



# Probleme am Markt sind groß, wir erwarten aber keine NPL-Welle

*Die Insolvenzen unter Projektentwicklern und Bestandshaltern reißen nicht ab. Eine große NPL-Welle sehen wir dennoch nicht. Ein echter Aufschwung ist aber aus unserer Sicht noch nicht in Sicht, auch wenn der Markt vielerorts wieder Hoffnung schöpft.*

Warum müssen Projektentwickler und Bestandshalter noch im Dezember 2025 Insolvenz anmelden? Antwort: Weil alle Ressourcen aufgebraucht sind, die Probleme aber nicht beseitigt werden konnten. Viele Akteure konnten sich mit Zwischenlösungen, Prolongationen und Verkäufen oder Teilverkäufen über Wasser halten, doch die Optionen und die eigenen Ressourcen sind nun ausgeschöpft. Vor allem die anstehenden Prolongationen bei Bestandshaltern dürften sich in den kommenden Monaten als zentrale Herausforderung erweisen.

Trotz dieser Zuspitzung rechnen wir nicht (mehr) mit einer NPL-Welle. Zwar wird diese seit Monaten von vielen Marktteilnehmern angekündigt, doch davon wird sie auch nicht schneller kommen. Insbesondere, wenn solche Prognosen von Akteuren stammen, deren Geschäftsmodell von NPL lebt, ist Skepsis angebracht – und das sagen wir durchaus aus dem Glashaus, denn auch die BF-Gruppe hat mit der Nova Fides eine entsprechende Gesellschaft mitgegründet.

Tatsächlich haben die Banken das Problem offenbar intern gelöst: durch Restrukturierungen, gegebenenfalls auch mit Abschreibungen. Statt notleidende Kredite in großem Stil zu verkaufen, werden zunehmend die zugrundeliegenden Immobilien direkt veräußert, insbesondere wenn sich der Geber des Senior Loans durchsetzt. In manchen Fällen übernimmt sogar der Mezzanine-Geber das Objekt, sofern er über ausreichende Liquidität verfügt.

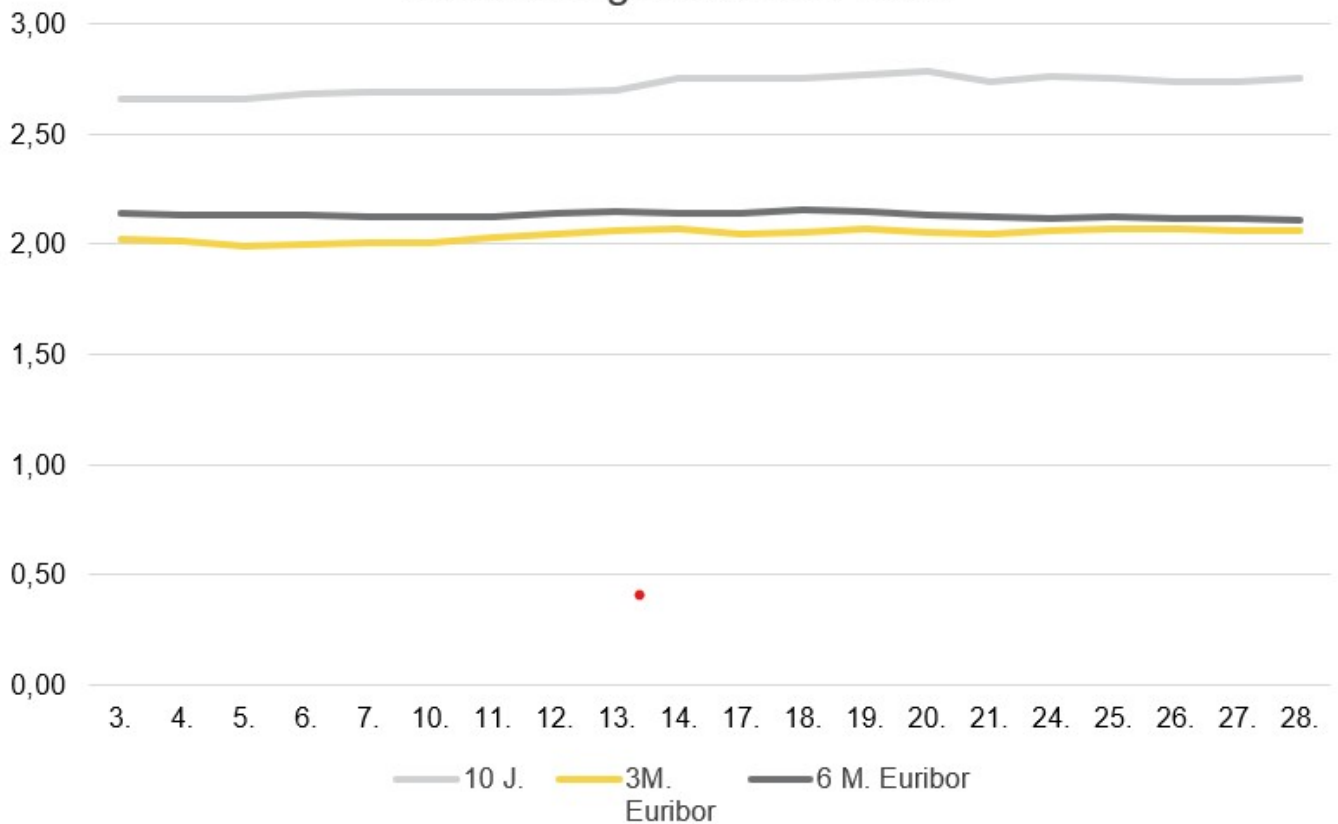
Wir rechnen daher in einzelnen Marktsegmenten, vor allem bei Büroimmobilien in Randlagen, mit einem steigenden Angebot und weiterem Preisdruck. Der Markt wird sich dort erst bereinigen, wenn neue Käufergruppen mit realistischen Preisvorstellungen aktiv werden.

## Zinsentwicklung

Im November blieben die Geld- und Kapitalmarktzinsen weitgehend stabil. Der 3-Monats-Euribor stieg von 2,02 auf 2,06 Prozent; der 6-Monats-Euribor fiel leicht von 2,14 auf 2,11 Prozent. Auf der langen Seite stieg der 10-Jahres-Swap leicht um 9 Basispunkte von 2,66 auf 2,75 Prozent an. Damit setzte sich der seit Monaten beobachtete Seitwärtstrend fort. Die Märkte preisen für die kommenden Monate weder deutliche Zinssenkungen noch -erhöhungen ein. Zwar bleibt der Preisdruck im Dienstleistungssektor hoch, doch die Inflation insgesamt liegt nahe der Zielmarke von zwei Prozent. Die EZB signalisiert weiterhin Zurückhaltung: Stabilität hat Vorrang vor Aktionismus.

Das Zinsniveau ist damit für die Immobilienwirtschaft planbar, aber mit niedrigeren Zinsen sollte niemand rechnen. Neue Finanzierungen sind nur auf Basis solider Kapitaldienstprofile und konservativer Beleihungsausläufe möglich, doch diese Planbarkeit bringt immerhin eine gewisse Sicherheit zurück.

## Entwicklung November 2025



### Ausblick

Viele Marktteilnehmer glauben inzwischen, dass die Krise bereits überwunden sei, und erwarten steigende Preise. Wir teilen diesen Optimismus nicht uneingeschränkt. Der letzte Immobilienzyklus verlief in zwei nahezu symmetrischen Phasen: 13 Jahre Abschwung von 1995 bis 2009, 13 Jahre Aufschwung von 2009 bis 2022; letzterer mit einer Preissteigerung, die bislang historisch einmalig ist. Sollte die aktuelle Krise bereits zu Ende sein, wäre das zumindest eine außergewöhnlich kurze Abschwungphase.

Wir gehen vielmehr davon aus, dass der Aufschwung noch Zeit braucht und sich nach Nutzungsarten und Lagen deutlich unterscheiden wird. Während Logistik und Wohnen weiterhin stabile Nachfrage und Finanzierungsmöglichkeiten zeigen, dürften schwächere Büro- und Spezialsegmente weiter unter Druck stehen.

Für Investoren mit Liquidität eröffnen sich daraus Chancen: Wer langfristig denkt, kann in dieser Marktphase Objekte erwerben, deren Werte sich nach einer Marktbereinigung wieder deutlich erholen könnten.

Insgesamt gilt: Die Krise ohne Welle bleibt eine Krise mit langen Schatten. Der Markt funktioniert, aber der Zyklus ist noch nicht abgeschlossen.