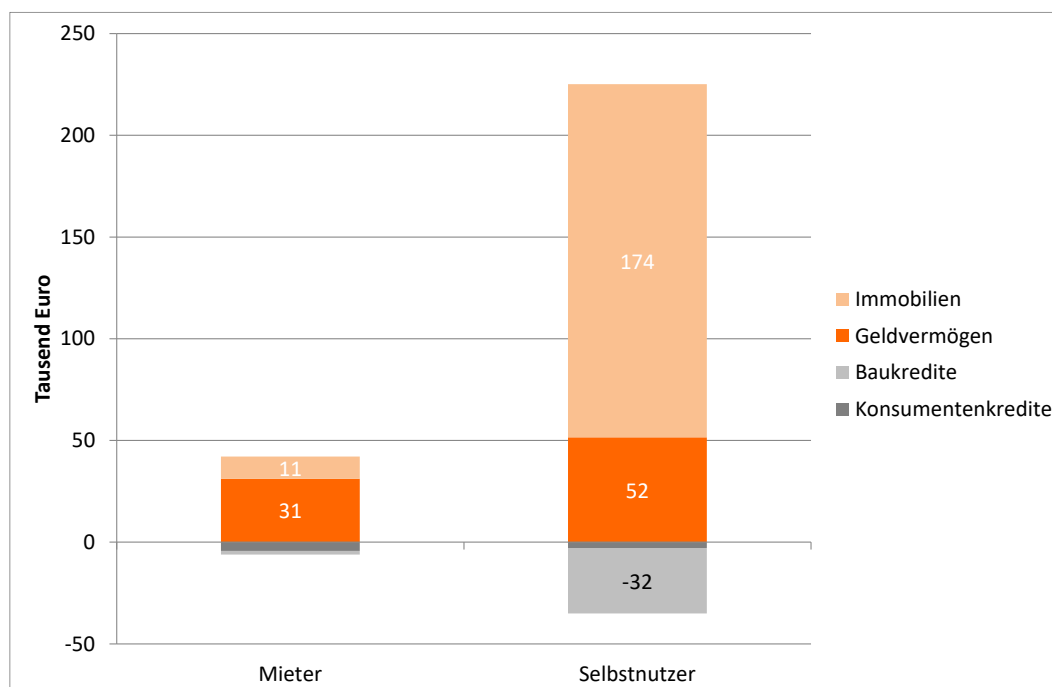
Tatsächlich ist es auch so, dass Selbstnutzer in allen Lebensphasen an sich ähnlich viel sparen wie im Einkommen vergleichbare Mieter (graue Säulen in Abbildung 1b), das Tilgungssparen für die eigenen vier Wände aber zusätzlich geleistet wird und sie im Ergebnis dadurch mehr fürs Alter vorsorgen (orange Säulen). Die Altersvorsorge wird dann in Form der ersparten (nettokalten) Miete im Alter gerettet.

2. Verhaltensbedingtes Vorsorgeplus

Altersvorsorgevermögen wird im Idealfall während des Erwerbslebens aufgebaut, um es in der nachfolgenden Ruhestandsphase aufzubauchen. Im Ergebnis sind am Vorabend des Ruhestandes *cet. par.* die höchsten Vermögen zu beobachten. Verglichen mit gleichaltrigen Mietern derselben Altersklasse haben Selbstnutzer bis dahin empirisch vielfach höhere Vermögen aufgebaut. Das betrifft weniger die Geldvermögen, die Unterschiede resultieren vielmehr aus der Immobilie. Vergleichbare langfristige Konsumverzichte werden offenbar für andere Anlageformen nicht hingenommen.

Abbildung 2: Gesamtvermögen am Vorabend des Ruhestandes

Auswahl: 50- bis 59-jährige Haushalte mit Einkommen 1.700-2.300 Euro/Monat



Quelle: „Wohneigentum in Deutschland“ (2022), empirica-Studie im Auftrag der LBS Bundesgeschäftsstelle Berlin. https://www.empirica-institut.de/fileadmin/Redaktion/Publikationen/Referenzen/PDFs/Wohneigentum_EVS_2020_Teil-1-bis-4-Bericht.pdf

Bei der Anlage *vorhandener* Vermögen mag die Entscheidung für die höhere Renditeform wichtig sein. Beim Vermögensaufbau dagegen spielt die Höhe der Sparbereitschaft eine wichtige Rolle. Bei den allermeisten Ersterwerbern ist jedoch das Eigenkapital knapp. Deswegen ist es hier wichtiger, dass Wohneigentum die Sparbereitschaft erhöht, weil es gleichsam gegen die Versuchungen eines hedonistischen Konsumlebens immunisiert und die eigene Sprunghaftigkeit und Neigung zu Spontanentscheidungen dämpft.

Reine Renditevergleiche vernachlässigen diese Bedeutung langfristiger, kontinuierlicher Sparprozesse und die Bedeutungen von Weichenstellungen durch die Verhalten geprägt wird. Der Erwerb von Wohneigentum bedeutet den freiwilligen Einstieg in Sparprozesse, die im Ergebnis die eigene Ungeduld oder sogar Unvernunft und Launenhaftigkeit bremsen. In diesem Sinne optimiert der Erwerb von selbst genutztem Wohneigentum die Altersvorsorge, selbst falls es in Renditevergleichen nicht gut wegkommen sollte.

3. Beachtliche Renditen von Wohnimmobilien im Langfristvergleich

Die Gesamtrendite (GR) von Wohnimmobilien – ob vermietet oder selbst genutzt – setzt sich zusammen aus laufender Mietrendite (LR) und Wertsteigerungsrendite (WR). Wertsteigerungen verbessern die Altersvorsorge liquiditätsmäßig nicht, solange nicht verkauft oder nachbeliehen wird; letzteres wird im Ruhestand u.a. durch die Wohnimmobilienkreditrichtlinie erschwert.

Die laufende Mietrendite ergibt sich als Relation von nettokalter Jahresmiete (Mt) abzüglich anfallender Kosten¹ (Kt) zum Objektwert beim Kaufzeitpunkt (P_0). Der Objektwert wiederum ergibt sich als Vielfaches der Jahresmiete – so wie der Aktienkurs als Vielfaches der Nettoerträge einer Aktiengesellschaft gemessen wird. Ob Aktien oder Immobilien hängt der Vervielfacher ($V_t(r)$) zudem vom jeweiligen Zinssatz (r) ab. So ergibt sich die Formel: $LRT = (Mt - Kt) / (V_0(r) * M_0)$.

Für eine überschlägige Modellrechnung werden für zwei Zins-Szenarien typische Werte für $V(r)$ und K unterstellt:

Annahme: $r=1\%$ bzw. 4% | $V(1\%)=40$ bzw. $V(4\%)=25$ | $K=10\%$ von M

Daraus folgt zum Kaufzeitpunkt ($t=0$) eine Mietrendite von 2,25% bzw. 3,6% bei einem Zinssatz von 1% bzw. 4%. Durch Mietsteigerungen (oberhalb der Kostensteigerung) kann die Mietrendite in späteren Jahren auch erheblich größer ausfallen, da der Nenner konstant bleibt.

Die Modellrechnung soll nur eine Größenordnung und die relevanten Variablen aufzeigen. In der Empirie streuen natürlich sämtliche Variablen je nach Objektlage, Objekttyp oder Marktlage sehr stark. Außerdem kann die Miete im Zeitablauf unter Beachtung entsprechender Regulierung erhöht werden, was vor allem dann zu einer besseren Rendite führt, wenn die Kosten nicht im selben Maße steigen. Dies ist auf dem Wohnungsmarkt insbesondere in Knappheitsphasen möglich.

Wie unterscheidet sich die Mietrendite von Vermietern und Selbstnutzern?

Unabhängig vom Wohnstatus folgt die Mietrendite denselben Variablen (Mt und Kt). Was beim Vermieter die Mieteinnahmen sind, ist beim Selbstnutzer die ersparte Miete. Dieser „Erlös“ ist mindestens so hoch wie beim Vermieter, da beim Selbstnutzer sowohl Leerstand wie auch Mietausfall per definitionem ausgeschlossen sind.

Grundsätzlich sind beide Wohnformen auch mit denselben Kosten konfrontiert. Allerdings gibt es unterschiedliche steuerliche Behandlungen bzw. Subventionen. Je nach Steuer- und Subventionsregime können deswegen die Nettoerlöse der einen von der anderen Wohnform für sonst identische Wohnungen voneinander abweichen. Ein kostenbedingtes Renditedifferential resultiert dann aber nicht aus der Anlageform selbst, sondern aus den abweichenden staatlichen Rahmenbedingungen. Insbesondere begründet ein solches Differential dann jedoch keine Schlechterstellung der selbst genutzten gegenüber vermieteten Immobilien im Rahmen der Altersvorsorge.

¹ Insbesondere Instandsetzung und Steuern, Finanzierungskosten bleiben in Renditeberechnungen dagegen oft außen vor, weil nur die Frage beantwortet werden soll, welche Anlageform bei gegebener Finanzierung rentabler ist (und identische Zinssätze für alle Finanzierungen unterstellt werden).

3.1 Empirische Objekt-Renditen bei deutschen Wohnimmobilien

Amaral, Dohmen, Kohl und Schularick (2021)² haben die Objekt-Rendite von Wohnimmobilien über einen sehr langen Zeitraum von rund sieben Jahrzehnten für die vier deutschen Großstädte Berlin, Hamburg, Köln und Frankfurt analysiert. Dabei zeigt sich eine mittlere Gesamtrendite von rund 6 bis 10 Prozent, wobei die **reine Mietrendite bei rund 3,5 bis knapp 6 Prozent** lag (vgl. Abbildung 5 im Anhang).

Abbildung 3: Immobilienrendite in 42 bzw. 127 deutschen Großstädten

	Long data set				Wide data set			
	Mean	StdDev	Min	Max	Mean	StdDev	Min	Max
Population 1975	417029.48	413298.12	30978.00	1984837.00	197296.69	286531.28	21896.00	1984837.00
Population 1998	400584.93	410918.74	30290.00	2130525.00	191571.90	281125.67	21221.00	2130525.00
Capital gain	-0.20	8.69	-59.92	42.70	-0.56	6.61	-42.93	39.21
Rent return	4.79	1.21	1.61	12.91	5.55	1.12	2.04	12.91
Total return	4.60	8.61	-53.77	47.34	5.03	6.44	-37.04	44.34
Observations	1848				3302			

Note: The table contains summary statistics for both German city-level data sets. The long data set covers housing returns between 1975 and 2018 for 42 cities and the wide data set between 1993 and 2018 for 127 cities. All return variables are measured in log points.

Quelle: Amaral, Dohmen, Kohl und Schularick (2021), S. 63

Über einen ebenfalls noch recht langen Zeitraum von 43 bzw. 25 Jahren wurden in dem Paper weitere 42 bzw. 127 deutsche Großstädte analysiert (vgl. Abbildung 6 im Anhang). Dort ergibt sich eine mittlere Gesamtrendite von 4,6 bzw. 5,0 Prozent, wobei die **reine Mietrendite mit 4,8 bzw. 5,6 Prozent** sogar noch etwas höher liegt. Das liegt daran, dass die Wertsteigerungsrendite in beiden Zeiträumen leicht negativ war (vgl. Abbildung 3).

Kleinere Städte liefern höhere Mietrendite

Die Abweichungen der mittleren Renditen in den verschiedenen Städtegruppen sind plausibel. Diese Einschätzung folgt aus einem Vergleich von 27 weltweiten „Superstar cities“ aus 15 Ländern über einen Zeitraum von 150 Jahren mit den jeweiligen landesweiten Renditen. Demnach liegt die Gesamtrendite bei Superstars rund ein Prozentpunkt niedriger als im restlichen Land. Als Erklärung nennen die Autoren unterschiedliche Risikoprofile.

So steigen die Kaufpreise in den Super cities zwar schneller (höhere Wertsteigerungsrendite), aber die Mietrenditen sind anderswo höher. Amaral et al. interpretieren diesen Effekt als Risikoprämie: Zum einen korreliert die Miete außerhalb der Superstars stärker mit dem lokalen Einkommenswachstum und zum anderen ist die Markt-Liquidität in kleineren Städten geringer. Megastädte sind in diesem Sinne also „sicherere Anlagen“, so dass die Investoren sich dort mit geringeren Mietrenditen zufriedengeben.

² Amaral, F., Dohmen, M., Kohl, S. und Schularick, M. (2021), „Superstar Returns“, ECONtribute Discussion Paper Nr. 131 (https://www.econtribute.de/RePEc/aik/aikdps/ECONtribute_131_2021.pdf).

3.2 Empirische Rendite von Wohnimmobilien höher als bei Aktien

Jorda, Knoll, Kuvshinov, Schularick und Taylor (2018)³ haben die mittleren Renditen verschiedener Anlageformen aus 16 Staaten über 145 Jahre hinweg berechnet (vgl. Abbildung 4). Betrachtet wurden dabei kurzlaufende Staatspapiere (Bills), langlaufende Staatspapiere (Bonds), Aktien (Equities) und Wohnimmobilien (Housing). Im Ergebnis schneiden Wohnimmobilien mit real 7,1 Prozent in der langen Frist sogar etwas besser ab als Aktien mit 6,9%. Weit abgeschlagen landen die risikoärmeren Anlageformen mit real 2,5% bei Bonds und 1% bei Bills.

Zwar stellen die Autoren je nach Steuer- oder Subventionsregime größere Renditeunterschiede fest. Auch Analysen für Deutschland zeigen, dass Selbstnutzer diesbezüglich eher vom Staat benachteiligt werden.⁴ So gesehen dürfte die laufende Mietrendite selbst genutzter Wohnimmobilien kleiner ausfallen als die vermieteter Wohnungen. Gleichwohl ist die Ursache dann eben nicht in der Anlageform als solche zu sehen. Vielmehr sollte dies dann Ansporn sein, ein Level playing field zu schaffen, also den Barwert der Steuervorteile vermieteter Wohnungen analog als Subventionen an Selbstnutzer auszuzahlen.

Abbildung 4: Renditen verschiedener Anlageformen in 16 Staaten 1870-2015

	Real returns				Nominal Returns			
	Bills	Bonds	Equity	Housing	Bills	Bonds	Equity	Housing
<i>Full sample:</i>								
Mean return p.a.	1.03	2.53	6.88	7.06	4.58	6.06	10.65	11.00
Standard deviation	6.00	10.69	21.79	9.93	3.32	8.88	22.55	10.64
Geometric mean	0.83	1.97	4.66	6.62	4.53	5.71	8.49	10.53
Mean excess return p.a.	.	1.51	5.85	6.03				
Standard deviation	.	8.36	21.27	9.80				
Geometric mean	.	1.18	3.77	5.60				
Observations	1767	1767	1767	1767	1767	1767	1767	1767
<i>Post-1950:</i>								
Mean return p.a.	0.88	2.79	8.30	7.42	5.39	7.30	12.97	12.27
Standard deviation	3.42	9.94	24.21	8.87	4.03	9.81	25.03	10.14
Geometric mean	0.82	2.32	5.56	7.08	5.31	6.88	10.26	11.85
Mean excess return p.a.	.	1.91	7.42	6.54				
Standard deviation	.	9.21	23.78	9.17				
Geometric mean	.	1.51	4.79	6.18				
Observations	1022	1022	1022	1022	1022	1022	1022	1022

Note: Annual global returns in 16 countries, equally weighted. Period coverage differs across countries. Consistent coverage within countries: each country-year observation used to compute the statistics in this table has data for all four asset returns. Excess returns are computed relative to bills.

Quelle: Jorda, Knoll, Kuvshinov, Schularick und Taylor (2018), S. 1241

³ Jorda, O., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M. und Taylor, A.M. (2019), The Rate of Return on Everything, 1870–2015, The Quarterly Journal of Economics, Volume 134, Issue 3, August 2019, Pages 1225–1298 (<https://doi.org/10.1093/qje/qjz012>).

⁴ Vgl. „Mieter oder Eigentümer – wer wird stärker gefördert? Berechnungen zur fairen Kompensation für Selbstnutzer (2015), empirica-Stude im Auftrag der LBS-Bundesgeschäftsstelle Berlin

4. Fazit: Hohe Rendite selbst genutzten Wohneigentums

Selbst genutztes Wohneigentum wird langfristig gehalten, zur Finanzierung erforderliche Kredite werden bis zum Renteneintritt getilgt. So **glättet** es **den Konsum** über den Lebenszyklus und erfüllt damit ein wichtiges Kriterium für eine empfehlenswerte Altersvorsorge.

Selbst genutztes Wohneigentum **erhöht die Spardisziplin** und damit das Vermögen bis zum Eintritt in den Ruhestand. Dies gilt unabhängig von der erzielbaren Rendite.

Selbst genutztes Wohneigentum erzielt **ähnliche Renditen wie vermietete Wohnungen**: Die Erlöse in Form der ersparten Miete sind eher höher, da Leerstand und Mietausfall ausgeschlossen sind. Abweichende Kosten resultieren aus dem staatlichen Steuer- oder Subventionsregime und sind deswegen nicht der Anlageform und ihrer Eignung als Altersvorsorge zuzuschreiben.

Wohnimmobilien in deutschen Städten erzielen hohe Renditen von 5 bis 10 Prozent – je nach Betrachtungszeitraum und Gemeindegröße. Im internationalen Vergleich liegt die durchschnittliche **Rendite sogar höher als bei Aktien**.

Die Gesamtrendite setzt sich zusammen aus Wertsteigerungsrendite und Mietrendite. Empirische Studien zeigen, dass die Wertsteigerungsrendite durchaus negativ werden kann, die **für Selbstnutzer relevante Mietrendite** in Form der ersparten Miete jedoch **immer positiv** ist.

Die **Mietrendite** liegt hierzulande bei rund **5 Prozent**, wobei sie in kleineren Gemeinden höher liegt als in Metropolen. Da auch die Wohneigentumsquote in kleineren Gemeinden sehr viel größer ausfällt,⁵ wohnt die Masse der Selbstnutzer damit auf der „Sonnenseite“ der Rendite.

⁵ Vgl. „Wohneigentum in Deutschland“ (2022).

5. Anhang

Abbildung 5: Immobilienrendite in 27 Superstar-Cities

Table 13: Summary statistics on city-level simple housing returns (percentage points)

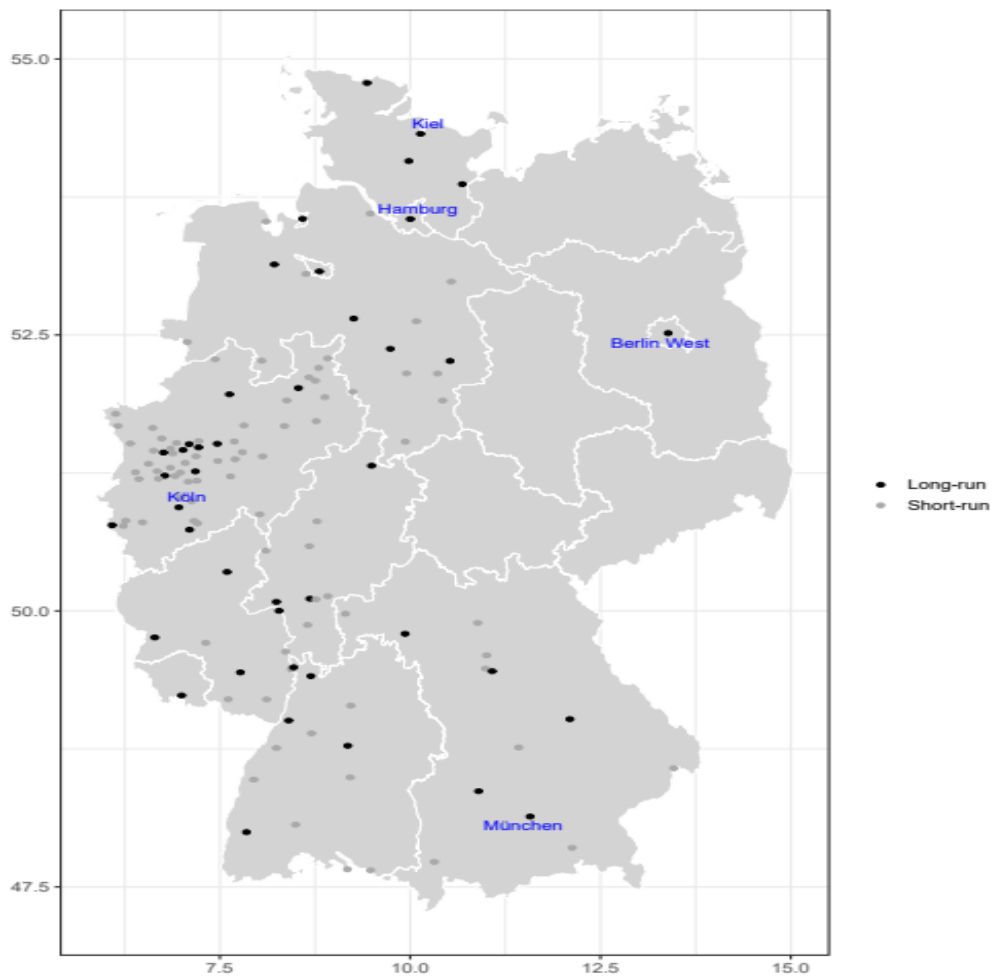
City	Full sample			Post 1950		
	Capital gain	Rent return	Total return	Capital gain	Rent return	Total return
London	2.22 (9.71)	2.54 (0.88)	4.76 (9.80)	3.84 (11.07)	2.16 (0.72)	6.00 (11.32)
New York	2.21 (12.43)	3.59 (1.01)	5.80 (12.64)	2.16 (12.71)	3.11 (0.56)	5.27 (12.85)
Paris	1.24 (10.95)	4.22 (1.02)	5.45 (11.18)	5.41 (9.93)	3.74 (1.17)	9.15 (10.37)
Berlin	1.79 (12.00)	4.91 (2.41)	6.70 (12.70)	4.12 (10.84)	5.87 (2.29)	9.99 (11.32)
Tokyo	3.36 (16.60)	5.40 (2.14)	8.76 (17.04)	3.36 (16.60)	5.40 (2.14)	8.76 (17.04)
Hamburg	1.62 (10.55)	4.39 (1.53)	6.01 (11.06)	2.36 (6.78)	3.51 (0.83)	5.87 (6.66)
Naples	1.78 (9.63)	3.34 (1.12)	5.12 (9.91)	1.78 (9.70)	3.38 (1.09)	5.16 (9.98)
Barcelona	2.51 (16.11)	4.34 (1.50)	6.84 (16.53)	2.51 (16.11)	4.34 (1.50)	6.84 (16.53)
Madrid	3.33 (17.82)	3.94 (1.12)	7.26 (18.24)	3.33 (17.82)	3.94 (1.12)	7.26 (18.24)
Amsterdam	1.40 (7.75)	6.15 (1.49)	7.55 (7.84)	3.28 (9.41)	5.83 (1.87)	9.12 (9.73)
Milan	4.82 (14.97)	1.87 (0.83)	6.68 (15.26)	4.45 (14.76)	1.85 (0.82)	6.30 (15.04)
Melbourne	2.82 (14.55)	4.46 (2.45)	7.28 (14.69)	2.87 (8.13)	2.57 (1.00)	5.44 (8.23)
Sydney	2.74 (11.62)	5.09 (2.65)	7.83 (11.87)	3.25 (8.58)	2.98 (1.06)	6.23 (8.75)
Copenhagen	3.04 (9.15)	2.73 (1.05)	5.77 (9.33)	3.29 (9.02)	2.43 (0.75)	5.72 (9.29)
Rome	2.05 (9.29)	1.11 (0.38)	3.16 (9.31)	1.56 (8.44)	1.12 (0.38)	2.68 (8.49)
Cologne	1.27 (14.62)	3.50 (1.17)	4.77 (15.02)	3.57 (11.52)	3.94 (0.78)	7.51 (11.70)
Frankfurt	1.56 (15.93)	5.34 (3.12)	6.90 (16.52)	4.67 (14.08)	4.58 (2.11)	9.25 (14.64)
Turin	1.26 (7.40)	2.82 (1.18)	4.08 (7.63)	1.25 (7.45)	2.86 (1.16)	4.10 (7.68)
Stockholm	1.31 (8.54)	3.69 (1.08)	4.99 (8.75)	2.30 (8.53)	4.02 (1.13)	6.32 (8.73)
Oslo	1.77 (13.07)	3.01 (0.77)	4.79 (13.27)	2.74 (10.17)	3.34 (0.84)	6.08 (10.34)
Toronto	2.07 (9.22)	5.71 (2.48)	7.78 (9.92)	2.17 (8.52)	4.27 (0.72)	6.44 (8.87)
Zurich	2.47 (12.32)	4.10 (1.37)	6.57 (12.65)	3.12 (12.36)	3.85 (0.80)	6.97 (12.53)
Gothenburg	1.79 (9.28)	6.51 (1.73)	8.30 (9.72)	2.56 (8.92)	6.10 (1.69)	8.66 (9.16)
Basel	2.32 (11.49)	4.13 (0.59)	6.45 (11.69)	3.27 (10.96)	4.04 (0.59)	7.31 (11.08)
Helsinki	3.34 (12.12)	4.45 (3.46)	7.80 (12.60)	4.23 (11.19)	3.71 (2.15)	7.95 (12.26)
Vancouver	3.50 (12.02)	4.03 (0.84)	7.53 (12.45)	3.50 (12.02)	4.03 (0.84)	7.53 (12.45)
Bern	1.91 (13.62)	4.82 (1.25)	6.73 (13.85)	2.24 (13.52)	4.05 (0.60)	6.29 (13.69)
Global mean	2.14 (12.04)	4.20 (2.08)	6.34 (12.41)	3.08 (11.40)	3.74 (1.71)	6.82 (11.77)

Note: The table shows arithmetic means of simple (percentage point) returns for every city in our sample. Standard deviations are in parentheses. Returns are split up into capital gains and rent returns, simple returns are calculated for each category separately. The full sample time period is city specific and refers to the minimum coverage of price and rent data by city depicted in Table 1. The post-1950 period covers the same time period per city including return data from 1951 to 2018, except for some German cities, for which the first years after World War II are missing due to data availability.

Quelle: Amaral, Dohmen, Kohl und Schularick (2021), S. 47

Abbildung 6: Verteilung der 42 bzw. 127 deutschen Großstädte

Figure 17: Geographical distribution of the German city sample



Note: Latitude and longitude are given on the y- and x-axis, respectively. The map was built using the shape file in Hub (2019).

Quelle: Amaral, Dohmen, Kohl und Schularick (2021), S. 65