

### ZINSREGIME DER 2010ER

#### Beide Enden der Zinskurve gedrückt

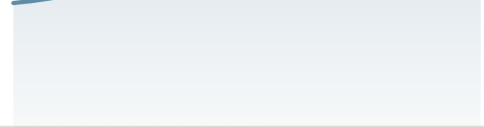
Strukturell niedrige Inflation eröffnete geldpolitischen Spielraum: Der Leitzins lag an der Nullgrenze, das lange Ende wurde durch Anleihekäufe (QE) zusätzlich gedämpft.



### NEUES ZINSREGIME

#### Die geldpolitische Stütze entfällt

Bei normalisierter Inflation fehlt der Spielraum für ein erneutes Absenken. Fiskalimpuls, die Umkehr der Anleihekäufe (QT) und eine höhere Laufzeitprämie treiben das lange Ende.



### Geldpolitischer Regimewechsel

Author: Alexander Remy | QORE Solutions GmbH

## Zinsbindungsstrategien für die Immobilienfremdfinanzierung - Worauf kommt es bei Senior-Loan Strategien für deutsche Gewerbeimmobilien jetzt an

In einem herausfordernden Refinanzierungsumfeld wird die Wahl zwischen variabler Verzinsung und langfristiger Zinsbindung im Rahmen der institutionellen Immobilienanlage aktuell häufig auf den aktuellen Spread reduziert. Tatsächlich bedarf die Entscheidung der adäquaten Fremdfinanzierungsstrategie die Beantwortung einer tieferen Fragestellung: welche geld- und fiskalpolitischen Kräfte formen die aktuelle Zinskurve und wie haben sich die Treiber im Vergleich zu denen vergangener Perioden verändert?

### Die richtige Frage muss gestellt werden

Bei jeder Senior-Loan-Refinanzierung besteht die Überlegung, welche Strategie im aktuellen Zinsumfeld die risikoadjustierte Performance eines institutionellen Immobilienfonds maximiert – eine variable Verzinsung (3M oder 6M Euribor zzgl. Marge) oder ein längerfristiger Festzins (7/10 Jahre EUR SWAP zzgl. Marge). Liegt das kurze Ende unter dem langen, erscheint die variable Variante vorerst günstiger - und die langfristige Absicherung als teuer erkaufte Sicherheit.

Die richtige Frage lautet jedoch nicht, welches Ende der Zinskurve heute günstiger ist, sondern welches geldpolitische Regime die Kurve über die Finanzierungslaufzeit prägt. Denn beide Enden – das kurze über den Leitzins, das lange über die Kapitalmarkterwartung (Forward-Zinsen) – werden von denselben Kräften bewegt. Wer diese Kräfte falsch einordnet, optimiert eine Kurve, die es so nicht mehr gibt.

### **Das Zinsregime nach der Eurokrise**

Das Niedrigzinsumfeld der 2010er Jahre war kein „Normalzustand“, sondern das Ergebnis einer vorangegangenen Krise und damit einer spezifischen geldpolitischen Konstellation. Nach der Finanz- und Eurokrise drohte der Währungsunion der Zerfall; das wesentliche Risiko bestand in Deflation und Fragmentierung, nicht in der Inflation. Die Inflation lag in dieser Phase über Jahre unter dem 2-%-Ziel.

Mit dieser Ausgangslage konnte die EZB mit voller Wucht intervenieren. Mario Draghis Zusage von 2012, „alles Nötige“ zu unternehmen, sowie das nachfolgende Instrumentarium nahmen dem Markt das Zerfallsrisiko – die bloße Ankündigung wirkte, noch bevor ein Euro ausgegeben war. Es folgten negativer Einlagensatz, langfristige Bankenrefinanzierungen und ab 2015 großvolumige Anleihenankäufe.

Der entscheidende Punkt: Diese Politik war nur möglich, da die Inflation niedrig und gut verankert war. Die niedrige Inflation war die Eintrittskarte für die lockeren geldpolitischen Maßnahmen — sie erlaubte es, beide Enden der Kurve gleichzeitig nach unten zu drücken, ohne das Mandat der Preisstabilität zu gefährden.

### **Die Maßnahmen, die auf das kurze und lange Ende der Zinskurve wirkten**

- Das kurze Ende wurde direkt über die konventionelle EZB-Zinspolitik gesteuert – Leitzins bei oder unter null, flankiert von Forward Guidance, die dem Markt ein langes Verharren signalisierte.
- Das lange Ende wurde über Quantitative Easing gedrückt: Der Kauf langlaufender Anleihen verknappte das Angebot und senkte die Renditen (Portfolio-Balance-Kanal)
- Beides zusammen ergab eine über Jahre flache, niedrige Kurve. Eine variable Finanzierung wäre rückblickend in diesem Zinsregime durchgehend die günstigere Wahl gewesen, da die niedrige Inflation der EZB den Spielraum gab, das kurze Ende über lange Zeit verankert zu halten.

## Warum das Zinsregime nun ein anderes ist

Die geldpolitische Antwort der 2010er Jahre setzte voraus, dass die Inflation längerfristig unter dem 2,0%-Ziel verankert bleibt. Diese Voraussetzung gab der EZB den Spielraum, die Wirtschaft mit zusätzlicher Liquidität zu stützen, ohne ein Entankern der Inflationserwartungen befürchten zu müssen. Genau diese Bedingung ist heute nicht mehr erfüllt:

- Inflationsdruck: Anhaltend erhöht und durch die geopolitische Lage aufwärtsgerichtet – Energiekosten, fragmentierte Lieferketten und Re-Shoring.
- Fiskalimpuls & Staatsverschuldung: Sondervermögen für Infrastruktur und Verteidigung treiben das lange Ende strukturell – höhere Emissionsvolumina deutscher Staatsanleihen heben die Laufzeitenprämie, oft schon mit der Ankündigung.
- Asymmetrie: Bei hoher Verschuldung und Inflationsrisiken wird die EZB mittelfristig eher zum Straffen oder Halten als zum Lockern tendieren – dies spiegelt sich auch in den höheren Zinsen am langen Ende wider, die der Kapitalmarkt perspektivisch erwartet, weil er davon ausgeht, dass der EZB im Rahmen ihres Preisstabilisierungsmandates mittelfristig kaum etwas anderes übrig bleibt, als restriktiv zu bleiben.

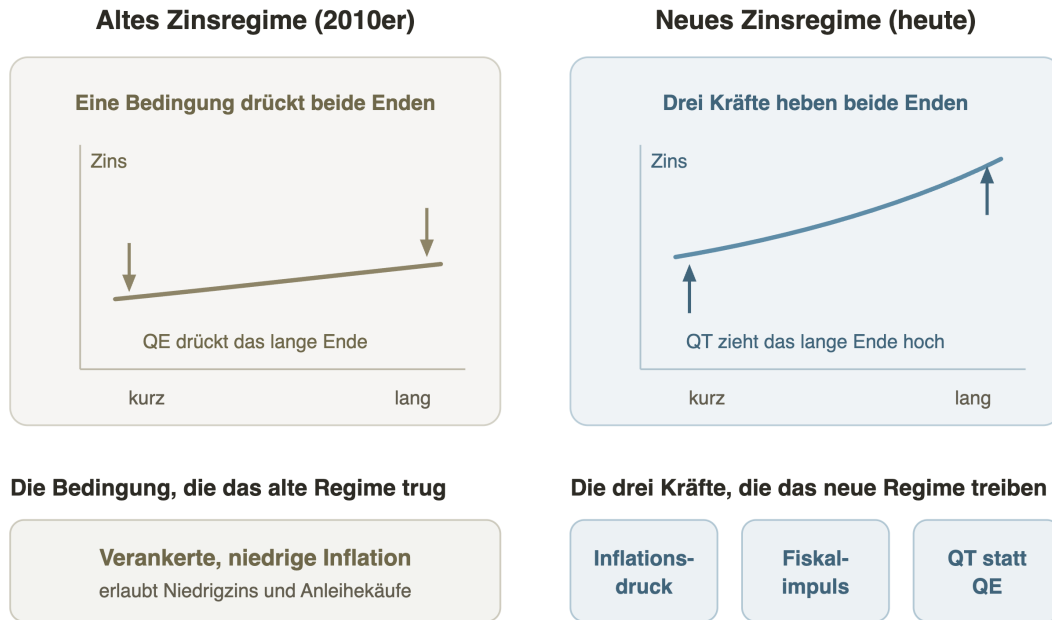
Die Folge betrifft beide Enden: Das kurze lässt sich nicht mehr verlässlich niedrig halten, und das lange lässt sich nicht mehr per Quantitative Easing nach unten drücken — denn breit angelegte Ankäufe liefen dem Inflationsziel zuwider. Im Gegenteil: Die EZB hat ihren Bilanzabbau (Quantitative Tightening) inzwischen verstetigt. Konkret handelt es sich dabei nicht um aktive Anleiheverkäufe, sondern um eine reine Nicht-Wiederanlage – fällige Titel aus den Programmen APP und PEPP werden schlicht nicht ersetzt, sodass sich der Bestand „in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo“ zurückbildet. Allein für 2026 gibt das Eurosystem auf diesem Weg gut 500 Mrd. € an den Markt zurück.<sup>1</sup> Bemerkenswert ist dabei, dass ein Ende dieses Kurses bei der EZB ausdrücklich nicht auf der Agenda steht. Der Abbau der Anleiheportfolios zählt nach eigener Darstellung der EZB zu den Faktoren, die zuletzt zu einer Versteilerung der Staatsanleihekurven beigetragen haben – eine Umkehrung des Durationsrisiko-Kanals, der zuvor mit dem Quantitative Easing verbunden war. Wie das EZB-Direktorium ausführte, ist der zinssenkende Beitrag der Anleihebestände auf die zehnjährigen Renditen von in der Spitze rund 175 Basispunkten auf zuletzt etwa 75 Basispunkte gefallen – mit weiter abnehmender Tendenz.<sup>2</sup> Mit anderen Worten: Die Stütze, die das lange Ende über ein Jahrzehnt nach unten gedrückt hat, wird nicht nur

---

<sup>1</sup> EZB, Geldpolitische Beschlüsse vom 30. April 2026: Die APP- und PEPP-Bestände verringern sich „in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo“, da das Eurosystem fällige Tilgungsbeträge nicht wieder anlegt. Für 2026 ist eine Nicht-Wiederanlage von rund 330 Mrd. € (APP) und 173 Mrd. € (PEPP) angelegt – zusammen über 500 Mrd. €.

<sup>2</sup> I. Schnabel, „Striking the right balance: the ECB’s balance sheet and its implications for monetary policy“ (Rede, 18. Februar 2025). Der zinssenkende Effekt der Eurosystem-Bestände auf die zehnjährigen Staatsanleiherenditen ist von einst rund 175 auf etwa 75 Basispunkte gesunken und dürfte weiter abnehmen; der Portfolioabbau zählt zu den Faktoren, die zuletzt zur Versteilerung der Staatsanleihekurven beigetragen haben – einer Umkehrung des früher mit QE verbundenen Durationsrisiko-Kanals.

zurückgenommen, sie verkehrt sich in einen aufwärtsgerichteten Impuls – und dies mit der Notenbank als Kronzeugin.



Quelle: QORE Solutions GmbH

### Die heutige EUR-Kurve

Das kurze Ende liegt unter dem 7J- und 10J-EUR-Swap; die Kurve ist aufwärtsgerichtet. Der Abstand definiert zugleich die Anfangsersparnis der variablen Variante und die heutige Prämie für Zinssicherheit über die jeweilige Laufzeit. Entscheidend ist dabei, dass die Wahl zwischen variabel und fest nicht gegen diese heutige Kassakurve getroffen wird, sondern gegen die Forward-Kurve: Der Markt preist bereits einen bestimmten Pfad des kurzen Endes ein. Die variable Variante zahlt sich nur dann aus, wenn das kurze Ende stärker fällt, als die Forwards es heute unterstellen. Dieselbe Logik gilt spiegelbildlich für die Zinsbindungsentscheidung: Wer auf ein späteres, günstigeres Fixing wartet, wettet darauf, dass das lange Ende stärker fällt, als der Kapitalmarkt es einpreist. Im hier skizzierten Regime weist die Wahrscheinlichkeitsverteilung in die Gegenrichtung: Während das kurze Ende mangels geldpolitischen Spielraums nur begrenzt unter sein neutrales Niveau fallen dürfte, wirken auf das lange Ende mit der QT-bedingten Umkehr des Durationskanals, der fiskalischen Emissionsdynamik und der steigenden Laufzeitprämie strukturelle Aufwärtskräfte, die einem deutlichen Rückgang entgegenstehen.

REFERENZ	NIVEAU	SPREAD VS. 3M
<b>3M-EURIBOR</b>	2,16 %	—
<b>7J-EUR-Swap</b>	2,92 %	<b>+76 Bp</b>
<b>10J-EUR-Swap</b>	3,05 %	<b>+89 Bp</b>

*Indikative Marktniveaus zum 1. Juni 2026, ohne Kreditmarge.*

Quelle: Deutsche Bundesbank zum 01.06.2026

### Was das Zinsregime für beide Enden bedeutet

**Kurze Bindung:** Sie ist günstiger, aber diese Ersparnis lebt von einer Annahme über den weiteren Zinspfad. Anders als im vergangenen Jahrzehnt setzt die variable Variante heute nicht mehr darauf, dass ein künstlich unter das neutrale Niveau gedrücktes kurzes Ende dort verharrt – mit einem 3M-EURIBOR nahe dem mit dem Inflationsziel konsistenten Bereich ist das kurze Ende bereits weitgehend normalisiert. Sie setzt vielmehr darauf, dass die EZB es von diesem etwa neutralen Niveau aus erneut spürbar darunter senkt. Genau dafür fehlt im neuen Regime der Auslöser: Eine solche Senkung weit unter neutral setzte eine Phase mit Unterziel-Inflation oder Deflationsrisiko voraus, die der EZB den Spielraum überhaupt erst gäbe – und das ist im aktuellen Umfeld die unwahrscheinliche, nicht die zu erwartende Variante. Die Anfangsersparnis ist damit real, aber sie ist eine Wette auf einen Pfad, dessen tragende Voraussetzung gerade entfallen ist; geht sie nicht auf, schlägt sie unmittelbar im laufenden Netto-Cash-Flow eines Immobilienfonds zu Buche.

**Lange Bindung:** Sie kostet heute den Term-Spread als Aufschlag, erkaufte dafür jedoch Planungssicherheit über die gesamte Laufzeit. Wie rational dieser Aufschlag ist, hängt vom Investor ab: Für Adressen mit langfristigen, zins sensitiven Verbindlichkeiten – etwa Versorgungswerke oder Pensionskassen, die im Rahmen ihres Asset-Liability-Managements ihre langfristigen Assets mit den Rentenzahlungen an ihre Mitglieder in Einklang bringen müssen – besitzt Laufzeitkongruenz einen eigenständigen Wert, der über den reinen Zinsvergleich hinausgeht. Hinzu kommt die veränderte Regime-Lage: Da das lange Ende fiskalisch nach oben getrieben wird und nicht mehr per Quantitative Easing gedeckelt ist, ist gegenüber dem vergangenen Jahrzehnt die Wahrscheinlichkeit gesunken, dass sich zu einem späteren Zeitpunkt deutlich günstiger refinanzieren lässt. Der heutige Aufschlag ist damit weniger als entgangener Ertrag zu verstehen, sondern – für den passenden Investor – eher als Prämie für die Absicherung gegen ein anhaltend erhöhtes Zinsniveau.

### Was sich ableiten lässt

Eine punktgenaue mittelfristige Zinsprognose ist seriös nicht möglich. Ableitbar ist ein Regimebefund: Die Bedingung, die das gesamte Niedrigzinsumfeld trug — niedrige, verankerte Inflation – ist entfallen. Damit verschiebt sich die Risiko-Rendite-Abwägung über die gesamte Kurve zugunsten der Planbarkeit. Für die institutionelle Immobilienanlage folgt daraus, dass die geopolitischen und fiskalpolitischen Treiber der EZB-Geldpolitik fortlaufend beobachtet und korrekt eingeordnet werden müssen. Nur so lässt sich ein belastbares Bild der

wahrscheinlichen Zinsentwicklung gewinnen und daraus die jeweils angemessene Finanzierungs- und Absicherungsstrategie ableiten.

## **Fazit**

Die Zinsbindung ist keine Wette auf den heutigen Zinsabstand, sondern auf das geld- und fiskalpolitische Regime, das die Kurve über die gesamte Finanzierungslaufzeit trägt. Der Term-Spread, an dem sich die Entscheidung häufig festmacht, ist lediglich der sichtbare Preis dieses Regimewechsels – nicht sein Maßstab. Wer ihn isoliert betrachtet, optimiert eine Kurve, deren tragende Voraussetzung bereits entfallen ist. Auch der Blick auf die Forward-Kurve löst die Frage nicht auf: Wer variabel finanziert, wettet darauf, dass das kurze Ende stärker fällt, als der Markt es heute einpreist. Für die institutionelle Immobilienanlage verschiebt sich die Abwägung damit strukturell: Die variable Finanzierung bleibt die günstigere, aber zunehmend unwahrscheinlichere Wette auf ein deutlich sinkendes kurzes Ende, während die lange Bindung ihren Aufschlag – für Investoren mit langfristigen Verbindlichkeiten – als Versicherungsprämie gegen ein Regime rechtfertigt, in dem das lange Ende fiskalisch nach oben getrieben und das kurze nicht mehr verlässlich nach unten gedrückt wird. Die belastbare Entscheidung beruht deshalb nicht auf einer Zinsprognose, sondern auf einer laufenden Beurteilung der geld- und fiskalpolitischen Kräfte, die die Kurve formen – samt des Instrumentariums, mit dem sie auf die Kurve einwirken.