

Lässt sich am Preis noch etwas machen?

Heterogenität im Angebotsverhalten nach der Zinswende

Francisco Amaral, Hanno Eckert
Jonas Zdrzalek, Steffen Zetzmann

Nr. 1
Kiel Institut für Weltwirtschaft

Überblick

- Der Zinsanstieg seit Anfang 2022 hat den Markt für Eigentumswohnungen vor allem über die Zahl der Verkäufe getroffen. Die Transaktionen gingen um gut 30 Prozent zurück, die Preise dagegen nur um rund 15 Prozent.
- Hinter diesem Aggregat stehen unterschiedliche Anpassungsmuster. Im oberen Qualitätssegment ist die Anzahl der Transaktionen um knapp die Hälfte gesunken, während die Preise lediglich um rund 9 Prozent zurückgingen. Im unteren Qualitätssegment fiel der Transaktionsrückgang deutlich geringer, der Preisrückgang dagegen deutlich stärker aus.
- Dieses gegenläufige Muster lässt sich nicht allein durch unterschiedlich starke Nachfrageschocks erklären und deutet auf Unterschiede in der Reaktion des Angebots hin. Inseratsdaten stützen diese Interpretation: Verkäufer hochwertiger Wohnungen passen ihre Preisvorstellungen seltener an, ohne dass die Objekte länger am Markt bleiben. Gleichzeitig lassen die Daten den Schluss zu, dass dort besonders viele Inserate enden, ohne dass ein Verkauf erfolgt.
- Preisindizes bilden damit gerade im oberen Qualitätssegment nur eine selektive Auswahl tatsächlich zustande gekommener Verkäufe ab. Die starke Anpassung zeigt sich dort weniger in den Preisen als in der Marktliquidität. Bei einer Erholung dürfte deshalb im hochwertigen Segment zunächst die Anzahl der Transaktionen steigen, während die Preisreaktion vergleichsweise gering ausfällt.

Autorenteam

**Francisco Amaral**

Universität Zürich,
Swiss Finance Institute
francisco.amaral@df.uzh.ch

**Hanno Eckert**

Einaudi Institute for Economics and
Finance ,
Kiel Institut für Weltwirtschaft
hanno.eckert@kielinstitut.de

**Jonas Zdrzalek**

Kiel Institut für Weltwirtschaft
jonas.zdrzalek@kielinstitut.de

**Steffen Zetzmann**

Universität Mannheim,
Kiel Institut für Weltwirtschaft
steffen.zetzmann@kielinstitut.de

Die Verantwortung für den Inhalt dieser Veröffentlichung liegt bei den Autoren, nicht beim Institut. Etwaige Kommentare sollten direkt an den entsprechenden Autor gerichtet werden.

1 Einleitung

Der starke Zinsanstieg seit Anfang 2022 hat den deutschen Wohnimmobilienmarkt innerhalb kurzer Zeit grundlegend verändert. Auffällig ist jedoch, wie unterschiedlich Preise und Mengen reagierten: Während die Transaktionen um gut 30 Prozent zurückgingen, gaben die Preise lediglich um rund 15 Prozent nach. Ein erheblicher Teil der Anpassung erfolgte damit über ausbleibende Verkäufe statt über niedrigere Preise.

Dieser Report untersucht, wie sich die Anpassung an die Zinswende zwischen unterschiedlichen Qualitätssegmenten verteilt. Dabei zeigt sich ein klares Muster: Bei hochwertigen Wohnungen fiel die Zahl der Transaktionen bis Anfang 2024 um knapp die Hälfte, während die Preise lediglich um rund 9 Prozent zurückgingen. Bei Wohnungen im unteren Qualitätssegment reagierten dagegen die Preise stärker und die Zahl der Verkäufe deutlich weniger. Vereinfacht gesagt erfolgte die Anpassung am oberen Ende des Marktes stärker über die Menge, am unteren Ende stärker über den Preis.

Unterschiedlich starke Nachfragerückgänge in den Qualitätssegmenten allein können dieses Muster nicht erklären. Solange sich die Angebotsseite zwischen den Segmenten nicht unterscheidet, müsste ein stärkerer Nachfrageschock sowohl einen stärkeren Mengen- als auch einen stärkeren Preisrückgang auslösen. Dass im hochwertigen Segment die Transaktionen besonders stark und die Preise besonders wenig fallen, weist deshalb auf Unterschiede auf der Angebotsseite hin.

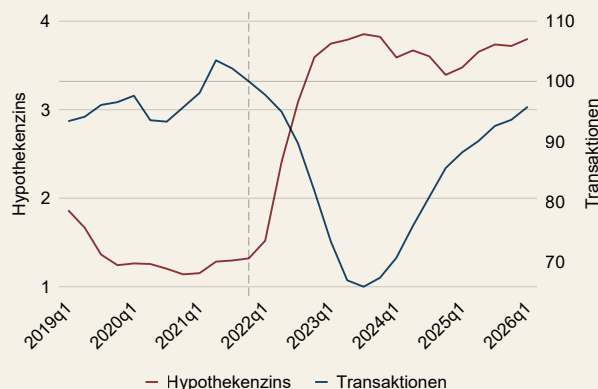
Um die Angebotsseite genauer zu untersuchen, verwenden wir neben den Transaktionsdaten auch Immobilieninseraten. Verkäufer hochwertiger Wohnungen korrigieren ihre Angebotspreise nach der Zinswende seltener nach unten als Verkäufer in anderen Segmenten. Gleichzeitig bleiben ihre Wohnungen nicht länger inseriert. Stattdessen deutet es darauf hin, dass im oberen Qualitätssegment besonders viele Inserate enden, ohne dass ein entsprechender Verkauf zustande gekommen ist. Dies spricht dafür, dass Eigentümer häufiger auf einen Verkauf verzichten, wenn sich ihre Preisvorstellungen nicht durchsetzen lassen.

Das hat Konsequenzen für die Interpretation von Immobilienpreisen. Ein Preisindex beobachtet nur jene Objekte, bei denen sich Käufer und Verkäufer tatsächlich einigen. Eine vergleichsweise stabile Preisentwicklung kann daher mit einem erheblichen Verlust an Marktliquidität einhergehen. Preise, Transaktionen und weitere Liquiditätskennzahlen wie Preisanpassungen oder Vermarktungsdauer sollten deshalb gemeinsam betrachtet werden. Bei einer weiteren Erholung sollte sich die Belebung im hochwertigen Segment zunächst stärker in steigenden Transaktionszahlen als in steigenden Preisen zeigen.

2 Preis- und Mengenanpassung nach der Zinswende

Zinsanstieg und Transaktionsrückgang. Die Zinswende hat den deutschen Wohnimmobilienmarkt innerhalb kurzer Zeit von einem Boom in eine Phase mit auffallend geringer Anzahl an Transaktionen gedreht. Abbildung 1 zeigt den Hypothekenzins mit einer Zinsbindung von über zehn Jahren im zeitlichen Verlauf zusammen mit der Zahl der Transaktionen. Diese beruhen auf der Gesamtheit aller Transaktionen, die von den lokalen Gutachterausschüssen der jeweiligen Städte erfasst werden.¹ Zwischen Anfang 2022 und Mitte 2023 stieg der Zins von knapp 1,5 auf 3,9 Prozent, also um rund 2,4 Prozentpunkte. Die Marktaktivität reagierte unmittelbar und erheblich: Zwischen dem vierten Quartal 2021 und dem ersten Quartal 2023 fiel die Anzahl der Transaktionen um 30 Prozent. Seit 2024 erholt sich der Markt bei praktisch unveränderten Zinsen, bleibt aber unter dem Vorkrisenniveau.

Abbildung 1: Hypothekenzins und Transaktionen



Anmerkung: Hypothekenzinsen sind für Darlehen mit einer Zinsbindung von über zehn Jahren. Die Anzahl an Transaktionen ist als Index dargestellt mit Basisquartal 2021Q4=100 und ist rollierend über vier Quartale geglättet.
Quelle: GREIX (Anzahl der Transaktionen), Bundesbank (Hypothekenzinsen).

Definition der Qualitätssegmente. Jede Eigentumswohnungen² wird anhand einer hedonischen Regression in ein Qualitätssegment eingeteilt. Für jede Stadt schätzen wir dazu eine hedonische Regression des Transaktionspreises auf Objektmerkmale, Lage-

¹Die Auswertung umfasst folgende Städte, welche wir über den gesamten Zeitraum von 2019q1-2026q1 beobachten: Bonn, Bochum, Bocholt, Köln, Düsseldorf, Dortmund, Duisburg, Erfurt, Frankfurt, Hamm, Lübeck, Karlsruhe, Leipzig, Ludwigslust-Parchim, München, Mettmann, Münster, Potsdam, Rhein-Erft-Kreis, Stuttgart. Als Robustheitsprüfung erweitern wir das Sample um Städte, für die Transaktionsdaten nicht über den gesamten Zeitraum vorliegen, darunter u.a. Berlin und Hamburg. Die Einbeziehung dieser zusätzlichen Städte verändert das qualitative Ergebnis nicht.

²Die zentralen Auswertungen haben wir zusätzlich für Einfamilienhäuser durchgeführt. Auch dort zeigt sich qualitativ dasselbe Muster einer stärkeren Mengen- und geringeren Preisanpassung im oberen Qualitätssegment.

variablen und Quartalsdummies. Anschließend prognostizieren wir für jede Transaktion den Preis allein auf Basis der Objektmerkmale und Lagevariablen, ohne die Quartalsdummies. Diese Prognose stellt sicher, dass die Segmentzuordnung nicht vom Transaktionszeitpunkt abhängt. Die prognostizierten Preise teilen wir anschließend je Stadt in Quartile.

Die Wohnungen in diesen verschiedenen Qualitätssegmenten unterscheiden sich deutlich in ihren typischen Objektmerkmalen. Wohnungen in den unteren Qualitätssegmenten sind im Durchschnitt kleiner und älter und weisen häufiger eine einfachere Ausstattung sowie einen normalen Zustand auf. Im hochwertigen Segment sind die Wohnungen dagegen deutlich größer, neu beziehungsweise neuwertig und gehoben oder hochwertig ausgestattet. So steigt der Median der Wohnfläche von 48 Quadratmetern im untersten auf 117 Quadratmeter im obersten Qualitätssegment. Während im untersten Qualitätssegmente knapp die Hälfte der Wohnungen aus den Baujahren 1950 bis 1977 stammt, sind im hochwertigen Segment neuere Wohnungen, vor allem die Kategorie Neubau deutlich stärker vertreten. Auch der energetische Standard verbessert sich mit der Qualität: In den unteren Qualitätssegmenten dominieren unter den verfügbaren Angaben die Energieeffizienzklassen D und E, im obersten Segment dagegen B und C.³

Mengenanpassung oben, Preisanpassung unten. Die Marktaktivität ist in den verschiedenen Qualitätssegmenten sehr unterschiedlich stark zurückgegangen.

Abbildung 2(a) zeigt, dass die Anzahl der Transaktionen im obersten Qualitätssegment um 48 Prozent bis Ende 2023 fiel, gegenüber 25 Prozent im untersten Qualitätssegment. Seit 2024 steigen die Transaktionen in allen Segmenten an, jedoch bleiben die Transaktionen aktuell noch rund 23 Prozent im oberen Qualitätssegment und rund 5 Prozent im unteren Qualitätssegment unter dem Niveau von 2021Q4.

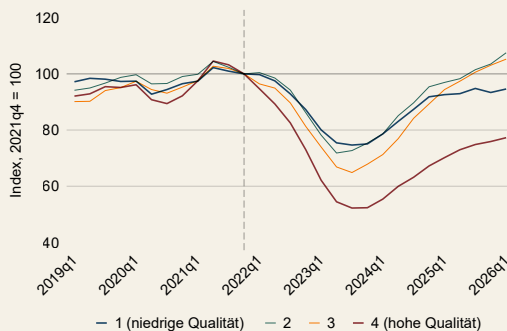
Bei den Preisen kehrt sich die Rangfolge um. Abbildung 2(b) zeigt vom Höchststand Mitte 2022 bis zum Tiefpunkt des Marktes Ende 2023 einen Rückgang von nur 9 Prozent im hochwertigen Segment. Das Segment mit dem größten Mengeneinbruch weist damit den kleinsten Preisrückgang auf, und zwar um rund 40 Prozent geringer als der übrige Markt.⁴

³Diese Charakterisierung basiert auf den Inseratsdaten, da dort die Objektmerkmale für die betrachteten Städte besonders einheitlich vorliegen. Für Merkmale, die sowohl in den Inserats- als auch in den Transaktionsdaten verfügbar sind, ergibt sich jedoch ein sehr ähnliches Bild: Bei kategorialen Merkmalen stimmen die jeweils häufigsten Ausprägungen weitgehend überein, bei kontinuierlichen Merkmalen wie der Wohnfläche zeigt sich dieselbe Rangfolge über die Qualitätssegmente und die Durchschnittswerte unterscheiden sich nur wenig. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Charakterisierung der Segmente aus den Inseratsdaten auf die Transaktionsdaten übertragen lässt.

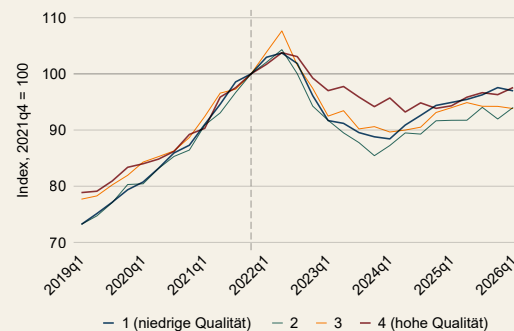
⁴Das Ergebnis wird nicht allein durch Neubauwohnungen oder projektierte Wohnungen im hochwertigen Segment getrieben. Schließen wir diese Fälle jeweils einzeln aus der Auswertung aus, fallen die Unterschiede zwischen den Qualitätssegmenten zwar geringer aus, das qualitative Muster bleibt jedoch unverändert: Im hochwertigen Segment reagiert die Anzahl der Transaktionen weiterhin stärker und die Preise schwächer als in den unteren Qualitätssegmenten.

Abbildung 2: Transaktionen und Preise nach Qualitätssegment

(a) Anzahl der Transaktionen



(b) Transaktionspreise



Anmerkung: Index 2021Q4=100. Die Segmente sind Quartile des aus Objektmerkmalen prognostizierten Preises, wobei das erste Viertel die niedrigste und das vierte die höchste Qualität umfasst. Abbildung (b) zeigt hedonische Indexreihen auf Stadtebene, aggregiert über alle Städte anhand der Anzahl an Transaktionen.

Quelle: GREIX.

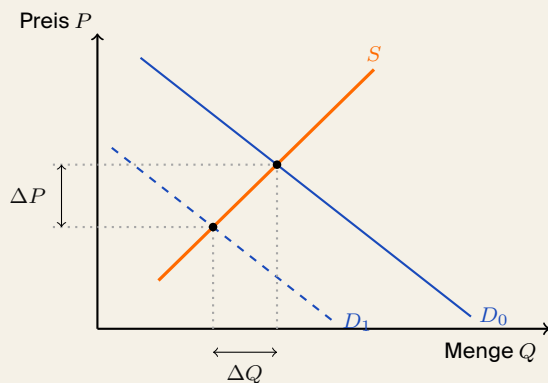
3 Die Rolle des Angebots

Warum Nachfrageunterschiede nicht ausreichen. Eine naheliegende Erklärung für den Einbruch der Preise im Anschluss an die Zinswende könnte sein, dass ein Anstieg der Finanzierungszinsen Haushalte mit geringem Einkommen stärker trifft als Haushalte mit hohem Einkommen. Somit geht die Nachfrage nach günstigeren Eigentumswohnungen mit tendenziell niedrigerer Qualität stärker zurück als die Nachfrage nach teureren Wohnungen mit üblicherweise hoher Qualität, welche typischerweise von Haushalten mit hohem Einkommen gekauft werden. Diese Beobachtung ist als Erklärung jedoch unzureichend. Eine Verschiebung der Nachfrage bewegt Preis und Menge entlang der Angebotskurve und damit immer in dieselbe Richtung. Bei gleicher Angebotselastizität und ansonsten vergleichbaren Marktbedingungen müsste ein stärkerer Nachfragerückgang sowohl einen stärkeren Mengen- als auch einen stärkeren Preisrückgang auslösen. Abbildung 3 veranschaulicht dies anhand eines schwachen und eines starken Nachfrageschocks. Bei gleicher Angebotselastizität erzeugen sie zwar unterschiedlich große Ausschläge, das relative Verhältnis von Mengen- zu Preisrückgang bleibt jedoch unverändert. Die Kombination aus einem stärkeren Rückgang der Anzahl abgeschlossener Transaktionen und einem geringeren Rückgang der Preise im hochwertigen Segment zeigt jedoch, dass dies nicht die alleinige Erklärung sein kann.

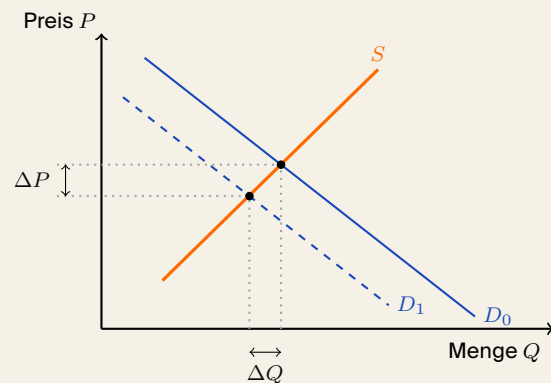
Der stärkere Rückgang der Anzahl an Transaktionen im oberen Qualitätssegment im Vergleich zum unteren Qualitätssegment bei einem weniger starken Rückgang der Preise deutet darauf hin, dass sich die Reaktion auf der Angebotsseite unterscheidet. Abbildung 4 veranschaulicht diese Logik anhand zweier Preis-Mengen-Diagramme mit gleichem Nachfragerückgang und unterschiedlichen Angebotselastizitäten. Beide Ab-

Abbildung 3: Unterschiedlich starke Nachfrageschocks bei gleicher Angebotselastizität

(a) Starker Nachfrageschock



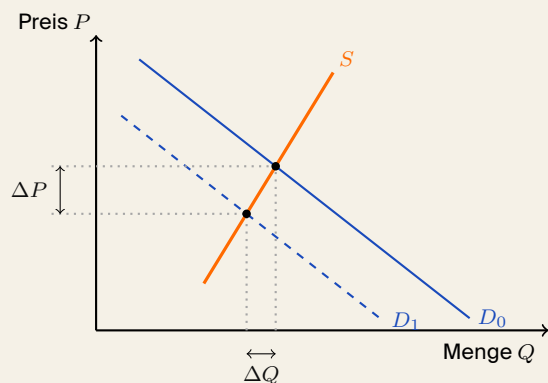
(b) Schwacher Nachfrageschock



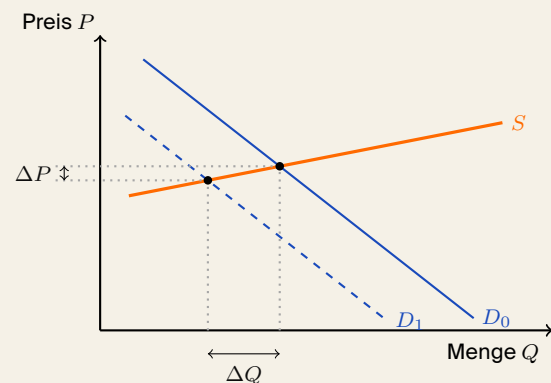
Anmerkung: Ein größerer Schock lässt Preis und Menge stärker fallen, doch das Verhältnis beider Reaktionen bleibt unverändert. Segmente können sich so im Ausmaß des Einbruchs unterscheiden, nicht aber in dessen Aufteilung auf Preis und Menge.

Abbildung 4: Derselbe Nachfrageschock bei unterschiedlicher Angebotselastizität

(a) Unelastisches Angebot (unteres Qualitätssegment)



(b) Elastisches Angebot (oberes Qualitätssegment)



Anmerkung: Bei unelastischem Angebot dominiert die Preisreaktion, bei elastischem Angebot die Mengenreaktion. Beide Felder unterstellen dieselbe Verschiebung der Nachfrage von D_0 nach D_1 und denselben Ausgangspunkt.

Abbildungen zeigen die gleiche Verschiebung der Nachfragekurve von D_0 zu D_1 aufgrund der gestiegenen Finanzierungszinsen. Abbildung 4(a) zeigt die Angebotskurve S mit einer geringeren Elastizität des Angebots als in Abbildung 4(b). Dieser Unterschied in der Elastizität des Angebots kann das beobachtete Phänomen der stärker fallenden Transaktionsanzahl bei geringer fallenden Preisen im obersten Qualitätssegment erklären. Ist das Angebot vergleichsweise unelastisch, schlägt sich der Nachfragerückgang stärker in den Preisen und weniger in der Menge nieder. Bei einem elastischeren Angebot fällt die Mengenreaktion dagegen stärker und die Preisreaktion schwächer aus.

Ein elastisches Angebot deutet darauf hin, dass Verkaufsentscheidungen im obersten Qualitätssegment womöglich stärker im Ermessen der Eigentümer liegen. Wer eine hoch-

wertige Wohnung veräußert, könnte den Verkauf häufiger verschieben und auf eine Erholung warten, während Verkäufe im unteren Segment keinen Aufschub dulden könnten. Der stärkere Mengeneinbruch im oberen Qualitätssegment wäre dann nicht allein Ausdruck des Nachfragerückgangs, sondern auch Folge einer stärkeren Reaktion der Verkäufer, die eher auf einen Verkauf verzichten, als größere Preisabschläge zu akzeptieren.⁵

Was die Inseratsdaten zeigen. Um zu prüfen, ob das Angebot hochwertiger Wohnungen tatsächlich stärker auf die Zinsreaktion reagiert, analysieren wir zusätzlich die Inseratsdaten der Value Marktdatenbank.⁶ Abbildung 5(a) zeigt zunächst, wie viele Verkäufer ihren Angebotspreis anpassen, während die Wohnung auf der Plattform angeboten wird. Vor der Zinswende wurden in allen Segmenten für rund 14 Prozent der Inserate der Preis angepasst. Bis Ende 2023 stieg dieser Anteil in den unteren drei Qualitätssegmenten auf 27 bis 29 Prozent, im obersten Qualitätssegment dagegen nur auf 22 Prozent. Die Bereitschaft, den Preis überhaupt im Vermarktungsprozess anzupassen, nahm im hochwertigen Segment also um ein Drittel weniger zu als im übrigen Markt.

Die mittlere Preisrevision in Abbildung 5(b) zeigt dasselbe Bild in Prozent des Angebotspreises. Die Abschläge verstärkten sich von 0,6 auf 2,7 Prozent im untersten Qualitätssegment, im obersten Qualitätssegment jedoch nur von 0,4 auf 1,9 Prozent. Dieser Unterschied entsteht fast vollständig dadurch, dass Verkäufer im hochwertigen Segment seltener überhaupt den Preis anpassen. Wer dort den Preis ändert, senkt ihn dagegen ähnlich stark wie in den anderen Qualitätssegmenten.⁷

Die Vermarktungsdauer ergänzt das Bild um eine zusätzliche Komponente. Wie Abbildung 5(c) zeigt, stieg diese zwar in allen Segmenten deutlich an und erreichte im dritten Quartal 2024 ihren Höchststand, doch der Anstieg fiel im hochwertigen Segment mit 43 Prozent am schwächsten aus, während er im untersten Qualitätssegment bei 76 Prozent lag. Genau dort, wo die Anzahl der Transaktionen am stärksten zurückging, waren die Inserate relativ zu ihrem Ausgangsniveau also am kürzesten am Markt sichtbar. Sinkt die Nachfrage in einem Segment und die Verkäufer halten an ihren Preisen fest, sollten die Inserate dort länger am Markt sein, nicht kürzer.

Dieser Widerspruch lässt sich auflösen, wenn Inserate im hochwertigen Segment häufiger enden, ohne dass ein Verkauf zustande kommt. Abbildung 5(d) setzt die Transak-

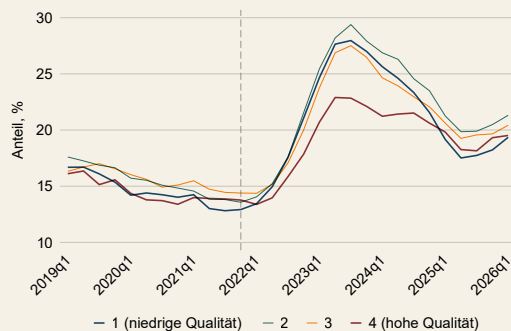
⁵Alternativ könnte auch eine stärkere Linksverschiebung der Angebotskurve im oberen Qualitätssegment den Befund erklären, bei gleicher Angebotselastizität in beiden Segmenten – also weniger Transaktionen bei geringerem Preisrückgang. Denkbar wäre eine solche Verschiebung etwa, wenn Verkäufer selbst wieder kaufen und ihre günstige Finanzierung nicht aufgeben wollen, und wenn dieser Effekt bei hochwertigen Objekten stärker ausfällt. Ob eine unterschiedliche Angebotselastizität oder eine unterschiedlich starke Angebotsverschiebung vorliegt, lässt sich mit den vorliegenden Daten nicht trennen. Für die Kernaussage des Berichts spielt das aber keine Rolle, denn in beiden Fällen liegt der Grund für den Befund auf der Angebotsseite.

⁶Als Robustheitsprüfung berechnen wir die im Folgenden dargestellten Liquiditätskennzahlen basierend auf den Inseratsdaten zusätzlich für alle 25 im GREIX vertretenen Städte. Das qualitative Muster über die Qualitätssegmente bleibt dabei unverändert.

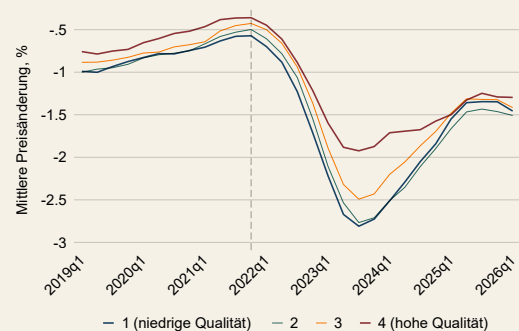
⁷In der ökonomischen Forschung wird dabei zwischen extensiver und intensiver Marge unterschieden: Die extensive Marge beschreibt, ob überhaupt eine Anpassung erfolgt, die intensive Marge dagegen deren Ausmaß. Der hier beobachtete Unterschied entsteht somit vor allem auf der extensiven Marge.

Abbildung 5: Preisanpassung, Vermarktungsdauer und Abschlussrate nach Qualitätssegment

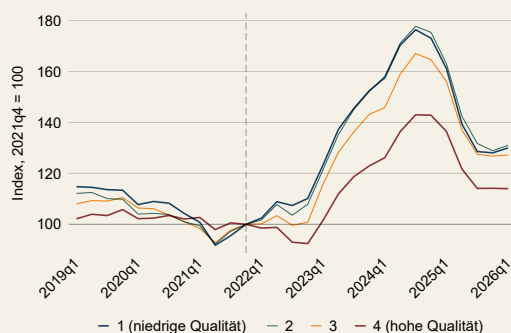
(a) Inserate mit Preisänderung



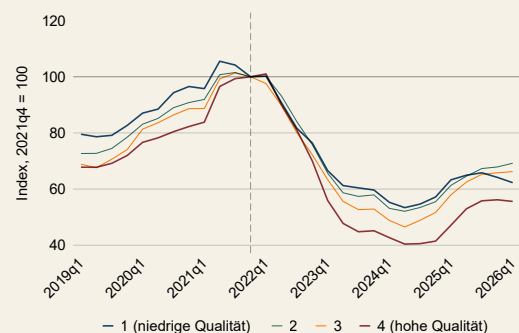
(b) Mittlere Preisrevision



(c) Vermarktungsdauer



(d) Transaktionen je Inserat



Anmerkung: Die Revision misst die mittlere prozentuale Differenz zwischen letztem und erstem Angebotspreis eines Inserats. Panel (d) verwendet identische Segmentgrenzen für Transaktionen und Inserate.

Quelle: Value Marktdatenbank.

tionen ins Verhältnis zu den Inseraten und bestätigt genau dies. Die Abschlussrate fiel gegenüber Ende 2021 in allen Segmenten stark, mit 60 Prozent aber am stärksten im oberen Qualitätssegment, gegenüber 47 Prozent im untersten Qualitätssegment. Je höher die Qualität, desto seltener mündet ein Inserat in einen Verkauf. In den Niveaus fiel die Rate im hochwertigen Segment von 1,1 auf 0,44 und damit unter die Marke von eins, ab der mehr Inserate enden als Verkäufe stattfinden. Auf dem Tiefpunkt kamen dort gut zwei beendete Inserate, im untersten Qualitätssegment dagegen etwa 1,3.⁸

Damit fügen sich die Befunde zusammen. Anbieter im hochwertigen Segment verzichteten offenbar häufiger auf einen Verkauf, anstatt größere Preisabschläge zu akzeptieren. Die verbleibenden Transaktionen bildeten folglich eine selektive Auswahl erfolgreicher Verkäufe ab. Der gemessene Preisrückgang von 9 Prozent erfasst die Verschlechterung der Marktbedingungen im hochwertigen Segment daher nur unvollständig.⁹

⁸Beide Reihen sind Quartalsströme desselben Zeitpunkts, weil Inserate mit ihrem Enddatum und Transaktionen mit ihrem Vertragsdatum gezählt werden und nur geschlossene Inserate berücksichtigt werden. Da die Transaktionen alle Verkäufe erfassen, die Inserate aber nur die beworbenen, ist die Rate eine Obergrenze für den Anteil der Inserate, die in einem Verkauf enden. Im Boom übersteigt sie eins, was allein die unvollständige Abdeckung der Portale widerspiegelt. Wird ein Objekt mehrfach inseriert, fällt sie zusätzlich. Der Index setzt lediglich voraus, dass die Abdeckung je Segment über die Zeit stabil bleibt.

⁹Zusätzlich untersuchen wir die zeitliche Entwicklung der Kennzahlen innerhalb einzelner Städte und berechnen hierfür stadtspezifische Korrelationen zwischen den Qualitätssegmenten. Die Ergebnisse zeigen,

4 Implikationen

Da sich das Angebotsverhalten in den einzelnen Marktsegmenten unterscheidet, hat dies direkte Konsequenzen für die Interpretation von Preisindizes. Ein Preisindex misst nur die tatsächlich zustande gekommenen Verkäufe. Wie im Anschluss an die Zinswende beobachtet werden konnte, kann eine vergleichsweise stabile Preisentwicklung mit einem erheblichen Verlust an Marktliquidität einhergehen. Dies ist der Fall, wenn Eigentümer im oberen Qualitätssegment häufiger auf einen Verkauf verzichten. Gerade dort, wo die Zahl der Transaktionen am stärksten zurückgeht, bildet der Preisindex somit nur eine selektive Auswahl erfolgreicher Verkäufe ab. Eine stabile Preisreihe bedeutet also nicht zwangsläufig, dass ein Objekt zum gewünschten Betrag innerhalb einer gegebenen Frist auch veräußerbar wäre. Während sich die Anpassung im unteren Qualitätssegment stärker in Preisen und Preisabschlägen zeigt, wird sie im hochwertigen Segment stärker in ausbleibenden Transaktionen sichtbar. Deshalb sollten Preise und Liquiditätsindikatoren wie Transaktionszahlen, Preisanpassungen oder die Vermarktungsdauer gemeinsam betrachtet werden.

Daraus ergibt sich eine Hypothese für eine wieder anziehende Nachfrage, die sich im weiteren Marktverlauf prüfen lässt. Zunächst sollte im hochwertigen Segment die Zahl der Transaktionen zunehmen, während die Preise vergleichsweise wenig reagieren. Dies wäre insbesondere dann zu erwarten, wenn zuvor zurückgehaltene Objekte bei verbesserten Marktbedingungen wieder auf dem Markt angeboten werden. Im unteren Qualitätssegment sollte sich derselbe Impuls eher in den Preisen als in den Mengen niederschlagen. Aggregiert könnte sich daraus eine mengengetriebene Erholung ergeben, bei der die Umsätze früher und deutlicher anziehen als der Preisindex. Aus Sicht einzelner Marktteilnehmer kann dadurch der Eindruck entstehen, dass sich hochwertige Objekte vergleichsweise gut verkaufen. Dies ist mit unseren Befunden vereinbar: Die aktuell angebotenen Inserate im hochwertigen Segment stellen womöglich eine selektive Gruppe von Verkäufern mit vergleichsweise hoher Bereitschaft dar, den Preis zu reduzieren, während andere Eigentümer bei ausbleibender Einigung offenbar häufiger auf einen Verkauf verzichten. Eine vergleichsweise kurze Vermarktungsdauer bedeutet deshalb nicht zwangsläufig, dass das Segment insgesamt liquider ist. Ob die seit der Zinswende zurückgehaltenen Objekte bei einer weiteren Erholung tatsächlich wieder auf den Markt kommen, bleibt offen. Die Eigentümer können einen aufgeschobenen Verkauf auch dauerhaft aufgeben, die Wohnung vermieten oder innerhalb der Familie übertragen.

Der Befund berührt über den Ausblick hinaus praktische Fragen. Erstens die Wirkung von Nachfragepolitik: Förderprogramme für (Erst-)Käufer, die typischerweise vor allem im günstigeren Segment ansetzen sollen, könnten dort, bei geringerer Angebotsreaktion, stärker in den Preisen kapitalisiert werden und so eher den Verkäufern zugutekom-

– dass die dargestellten Muster nicht von einzelnen Städten getrieben werden, sondern sich auf breiter Ebene über die betrachteten lokalen Märkte hinweg wiederfinden.

men.¹⁰ Zweitens betrifft er Bewertung von Sicherheiten: Wer Bestände oder Beleihungswerte mit einem Preisindex fortschreibt, übernimmt die Verzerrung und unterschätzt damit das Risiko, im Ernstfall nicht zum erwarteten Preis verkaufen zu können. Das gilt besonders im hochwertigen, zumeist teuersten Segment, wenn die Bewertung ausschließlich auf den verbleibenden Transaktionen beruht. Dort liegt das eigentliche Risiko weniger im Preis als in der Frage, ob innerhalb einer gesetzten Frist überhaupt verkauft werden kann.

¹⁰Dies wäre der Fall, wenn die Angebotselastizität für positive und negative Nachfrageschocks symmetrisch ist.