

Lesezeit: 5 Minuten

Autor: Wilhelm Wildschütz

Zurück zur Normalität. Echt jetzt?

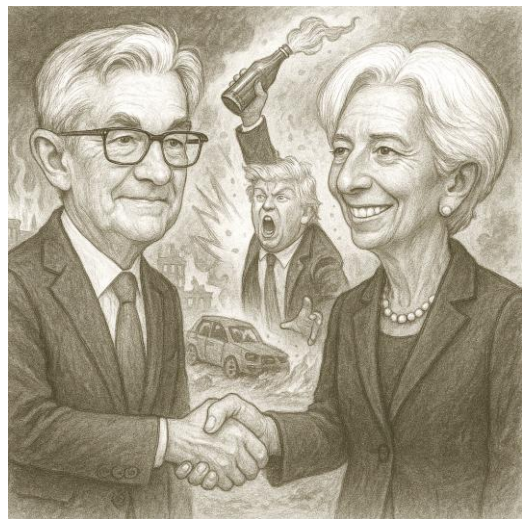
Ausgerechnet in Zeiten des politischen Ausnahmezustands stellt sich am Rentenmarkt eine Stück Normalität ein.

Politisch steht die Welt vor den größten Werte- und Machtverschiebungen seit dem zweiten Weltkrieg. Und doch zeigen sich die Märkte inmitten dieser politischen Drifts erstaunlich robust. Mehr noch – die Notenbanken und Anleihemärkte gewinnen in diesen Wochen an gleich mehreren Stellen ein Stück Normalität zurück, die es seit den Zeiten der finanziellen Repression nicht mehr gegeben hat. Abseits der übergeordneten Staatsschuldenthematik lohnt ein Blick auf Details und lassen sich Opportunities finden.

Normalisierung: ein Loblied auf die Fed

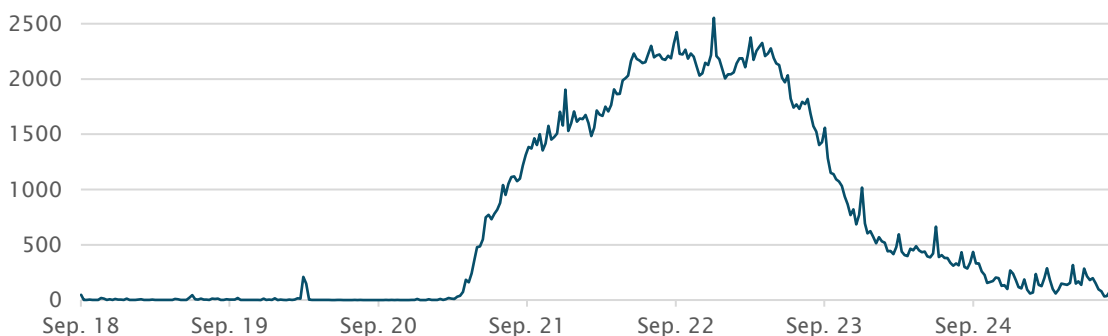
„Machen ist wie wollen - nur heftiger.“ Wer Verantwortung für Entscheidungen unter Druck zu tragen hat, vor allem in einer Welt des Web 3.0, der weiß, die Downside ist groß und der Shitstorm ist ihm sicher.

In diesem Kontext sind die Maßnahmen, die Zentralbanken zur Bewältigung der Folgen von Lockdowns global während der Corona Pandemie zu entscheiden und vor allem umzusetzen hatten, fast schon als heroisch zu bezeichnen. Ohne verprobtes Drehbuch und wissend, die Folgen im Falle des eigenen Scheiterns beeinflussen den Wohlstand ganzer Länder für viele Jahre. Dennoch hat vor allem die Fed im März 2020 beherzt gehandelt und so den globalen Wohlstands- und Konjunktorkollaps mit Stützungsmaßnahmen in Höhe von über 4 Billionen USD verhindert. Dass der Fed-Präsident Jerome Powell damals wie heute die Politik der Fed verantwortet, ist alles



andere als selbstverständlich, aber eine Bestätigung für den enormen Erfolg seines Krisenmanagements, sowie des Managements der daraus resultierenden Nebenwirkungen. Dass er trotz der aktuellen politischen Stimmungsmache an der Normalisierung der Geldpolitik festhält, verdient höchsten Respekt.

FED - Reverse Repo Operations, in Mrd.



Source: New York Fed, September 2025

Normalität am US-Geldmarkt - Ausgewogenheit kehrt zurück

Zu Beginn der Pandemie weiteten die Notenbanken ihre Bilanzen massiv aus, um die Wirtschaft sowie die Kapitalmärkte vor dem Kollaps zu bewahren. Allein die Bilanzsummen der Fed und EZB stiegen zusammengenommen um rund 10 Billionen USD. Genug Treibstoff für den anschließenden Inflationsanstieg.

Um diese Inflation wirksam zu bekämpfen, rissen die Zentralbanken quasi über Nacht im Oktober 2021 das Ruder um 180° herum. Allen voran die Bank von England (BoE) sowie die Reserve Bank of Australia (RBA) beendeten abrupt ihre Krisenpolitik und schalteten als erste Notenbanken auf eine restriktive Gangart um. Quantitative Tightening (QT) und Zinserhöhungen machten fortan die Runde, was die Bilanzsummen von Fed und EZB bis heute um rund 25% bzw. 30% seit ihrem Höhepunkt Mitte 2022 sinken ließ.

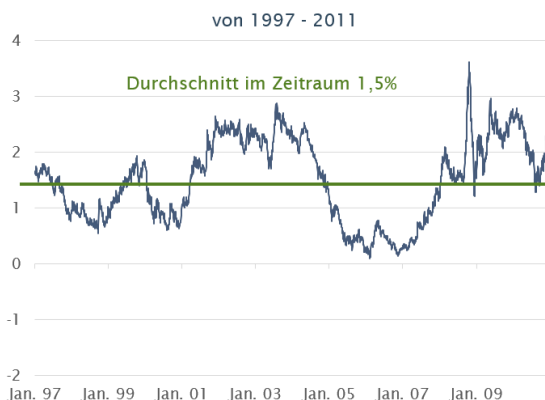
Die Rückkehr der Normalität ist in diesen Tagen auch am US-Geldmarkt erkennbar. Die Volumina, die Banken im Rahmen von Reverse Repo Transaktionen (RRP) mit der Fed tätigen, gehen auf nahe null und damit auf das Vorkrisenniveau zurück (s. Chart oben). Zur Erinnerung - die Federal Reserve tätigte RRP in großem Volumen

zum einen, um überschüssige Liquidität aus dem Finanzsystem zu ziehen, die sich aus der quantitativen Lockerung während der Pandemie angehäuft hatte und parallel dazu, um die Fed-Fund-Sätze innerhalb des Zielkorridors zu halten. Zum anderen wollte die Fed mit RRP der Knappheit an hochwertigem Collateral begegnen, die aufgrund der enormen Wertpapierkäufe seitens der Fed entstand.

Dass derzeitige Ende der nennenswerten Nutzung von RRP ist dagegen nicht gleichzusetzen mit der Rückkehr zu einem System knapper Geldmarktl liquidität. Das „Ample Reserve System“ (Überschuss an Liquiditätsreserven im Bankensystem) verbleibt auf beiden Seiten des Atlantiks als New Normal und erklärtes Ziel der Fed als auch der EZB.

Die wieder hergestellte Normalität zeigt sich vor allem darin, dass die Verfügbarkeit an hochwertigem Collateral durch Quantitative Tightening sowie einem Abbau der Fed-Bilanz wieder hergestellt ist und zukünftig der Geldpolitik aufgrund der abnehmenden Komplexität der geldpolitischen Maßnahmen wieder mehr Bewegungsspielraum gegeben ist. Ein vielleicht kleiner aber wichtiger Baustein für das Investorenvertrauen in die Fähigkeit der Fed, zukünftigem Marktstress erneut erfolgreich begegnen zu können.

Laufzeitenprämie 10-jähriger US-Staatsanleihen in %



Source: New York Fed, September 2025

Normalisierung am Kapitalmarkt – Die Laufzeitprämien sind wieder positiv

Eine weitere Normalisierung ist aktuell bei der Rückkehr der Laufzeitprämie (Term Premium) langlaufender Staatsanleihen in den positiven Bereich zu beobachten. Und das nicht nur in den USA, sondern auch bei europäischen 10-jährigen.

Die Laufzeitprämie kompensiert den Investor für das Halten einer längerfristigen Anleihe, weil dieser gegenüber einer Serie kurzlaufender Investments gleicher Güte und Laufzeit höheren Risiken in Form von Durations-, Inflations- und Liquiditätsrisiken ausgesetzt ist. Dass diese Prämie in den letzten 10 Jahren bei US-Treasuries wie auch europäischen Staatsanleihen negativ war, darf ähnlich wie negative Realzinsen auf langlaufende Staatsanleihen, den sogenannten Finanzrepressionen (financial repressions) zugeordnet werden.

Doch auch hier zeichnet sich eine Normalisierung ab, die auf der Reduzierung der Bilanzsummen und somit der Wertpapierbestände der Notenbanken basiert. Wird die Normalisierung der Geldpolitik wie im aktuellen Trend fortgesetzt, sollte sich auch der

Wiederanstieg der Laufzeitprämie auf ein für Investoren auskömmliches Niveau bewegen. In unserem Basisszenario sind 10-jährige US-Treasury (s. Chart oben) noch rund 100 BP und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen ca. 50 BP von diesem auskömmlichen Niveau entfernt. Ein zwischenzeitliches Überschießen der Prämie ist dabei noch nicht einmal berücksichtigt.

Die aktuelle Normalisierung der Laufzeitprämie trägt dazu bei, dass Anleihen ihre stabilisierende Funktion im Portfoliokontext deutlich stärker als in der Vergangenheit erfüllen können. Eine negative Risikoprämie war in dieser Hinsicht Gift im Multi Asset Management.

Die Normalisierung der Laufzeitprämie dauert unseres Erachtens noch eine Weile an und sollte aufgrund der unterschiedlichen Zinszyklen im US-Markt anders wirken als im Euroraum. In unserem Basisszenario wird den 10-jährigen US-Treasuries durch den erwarteten Wiederanstieg der Laufzeitprämie im aktuell Zinssenkungszyklus der Fed Kurspotential genommen, was isoliert betrachtet ein Bull-Steepening der US-Zinskurve stützt und kurzen bis mittleren Laufzeiten einen besseren Risk Reward verleiht als längeren Laufzeiten.

Da die EZB dagegen nahe oder bereits am Ende des Zinssenkungszyklus angekommen ist, sehen wir im Wiederanstieg der Laufzeitprämie bei deutschen Bundesanleihen isoliert betrachtet den Treiber eines Bear-Steepening. Nun ist die Laufzeitprämie nur einer von vielen Faktoren, die

auf das absolute Renditeniveau einwirken. Auch wenn wir diesen Faktor zunächst noch als Belastung für das lange Kurvenende sehen (unser Basisszenario sieht 10-jährige Bundrenditen eher oberhalb von 3%), bewerten wir die Rückkehr in den positiven Bereich als willkommene Normalisierung.

ICE BofA MOVE Index - Implizite Volatilität von US-Treasuries



Source: ICE Data, September 2025

Normalisierung der Volatilität – Implizite Vola am Rentenmarkt fällt

Erinnern wir uns an den Anleihemarkt 2019 zurück, kommt uns direkt der Ausverkauf der impliziten Volatilität bei Derivaten deutscher Staatsanleihen auf historisch niedrige Niveaus in Erinnerung. Es folgte eine regelrechte Durations-Rallye. Ein Blick auf den aktuellen starken Rückgang der Volatilität am Anleihemarkt wirft die Frage auf, ob wir wie damals erneut vor einer solchen Rallye stehen?

Wir sehen hierzu heute leider kaum Parallelen und halten die aktuellen Niveaus daher für eine gute Gelegenheit, eher Vola zu kaufen als Duration. Die Notenbanken fahren auf Sicht, sind datenabhängig, das Gegenteil also zur damaligen Politik der ultralangen „Forward Guidance“.

Wir sehen den Rückgang eher in niedrigen Risikoprämien begründet, weshalb wir eine „long Vol“ Positionierung einer „long Duration“ Position vorziehen.

Unser Fazit: Die Notenbanken schaffen es, inmitten politischer Veränderungen von historischem Ausmaß an ihrer Normalisierungslinie festzuhalten. Damit erreichen sie, was die Politik einmal mehr nicht zustande bringt – Stabilität. Für Investoren bedeutet die Rückkehr zu etwas mehr Normalität vor allem mehr Nutzen des Anleihesegments im Portfoliomanagement.

Unser Rates-Ausblick: Den Risk Reward von Zinsduration bewerten wir auf beiden Seiten des Atlantiks bis in den Bereich von 7-jährigen Laufzeiten als attraktiv, darüber hinaus sehen wir durch die beschriebenen Effekte noch Spielraum für steilere Kurven und höhere Renditen. Auch die Geldmarktsätze bleiben aus unserer Sicht vor dem Hintergrund der niedrigen Risikoprämien der Risk Assets risikogewichtet eine echte Opportunity.

Beste Grüße,


 (Wilhelm Wildschütz)

Rechtliche Hinweise

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale des Fonds. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf, infolge von gesetzlichen Änderungen, aktueller Entwicklungen der Märkte sowie anderer wesentlicher Umstände ggf. auch kurzfristig als nicht mehr oder nicht mehr vollumfänglich zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Es ist zu beachten, dass sich die Angabe der jeweiligen Vertriebsländer lediglich auf das Bestehen einer Vertriebszulassung des Fonds/Teilfonds/Anteilscheinklasse im jeweiligen Land bezieht. Das Bestehen etwaiger separater Anforderungen an das Investorenprofil ist individuell durch den Anleger zu prüfen. Für EWR-Staaten kommt es auf eine Differenzierung des Investorenprofils an. Die Anleger sind angehalten, dahingehend ihren Berater zu konsultieren. Die in dieser Information enthaltenen Ausführungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung der Anlage hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Es wird keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste übernommen, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieser Produktinformation oder seiner Inhalte bestehen.

Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Active Core Asset Management GmbH erbringt die Anlageberatung nach § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG und die Anlagevermittlung nach § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpIG für Rechnung und unter der Haftung des dafür verantwortlichen Haftungsträgers FIDUS Finanz AG, August-Schanz-Str. 30-32, 60433 Frankfurt am Main, nach § 3 Abs. 2 WpIG. Die FIDUS Finanz AG besitzt für die vorgenannten Wertpapierdienstleistungen eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäß § 15 WpIG.