

Stefan Bach, Philip Popien, Andreas Thiemann

Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger
Wertgrund-Studie des DIW Berlin

Forschungsprojekt im Auftrag der
WERTGRUND Immobilien AG

Berlin, 02.09.2014

DIW Berlin, Abteilung Staat, sbach@diw.de

Inhaltsverzeichnis

Kurzfassung	5
1 Einleitung	6
2 Analysen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP)	7
3 Analysen mit der Erhebung Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF) 2010/2011	17
4 Zusammenfassung und Diskussion der Ergebnisse	24
Literatur	27

Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 1	Vermögenswerte der Privatpersonen im SOEP 2012 nach Dezilen des Nettovermögens und Vermögensarten	9
Tabelle 2	Bruttorenditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger im SOEP 2002, 2007, 2012 Einschließlich Fälle mit Rendite von Null	12
Tabelle 3	Bruttorenditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger im SOEP 2002, 2007, 2012 Ohne Fälle mit Rendite von Null	14
Tabelle 4	Nettorenditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger im SOEP 2002, 2007, 2012 Ohne Fälle mit Rendite von Null	16
Tabelle 5	Vermögenswerte der Privathaushalte in der PHF 2010/2011 nach Dezilen des Nettovermögens und Vermögensarten	19
Tabelle 6	Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger in der PHF 2010/2011 Einschließlich Fälle mit Rendite von Null	22

Kurzfassung

In dieser Studie werden die Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger auf Grundlage von Befragungsdaten privater Haushalte in Deutschland untersucht. Ausgewertet werden Informationen aus dem *Sozio-oekonomischen Panel (SOEP)* der Jahre 2002, 2007 und 2012 sowie aus der Erhebung *Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF)* der Deutschen Bundesbank 2010/2011.

Die Analysen auf Grundlage des SOEP ergeben durchschnittliche Renditen für private Immobilieninvestitionen in Höhe von 2 bis 3 Prozent für die Bruttorenditen und von 1,5 bis 2,0 Prozent für die Nettorenditen. Die Analysen auf Grundlage der PHF für 2010/2011 ergeben eine durchschnittliche Nettorendite von gut 4 Prozent. Trotz der Schätzunsicherheit aufgrund der hohen Streuung der Renditen sowie der geringen Fallzahlen in den Erhebungen ist die Nettorendite der PHF für 2010/2011 signifikant höher als die Nettorendite des SOEP für 2012, die 2,0 Prozent beträgt. Vermutlich sind die Ergebnisse der PHF aber überschätzt, weil viele Befragte zu hohe Erträge angeben könnten, soweit sie laufende Kosten unterschätzen, die bei der Erhebung nicht gesondert erfragt werden. Die SOEP-Ergebnisse könnten dagegen unterschätzt sein, da im SOEP die wohlhabenden Haushalte weniger gut erfasst sein dürften. Insoweit könnten die tatsächlichen Ergebnisse für den Zeitraum 2010 bis 2012 in der Mitte der beiden Erhebungen liegen, also bei etwa 3 Prozent.

1 Einleitung

In diesem Forschungsprojekt werden die Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger auf Grundlage von Befragungsdaten privater Haushalte in Deutschland untersucht. Ausgewertet werden Informationen aus dem *Sozio-oekonomischen Panel (SOEP)* der Wellen 2002, 2007 und 2012 (Kapitel 2) sowie aus der Erhebung *Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF)* der Deutschen Bundesbank 2010/2011 (Kapitel 3). Zu beiden Erhebungen werden die Einzeldaten analysiert, die dem DIW Berlin für wissenschaftliche Analysen vorliegen. In Kapitel 4 werden die Ergebnisse diskutiert und mit Zinsen und Kapitalmarktrenditen verglichen.

2 Analysen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP)

Das Sozio-oekonomische Panel (SOEP) ist eine repräsentative Längsschnittbefragung von Haushalten in Deutschland.¹ Die Erhebung startete im Jahre 1984 und umfasst in der letzten verfügbaren Welle 2012 etwa 11 000 Haushalte mit knapp 20 000 Erwachsenen und ihren Kindern. Neben den Einkommen und weiteren sozio-ökonomischen Merkmalen erhebt das SOEP u.a. detaillierte Angaben zu Einstellungen, Zeitverwendung und zur Erwerbsbiografie. Ferner wird im Rahmen des SOEP eine Ergänzungsstichprobe zu Haushalten mit hohem Einkommen erhoben und in die gesamte Stichprobe integriert. Dies verbessert die Möglichkeiten zur Analyse von Haushalten mit hohem Einkommen und Vermögen.

Das SOEP erhebt alle 5 Jahre die Vermögen der befragten Haushalte auf der Personenebene, zuletzt in der Welle 2012. Die Vermögensbestände und Schulden werden nach folgenden Komponenten erhoben:²

- Wert des eigengenutzten Immobilienvermögens,
- Belastungen des eigengenutzten Immobilienvermögens mit Restschulden,
- Wert des vermieteten und sonstigen Immobilienvermögens (nicht selbst genutztes Einfamilienhaus/Eigentumswohnung, Mehrfamilienhaus/Mietshaus, Ferienwohnung/Wochenendwohnung, unbebautes Grundstück, sonstige Immobilie),
- Belastungen des vermieteten und sonstigen Immobilienvermögens mit Restschulden,
- Wert von Bausparguthaben,
- Wert von Geldanlagen, etwa in Form von Sparguthaben, Spar- oder Pfandbriefen, Aktien oder Investmentanteilen,
- Rückkaufwert von Lebensversicherungen oder privaten Rentenversicherungen,
- Wert eines Betriebes (Einzelunternehmen) sowie von Beteiligungen an Personengesellschaften oder GmbHs,
- Wert von nennenswerten Sachvermögen in Form von Gold, Schmuck, Münzen oder wertvollen Sammlungen,

¹ http://www.diw.de/de/diw_02.c.221178.de/ueber_uns.html.

² Vgl. die Fragen zur „persönlichen Vermögensbilanz“ im Personenfragebogen des SOEP 2012, S. 22 ff.

- Sonstige Verbindlichkeiten aus Privatkrediten (ohne Hypotheken und Baudarlehen).

Nicht erhoben werden im SOEP die Werte des Hausrats einschließlich der Fahrzeuge sowie die Zeitwerte der Versorgungsansprüche im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung. Ferner gibt es keine Angaben zu den Vermögensbeständen von Kindern und Jugendlichen unter 17 Jahren.

Die Angaben zu den Vermögenswerten beruhen auf der Selbstauskunft der befragten Personen. Zu den Immobilienvermögen wird nach dem Wert gefragt, der beim Verkauf erzielt werden könnte. Im Einzelfall können diese Angaben durch die subjektive Wahrnehmung der Befragten deutlich verzerrt sein. Für systematische Verzerrungen gibt es aber keine Anhaltspunkte. Ein Teil der befragten Personen gibt lediglich an, über einzelne Vermögensarten zu verfügen, macht aber keine Angaben zum Wert des Vermögens. Diesen Fällen wird bei der Datenaufbereitung mittels statistischer Imputationsverfahren ein plausibler Wert zugeordnet (vgl. dazu im Detail Frick, Grabka und Marcus, 2010).³ Ein Abgleich der hochgerechneten Vermögenswerte mit den Ergebnissen der Vermögensrechnungen im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) ergibt grundsätzlich eine gute Übereinstimmung (Bach, Benoska und Steiner, 2010, S. 40 ff.). Allerdings ergeben sich im SOEP bei den Geld- und Wertpapiervermögen sowie bei den Unternehmensbeteiligungen größere Untererfassungen, die neben konzeptionellen Unterschieden vor allem auf die Untererfassung der Haushalte mit sehr hohem Vermögen zurückzuführen sind.

In der Vermögenserhebung des SOEP 2012 ergibt sich ein gesamtes Immobilienvermögen von hochgerechnet 4 830 Milliarden Euro, davon entfallen 3 750 Milliarden Euro auf die eigengenutzten Immobilien und 1 080 Milliarden Euro für das vermietete und sonstige Immobilienvermögen (Tabelle 1). Die Belastungen mit Krediten machen bei den Eigenheimen 680 Milliarden Euro aus, bei den vermieteten und sonstigen Immobilien liegt die Belastung bei 257 Milliarden Euro.

³ Hierzu verwenden wir die im Juli 2014 von der SOEP-Projektgruppe neu bereitgestellten Datensätze zu den Vermögenserhebungen einschließlich der Erhebung 2012, die auf Anfrage bereitgestellt werden (soepmail@diw.de) und in der nächsten SOEP-Datendistribution (v30) enthalten sein werden.

Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger
2 Analysen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP)

Tabelle 1

Vermögenswerte der Privatpersonen im SOEP 2012
nach Dezilen des Nettovermögens und Vermögensarten

Dezile Netto- vermögen ¹⁾ je Person	Immobilienvermögen		Geld- und Wert- papier- vermögen	Betriebs- vermögen	Gold, Schmuck, Münzen, Samm- lungen	Brutto- vermögen	Immobilienkredite		Netto- vermö- gen ¹⁾
	eigen- genutzt	vermietet und sonstige ²⁾					eigen- genutzt	vermietet und sonstige ²⁾	
Vermögenswerte in Mrd. Euro									
1.-5. Dezil	66	19	120	2	2	208	66	25	117
6. Dezil	140	15	144	5	4	310	86	10	213
7. Dezil	385	32	170	8	5	599	163	13	423
8. Dezil	613	51	187	17	6	875	134	19	722
9. Dezil	879	118	291	29	7	1 324	119	35	1 170
10. Dezil	1 669	847	691	503	42	3 752	113	155	3 484
Insgesamt	3 752	1 082	1 604	563	67	7 067	680	257	6 130
Vermögenswerte in %									
1.-5. Dezil	1,7	1,7	7,5	0,3	3,4	2,9	9,7	9,7	1,9
6. Dezil	3,7	1,4	9,0	0,9	6,7	4,4	12,7	3,9	3,5
7. Dezil	10,3	2,9	10,6	1,4	7,1	8,5	23,9	5,2	6,9
8. Dezil	16,3	4,7	11,7	3,0	9,5	12,4	19,7	7,3	11,8
9. Dezil	23,4	10,9	18,2	5,2	9,9	18,7	17,4	13,7	19,1
10. Dezil	44,5	78,3	43,1	89,2	63,3	53,1	16,6	60,3	56,8
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Personen mit Vermögenswerten in 1 000									
1.-5. Dezil	1 024	402	17 541	278	916	18 451	936	257	18 421
6. Dezil	2 301	405	6 231	322	564	7 038	1 666	168	7 038
7. Dezil	4 724	681	5 594	226	493	6 950	2 804	276	6 950
8. Dezil	5 964	799	5 986	345	537	6 996	2 778	335	6 996
9. Dezil	6 240	1 468	6 146	476	611	6 986	2 441	600	6 986
10. Dezil	6 348	3 211	6 266	1 170	1 209	6 994	1 675	1 244	6 994
Insgesamt	26 600	6 965	47 764	2 816	4 329	53 414	12 299	2 880	53 385
Vermögenswerte je Person in Tsd. Euro									
1.-5. Dezil	64,1	46,2	6,8	5,4	2,5	11,3	70,8	96,7	6,3
6. Dezil	61,0	38,2	23,2	15,3	8,0	44,0	51,7	59,7	30,3
7. Dezil	81,6	46,8	30,3	34,2	9,6	86,2	58,0	48,3	60,9
8. Dezil	102,8	63,6	31,3	49,5	11,7	125,0	48,2	56,0	103,2
9. Dezil	140,9	80,5	47,4	61,7	10,8	189,6	48,6	58,9	167,5
10. Dezil	262,9	263,7	110,3	429,7	34,8	536,4	67,3	124,6	498,1
Insgesamt	141,1	155,3	33,6	200,0	15,4	132,3	55,3	89,4	114,8
1) Ohne sonstige Kredite (Konsumentenkredite, sonstige Privatkredite). Ohne Personen unter 17 Jahren.- 2) Einschließlich unbebaute Grundstücke, Ferien-/Wochenendwohnungen, Betriebsgrundstücke. Quelle: Berechnungen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP), Distribution v29 (2013).									

Im Vergleich zu den übrigen Vermögenskomponenten sind die Vermögen der vermieteten und sonstigen Immobilien im Wesentlichen auf die oberen beiden Vermögensdezile konzentriert.⁴

⁴ Für die Darstellung nach Vermögensdezilen werden die Beobachtungen im Datensatz auf die gesamte Bevölkerung ab 17 Jahren hochgerechnet, nach der Höhe des Nettovermögens sortiert und in 10 gleich große Dezile eingeteilt.

Insgesamt haben knapp 7 Millionen Personen solche Immobilieninvestitionen, davon befindet sich knapp die Hälfte bei den reichsten 10 Prozent der Bevölkerung. Im Durchschnitt haben die Personen mit vermieteten oder sonstigen Immobilien Anlagen im Wert von 155 000 Euro, im obersten Vermögensdezil sind es 264 000 Euro. Im Vergleich zur 2007er Vermögenserhebung des SOEP ist der Wert des vermieteten und sonstigen Immobilienvermögens zurückgegangen, während die Zahl der Personen mit solchen Immobilien gestiegen ist. Die Wertangaben zum vermieteten und sonstigen Immobilienvermögen (im Folgenden: Immobilieninvestitionen) sowie zu den darauf entfallenden Restschulden werden nur summarisch abgefragt. Daher können sie nicht den einzelnen Objektarten zugerechnet werden, da viele Befragte mehrere Objekte angeben. Für die im Folgenden dargestellten Renditeberechnungen schließen wir lediglich die Fälle aus, die ausschließlich Ferienwohnungen/Wochenendwohnungen oder unbebaute Grundstücke besitzen. Da diese Objekte in der Regel keine Erträge erzielen, dürften die folgenden berechneten Renditen leicht unterschätzt sein, soweit die erfassten Immobilieninvestoren auch über solche Objekte verfügen.

Zur Berechnung der Renditen der Immobilieninvestitionen verwenden wir die detaillierten Angaben zu den Jahreseinkommen, die im SOEP retrospektiv für das Vorjahr erfragt werden. Hierzu verwenden wir für die Wellen 2002 und 2007 die Angaben aus dem Folgejahr, sofern die befragten Personen nicht aus der Erhebung ausgeschieden sind. Für die aktuelle Vermögenserhebung 2012 ist das nicht möglich, da die aufbereiteten Informationen für 2013 noch nicht zur Verfügung stehen. Wir verwenden die nur auf Haushaltsebene erfragten Informationen zu den Erträgen aus Vermietung oder Verpachtung von Grund- oder Hausbesitz. Neben den Einnahmen einschließlich der Umlagen werden hierzu die Betriebs- und Instandhaltungskosten sowie die Tilgungszahlungen und Zinsen für Hypotheken oder Bauspardarlehen erfasst.

Auf dieser Grundlage ermitteln wir zum einen eine *Bruttorendite*, indem von den Einnahmen nur die Betriebs- und Instandhaltungskosten abgezogen werden und der resultierende „Reinertrag“ auf den Vermögenswert vor Abzug von Schulden bezogen wird. Zum anderen wird eine *Nettorendite* berechnet, indem vom Ertrag zusätzlich die Tilgungszahlungen und Zinsen abgezogen werden und diese Ertragsgröße auf das Nettovermögen nach Abzug von Schulden bezogen wird. Tilgungszahlungen und Zinsen sind im SOEP nur summarisch nachgewiesen, eine Aufteilung ist nicht möglich. Ferner können keine Abschreibungen ermittelt werden, da Angaben zu den Anschaffungs- bzw. Herstellkosten sowie zum Anschaffungs- bzw. Herstellungsjahr fehlen. Insoweit ist diese Nettoertragsgröße nicht mit den handels- oder steuerrechtlichen Einkünften vergleichbar und dürfte in Fällen mit hohen Kreditbelastungen insoweit nach un-

ten verzerrt sein, da in diesen Fällen die Tilgungen die laufenden Abschreibungen zumeist übersteigen. Die Renditen werden auf der Haushaltsebene berechnet, da die Erträge nur für den Haushalt insgesamt erfragt werden. Bei Paaren, bei denen beide Partner Immobilieninvestitionen haben, wird also für beide Partner die Durchschnittsrendite des Paares für die individuellen Immobilieninvestitionen angesetzt. Die folgenden Auswertungen werden auf der persönlichen Ebene durchgeführt.

Da sich diese Renditeberechnung auf das jeweilige Jahr bezieht, können die Renditen durch Sonderfaktoren beeinflusst sein. Daher ist die Streuung der Renditen im jährlichen Querschnitt höher als bei Analysen über längere Zeiträume, in denen sich bei einzelnen Investments schwankende Erträge ausgleichen. Ferner können falsche Angaben der Befragten eine Rolle spielen, sowohl bei den Erträgen als auch bei den Vermögen (vgl. unten). Um Verzerrungen durch Ausreißer aufgrund solcher Fehler zu vermeiden, schließen wir die Fälle aus, bei denen die berechnete Rendite mehr als 30 Prozent oder weniger als -30 Prozent beträgt. Ferner vernachlässigen wir Immobilieninvestitionen im Wert von weniger als 1 000 Euro. Dadurch entfallen nur wenige Fälle im Datensatz (2012: 137 von 1763 Beobachtungen, 2007: 160 von 1893 Beobachtungen, 2002: 120 von 1529 Beobachtungen).

Die Ergebnisse zu den *Bruttorenditen* sind in Tabelle 2 für alle ausgewerteten Fälle mit Immobilieninvestitionen für die drei Vermögenswellen des SOEP dargestellt. Die Renditen werden für die jeweiligen Jahre mit einer Vermögensgewichtung und einer individuellen Gewichtung ermittelt. Bei der individuellen Gewichtung werden die ausgewiesenen Verteilungsparameter der Renditen allein für die erfassten Fällen berechnet, ohne Berücksichtigung des Werts der Immobilien. Die Rendite eines Investors mit einem Vermögen von 100 000 Euro geht mit dem gleichen Gewicht in die Berechnungen ein wie die Rendite eines Anlegers, der 2 Millionen Euro investiert hat. Bei der Vermögensgewichtung wird dagegen die unterschiedliche Vermögenshöhe berücksichtigt. Das arithmetische Mittel der Rendite entspricht dann der Relation von aggregierten Erträgen zu aggregierten Vermögen. Sofern man sich für die Renditen des investierten Vermögens und dessen Verteilung interessiert, ist die Vermögensgewichtung die relevante Berechnung. Die individuelle Gewichtung liefert dagegen Hinweise zur Verteilung der Renditen unter den Investoren.

Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger
2 Analysen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP)

Tabelle 2

Bruttorenditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger im SOEP 2002, 2007, 2012
Einschließlich Fälle mit Rendite von Null

	2002		2007		2012	
	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet
Durchschnittsrenditen in %						
Arithmetisches Mittel	2,08 [1,73; 2,42]	1,95 [1,63; 2,26]	2,37 [1,57; 3,16]	1,88 [1,32; 2,45]	2,32 [1,44; 3,21]	2,08 [1,76; 2,4]
Median	1,43	1,25	1,77	1,50	1,67	1,38
Streuung arithm. Mittel						
Standardabweichung	3,11	3,54	4,01	4,81	3,91	4,10
Variationskoeffizient	1,50	1,82	1,70	2,56	1,68	1,97
Verteilung nach Höhe der Renditen in % von ... bis unter ...						
negative Rendite	8,1 [5,4; 12]	8,5 [6,2; 10,9]	7,7 [5,2; 11,4]	9,2 [6,3; 12,2]	8,5 [5,4; 13,3]	6,9 [4,9; 9]
0,0%	17,3 [13,8; 21,4]	30,9 [27; 34,8]	16,0 [12,9; 19,6]	28,5 [24; 33,1]	24,6 [17,5; 33,4]	35,8 [30,7; 41]
0,0% - 1,0%	16,6 [9,1; 28,4]	7,3 [5,1; 9,5]	14,3 [8,1; 23,8]	7,2 [5; 9,4]	7,8 [4,9; 12,4]	5,6 [3,5; 7,8]
1,0% - 2,0%	16,7 [12,3; 22,4]	12,1 [9,5; 14,6]	17,5 [11,9; 25]	11,9 [8,7; 15,1]	12,9 [8,9; 18,4]	9,1 [6,4; 11,8]
2,0% - 3,0%	11,8 [8,3; 16,4]	12,0 [9,2; 14,8]	9,4 [6,7; 12,9]	10,0 [7,2; 12,7]	9,3 [6,2; 13,8]	9,4 [6,4; 12,4]
3,0% - 4,0%	10,1 [6,3; 15,7]	9,3 [7; 11,7]	10,8 [7,2; 16]	8,6 [6,5; 10,7]	11,9 [8,1; 17]	10,6 [7,9; 13,4]
4,0% - 5,0%	6,2 [4,2; 9]	6,9 [4,7; 9,1]	10,0 [5,8; 16,7]	8,7 [6,2; 11,2]	3,9 [2,4; 6,4]	4,4 [3; 5,9]
5,0% - 6,0%	6,1 [3,6; 10,1]	5,1 [3,4; 6,8]	3,6 [2,4; 5,3]	6,3 [4,3; 8,2]	4,2 [2,7; 6,5]	6,3 [4,2; 8,4]
6,0% - 8,0%	3,8 [2,3; 6,1]	3,6 [2,3; 4,8]	3,7 [1,9; 7,2]	4,5 [2,8; 6,1]	12,0 [4; 31,1]	6,2 [4,1; 8,4]
8% und mehr	3,3 [1,8; 6,1]	4,2 [2,5; 6]	7,0 [2,1; 20,8]	5,0 [3,4; 6,7]	4,8 [2,8; 8,1]	5,5 [3,9; 7,1]
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
95%-Konfidenzintervalle in eckigen Klammern. Quelle: Berechnungen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP), Distribution v29 (2013).						

Im Ergebnis liegen die Durchschnittsrenditen der hier betrachteten Jahre für das arithmetische Mittel bei 2,0 bis 2,4 Prozent für die vermögensgewichteten Ergebnisse. Die Streuung der Renditen fällt recht hoch aus. Trotz der relativ großen Fallzahlen mit Angaben zu Immobilieninvestitionen in den Erhebungen, die für die Analyse verwendet werden (1 626 Beobachtungen 2012, 1 733 Beobachtungen 2007, 1 409 Beobachtungen 2002), ergeben sich dadurch recht breite Konfidenzintervalle, die hier für ein Signifikanzniveau von 95 Prozent angegeben werden. Da-

her ist die Entwicklung der Durchschnittsrenditen zwischen den beobachteten Zeitpunkten mit Vorsicht zu interpretieren. Trotz dieser Einschränkungen kann man aber feststellen, dass die im SOEP gemessenen durchschnittlichen Immobilienrenditen recht niedrig liegen im Vergleich zu den Renditen, die in der Vergangenheit für sichere Finanzanlagen zu erzielen waren. Im Jahr 2012, das bereits in die Phase niedriger Zinsen und Kapitalmarktrenditen fällt, zeigt sich aber kein Rückgang der Renditen gegenüber den vorangehenden Beobachtungszeitpunkten.

Der Median, also die mittlere Rendite, die von der Hälfte der aufsteigend nach der Höhe der Renditen sortierten Anleger erreicht wird, ist ungleich geringer als das arithmetische Mittel. Die Verteilung ist rechtsschief, wie die Verteilung über die Renditeklassen deutlich macht. Für das Jahr 2012 haben 54 Prozent der Vermögen Renditen von unter 2 Prozent. Etwa 21 Prozent der Vermögen erzielen dagegen Renditen von über 5 Prozent. Die Schätzunsicherheit bei der Verteilung auf die Renditeklassen ist hoch, so dass Veränderungen über die Jahre oder zwischen der Vermögensgewichtung und der individuellen Gewichtung mit Vorsicht interpretiert werden sollten.

Auffällig ist der hohe Anteil der Fälle mit einer Rendite von Null. Viele Befragte geben keine Einkünfte an, obwohl sie vermietbare Objekte haben. Dies kann daran liegen, dass sie ihre Objekte aktuell nicht vermietet haben. So zeigen Befragungen privater Vermieter in den Jahren 2005/2006 relative hohe Leerstandsquoten sowie eine geringe Wirtschaftlichkeit von privaten Immobilien (Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung, Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (Hg.), 2007, S. 79 ff.). Bei einem Teil der im SOEP befragten Personen können aber auch Fehler bei der Zuordnung von Einkünften eine Rolle spielen, da sie zumeist Einkünfte aus Kapitalanlagen haben und gegebenenfalls ihre Immobilieneinkünfte dort mit angegeben haben.

Da diese Zusammenhänge im Datensatz nicht näher aufgeklärt werden können, ermitteln wir zusätzlich die Renditen nur für die Fälle mit Angaben zu den Immobilieneinkünften (Tabelle 3). Durch die Vernachlässigung der vielen „Nullfälle“ beim Ertrag fallen die Durchschnittsrenditen entsprechend höher aus. Für die letzte Welle 2012 liegt das arithmetische Mittel bei gut 3 Prozent für die vermögensgewichteten Ergebnisse, und auch die mittlere Rendite entspricht nahezu dem arithmetischen Mittel, die Schiefe der Verteilung verschwindet also weitgehend. Gut ein Drittel der Immobilien hat eine Rendite von unter 2 Prozent, gut die Hälfte rentiert unter 3 Prozent, 28 Prozent der Vermögen erzielen dagegen Renditen von über 5 Prozent.

Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger
2 Analysen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP)

Tabelle 3

Bruttorenditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger im SOEP 2002, 2007, 2012
Ohne Fälle mit Rendite von Null

	2002		2007		2012	
	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet
Durchschnittsrenditen in %						
Arithmetisches Mittel	2,51 [2,08; 2,93]	2,82 [2,39; 3,24]	2,82 [1,91; 3,72]	2,64 [1,86; 3,41]	3,08 [2,06; 4,1]	3,24 [2,79; 3,69]
Median	2,00	2,52	2,27	2,75	2,94	3,25
Streuung arithm. Mittel						
Standardabweichung	3,26	3,96	4,23	5,52	4,24	4,74
Variationskoeffizient	1,30	1,40	1,50	2,09	1,38	1,46
Verteilung nach Höhe der Renditen in % von ... bis unter ...						
negative Rendite	9,8 [6,5; 14,6]	12,4 [9; 15,8]	9,2 [6,2; 13,6]	12,9 [8,8; 17]	11,3 [7; 17,7]	10,8 [7,7; 13,9]
0,0%	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]
0,0% - 1,0%	20,1 [11,2; 33,4]	10,6 [7,4; 13,7]	17,0 [9,7; 27,9]	10,1 [7,1; 13,2]	10,4 [6,3; 16,6]	8,8 [5,4; 12,2]
1,0% - 2,0%	20,2 [14,8; 27,1]	17,4 [13,9; 21]	20,8 [14; 29,8]	16,7 [12,4; 21]	17,1 [11,8; 24,1]	14,2 [10,2; 18,2]
2,0% - 3,0%	14,2 [10; 19,9]	17,4 [13,5; 21,3]	11,2 [7,9; 15,5]	14,0 [10,3; 17,6]	12,3 [8,3; 17,9]	14,6 [10,4; 18,9]
3,0% - 4,0%	12,2 [7,6; 19]	13,5 [10,1; 16,9]	12,9 [8,5; 19]	12,0 [9,3; 14,8]	15,7 [10,5; 22,8]	16,6 [12,3; 20,9]
4,0% - 5,0%	7,4 [5; 10,9]	10,0 [6,9; 13,2]	11,9 [6,9; 19,7]	12,2 [8,8; 15,6]	5,2 [3,3; 8,2]	6,9 [4,8; 9]
5,0% - 6,0%	7,4 [4,4; 12,2]	7,4 [4,9; 9,9]	4,3 [2,9; 6,4]	8,8 [5,9; 11,6]	5,6 [3,6; 8,5]	9,8 [6,7; 12,9]
6,0% - 8,0%	4,6 [2,8; 7,5]	5,2 [3,4; 6,9]	4,4 [2,2; 8,6]	6,3 [4,1; 8,4]	15,9 [5,4; 38,7]	9,7 [6,3; 13,1]
8% und mehr	4,0 [2,1; 7,5]	6,1 [3,6; 8,7]	8,3 [2,5; 24,2]	7,0 [4,7; 9,3]	6,4 [3,7; 10,7]	8,6 [6,1; 11,1]
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
95%-Konfidenzintervalle in eckigen Klammern. Quelle: Berechnungen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP), Distribution v29 (2013).						

Auch für 2007 ergibt sich für das arithmetische Mittel eine Rendite von 2,8 Prozent, die Schiefe der Verteilung ist hier aber ausgeprägter. Vermutlich sind diese Ergebnisse belastbarer mit Blick auf wahrscheinliche Messfehler bei Fällen mit einer Rendite von Null. Sie vernachlässigen aber, dass Immobilienbesitzer ihre Objekte tatsächlich aktuell nicht vermieten. Insofern geben diese Ergebnisse eher die Renditen der wirtschaftlich aktiveren und renditeorientierten Investoren wieder.

Abschließend berechnen wir Nettorenditen für die Fälle mit Angaben zu den Immobilieneinkünften (Tabelle 4). Dabei werden zusätzlich die Tilgungszahlungen und Zinsen vom Ertrag abgezogen. Dieser Nettoertrag wird dann auf das Nettovermögen nach Abzug von Schulden bezogen. Im Ergebnis fallen die Renditen deutlich niedriger aus, die Erträge werden also relativ stärker gekürzt als das Vermögen. Die vermögensgewichteten Renditen bewegen sich im arithmetischen Mittel bei 1,5 Prozent (2002) und 2,0 Prozent (2007 und 2012). Die Streuung der Renditen nimmt spürbar zu, der Variationskoeffizient steigt deutlich an. Bei den Ergebnissen für 2012 haben nun 22 Prozent der Vermögen eine negative Rendite, 50 Prozent der Vermögen haben eine Rendite von unter 2 Prozent, 23 Prozent der Vermögen erzielen dagegen Renditen von über 5 Prozent. Allerdings sind diese Ergebnisse nur begrenzt belastbar, da der Abzug der Tilgungen die Renditen nach unten verzerren dürfte.

Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger
2 Analysen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP)

Tabelle 4

Nettorenditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger im SOEP 2002, 2007, 2012

Ohne Fälle mit Rendite von Null

	2002		2007		2012	
	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet	Vermögens- gewichtet	Individuell gewichtet
Durchschnittsrenditen in %						
Arithmetisches Mittel	1,50 [0,98; 2,01]	-0,13 [-0,85; 0,59]	1,97 [1,16; 2,77]	0,79 [0,05; 1,52]	2,02 [0,68; 3,36]	1,29 [0,52; 2,06]
Median	1,64	1,13	1,42	1,43	2,06	2,15
Streuung arithm. Mittel						
Standardabweichung	4,33	7,00	4,38	7,22	5,54	7,02
Variationskoeffizient	2,89	-53,00	2,23	9,19	2,74	5,44
Verteilung nach Höhe der Renditen in % von ... bis unter ...						
negative Rendite	21,8 [16,6; 28,1]	36,0 [30,9; 41]	16,9 [12,9; 22]	30,9 [25,9; 35,9]	22,1 [15,8; 29,9]	28,0 [23,1; 33]
0,0%	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]	0,0 [0; 0]
0,0% - 1,0%	20,3 [13,4; 29,5]	12,6 [9,3; 15,9]	25,1 [17; 35,3]	14,0 [10; 17,9]	14,6 [9,5; 21,8]	11,0 [7,2; 14,8]
1,0% - 2,0%	17,0 [11,3; 24,8]	12,1 [8,8; 15,5]	16,0 [11; 22,6]	12,5 [8,9; 16,2]	13,2 [8,9; 19,1]	10,3 [6,9; 13,7]
2,0% - 3,0%	11,0 [7,2; 16,3]	11,2 [7,8; 14,7]	9,0 [5,8; 13,6]	9,7 [6,5; 12,9]	10,9 [7,3; 15,9]	11,7 [8,4; 15,1]
3,0% - 4,0%	12,5 [6,9; 21,7]	9,8 [6,6; 13,1]	10,5 [5,8; 18,1]	8,1 [5,8; 10,5]	11,9 [7,1; 19,3]	10,1 [6,5; 13,7]
4,0% - 5,0%	4,0 [2,3; 7]	4,2 [2,5; 5,9]	6,8 [4; 11,5]	6,2 [3,8; 8,7]	4,8 [3; 7,7]	6,3 [3,7; 8,8]
5,0% - 6,0%	4,3 [2,2; 8,4]	4,4 [2,1; 6,6]	3,6 [2,2; 5,6]	5,4 [3,4; 7,4]	3,5 [2; 5,8]	5,9 [3,7; 8,2]
6,0% - 8,0%	4,3 [2,3; 7,7]	4,1 [2,4; 5,9]	3,6 [2,1; 6]	5,0 [3,2; 6,8]	5,1 [3,3; 7,6]	8,4 [5,4; 11,3]
8% und mehr	4,9 [2,5; 9,4]	5,5 [3,2; 7,9]	8,6 [2,6; 25,1]	8,0 [5,6; 10,4]	14,0 [4,4; 36,5]	8,3 [5,6; 11]
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

95%-Konfidenzintervalle in eckigen Klammern.
Quelle: Berechnungen mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP), Distribution v29 (2013).

3 Analysen mit der Erhebung Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF) 2010/2011

Die Deutschen Bundesbank hat im Rahmen ihrer neuen repräsentativen Panel-Erhebung Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF) in den Jahren 2010/2011 erstmals 3 600 Haushalte in Deutschland über ihr Vermögen und ihre Finanzen befragt. Haushalte mit hohem Einkommen und Vermögen wurden mit einer höheren Auswahlwahrscheinlichkeit gezogen. Die Studie ist Teil des Household Finance and Consumption Survey (HFCS) der Zentralbanken des Eurosystems, in dem für alle Länder der Eurozone vergleichbare Erhebungen durchgeführt werden. Das Erhebungsprogramm umfasst vor allem die Vermögen der Haushalte, Rentenansprüche, Ersparnisse, Einkommen, Erwerbstätigkeit, Einstellungen und Erwartungen sowie demographische Charakteristika.

Die Vermögensbestände und Schulden der privaten Haushalte werden auf Haushaltsebene erfragt.⁵ Die Immobilienvermögen werden nach den gleichen Kategorien wie im SOEP abgefragt: eigengenutzte sowie vermietete und sonstige Immobilien (Gebäude oder Wohnung, Apartment, industrielles Gebäude/ Lagerhaus, Bauland/ Grundstück, Garage, Geschäft, Büro, Hotel, landwirtschaftliches Gebäude, Sonstiges).

Anders als im SOEP werden die Finanzvermögen deutlich detaillierter nach den einzelnen Anlageformen abgefragt (Sparkonten, Fonds, Aktien, Anleihen, etc.). So liegen beispielsweise Informationen über den Wert und Anlageschwerpunkt (Unternehmen, Rentenpapiere, Geldmarkt, Immobilien, etc.) von Investmentfonds vor. Zusätzlich zu Angaben über nennenswerte Sachvermögen in Form von Gold, Schmuck, Münzen oder wertvollen Antiquitäten werden außerdem Informationen über den Wert von Fahrzeugen (nach Fahrzeugtyp) erfragt.

Bei den Einkünften aus Immobilienvermögen werden im PHF nur die Nettoeinkommen nach Abzug von Betriebs- und Instandhaltungskosten sowie Finanzierungskosten erfasst. Anders als im SOEP werden die Einnahmen und die Kostenpositionen nicht separat erfragt. Insoweit können hier nur die Nettorenditen bezogen auf das Immobilienvermögen nach Abzug von Schulden ermittelt werden.

⁵ Vgl. dazu die Fragebögen und Variablenlisten der international standardisierten HFCS-Erhebung.

Wie auch im SOEP beruhen sämtliche Angaben zu den Vermögenswerten in der PHF auf der Selbstauskunft der befragten Personen. Die Werte der Immobilienvermögen beziehen sich analog zum SOEP auf den Wert, der bei einem Verkauf erzielt werden könnte. In Fällen, in denen ein partieller Antwortausfall zu einzelnen Positionen des Erhebungsprogramms vorliegt, wird ein plausibler Wert mittels eines statistischen multiplen Imputationsverfahrens (vgl. ECB, 2013) zugeordnet.

Nach Auswertung der Vermögensangaben der PHF 2010/2011 ergibt sich ein gesamtes Immobilienvermögen von hochgerechnet 5 413 Milliarden Euro, wobei 3 609 Milliarden auf eigengenutzte Immobilien und 1 804 Milliarden Euro auf vermietete und sonstige Immobilien entfallen (Tabelle 5). Im Vergleich zu den Vermögenswerten auf Grundlage des SOEP 2012 fällt der Wert vermieteter und sonstiger Immobilien deutlich höher aus (SOEP 2012: 1 080 Milliarden Euro). Diese Differenz lässt sich möglicherweise zum Teil durch die höhere Ziehungswahrscheinlichkeit von Haushalten mit hohem Einkommen in der PHF erklären. So wurden gezielt reiche Haushalte überproportional für die Stichprobe ausgewählt, um eine ausreichend große Anzahl solcher Haushalte zu erhalten (Deutsche Bundesbank, 2012). Die Hypotheken und sonstigen Belastungen auf Eigenheime belaufen sich auf insgesamt 628 Milliarden Euro, bei vermieteten und sonstigen Immobilien beträgt dieser Wert 298 Milliarden Euro. Wie auch im SOEP konzentriert sich das vermietete und sonstige Immobilienvermögen im Wesentlichen auf die beiden oberen Vermögensdezile.⁶ So verfügen nach der PHF die reichsten 10 Prozent der Bevölkerung über rund 75 Prozent des gesamten Vermögens an vermieteten und sonstigen Immobilien. Insgesamt geben rund 7 Millionen Haushalte an, Eigentümer solcher Immobilien zu sein. Der durchschnittliche Wert von vermieteten und sonstigen Immobilien pro Haushalt beläuft sich auf rund 257 000 Euro.⁷ Betrachtet man diesen Wert für die reichsten 10 Prozent aller Haushalte, fällt er mit rund 495 000 Euro deutlich höher aus.

⁶ Für die Darstellung nach Vermögensdezilen werden die Nettovermögen der Haushalte gleichmäßig auf die Personen ab 18 Jahren im Haushalt verteilt, die Beobachtungen im Datensatz auf die gesamte Bevölkerung ab 18 Jahren hochgerechnet, nach der Höhe des Nettovermögens sortiert und in 10 gleich große Dezile eingeteilt.

⁷ Ein direkter Vergleich mit den Werten auf Grundlage des SOEP ist nicht möglich, da sich der Durchschnittswert auf Haushalte und nicht auf Personen bezieht.

Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger

3 Analysen mit der Erhebung Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF) 2010/2011

Tabelle 5

Vermögenswerte der Privathaushalte in der PHF 2010/2011 nach Dezilen des Nettovermögens und Vermögensarten

Dezile Netto- vermögen ¹⁾ je Person	Immobilienvermögen		Geld- und Wert- papier- vermögen	Betriebs- vermögen	Gold, Schmuck, Wertsachen, Fahrzeuge	Brutto- Vermögen	Immobilienkredite		Netto- Vermö- gen ¹⁾
	eigen- genutzt	vermietet und sonstige ²⁾					eigen- genutzt	vermietet und sonstige ²⁾	
Vermögenswerte in Mrd. Euro									
1.-5. Dezil	271	79	256	9	86	700	193	68	439
6. Dezil	227	32	137	10	33	439	82	16	341
7. Dezil	377	57	162	10	41	647	95	22	529
8. Dezil	504	91	207	26	41	868	69	31	768
9. Dezil	825	182	292	38	53	1 390	93	29	1 269
10. Dezil	1 406	1 363	816	1 051	123	4 758	95	132	4 531
Insgesamt	3 609	1 804	1 870	1 143	376	8 802	628	298	7 877
Vermögenswerte in %									
1.-5. Dezil	7,5	4,4	13,7	0,8	22,8	8,0	30,8	22,8	5,6
6. Dezil	6,3	1,8	7,3	0,9	8,7	5,0	13,1	5,4	4,3
7. Dezil	10,4	3,2	8,7	0,8	10,9	7,3	15,2	7,5	6,7
8. Dezil	14,0	5,1	11,1	2,3	10,8	9,9	11,0	10,4	9,8
9. Dezil	22,9	10,1	15,6	3,3	14,2	15,8	14,8	9,6	16,1
10. Dezil	39,0	75,5	43,6	91,9	32,6	54,1	15,1	44,4	57,5
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Haushalte mit Vermögenswerten in 1 000									
1.-5. Dezil	3 160	1 009	20 406	660	12 527	20 737	2 149	483	20 737
6. Dezil	1 853	464	3 231	252	2 836	3 276	1 014	96	3 276
7. Dezil	2 482	562	3 448	251	3 087	3 458	1 102	257	3 458
8. Dezil	2 817	890	3 304	354	2 988	3 304	946	289	3 304
9. Dezil	3 356	1 345	3 737	351	3 385	3 739	1 023	374	3 739
10. Dezil	3 872	2 753	4 309	1 096	3 501	4 323	873	811	4 323
Insgesamt	17 539	7 022	38 434	2 965	28 325	38 837	7 107	2 311	38 837
Vermögenswerte je Haushalte in Tsd. Euro									
1.-5. Dezil	85,8	78,0	12,5	13,0	6,8	33,8	90,0	140,3	21,2
6. Dezil	122,4	68,8	42,5	40,1	11,6	134,0	81,1	167,4	104,0
7. Dezil	151,8	102,1	47,0	38,5	13,3	187,1	86,6	86,6	153,0
8. Dezil	178,8	102,8	62,6	73,3	13,6	262,8	73,2	106,5	232,6
9. Dezil	245,8	135,4	78,2	107,9	15,7	371,8	90,6	76,6	339,4
10. Dezil	363,0	494,9	189,3	958,9	35,0	1 100,6	108,9	162,7	1 048,1
Insgesamt	205,8	256,9	48,6	385,7	13,3	226,6	88,4	128,8	202,8
1) Ohne sonstige Kredite (Konsumentenkredite, sonstige Privatkredite). Ohne Personen unter 18 Jahren.- 2) Einschließlich Häuser, Garagen, Büros, Hotels, sonstige gewerbliche Gebäude, landwirtschaftlichen Gebäude und Grundstücke.									
Quelle: Berechnungen mit der Erhebung „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF 2010/2011).									

In der PHF 2010/2011 sind die Wertangaben zu vermietetem und sonstigem Immobilienvermögen (im Folgenden: Immobilieninvestitionen) sowie darauf entfallende Restschulden für die ersten drei Objekte separat dargestellt. Sofern weitere Objekte vorhanden sind, wird deren Zahl und Wert summarisch erfasst. Darüber hinaus wird für die ersten drei Objekte der Vermietungsstatus abgefragt. Für die im Folgenden dargestellten Renditeberechnungen werden die Mieteinkünfte ausschließlich auf vermietete Immobilieninvestitionen bezogen. Für die

ersten drei Objekte kann die exakte Angabe zum Vermietungsstatus genutzt werden, in Fällen mit mehr als drei Objekten wird angenommen, dass die weiteren Objekte grundsätzlich vermietet sind.

Die Berechnung der Renditen der Immobilieninvestitionen basiert auf den retrospektiven Angaben über die Mieteinnahmen eines Haushalts in den vergangenen 12 Monaten. Die relevanten Fragen wurden folgendermaßen formuliert:

“Did (you/your household) receive any income from renting real estate in (the last 12 months / the last calendar year)?”

“What was the total gross amount over (the last 12 months / the last calendar year)?” (ECB, 2012).⁸

Die Variablenbeschreibung definiert solche Mieteinnahmen als Einnahmen nach Abzug von Unterhalts- und Bewirtschaftungskosten sowie Finanzierungskosten der Immobilie. Die Befragten könnten dies aber unterschiedlich interpretiert haben. So könnten sie die Mieteinnahmen angegeben haben, gegebenenfalls noch vermindert um laufende Umlagen für Betriebskosten (also die Nettokaltmiete), aber vor Abzug von weiteren Bewirtschaftungskosten, Erhaltungsaufwand und Finanzierungskosten. Tatsächlich werden in der PHF-Erhebung im Gegensatz zum SOEP keine negativen Erträge ausgewiesen. Dies könnte möglicherweise die teils deutlich höheren Renditen in der PHF erklären (vgl. unten).

Da in der PHF keine Unterhalts- und Bewirtschaftungskosten ausgewiesen werden und sich die Frage auf die Erträge nach Abzug dieser Kosten bezieht, kann konzeptionell nur eine *Nettorendite* berechnet werden. Dazu werden hier die erfassten Mieteinnahmen auf das Nettovermögen nach Abzug von Schulden bezogen. Eine *Bruttorendite* zum Vergleich mit den oben dargestellten Ergebnissen auf Grundlage des SOEP lässt sich nicht errechnen, da der „Reinertrag“ (Mieteinnahmen abzüglich der Betriebs- und Instandhaltungskosten) mangels Informationen zu den Kosten nicht ermittelt werden kann. Da aber viele Befragte gegebenenfalls eine solche Größe angegeben haben, wird hier als Vergleichswert eine Art *Bruttorendite* ermittelt, bei der die erfassten Mieteinnahmen auf das Bruttovermögen vor Abzug der Schulden bezogen

⁸ Basierend auf dem HFCS Fragebogen. In der deutschen Version des Fragebogens, der uns von der Bundesbank zur Verfügung gestellt wurde, lautet die Frage (Vgl. Nrn. 9.12A ff.):

„Haben Sie / Hat Ihr Haushalt / Hat der Haushalt im Jahr 2009 Miet- oder Pachteinnahmen erzielt?“
„Wie hoch waren diese Einnahmen im Jahr 2009 insgesamt?“

werden. Sämtliche Auswertungen der Renditen auf Immobilieninvestitionen erfolgen auf Haushaltsebene.

Falsche Angaben der Befragten, sowohl bei den Erträgen als auch bei den Vermögen, könnten sich auf die Analyse auswirken. Analog zu dem Vorgehen beim SOEP schließen wir daher die Fälle aus, bei denen die berechnete Rendite mehr als 30 Prozent beträgt, um Ausreißer aufgrund solcher Fehler zu vermeiden. Ferner vernachlässigen wir Immobilieninvestitionen im Wert von weniger als 1 000 Euro. Dadurch entfallen 153 Beobachtungen von 639 Beobachtungen. Im Vergleich zu den Analysen auf Grundlage des SOEP fallen bei der PHF also relativ viele Beobachtungen weg. Die meisten dieser Fälle haben negative Nettovermögen bei den Immobilieninvestitionen, die Verbindlichkeiten sind also höher als die Immobilienwerte. In dieser Häufung deutet das auf Messfehler bei den Vermögen oder den darauf lastenden Verbindlichkeiten hin.

Die Ergebnisse zu den Renditen sind in Tabelle 6 für alle ausgewerteten Fälle mit Immobilieninvestitionen in der PHF 2010/2011 dargestellt. Die Renditen werden mit einer Vermögensgewichtung und mit einer Haushaltsgewichtung (analog zur individuellen Gewichtung im SOEP) ermittelt. Bei der Haushaltsgewichtung werden die ausgewiesenen Verteilungsparameter der Renditen allein für die erfassten Fälle berechnet, ohne Berücksichtigung des Werts der Immobilien. Die Rendite eines Haushalts mit einem Vermögen von 100 000 Euro geht mit dem gleichen Gewicht in die Berechnungen ein wie die Rendite eines Haushalts, der 2 Millionen Euro investiert hat. Bei der Vermögensgewichtung wird dagegen die unterschiedliche Vermögenshöhe berücksichtigt. Das arithmetische Mittel der Rendite entspricht dann der Relation von aggregierten Erträgen zu aggregierten Vermögen. Sofern man sich für die Renditen des investierten Vermögens und dessen Verteilung interessiert, ist die Vermögensgewichtung die relevante Berechnung. Die Haushaltsgewichtung liefert dagegen Hinweise zur Verteilung der Renditen unter den Haushalten.

Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger

3 Analysen mit der Erhebung Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF) 2010/2011

Tabelle 6

Renditen von Immobilieninvestitionen privater Anleger in der PHF 2010/2011

Einschließlich Fälle mit Rendite von Null

	Netto		Brutto	
	Vermögens- gewichtet	Haushalts- gewichtet	Vermögens- gewichtet	Haushalts- gewichtet
Durchschnittsrenditen in %				
Arithmetisches Mittel	4.26 [3,53; 4,99]	6.24 [5,79; 6,69]	3.79 [3.24; 4.34]	5.05 [4.7; 5.39]
Median	3.71	4.94	3.43	4.36
Streuung arithm. Mittel				
Standardabweichung	3.69	5.48	2.87	4.22
Variationskoeffizient	0.87	0.88	0.76	0.84
Verteilung nach Höhe der Renditen in % von ... bis unter ...				
0.0%	10.6 [5,8 ; 19,5]	11.1 [9,7 ; 15,1]	10.0 [5,8 ; 17,7]	11.1 [9,9 ; 15,3]
0.0% - 1.0%	4.4 [3 ; 9,4]	3.1 [1,4 ; 4,2]	5.3 [3,6 ; 10,4]	3.3 [1,6 ; 4,4]
1.0% - 2.0%	6.6 [4,9 ; 10,4]	5.8 [4,5 ; 9]	8.0 [6,2 ; 12,7]	6.9 [5 ; 9,7]
2.0% - 3.0%	18.4 [10,1 ; 34,5]	6.2 [4,4 ; 8]	17.9 [10,2 ; 31,5]	6.0 [5,1 ; 8,9]
3.0% - 4.0%	23.5 [12,4 ; 28]	14.7 [8,6 ; 15,6]	25.3 [15,4 ; 29,6]	20.2 [13,4 ; 21,2]
4.0% - 5.0%	9.2 [6,4 ; 13,6]	10.2 [7,9 ; 13,9]	9.1 [7,2 ; 13,1]	10.7 [9,1 ; 14,6]
5.0% - 6.0%	5.8 [4,8 ; 9,2]	8.4 [6,1 ; 10,7]	8.0 [5,5 ; 10,8]	11.2 [8 ; 13,3]
6.0% - 8.0%	11.5 [7,3 ; 16,4]	15.8 [12,2 ; 18,9]	10.3 [6,7 ; 14,4]	12.7 [10,5 ; 16,1]
8% und mehr	10.0 [8,4 ; 14]	24.7 [21,2 ; 28,7]	6.2 [5,2 ; 8,9]	17.9 [13,7 ; 20,3]
Insgesamt	100.0	100.0	100.0	100.0
<p>95%-Konfidenzintervalle in eckigen Klammern. Quelle: Berechnungen mit der Erhebung "Private Haushalte und ihre Finanzen" (PHF 2010/2011).</p>				

Zunächst sollen die *Nettorenditen* betrachtet werden. Hier liegt die durchschnittliche Rendite, ausgedrückt durch das arithmetische Mittel, mit 4,3 Prozent für die vermögensgewichteten

Ergebnisse im Vergleich zum SOEP (2012: 2,0 Prozent) relativ hoch. Ebenso fällt die Streuung der Renditen, gemessen am Variationskoeffizient von 0,76 geringer aus (SOEP 2012: 2,74). Dies lässt sich zum Teil damit erklären, dass in der PHF 2010/2011 keine negativen Renditen auftreten. Die Ergebnisse könnten in Hinblick auf die zuvor beschriebenen erhebungsspezifischen Hintergründe bei der Erfassung der Mieteinnahmen systematisch überschätzt sein. Darüber hinaus sollten die Durchschnittsrenditen sowie insbesondere deren Verteilung aufgrund der relativ breiten Konfidenzintervalle, die hier für ein Signifikanzniveau von 95 Prozent angegeben sind, mit Vorsicht interpretiert werden.

Der Median, also die mittlere Rendite, die von der Hälfte der aufsteigend nach der Höhe der Renditen sortierten Anleger erreicht wird, fällt geringer als das arithmetische Mittel aus. Somit ergibt sich für die PHF ebenso wie für das SOEP eine rechtsschiefe Verteilung. Während die unteren gut zwanzig Prozent des Vermögens eine *Nettorendite* von zwei Prozent erzielen, erreichen die oberen zwanzig Prozent des Vermögens über sechs Prozent Rendite. Betrachtet man die Verteilung des Vermögens über die einzelnen Renditeklassen, so macht sich die große Schätzunsicherheit bemerkbar, die auch aus der geringen Stichprobengröße (2010/2011: 549 Beobachtungen) herrührt.

Bei den *Bruttorenditen* werden die Mieteinnahmen auf das Immobilienvermögen vor Abzug der Schulden bezogen. Konzeptionell bedingt fallen sie geringer aus, als in der Betrachtung der *Nettorenditen*. Während sich der Wert der Mieteinnahmen nicht verändert, erhöht sich das Immobilienvermögen als Bezugsgröße, da Schulden nicht abgezogen werden. Die durchschnittliche *Bruttorendite*, gemessen am arithmetischen Mittel, beläuft sich auf 3,8 Prozent. Betrachtet man die Verteilung des Vermögens über die einzelnen Renditeklassen, so ergibt sich ein sehr ähnliches Resultat wie für die Verteilung der *Nettorenditen*.

Auffällig ist, dass bei den hohen Renditen die vermögensgewichteten Anteile signifikant niedriger ausfallen als die haushaltsgewichteten Renditen. D.h., die Fälle mit den hohen Immobilieninvestitionen weisen deutlich niedrigere Renditen auf als die Fälle mit niedrigen Investitionen. Auch das deutet auf die erwähnten Messfehler bei den Erträgen hin, die bei Befragten mit hohen Immobilieninvestitionen aufgrund der zumeist größeren Erfahrung weniger relevant sein könnten als bei Fällen mit geringen Investitionsvolumina.

4 Zusammenfassung und Diskussion der Ergebnisse

Die Analysen auf Grundlage des SOEP ergeben durchschnittliche Renditen für private Immobilieninvestitionen in Höhe von 2 bis 3 Prozent für die Bruttorenditen und von 1,5 bis 2,0 Prozent für die Nettorenditen. Die Analysen auf Grundlage der PHF für 2010/2011 ergeben eine durchschnittliche Nettorendite von gut 4 Prozent. Trotz der Schätzunsicherheit aufgrund der hohen Streuung der Renditen sowie der geringen Fallzahlen in den Erhebungen ist die Nettorendite der PHF für 2010/2011 signifikant höher als die Nettorendite des SOEP für 2012, die 2,0 Prozent beträgt. Vermutlich sind die Ergebnisse der PHF aber überschätzt, weil viele Befragte zu hohe Erträge angeben könnten, soweit sie laufende Kosten unterschätzen, die bei der Erhebung nicht gesondert erfragt werden. Die SOEP-Ergebnisse könnten dagegen unterschätzt sein, da im SOEP die wohlhabenden Haushalte weniger gut erfasst sein dürften. Die PHF-Erhebung erfasst vermögende Haushalte mit einer höheren Auswahlwahrscheinlichkeit, dies zeigen auch die deutlich höheren Vermögenswerte in den oberen beiden Dezilen in der PHF. Insoweit könnten die tatsächlichen Ergebnisse für den Zeitraum 2010 bis 2012 in der Mitte der beiden Erhebungen liegen, also bei etwa 3 Prozent.

Gemessen an den Renditen, die man in der Vergangenheit für relativ sichere Finanzanlagen erzielen konnte, sind die hier ermittelten Renditen privater Immobilieninvestitionen relativ gering, berücksichtigt man das höhere Risiko und den individuellen Bewirtschaftungsaufwand, den Privatinvestoren mit Immobilien haben. So lagen die Umlaufrenditen für Anleihen oder die Zinssätze für Termineinlagen in den Nullerjahren bis 2008 auf einem Niveau von 3 bis 4 Prozent.⁹ Im Zuge der Finanzkrise sind die Zinsen und Kapitalmarktrenditen allerdings deutlich gefallen. Dadurch sind Investitionen in Immobilien attraktiver geworden, soweit die Preise für Bestandsimmobilien oder Bauland nicht angezogen haben. Die Berechnungen mit dem SOEP zeigen für 2012 ähnliche Renditen wie für 2007.

Die Entwicklung der Immobilienmärkte in Deutschland war in den Nullerjahren recht moderat, erst in den letzten Jahren zeichnet sich eine dynamischere Entwicklung ab. So ergibt der Marktindex für offene Immobilienfonds OFIX von IPD für die einbezogenen deutschen Fonds

⁹ Vgl. <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/zeitreihen/ZR053.xls>, http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Geld_und_Kapitalmaerkte/Zinssaetze_und_Renditen/zinssaetze_und_renditen.html

eine jahresdurchschnittliche Rendite von 2,5 Prozent für die letzten 10 Jahre oder von 2,3 Prozent für die letzten 5 Jahre (Ergebnisse zum 30 Juni 2014).¹⁰

Die hohe Streuung bei der Rendite privater Immobilien kann durch Messfehler bei einzelnen Befragten etwas überzeichnet sein und die relativ geringe Fallzahl bei den Haushaltserhebungen bringt größere Schätzrisiken mit sich. Eine relativ große Bandbreite der Renditen beim Immobilienbesitz privater Haushalte ist aber plausibel. Hier dürften unterschiedliche Interessen und Kompetenzen bei der Bewirtschaftung der Immobilien eine Rolle spielen. Soweit Immobilien aus dem Familien- oder Freundeskreis geerbt wurden oder vormals selbstgenutzte Immobilien zeitweise vermietet werden, können Wirtschaftlichkeitserwägungen in den Hintergrund treten. Ferner können mangelnde Kompetenz bei der Investition und Bewirtschaftung oder Fehlinvestitionen eine Rolle spielen. Bei einem Teil der Befragten ergeben sich aber auch höhere und hohe Renditen.

Diese Zusammenhänge können hier nicht analysiert werden, da im Datensatz keine entsprechenden Informationen vorliegen. Geprüft werden kann jedoch der Einfluss von beobachteten sozio-demographischen Variablen wie Einkommen, Alter, Geschlecht, soziale Stellung im Berufsleben etc. auf die Renditen der Immobilieninvestitionen. Ferner kann dabei auch die Struktur des Immobilien-Portfolios einbezogen werden. Hierzu wurden statistische Regressionsanalysen auf Grundlage des SOEP 2012 durchgeführt. Dabei wurden die Mieteinnahmen auf das Vermögen der Immobilieninvestition sowie auf die beobachteten sozio-demographischen Variablen und deren Interaktionen mit dem Immobilienvermögen regressiert. Verwendet wurde ein lineares Regressionsmodell unter Berücksichtigung des Stichprobendesigns. Im Ergebnis zeigt sich, dass Alter, Bildung, Bundesland, Geschlecht und Haushaltstyp keinen signifikanten Einfluss auf Mieteinnahmen und Immobilienrenditen haben. Höhere Renditen ergeben sich bei höherem Einkommen sowie bei Personen, die ausschließlich in Mehrfamilienhäuser und Mietshäuser investiert haben (im Vergleich zu Personen, die Einfamilienhäuser oder Eigentumswohnungen vermieten). Eine höhere Personenzahl im Haushalt senkt die Immobilienrenditen leicht. Die Renditen erhöhen sich leicht für Personen, die Wohneigentümer sind oder mehrere Immobilien besitzen. Für Vollzeit arbeitende Personen ergeben sich geringere Renditen als für Personen, die in Teilzeit arbeiten oder nicht mehr arbeiten.

¹⁰ <http://www.ipd.com/indices/index.html?country=Germany>

Steuerliche Einflüsse, vor allem aus der Vergangenheit, können ein weiterer Grund für die Immobilien mit niedrigeren Renditen sein. Direkte Immobilieninvestitionen boten früher größere steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten. Noch heute ist das im Rahmen von größerem Erhaltungsaufwand bei Bestandsimmobilien oder durch Bauzeit-Werbungskosten und Finanzierungsaufwendungen beim Neubau möglich. Allerdings sind die steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten seit Ende der 90er Jahre deutlich eingeschränkt worden, insbesondere bei Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds und ähnlichen Personengesellschaften. Erträge aus offenen Immobilienfonds werden als Einkünfte aus Kapitalvermögen besteuert, wobei auch die Veräußerungsgewinne besteuert werden. Dafür beträgt der Steuersatz nur noch 25 Prozent Abgeltungsteuer plus Solidaritätszuschlag, während Vermietungseinkünfte mit dem persönlichen Grenzsteuersatz belastet werden. Insgesamt dürften die steuerlichen Anreize zu direkten Immobilieninvestitionen von Privatinvestoren heute keine große Rolle mehr spielen. Viele Investoren könnten aber ihre früher aus steuerlichen Gründen angeschafften Objekte weiter halten.

Literatur

- Bach, Stefan, Martin Beznoska, Viktor Steiner (2010): Aufkommens- und Verteilungswirkungen einer Grünen Vermögensabgabe. DIW Berlin: Politikberatung kompakt 59. http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.366543.de/diwkompakt_2010-059.pdf
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung, Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (Hg.) (2007): Investitionsprozesse im Wohnungsbestand – unter besonderer Berücksichtigung privater Vermieter. Forschungen Heft 129. http://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/Veroeffentlichungen/BMVBS/Forschungen/2007/Hef129_DL.pdf?blob=publicationFile&v=2
- Deutsche Bundesbank (Hrsg., 2012): The PHF: a comprehensive panel survey on household finances and wealth in Germany. Discussion Paper Deutsche Bundesbank No. 13/2012. http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion_Paper_1/2012/2012_07_10_dkp_13.pdf?blob=publicationFile
- European Central Bank (ECB, 2013): The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Methodological report for the first wave. Statistical Paper Series No 1/ April 2013. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbsp1en.pdf??4a7fb347634b9dob4779473c1ba7ddoc>
- European Central Bank (ECB, 2012): HFCS core variables catalogue – WAVE I. http://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/hfcn/core_output_variables.pdf??cb3bf6c41b9c8903dddcefcade2b8803
- Frick, Joachim R., Markus M. Grabka, Jan Marcus (2010): Editing und multiple Imputation der Vermögensinformation 2002 und 2007 im SOEP. DIW Berlin Data Documentation 51. http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.359703.de/diw_datadoc_2010-051.pdf