
Kapitalanlage Wohnimmobilie: Regionale Diversifikation lohnt sich

Überblick

- Die Preisentwicklung von Eigentumswohnungen verlief seit 1995 in deutschen Städten in klar unterscheidbaren Marktphasen: Seitwärtsbewegung bis Ende 2009, Boom bis Ende 2021, Korrektur seitdem. Hinter dem Aggregat stehen dabei sehr unterschiedliche lokale Verläufe.
- Auf Basis der GREIX-Daten analysieren wir nominale Preiszuwächse und deren Volatilität. Die Auswertung beschränkt sich auf Kapitalgewinne und nutzt annualisierte Veränderungsraten auf Basis eines Vier-Quartals-Durchschnitts.
- Das marktgewichtete Portfolio liegt historisch bereits günstig im Rendite-Risiko-Raum, bleibt aber sichtbar unterhalb der Effizienzlinie. Bei vergleichbarem Risiko war historisch ein um rund 0,35 Prozentpunkte höherer jährlicher Preiszuwachs erreichbar. Über 30 Jahre summiert sich das zu einem um gut 27 Prozentpunkte höheren Endwert.
- Räumliche Diversifikation ist in allen betrachteten Marktphasen von Vorteil. Gleichzeitig variiert die Zusammensetzung effizienter Portfolios im Zeitverlauf, da je nach Marktphase unterschiedliche Standorte zur Effizienz beitragen. Dies spricht dafür, das jeweilige Marktregime bei der Portfoliosteuerung explizit zu berücksichtigen.

1 Einleitung

Wohnimmobilien sind nicht nur ein Dach über dem Kopf, sondern auch für viele Haushalte der größte Einzelposten in der Vermögensbilanz. Historisch haben Immobilien langfristig attraktive Renditen erzielt (Jordà et al., 2019). Doch anders als bei Aktien oder Anleihen ist das Immobilieninvestment immer an einen konkreten Ort gebunden. Die meisten Investoren halten daher hochkonzentrierte Portfolios, die von wenigen lokalen Märkten abhängen. Ein wesentlicher Treiber ist der sogenannte Home Bias: Investoren kaufen systematisch in der eigenen Heimatregion, unabhängig davon, ob dies aus Rendite-Risiko-Sicht optimal wäre (Wright & Yanotti, 2019). Pelizzon & Weber (2008) zeigen, dass Haushaltsportfolios mit hohem Wohneigentumsanteil systematisch ineffizient sind, weil die Konzentration in einer einzigen Immobilie den Risikoraum des gesamten Portfolios verzerrt.

In diesem Report wird daher die folgende praktische Frage gestellt: Hätte es sich historisch gelohnt, Wohnimmobilieninvestitionen über deutsche Städte zu streuen – und zwar nicht nur im Vergleich zu einer einzelnen Stadt, sondern auch im Vergleich zu einer plausiblen Marktbenchmark? Als Referenz dient ein marktgewichtetes Portfolio, dessen Städtegewichte ihren relativen Anteil am Transaktionsvolumen widerspiegeln. Dieser Benchmark stellen wir optimierte Portfolios gegenüber, die auf einem klassischen Mean-Variance-Ansatz im Sinne von Markowitz (1952) basieren.

Der Fokus liegt auf nominalen Preiszuwächsen von Eigentumswohnungen ohne Mietrenditen oder Transaktionskosten, eine transparente, wenn auch vereinfachende Perspektive. Jede Stadt wird dabei als bereits intern diversifiziertes lokales Immobilienportfolio behandelt. Diese Annahme ist stärker als die Wirklichkeit, weil auch innerhalb einer Stadt erhebliche Heterogenität nach Lage, Qualität und Objektmix besteht. Für die Fragestellung dieses Reports ist sie dennoch ein sinnvoller erster Schritt, weil sie Unterschiede in Preiszyklen und Kovarianzen zwischen Städten sichtbar macht. Eine feinere Analyse bleibt weiterführenden Arbeiten vorbehalten.

Für die Analyse nutzen wir die GREIX-Daten¹ für Eigentumswohnungen in deutschen Städten seit 1995. Amaral et al. (2025) sowie Kaas et al. (2024) dokumentieren, dass Immobilienrenditen zwischen Regionen erheblich auseinanderlaufen können – genau diese Streuung ist die Voraussetzung dafür, dass räumliche Diversifikation überhaupt einen Mehrwert liefern kann. Im deutschen Markt treten dabei drei klar unterscheid-

¹Wir nutzen den Datenstand vom 5. Februar 2026. Die Daten können direkt auf der Website heruntergeladen werden. Die Datenerhebung und Methodik sind im dazugehörigen Arbeitspapier Amaral et al. (2023) beschrieben.

dbare Marktphasen hervor: eine lange Seitwärts- und Schwächephase bis Ende 2009, ein ausgeprägter Boom bis Ende 2021 und seitdem eine Korrektur- und Seitwärtsbewegung. Diese Phasenstruktur erlaubt es zu untersuchen, ob effiziente Portfolios stabil sind, oder ob sich ihre Zusammensetzung mit dem Marktzyklus verschiebt.

Die Analyse liefert drei zentrale Befunde. Erstens bildet das marktgewichtete Portfolio einen sinnvollen Ausgangspunkt: Es liegt bereits günstig im Rendite-Risiko-Raum. Zweitens zeigt die Effizienzlinie, dass selbst relativ zu dieser Benchmark Optimierungspotenzial bestand. Drittens ist die Zusammensetzung effizienter Portfolios nicht stabil: Sie verschiebt sich deutlich mit dem Marktregime. Wer Anlageentscheidungen allein aus einem Aufschwung oder Abschwung extrapoliert, riskiert Fehlsteuerungen in einem veränderten Marktumfeld.

2 Historische Preisentwicklung deutscher Städte

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der GREIX-Reihen für Eigentumswohnungen seit 1996. Der Verlauf gliedert sich deutlich in drei Phasen. Von Mitte der 1990er Jahre bis Ende 2009 blieb das Preisniveau im Aggregat seitwärts beziehungsweise leicht rückläufig. Danach setzte ein breit getragener Aufschwung ein, der die Wohnungspreise bis Ende 2021 stark steigen ließ. Seit 2022 dominiert eine Korrektur- und Seitwärtsphase.

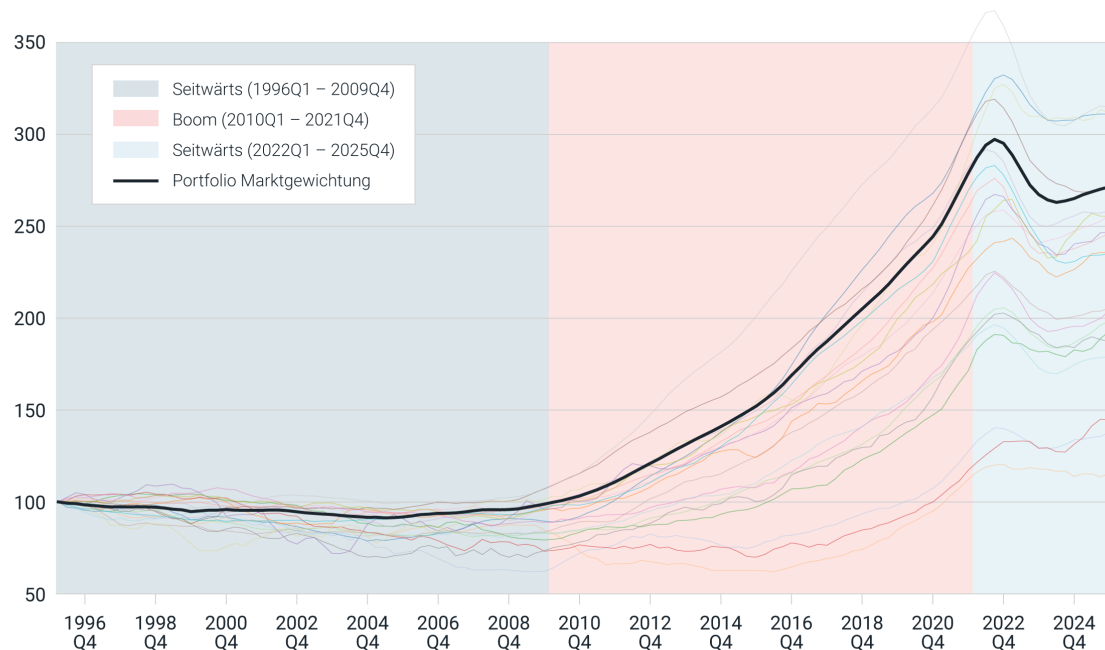
Die durchgezogene Linie zeigt das marktgewichtete Portfolio über die in diesem Report verwendeten Städte. Es dient im Folgenden als Benchmark, gegen den sich die effizienten Portfolios messen lassen.

Hinter dem Aggregat stehen zugleich sehr unterschiedliche lokale Verläufe. Einige Städte verzeichneten im Boom starke Zuwächse und fielen anschließend merklich zurück; andere entwickelten sich glatter oder holten erst später auf. Genau diese Heterogenität ist aus Anlegersicht entscheidend: Wer nur auf ex post besonders starke Städte blickt, unterschätzt leicht, dass die Gewinnerprofile stark von der betrachteten Marktphase abhängen.

Für die folgenden Auswertungen betrachten wir deshalb nicht nur die Höhe der Preiszuwächse, sondern auch deren Volatilität. Die hier verwendeten Renditen beziehen sich ausschließlich auf Wertsteigerungen und beantworten damit die Frage, wie sich lokale Wohnungsmärkte als Preisindex-Reihen verhalten haben, nicht, wie hoch eine vollständige Immobiliengesamtrendite inklusive Mieteinnahmen ausgefallen wäre.

Abb. 1: Preisentwicklung und Marktphasen

Eigentumswohnungen, Index, nominal, 1996Q1 = 100



Anmerkungen: Die Abbildung zeigt die GREIX-Preisindizes für Eigentumswohnungen auf Basis eines Vier-Quartals-Durchschnitts. Die durchgezogene Linie markiert das marktgewichtete Portfolio über die ausgewählten Städte. Die schattierten Bereiche kennzeichnen die Marktphasen 1995Q4–2009Q4, 2010Q1–2021Q4 und 2022Q1–2025Q4. Quellen: GREIX, eigene Berechnungen.

3 Räumliche Diversifikation lohnt sich

Zur systematischen Auswertung der räumlichen Diversifikation ordnen wir jeder Stadt zwei Größen zu: den durchschnittlichen annualisierten Preiszuwachs und die dazugehörige annualisierte Standardabweichung. Das heißt, wir betrachten erstens, wie stark die Preise im Mittel gestiegen sind, und zweitens, wie stark diese Entwicklung geschwankt hat. Auf dieser Basis konstruieren wir effiziente Portfolios im Sinne von Markowitz (1952). Das Grundprinzip ist intuitiv: Wenn sich zwei Städte nicht im Gleichschritt entwickeln, schwankt ein Mischportfolio aus beiden weniger stark als jede Stadt für sich. Die Optimierung nutzt diesen Effekt systematisch und sucht Kombinationen, die bei gegebener Rendite das Risiko minimieren. Das Ergebnis ist die Effizienzlinie: Sie zeigt alle Portfolios, die sich nicht weiter verbessern lassen, ohne entweder mehr Risiko einzugehen oder auf Rendite zu verzichten. Die Portfolios sind Long-only, Gewichte summieren sich auf 100 Prozent, Short Sales sind ausgeschlossen und Transaktionskosten werden nicht berücksichtigt.

Abbildung 2 zeigt die Städte, alle zulässigen Portfolios und die Effizienzlinie für

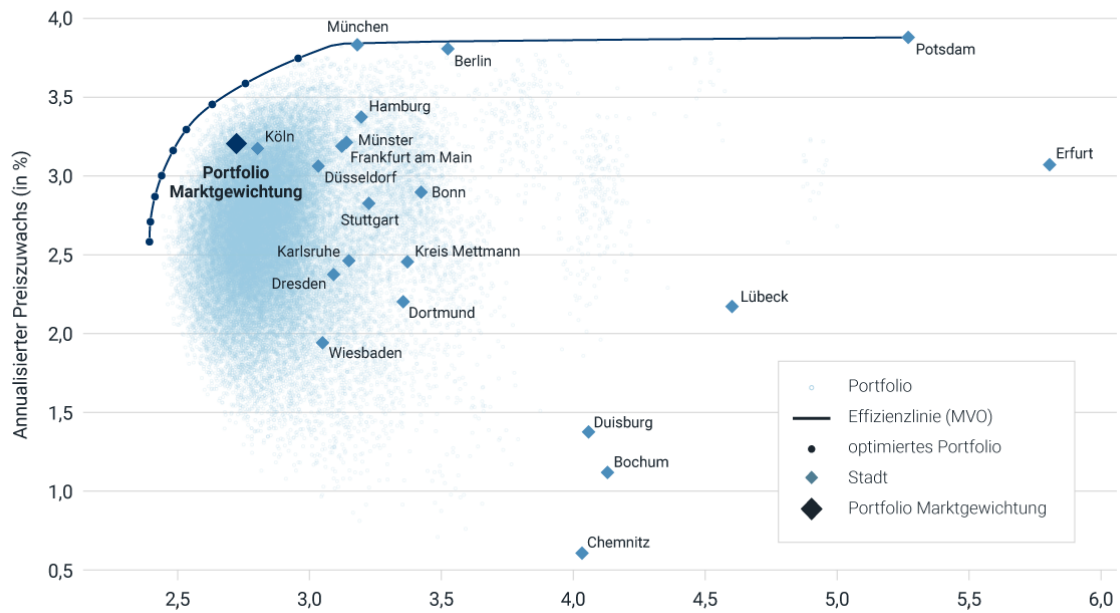
den Gesamtzeitraum 1995Q4–2025Q4. Zwei Befunde stechen hervor. Erstens liegen viele Mischportfolios links der Städte, also bei geringerem Risiko. Schon diese Wolke macht sichtbar, dass räumliche Diversifikation einen Teil lokaler Preisschwankungen glätten kann. Zweitens ist der Vergleich mit dem Marktportfolio instruktiv: Es liegt mit rund 3,21 Prozent annualisiertem Preiszuwachs bei 2,72 Prozent Risiko bereits günstig im Rendite-Risiko-Raum, aber sichtbar unterhalb der Effizienzlinie.

Entscheidend ist der Befund der Effizienzlinie: Bei praktisch gleichem Risiko wie das Marktportfolio war historisch ein höherer Preiszuwachs erreichbar. Annualisiert liegt der Preiszuwachs bei rund 3,56 Prozent. Über einen Zeitraum von 30 Jahren entspräche das einem um gut 27,5 Prozentpunkte höheren Endwert. Die zentrale Aussage lautet damit: Optimierung konnte sich selbst relativ zu einem breit gestreuten Marktportfolio lohnen. Allerdings ist diese Effizienzlinie eine ex-post-Konstruktion; in der Praxis steht die Kovarianzstruktur nicht im Voraus fest, sodass die tatsächlich realisierbare Verbesserung geringer ausfallen dürfte als im historischen Rückblick.

Abbildung 3 zeigt, wie sich die Gewichte entlang der Effizienzlinie verändern. Am risikoarmen Ende dominieren breit gestreute Portfolios mit vergleichsweise hohen Anteilen von Köln, Münster und Chemnitz. Mit steigender Zielrendite verschieben sich die Gewichte schrittweise hin zu München, Potsdam und Berlin; am oberen Ende wird das effiziente Portfolio deutlich konzentrierter. Das Marktportfolio ist also ein sinnvoller Ausgangspunkt, aber nicht automatisch das historisch effizienteste Portfolio.

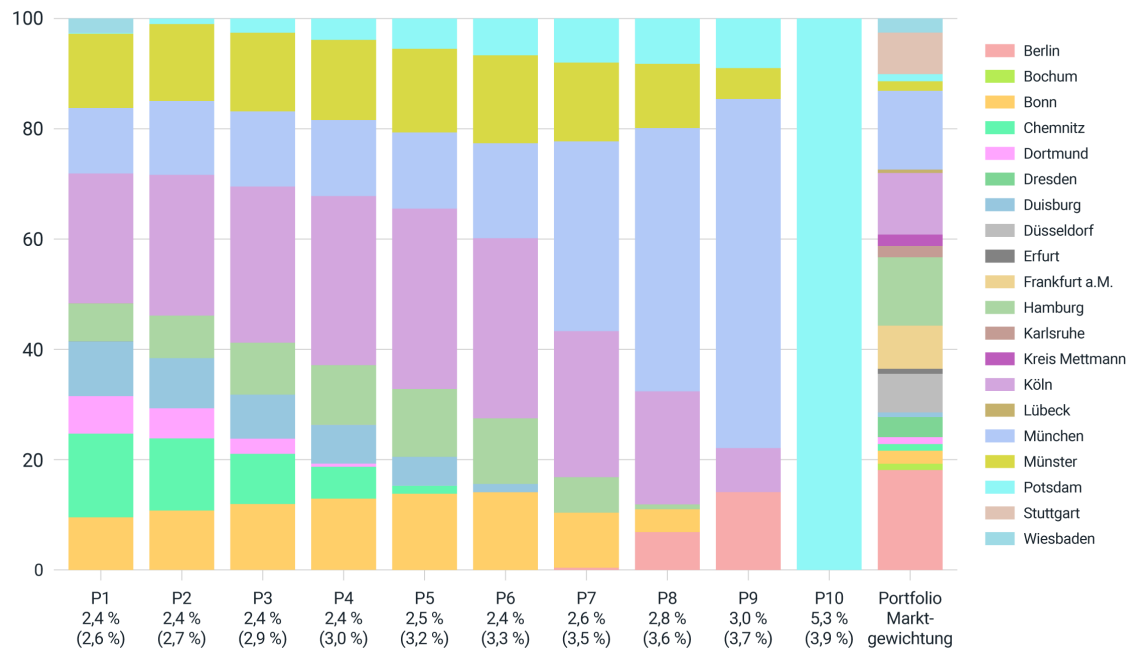
Abb. 2: Preiszuwachs vs. Risiko – alle Portfolios

Eigentumswohnungen, Index, nominal, 1996Q1 – 2025Q4



Anmerkungen: Dargestellt sind Einzelstädte, alle zulässigen Long-only-Portfolios sowie die daraus resultierende Effizienzlinie. Rendite ist als annualisierter nominaler Preiszuwachs definiert, Risiko als annualisierte Standardabweichung. Das marktgewichtete Portfolio ist als Benchmark markiert. Die Auswertung beschränkt sich auf Kapitalgewinne und unterstellt keine Short Sales und keine Transaktionskosten. Quellen: GREIX, eigene Berechnungen.

Abb. 3: Effiziente Portfolios vs. Portfolio Marktgewichtung
Eigentumswohnungen, Gewichtung der Städte (in %), 1996Q1 – 2025Q4



Anmerkungen: Die Balken zeigen die Gewichte der zehn ausgewählten Portfolios auf der Effizienzlinie sowie des marktgewichteten Portfolios. Auf der X-Achse sind jeweils die annualisierten Jahreszuwächse und Standardabweichungen (in Klammern) dargestellt. Die zugrundeliegenden Portfolios sind Long-only konstruiert und basieren ausschließlich auf Kapitalgewinnen. Quellen: GREIX, eigene Berechnungen.

4 Effiziente Portfolios verschieben sich mit dem Marktregime

Die bisherige Betrachtung über den Gesamtzeitraum glättet unterschiedliche Marktumfelder. Ein Portfolio, das über drei Jahrzehnte effizient erscheint, muss nicht in jeder einzelnen Phase gut funktionieren. Abbildung 4 zeigt, dass sich die Lage der Städte im Rendite-Risiko-Raum zwischen den Marktphasen stark verschiebt.

Die frühe Phase 1995Q4–2009Q4 ist durch niedrige bis leicht negative Preiszuwächse gekennzeichnet, wobei das Risiko insgesamt geringer ausfällt. Der Kontrast zwischen den darauffolgenden Phasen Boom und Korrektur ist besonders deutlich. In der Phase 2010Q1–2021Q4 liegen die annualisierten Preiszuwächse fast durchweg hoch bei moderaten Risiken. In der Phase seit 2022 kehrt sich das Bild um: Mehrere zuvor wachstumsstarke Märkte wie München, Stuttgart und Hamburg weisen deutlich negative Preiszuwächse auf, während einzelne Städte wie Duisburg, Dortmund oder Chemnitz weiterhin positive nominale Zuwächse erzielen. Dies macht bereits deutlich, dass ein Standort, der sich ex post als wachstumsstark erweist, nicht zwangsläufig in

den unterschiedlichen Phasen des Marktzyklus als Gewinner hervorgehen muss.

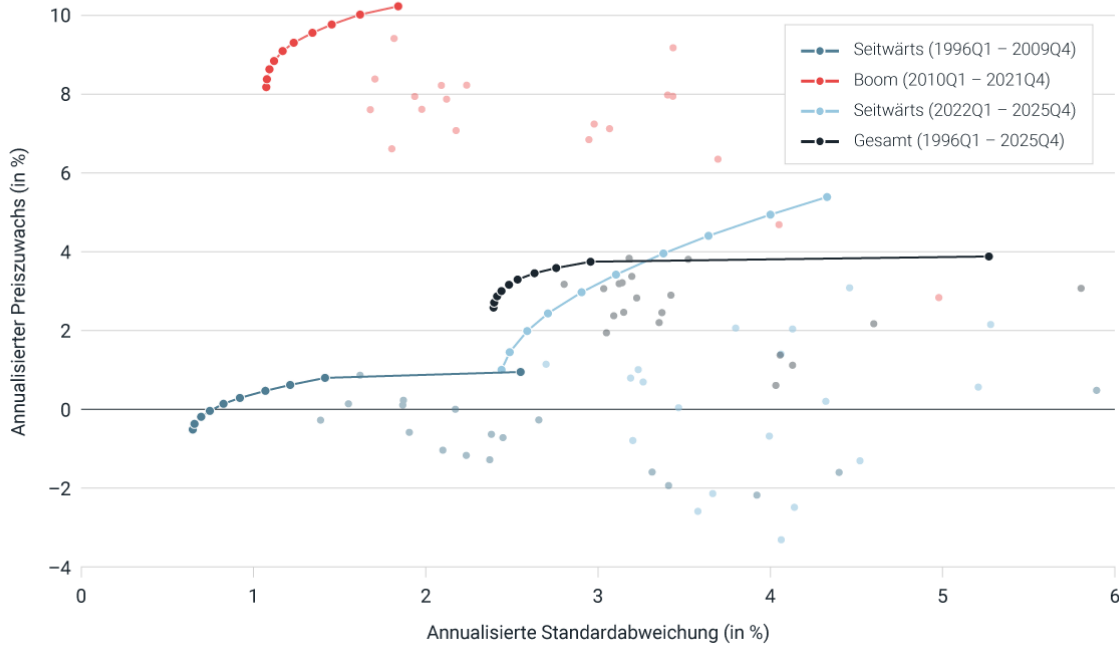
Abbildung 5 übersetzt diese Unterschiede in effiziente Portfolios. In der Phase 1995–2009 verläuft die Effizienzlinie relativ flach nahe null; Diversifikation reduziert hier vor allem Risiko, erzeugt aber nur geringe Renditeaufschläge. Die Effizienzlinie des Booms 2010–2021 liegt klar über den anderen Phasen: Hohe Preiszuwächse waren selbst bei niedriger Volatilität erreichbar. Die Phase seit 2022 liegt dazwischen: Effiziente Portfolios zeigen weiterhin eine positive Wertentwicklung, obwohl viele Einzelmärkte bereits negative Preiszuwächse aufweisen. Gerade in Abschwung- und Seitwärtsphasen wird Diversifikation damit zu einem Instrument, um Verluste zu begrenzen und positive Nischen zu erschließen. Allerdings umfasst die letzte Phase nur vier Jahre, weshalb die Effizienzlinie mit deutlich weniger Datenpunkten geschätzt wird und entsprechend unsicherer ist als die der längeren Phasen.

Noch deutlicher wird die Phasenabhängigkeit in den Portfoliogewichten. Abbildung 6 zeigt die Zusammensetzung effizienter Portfolios getrennt nach Marktphasen. Im Boom 2010–2021 werden die effizienten Portfolios stark von Münster, München und Berlin getragen. In der Phase 1995–2009 treten dagegen ausgewogenere Mischungen mit hohen Gewichten in München, Kreis Mettmann, Bonn und Düsseldorf auf. In der jüngsten Phase seit 2022 konzentrieren sich die Gewichte auf wenige Märkte: Am risikoarmen Ende stehen Bonn, Chemnitz und Köln im Vordergrund, am renditestarken Ende dominiert Duisburg. Schon der Blick über die drei Phasen zeigt, wie stark sich die Zusammensetzung effizienter Portfolios über die Zeit verschiebt.

Die praktische Konsequenz ist klar: Räumliche Diversifikation bleibt in allen Phasen sinnvoll, aber die effizienten Kombinationen sind selbst zeitabhängig. Wer Anlageentscheidungen nur auf Basis einer Phase des Marktzyklus trifft, riskiert in einem veränderten Marktumfeld Fehlsteuerungen. Eine Diversifikation über den Raum hinweg und eine Sensibilität für die jeweilige Marktphase sind eng miteinander verbunden.

Abb. 5: Effiziente Portfolios nach Marktphase

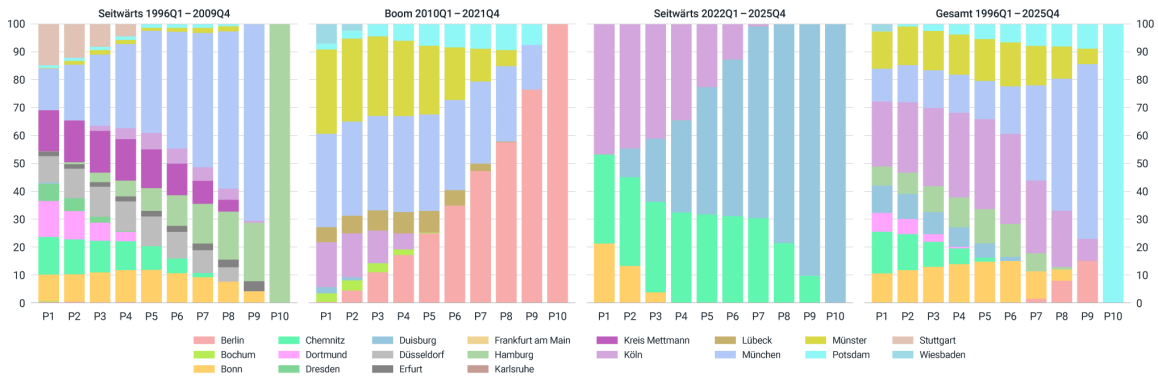
Eigentumswohnungen, Index, nominal, 1996Q1 – 2025Q4



Anmerkungen: Die Linien zeigen die effizienten Long-only-Portfolios für die drei Marktphasen sowie für den Gesamtzeitraum; die blauen Punkte markieren zulässige Portfolios innerhalb der jeweiligen Phase. Rendite ist als annualisierter nominaler Preiszuwachs definiert, Risiko als annualisierte Standardabweichung. Die Auswertung beschränkt sich auf Kapitalgewinne und unterstellt keine Short Sales und keine Transaktionskosten. Quellen: GREIX, eigene Berechnungen.

Abb. 6: Portfoliogewichtung alle Marktphasen

Eigentumswohnungen, Gewichtung der Städte (in %), 1996Q1 – 2025Q4



Anmerkungen: Die Balken zeigen die Gewichte effizienter Portfolios für jede Marktphase und für den Gesamtzeitraum. Auf der X-Achse sind jeweils die annualisierten Jahreszuwächse und Standardabweichungen (in Klammern) dargestellt. Die Portfolios sind Long-only konstruiert und basieren ausschließlich auf Kapitalgewinnen. Quellen: GREIX, eigene Berechnungen.

5 Fazit

Die Analyse zeigt, dass sich Wohnimmobilieninvestitionen in deutschen Städten nicht auf eine einfache Rangliste guter und schlechter Standorte reduzieren lassen. Seit 1995 wechseln Marktphasen, Renditeprofile und Risikostrukturen deutlich. Wer Immobilieninvestitionen fundiert steuern will, muss deshalb beides in den Blick nehmen: die räumliche Streuung und die jeweilige Marktphase..

Über den Gesamtzeitraum bildet ein marktgewichtetes Portfolio einen sinnvollen Ausgangspunkt. Es liegt bereits günstig im Rendite-Risiko-Raum. Die Effizienzlinie zeigt jedoch, dass darüber hinaus Verbesserungen möglich waren: Selbst bei vergleichbarem Risiko war historisch ein höherer Preiszuwachs erreichbar, der sich über lange Horizonte spürbar aufaddiert hätte. Die relevante Aussage ist daher nicht nur, dass ein Mischportfolio besser sein kann als eine Einzelstadt, sondern dass selbst relativ zu einer breit gestreuten Benchmark noch Optimierungspotenzial bestand.

Diese Aussage unterliegt zwei wichtigen Einschränkungen. Erstens ist die Effizienzlinie eine ex-post-Konstruktion: Weder die künftigen Renditen noch das Zusammenspiel der Preisbewegungen zwischen den Städten sind im Voraus bekannt, sodass die tatsächlich realisierbare Verbesserung geringer ausfallen dürfte. Zweitens verschieben sich die effizienten Kombinationen zwischen Seitwärtsphase, Boom und Korrektur deutlich. Ein breit gestreutes Stadtportfolio kann lokale Risiken abfedern, ersetzt aber weder ein Verständnis für das aktuelle Marktumfeld noch die sorgfältige Auswahl konkreter Objekte und Lagen.

Räumliche Diversifikation lohnt sich – aber nicht als starres Rezept. Die optimalen Portfoliokombinationen verschieben sich mit der jeweiligen Marktphase, und wer das außer Acht lässt, riskiert, vergangene Gewinnerstädte in die Zukunft fortzuschreiben. Langfristig zahlt es sich aus, sowohl die räumliche Streuung als auch die Sensitivität für das aktuelle Marktumfeld zu berücksichtigen.

Literatur

- Amaral, Francisco, Martin Dohmen, Sebastian Kohl & Moritz Schularick (2025). "Superstar Returns? Spatial Heterogeneity in Returns to Housing". *Journal of Finance* 80.5, pp. 3057–3094.
- Amaral, Francisco, Martin Dohmen, Moritz Schularick & Jonas Zdrzalek (2023). *German Real Estate Index (GREIX)*. ECONtribute Discussion Paper 231.
- Jordà, Òscar, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick & Alan M. Taylor (2019). "The Rate of Return on Everything, 1870–2015". *The Quarterly Journal of Economics* 134.3, pp. 1225–1298.
- Kaas, Leo, Georgi Kocharkov & Nicholas Syrichas (2024). *Understanding Spatial House Price Dynamics in a Housing Boom*. CESifo Working Paper No. 11286.
- Markowitz, Harry (1952). "Portfolio Selection". *The Journal of Finance* 7.1, pp. 77–91.
- Pelizzon, Loriana & Guglielmo Weber (2008). "Are Household Portfolios Efficient? An Analysis Conditional on Housing". *Journal of Banking & Finance* 32.5, pp. 752–763.
- Wright, Danika & María B Yanotti (2019). "Home advantage: The preference for local residential real estate investment". *Pacific-Basin Finance Journal* 57, p. 101167.

Autoren

Tim Brück

Researcher, FINVIA
t.brueck@finvia.fo

Dr. Benjamin Moritz

Head of Investment Research, FINVIA
b.moritz@finvia.fo

Dr. Jonas Zdrzalek

Kiel Institute Researcher
jonas.zdrzalek@kielinstitut.de

Steffen Zetzmann

Kiel Institute Researcher
steffen.zetzmann@kielinstitut.de

Medienkontakt

Friederike McKeague

Kommunikation GREIX
+49 151 414 378 95
friederike.mckeague@kielinstitut.de

About

→ *Was ist der German Real Estate Index (GREIX)?*

- Der German Real Estate Index (GREIX) ist ein am Kiel Institut für Weltwirtschaft angesiedeltes, durch öffentliche Fördermittel finanziertes Forschungsprojekt zur Erhöhung der Transparenz auf dem deutschen Immobilienmarkt. Dazu gibt es regelmäßig Veröffentlichungen zur Entwicklung der Transaktionspreise (GREIX-Kaufpreisindex) sowie zur Entwicklung der Angebotsmieten (GREIX-Mietpreisindex). Neben den Preisentwicklungen werden regelmäßig Sonderauswertungen veröffentlicht, etwa zur Erschwinglichkeit oder zu preisbestimmenden Faktoren wie der Lage oder dem energetischen Zustand.

→ *Was ist der GREIX-Kaufpreisindex?*

- Der GREIX-Kaufpreisindex ist ein Immobilienpreisindex für Deutschland auf Basis der Kaufpreissammlungen der lokalen Gutachterausschüsse, die notariell beglaubigte Verkaufspreise enthalten. Er bildet die Preisentwicklung einzelner Städte und Stadtviertel bis zurück ins Jahr 1960 ab und basiert auf über zwei Millionen Transaktionsdaten. Mit Hilfe des Datensatzes können langfristige Trends der Immobilienmärkte analysiert und aktuelle Entwicklungen im historischen Kontext eingeordnet werden. Auf greix.de stehen Kaufpreisindizes für verschiedene Segmente in derzeit 24 Städten frei zur Verfügung. Nach und nach wird der Datensatz um weitere Städte erweitert werden.

→ *Welche Daten und Methoden werden zur Erstellung der Kaufpreisindizes verwendet?*

- Die Datenerhebung findet bei den lokalen Gutachterausschüssen statt. Dabei werden alle Immobilientransaktionen vollständig erfasst. Die Auswertung der Kaufpreise wird mit neuesten wissenschaftlichen Methoden und statistischen Verfahren (hedonische Regressionsmethode) vom Kiel Institut vorgenommen. Der GREIX-Kaufpreisindex steht somit für höchste wissenschaftliche Datenqualität.



MACROFINANCE &
MACROHISTORY LAB

Impressum

Kiel Institut für Weltwirtschaft

Kiellinie 66, 24105 Kiel

0431 8814-1 | greix@kielinstitut.de