



Author: Alexander Remy | QORE Solutions GmbH

„Higher for longer“ was dahinter steckt. Was die Zinskurve für das Underwriting von Immobilieninvestments wirklich bedeutet

Das Leitzinsnarrativ „higher for longer“ wird im Immobilienkontext häufig als Beschreibung des aktuellen Zinsniveaus genutzt und wird dabei oft als temporärer Zustand verstanden – bis zur eventuellen Rückkehr zum „Normalzustand“. Die eigentliche Frage lautet jedoch: Was bedeutet das aktuelle Zinsregime für die gesamte Kurvenstruktur – also die Art und Weise, wie sich Zinssätze über verschiedene Laufzeiten hinweg zueinander verhalten – und damit auch für die Bewertungslogik von Immobilien?

Der Leitzins bestimmt kurzfristige Finanzierungen. Für Immobilieninvestitionen mit typischen Haltedauern von fünf bis zehn Jahren ist jedoch das mittlere bis lange Ende der Zinskurve entscheidend – also jene Zinsniveaus, die durch Forward Rates (die vom Markt heute für zukünftige Zeitpunkte eingepreisten Zinssätze), Laufzeitprämien (der Aufschlag für das Halten längerfristiger Anleihen) und die sich daraus ergebende Kurvenstruktur bestimmt werden. Diese Größen bestimmen nicht nur die Finanzierungskosten, sondern beeinflussen direkt die Diskontierungssätze, Exit-Bewertungen und die risikoadjustierten Renditen einer Immobilieninvestition gegenüber alternativen Anlageklassen.

Der wesentliche Performancetreiber: Wie stark der Zins den Total Return geprägt hat

Der Total Return einer Immobilieninvestition setzt sich aus drei Komponenten zusammen: dem Income Return (laufende Cashflows), dem Rental Growth (Mietwachstum über die Haltedauer) und dem Yield Shift (Veränderung der Cap Rate – also der marktgetriebene Bewertungseffekt). Während die ersten beiden Komponenten operativ beeinflusst werden können, ist der Yield Shift weitgehend exogen – er reflektiert die Veränderung des Zinsumfelds und der Risikoprämien.

2013 – 2021: Die Ära der Yield-Kompression

In der Niedrigzinsphase von 2013 bis 2021 war der Yield-Shift (nutzungsartübergreifend) für ca. $\varnothing$ 50 bis 60 Prozent des Total Returns bei deutschen Gewerbeimmobilien verantwortlich. Der Income Return lag über diesen Zeitraum relativ stabil bei $\varnothing$ 3,5 bis 4,5 Prozent p.a., das Mietwachstum trug $\varnothing$ 1,0 bis 1,5 Prozent p.a. bei.

Diese Kompression war kein Ergebnis besseren Asset Managements – sie war eine Funktion des geldpolitischen Umfelds. Sinkende Leitzinsen, quantitative Lockerung und ein Mangel an Anlagealternativen drückten die Diskontierungssätze systematisch nach unten und trieben damit die Bewertungen nach oben. In der Praxis bedeutete das: Viele Investoren erzielten zweistellige Total Returns, von denen der größere Teil nicht aus operativer Wertschöpfung stammte, sondern aus einem kapitalmarktgetriebenen Bewertungseffekt.

2026 und darüber hinaus: Das Ende des Kapitalmarktrückenwinds

Für die kommenden Jahre deutet die Datenlage auf einen fundamentalen Zinsstrukturwechsel hin. Der Yield-Shift dürfte künftig nur noch 0 bis 15 Prozent des Total Returns erklären – oder sogar negativ ausfallen, sollte die Laufzeitprämie weiter steigen oder die Refinanzierungsbedingungen sich verschärfen.

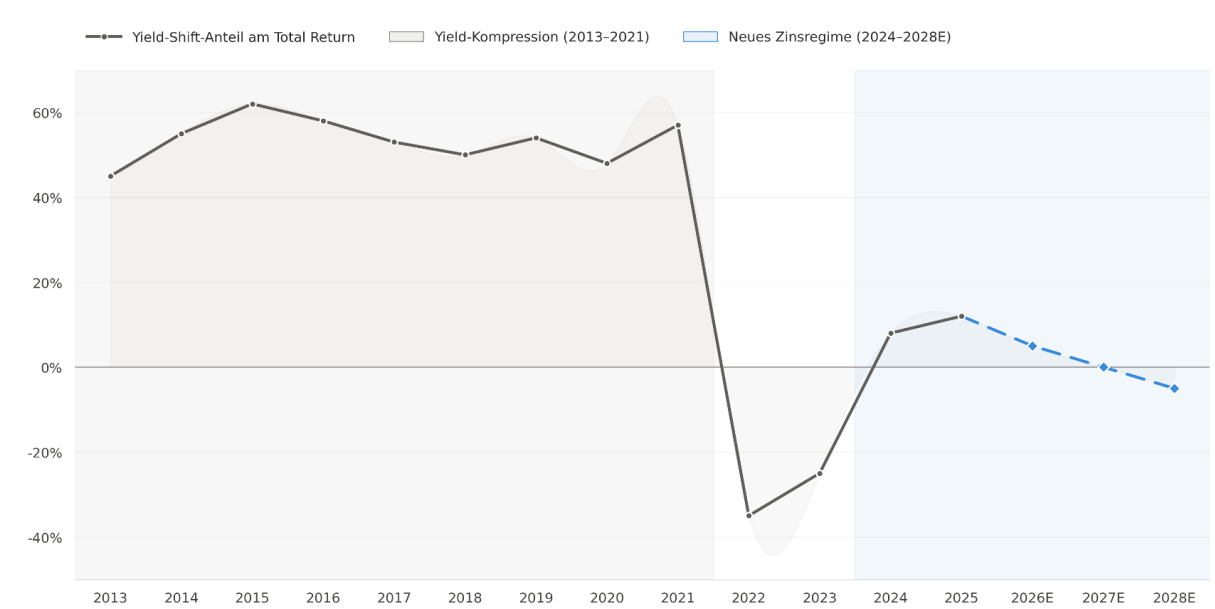
Konkret bedeutet das für ein durchschnittliches Core-Investment (nutzungsartübergreifend) in Deutschland:

- **Income Return:** 4,5 bis 5,5 Prozent – höher als in der Niedrigzinsphase, da die Einstandsrenditen gestiegen sind.
- **Rental Growth:** 1,0 bis 1,5 Prozent – ähnlich wie zuvor, gestützt durch begrenzte Neubauaktivität, aber gebremst durch schwaches Wirtschaftswachstum. Bei anhaltend erhöhter Inflation können VPI-indexierte Mietverträge diesen Wert auf 2,0 bis 2,5 Prozent heben. Allerdings ist dieser Effekt nicht isoliert zu betrachten: Höhere Inflation ist zugleich ein Treiber für höhere Zinsen – und damit für einen potenziell negativen Yield Shift, der den Mietgewinn auf der Bewertungsseite wieder kompensieren kann.

- **Yield-Shift:** Nahe null bis leicht negativ – keine strukturelle Kompression mehr erwartbar. Im Gegenteil: steigende Staatsanleiheemissionen - insbesondere in Deutschland durch das Infrastrukturpaket – sprechen eher für eine erhöhte Laufzeitprämie.

In der strategischen Konsequenz bedeutet dies für Investoren: Wer in einem Umfeld ohne kapitalmarktgetriebenen Rückenwind investiert, sollte die Zinskurve als aktiven Bewertungsparameter berücksichtigen – in der Finanzierung, der Diskontierung und der Exit-Planung.

Ø Historischer & Prognostizierter Yield-Shift Anteil am Total Return - Core-Investment (nutzungsartübergreifend)



Quellen: MSCI Germany Annual Property Index; Deutsche Bundesbank / bulwiengesa AG. Werte basieren auf der aktuellen Zinsstrukturkurve. Eigene Darstellung

Forward Rates: Was der Markt einpreist – und die Auswirkung auf die Underwriting-Annahmen

In einem traditionellen Real Estate Underwriting-Modell wurden Exit Cap Rates häufig als statische Annahme gesetzt – etwa Entry-Yield ist gleich Exit-Yield. Doch diese Vorgehensweise ignoriert heute eine zentrale Frage: Wie sieht die heutige Zinsstrukturkurve aus und welches Zinsniveau erwartet der Kapitalmarkt zum Zeitpunkt des geplanten Exits?

Gerade für Immobilieninvestments bedeutet dies: Exit Cap Rates dürfen nicht pauschal angenommen, sondern müssen kapitalmarktkonsistent abgeleitet werden. Die Forward-Kurve liefert dafür den Referenzrahmen – nicht als Prognose, sondern als Ausdruck der aktuell eingepreisten Markterwartung.

Laufzeitprämie: Der unsichtbare Aufschlag im Diskontierungssatz

Die Laufzeitprämie ist die zusätzliche Rendite, die Investoren für das Halten längerfristiger gegenüber kurzfristiger Anleihen verlangen. Sie reflektiert Unsicherheit über künftige Inflation, Geldpolitik und die wirtschaftliche Entwicklung.

In der Niedrigzinsphase war die Laufzeitprämie über weite Strecken negativ oder nahe null – ein historischer Ausnahmezustand. Investoren wurden de facto nicht für Laufzeitriskiken kompensiert – für Immobilien bedeutete das: Langfristige Finanzierungen waren nicht nur günstig, sondern im Vergleich zu kurzfristigen Engagements kaum teurer.

Heute hat sich dieses Verhältnis gedreht. Eine positive und volatile Laufzeitprämie verteuert langfristige Finanzierungen überproportional – und verändert damit die relative Wertberechnung zwischen Immobilien und alternativen Anleiheinstrumenten. Aktuell liegt die geschätzte zehnjährige Laufzeitprämie im Euroraum bei circa 40 bis 80 Basispunkten – Tendenz eher steigend.

Von der Kurve zur Berechnung: Was sich im Underwriting ändern muss

Die zentrale Erkenntnis ist keine neue Methodik, sondern ein veränderter Denkraum: Die Zinskurve sollte zukünftig einen aktiven Parameter im Immobilien-Bewertungsmodell einnehmen.

Daraus ergeben sich konkrete Implikationen für die Praxis:

- **Exit Cap Rates kapitalmarktkonsistent ableiten:** Nicht als feste Annahme setzen, sondern unter Berücksichtigung der Forward-Kurve und der impliziten Refinanzierungsbedingungen modellieren.
- **Diskontierungssatz sauber aufbauen:** Bund-Rendite als risikofreier Anker (inkl. Laufzeitprämie), plus Immobilien-Risikoprämie, plus objektspezifischer Aufschlag.
- **Finanzierungsstruktur an die Kurvenstruktur anpassen:** Die Wahl zwischen fester und variabler Verzinsung ist keine rein taktische Entscheidung – sie ist eine strategische Positionierung im jeweiligen Zinsregime.
- **Szenarioanalysen entlang der Kurve entwickeln:** Anstelle eines einzigen „Kapitalmarkt-Base-Case“ sollten Underwriting-Modelle verschiedene Kurvenszenarien durchspielen – steiler, flacher, invers – und deren Auswirkungen auf die IRR quantifizieren.

Fazit

- Der Yield-Shift-Rückenwind der Jahre 2013–2021 ist strukturell weggefallen. Für die kommenden Jahre ist ein Beitrag nahe null oder ein negativer Beitrag zu erwarten.
- „Higher for longer“ ist keine Aussage über den Leitzins – es beschreibt ein strukturell verändertes Zinsregime, das sich über Forward Rates, Laufzeitprämien und Kurvenform nachhaltig auf die gesamte Bewertungslogik von Immobilien überträgt.
- Die eigentliche Herausforderung liegt nicht in der Kenntnis einzelner Zinsgrößen, sondern in deren Integration: Zinskurve, Finanzierungsstruktur und operative Strategie müssen als zusammenhängendes System regelmäßig modelliert werden – andernfalls wird nicht konservativ bewertet, sondern unvollständig.