

## „Die Kapitalmarktzinsen befinden sich in der Hochphase“



Kurt Neuwirth.  
Quelle: Neuwirth Finance GmbH,  
Illustration: Michael Guth

Zinsexperte Kurt Neuwirth sieht ein Rezessionszenario bestätigt, die Inflation dürfte bald sinken. Die Furcht vor zweistelligen Langfristzinsen, wie sie zu Anfang der 1980er Jahre zeitweise vorherrschten, sei unbegründet. Doch schon das jetzige Zinsniveau bereitet vielen Immobilienkreditnehmern Schwierigkeiten, denn Banken und Investoren werden wählerischer.

**Immobilien Zeitung:** Herr Neuwirth, die Zinsen für Immobilienkredite sind seit Jahresbeginn stark angestiegen. Was bedeutet das für die Finanzierung gewerblicher Objekte?  
**Kurt Neuwirth:** Das bedeutet, dass Sie heute im Schnitt 40% bis 50% an Eigenkapital mitbringen müssen, um überhaupt noch einen Kredit zu bekommen. Die Banken haben ihre Vorgaben für den Kapitaldienst, also die Summe aus Zins und Tilgung, die zu leisten ist. Das sind häufig 6%, bei einigen Banken können es 8% sein. Vergangenes Jahr kalkulierten viele Banken noch mit einem Kapitaldienst von 3%, also Zins 1% plus Tilgung 2%. Jetzt ist es mehr als das Doppelte!

**IZ:** Wäre es nicht im ureigensten Interesse der Banken, den Kreditnehmern etwas entgegenzukommen? Sie könnten doch beispielsweise eine niedrigere Tilgung und im Gegenzug eine längere Laufzeit akzeptieren.  
**Neuwirth:** Teilweise passiert das, die Banken passen ihre Finanzierungsparameter laufend an. Welche Objekte die Bank tatsächlich finanziert, entscheidet am Ende der Risikomanager auf Basis des vorliegenden Kreditbuchs. Da gibt es Beurteilungsspielräume. Manche Banken rechnen beispielsweise inzwischen pauschal mit 30% Bewirtschaftungskosten für eine vermietete Immobilie. Realistisch wären aus meiner Sicht je nach Assetklasse und Alter der Immobilie, 15% bis 25%. Solche Anpassungen schränken den Kreis der möglichen Kreditnehmer stark ein. Und das liegt ganz im Gutdünken der Bank.

**IZ:** Es könnte sich für den Kreditnehmer also durchaus lohnen, für einen Immobilienkredit bei mehreren Banken anzufragen und zu vergleichen.  
**Neuwirth:** Auf jeden Fall, wobei es hilfreich ist, die Ausschlusskriterien der jeweiligen Bank zu kennen. Und das betrifft nicht nur Banken, sondern auch alternative Kapitalgeber. Ich habe bereits von Mezzanine-Tranchen gehört, bei denen die Kreditnehmer zu einer Umschuldung gedrängt werden, weil die Investoren kalte Füße bekommen. Das Finanzierungsumfeld ist durch den Zinsanstieg insgesamt herausfordernder geworden. Zum Glück dürften wir die Spitze dieser Hochzinsphase bereits gesehen haben.

**IZ:** Sind Kreditzinsen von 4% tatsächlich schon eine Hochzinsphase?

**Neuwirth:** Das sind sie, wenn wir als Vergleichsbasis die Nullzinsen der jüngeren Vergangenheit heranziehen. Bei Hochzins denken viele Menschen an zweistellige Zinssätze, wie wir sie zuletzt zu Beginn der 1980er Jahre gesehen haben. Doch die wären heute wirtschaftlich gar nicht zu verkräften.

**IZ:** Was macht Sie da so sicher?

**Neuwirth:** Die Verschuldung von Staaten und Unternehmen lässt zweistellige Zinsen nicht mehr zu. Manche Volkswirte vergleichen die jetzige Phase mit der Ölkrise Anfang der 1970er Jahre. Aber dieser Vergleich hinkt. Damals hatten wir zwar auch eine Energiepreiskrise, die durch einen externen Angebotschock hervorgerufen wurde. Doch damit enden die Gemeinsamkeiten. Denn die Verschuldungsquoten der Staaten, der Firmen und Privaten war im historischen Vergleich sehr niedrig. Die Bundesrepublik war mit unter 20% des Bruttoinlandsprodukts verschuldet, was vorübergehende zweistellige Kapitalmarktzinsen ermöglichte. Und der US-Dollar war schwach, da das Bretton-Woods-System der Golddeckung gerade aufgegeben worden war. Das hat das Vertrauen in die US-Währung massiv geschwächt.

**IZ:** Heute hingegen gilt der US-Dollar als sicherer Hafen. Was bedeutet das für die Eurozone?

**Neuwirth:** Es bedeutet, dass die Europäische Zentralbank ihre Leitzinsen im Gleichschritt mit der US-Notenbank Fed weiter wird erhöhen müssen, wenn sie keine zusätzliche importierte Inflation riskieren möchte. Da viele Rohstoffe und Vorprodukte in US-Dollar abgerechnet werden, wäre das nämlich sonst die unerwünschte Folge. Denn es fließt umso mehr Geld in den US-Dollar ab, je größer die Zinsdifferenz zwischen US- und EZB-Leitzinsen ist. Die EZB wird also alles daransetzen, diese Differenz stabil zu halten.

**IZ:** Das heißt, ohne die Währungsentwicklung müsste die EZB gar keine Zinserhöhung mehr vornehmen?

**Neuwirth:** Auf keinen Fall! Ich habe bereits vor einem halben Jahr darauf hingewiesen, dass uns eine Rezession bevorsteht. Alle Frühindikatoren, etwa der Einkaufsmanagerindex, die Geldmenge M3, unser Zins-Indikator oder die Zinsstrukturkurve sind längst bei Werten angekommen, die eine Rezession unausweichlich machen. Aus dieser Sicht könnte die EZB mit den geldpolitischen Bremsmaßnahmen aufhören.

**IZ:** Könnte die EZB, als Gedankenexperiment genommen, nicht vom Gleichschritt der Zinserhöhungen abweichen – die Zinsen also stärker erhöhen als die Fed, um den Außenwert des Euros positiv zu beeinflussen?

**Neuwirth:** Das könnte sie. Aber die EZB hat schon 2008 und 2011 die Zinsen zu lange erhöht und damit den einsetzenden Aufschwung behindert. Ich bin mir recht sicher, dass sie diesen Fehler nicht noch einmal machen möchte. Es wird zinspolitisch immer genau so lange gebremst, bis wir die Rezession erreichen.

**IZ:** Wenn die Rezession so gut wie da ist, müsste dann die Inflation nicht zurückgehen?

**Neuwirth:** Oh, das wird sie. Allerdings ist die Inflation selbst, im Gegensatz zu den gerade genannten Kennzahlen, ein nachlaufender Indikator für die Rezession. Der Übergang in eine Rezessionsphase folgt einer bestimmten wirtschaftlichen Logik: Zunächst haben wir eine Phase hoher Inflation und stagnierenden Wachstums, die sogenannte Stagflation. Dann folgt ein kurzer Übergang, in dem das Wachstum schon unter die Nulllinie sinkt, die Inflation aber noch hoch ist. Dieser Übergang hat keinen offiziellen Namen, weil er oft nur einige Wochen dauert. Wenn man will, könnte man ihn als Rez-Flation bezeichnen. Dort befinden wir uns.

**IZ:** Wenn wir in dieser kurzen Übergangsphase sind, warum gibt es dann Volkswirte, die davor warnen, dass die Inflation trotz einsetzender Rezession hoch bleiben dürfte?

**Neuwirth:** Solche Überlegungen kann ich ehrlich gesagt nicht nachvollziehen. In einer Rezession ist es ab einem gewissen Punkt schlicht unmöglich, Preiserhöhungen durchzusetzen. Das mag einige Insolvenzen auslösen, aber die Inflation kommt dadurch automatisch zum Erliegen. Langanhaltende Inflationsphasen bei gleichzeitiger Rezession – das schließt sich gegenseitig aus.

**IZ:** Und wie lautet Ihre Vorhersage für die Zinsentwicklung?

**Neuwirth:** Die kurzfristigen Geldmarktzinsen, die auf dem Euribor basieren, sind schon deutlich gestiegen und werden das noch eine Weile tun, da sie die Leitzinserhöhungen der EZB entpreisen. Bei den Langfristzinsen hingegen dürften wir die Zinsspitze erreicht haben. Unsere Modelle haben für kommenden Jahr einen zehnjährigen Finanzierungszins von 3% mit einer Bandbreite von 0,5% nach oben und unten errechnet. Die Wahrscheinlichkeit, dass der Zins in diesem Intervall landet, liegt bei 80%. In einem allerdings hatte ich mich vor einem Jahr geirrt: Ich hatte eine vorübergehenden Zinsbuckel erwartet, keine Zinswende. Da konnte allerdings noch niemand den Ukraine-Krieg und seine Folgen vorhersehen.

**IZ:** Das heißt, wir müssen uns darauf einstellen, dass uns die hohen Geldmarktzinsen wohl noch eine Weile begleiten werden. Wie lange dürfte das Ihrer Meinung nach der Fall sein?

**Neuwirth:** Wahrscheinlich bis Mitte kommenden Jahres. Die Kapitalmarktzinsen befinden sich in der Hochphase und werden, wie immer, früher drehen. Wer zinsstrategisch denken will, muss gleichzeitig in Zinszyklen denken. Der jetzige Zyklus dürfte noch eine Weile dauern. Das heißt aber nicht, dass uns ein weiterer Anstieg am langen Ende oder gar zweistellige Kapitalmarktzinsen bevorstehen.

**IZ:** Herr Neuwirth, vielen Dank für das Gespräch!  
Das Interview führte Ulrich Schüppler.

## Inverse Zinsstrukturkurven

Normalerweise bekommen Anleger umso mehr Rendite, je länger sie ihr Geld am Kapitalmarkt parken. Wenn es umgekehrt ist, bezeichnen die Marktbeobachter das als eine Inversion der Zinsstrukturkurve. Diese gilt als sicheres Zeichen für eine Rezession. Üblicherweise werden dazu die Renditen zweijähriger und zehnjähriger Staatsanleihen miteinander verglichen.

In den USA sind Mitte November die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen nochmals deutlich gesunken. Damit erhält ein Anleger für eine zweijährige Treasury Note momentan rund 4,5% Rendite, während es für eine zehnjährige nur 3,8% sind.

Dieser Abstand von rund 70 Basispunkten ist die stärkste Inversion, die die Zinsstrukturkurve seit der Rezession von 1982 gezeigt hat. Deutsche Staatsanleihen weisen ebenfalls eine Inversion auf, jedoch weniger ausgeprägt. Während zweijährige Bundesanleihen vergangene Woche bei 2,15% rentierten, waren es bei zehnjährigen 2,04%.

Das Ausmaß der Zinsinversion ist historisch betrachtet weder ein Maß für die Länge noch die Tiefe der anstehenden Rezession. Viele Beobachter auf beiden Seiten des Atlantiks halten eine vergleichsweise milde Rezession nach wie vor für möglich.  
**Ulrich Schüppler**