

## Nachhaltige Rückkehr der Laufzeitenprämie?

Im Vergleich zum Spätsommer 2024 verlangen Investoren derzeit eine deutlich höhere Prämie dafür, US-Staatsanleihen (Treasuries) mit einer langen Restlaufzeit zu halten. Diese sogenannte Laufzeitenprämie auf US-Treasuries ist maßgeblich für die Schwankungen der Treasury-Renditen seit der Wahl Trumps verantwortlich gewesen. Was es mit der Laufzeitenprämie auf sich hat, erläutern wir im Folgenden. Unseres Erachtens dürfte die zehnjährige Treasury-Rendite im weiteren Jahresverlauf wieder über die Marke von 4,5 % steigen, denn die Unsicherheit, wie sich die Politik auf das Wachstum, die Inflation und den Staatshaushalt auswirken wird, ist hoch. In der taktischen Asset-Allokation sind wir bei Staatsanleihen untergewichtet.

### Rendite zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg; Staatsanleiherenditen in %, Stand: 26.03.2025.

### Rendite zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg; Staatsanleiherenditen in %, Stand: 26.03.2025.

Wir sehen uns aktuell – wie auch in den vergangenen Monaten – mit spürbaren Renditebewegungen an den europäischen und amerikanischen Staatsanleihemärkten konfrontiert. Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries notiert derzeit um 4,3 %, nachdem sie Mitte Januar 2025 mit 4,8 % ein Zwölfmonatshoch erreicht hatte. Die Bundrenditen mit derselben Laufzeit sind hingegen seit Jahresbeginn um mehr als 30 Basispunkte (Bp) auf 2,7 % gestiegen. Anders als in den Jahren 2021 bis 2023 gingen die Marktbewegungen nicht vorwiegend auf die Geldpolitik zurück. Wir schauen uns an, wie die Analysten die Rentenmarktbewegungen in verschiedene Treiber zerlegen, und warum wir derzeit in Marktkommentaren immer wieder mit der Laufzeitenprämie konfrontiert werden. Was ist diese Prämie?

## Laufzeitenprämie und Erwartungshypothese

Gängigen ökonomischen Theorien folgend, kann die Rendite von Staatsanleihen in zwei Komponenten aufgebrochen werden: die Erwartungshypothesen-Komponente und die Laufzeitenprämie. Diese Komponenten sind nicht direkt zu beobachten, sondern müssen vielmehr auf Basis von Finanzmarkt- und Makrozeitreihen geschätzt werden. Wie sind diese definiert?

- i. Der **Erwartungshypothesen-Komponente** zufolge werden die längerfristigen Zinsen von den gegenwärtigen Kurzfristzinsen und den Erwartungen an die zukünftigen Kurzfristzinsen für Staatsanleihen bestimmt (vgl. Fisher 1930; Keynes 1930 und Hicks 1953). Für die Kurzfristzinsen spielen die Leitzinsen der Notenbanken eine zentrale Rolle. Äußern sich Geldpolitiker beispielsweise wie 2023, dass die Inflation unerwartet stoisch sei und die Geldpolitik die Zinsen längere Zeit auf hohem Niveau belassen müsse, reagieren die Marktteilnehmer, indem sie ihre Prognosen für die Leitzinsen anpassen. Der höhere Leitzinspfad strahlt über höhere Anleiherenditen für die kommenden Jahre auch auf die langfristigen Renditen aus.
- ii. Die **Laufzeitenprämie** ist definiert als die Kompensation, welche die Investoren für die Möglichkeit verlangen, dass sich das Zinsniveau über die Laufzeit der Anleihen ändert – vor allem, dass es sich erhöht. Kurzum: Ist die Unsicherheit über das makroökonomische Umfeld hoch, wollen die Investoren hierfür entschädigt werden. Die Laufzeitenprämie hängt im Wesentlichen von vier Faktoren ab:
  - der konjunkturellen Entwicklung (und Unsicherheit über diese),



- der inflationären Dynamik (und Unsicherheit über diese),
- der Unsicherheit über die geldpolitische Reaktion auf das künftige makroökonomische Umfeld,
- der Veränderung der relativen Angebots-/Nachfragesituation von Anleihen. Dabei kommt wiederum die Erwartung an die Staatsverschuldung ins Spiel, die selbstverständlich auch vom Wachstum abhängt.

## Neues Zinsumfeld seit 2022

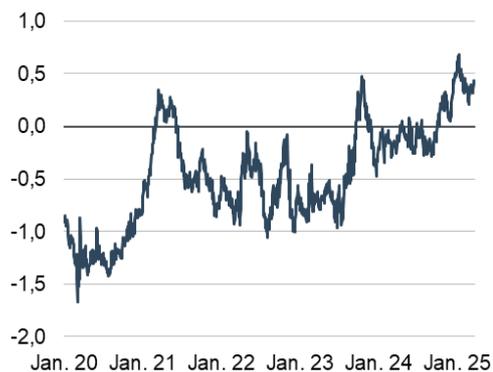
Die neuerliche Diskussion um die Laufzeitenprämie ist eingebettet in eine makroökonomische Gemengelage, die sich strukturell von jener unterscheidet, die in vorangegangenen Dekaden vorherrschte. So ist das makroökonomische Umfeld, welches maßgeblich für die Laufzeitenprämie ist, nach der Pandemie und mit Beginn des Russland-Ukraine-Krieges deutlich unsicherer geworden. Mit Blick auf das Wachstum ist die Unsicherheit dadurch gestiegen, dass die Pandemie den klassischen Konjunkturzyklus überlagert hat. Gleichzeitig hält der Trend steigender Staatsverschuldung an.<sup>1</sup> Auch wenn die Marktteilnehmer im Mittel erwarten, dass die Inflationsraten langfristig nahe der Notenbankziele liegen werden (markt-basierte Inflationserwartungen sind verankert), hat die Unsicherheit über den weiteren Inflationsverlauf zugenommen. Hinzu kommt, dass die strukturellen Inflationstreiber (i) Dekarbonisierung, (ii) erhöhte Militärausgaben sowie (iii) eine partielle Rückabwicklung der Globalisierung in den kommenden Jahren an Relevanz gewinnen dürften.

Die Wachstums- und Inflationspfade sind also grundsätzlich unsicherer geworden. Dies gilt für viele Industrienationen. Damit einher geht eine höhere Unsicherheit über die Geldpolitik, was aber nicht heißt, dass die Notenbanken weniger glaubwürdig sind. Die Laufzeitenprämie erfasst diese Dynamiken.

## Trump-Regierung schürt Unsicherheit zusätzlich

In den USA ist zudem auffällig, dass die Laufzeitenprämie der zehnjährigen US-Treasuries rund um die US-Wahl im November 2024 deutlich gestiegen ist. So kletterte sie Mitte Oktober 2024 erstmals seit November 2023 wieder über die Nulllinie. Mit einer Wahl Trumps assoziierten die Marktteilnehmer ein hohes Maß an (Politik-)Unsicherheit. Dies wurde von der Laufzeitenprämie „eingefangen“. Tatsächlich machte der Anstieg der Laufzeitenprämie seit dem Beginn des vierten Quartals 2024 bis zur US-Wahl (Feststehen des Wahlergebnisses am 6. November 2024) mehr als 60 % des Anstieges der US-Treasury-Rendite aus. Die anderen rund 40 % des Anstieges entfielen damit auf die Erwartungshypothesen-Komponente.<sup>2</sup>

### Laufzeitenprämie 10-j. US-Treasuries



Quelle: Bloomberg; in %, Stand: 26.03.2025.

### Laufzeitenprämie 10-j. US-Treasuries



Quelle: Bloomberg; in %, Stand: 26.03.2025.

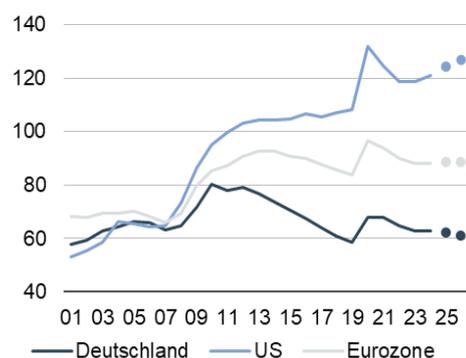
<sup>1</sup> Die IWF-Prognosen für Deutschland in der Grafik 4, Seite 3 dürften nach oben angepasst werden.

<sup>2</sup> Der Anstieg der 10-j. nominalen US-Treasury-Rendite (+74 Bp) lässt sich unterteilen in ein Delta der Erwartungskomponente von + 28 Bp und ein Delta der Laufzeitenprämie von + 46 Bp.



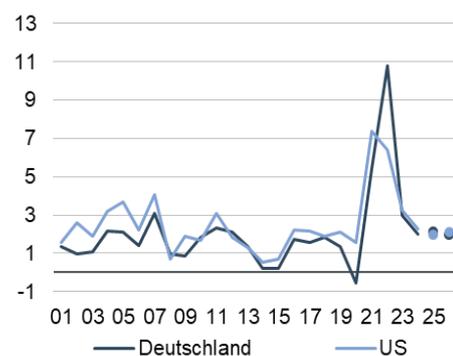


## Staatsverschuldung in % des BIP



Quelle: IWF, Stand: Oktober 2024;  
Punkte entsprechen IWF-Prognosen.

## Inflationsraten nach Ländern



Quelle: IWF, Stand: Oktober 2024;  
Punkte entsprechen IWF-Prognosen.

Wie ausgeführt, hängt die Laufzeitenprämie von der zukünftigen konjunkturellen Entwicklung und der inflationären Dynamik ab. Mit dem im Vorfeld wahrscheinlicher gewordenen Wahlsieg Trumps und dem Ergebnis der Wahl hatten sich zum einen wohl die Inflations- und Wachstumsprognosen der Marktteilnehmer erhöht, zum anderen war aber die Unsicherheit und die Bandbreite dieser Prognosen gestiegen. Denn das Team Trump kündigte tiefgreifende politische Veränderungen an und setzt diese nun auch um. Der Nettoeffekt auf Wachstum, Inflation und Staatsverschuldung ist jedoch in höchstem Maße unsicher. Im Fokus stehen dabei insbesondere diejenigen Themen, welche die Unsicherheit über die Inflation beeinflussen: Es stehen weitere Entscheidungen zur Steuer- und Zollpolitik an, und die Effekte der Migrationspolitik der neuen US-Regierung auf die Teuerungsdynamik werden wohl zunehmend Gegenstand von Diskussionen der Marktteilnehmer und Volkswirte.

Der aktuelle Rückgang beim Konsumentenvertrauen der privaten Haushalte in den USA hat jedoch in den vergangenen Wochen die Wachstumserwartungen gedämpft, sodass die Laufzeitenprämien (und auch die Erwartungshypothesenkomponente) gesunken sind. Die hohe Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik könnte im zweiten Quartal – zumindest etwas – abnehmen, wenn sich im US-Kongress abzeichnet, dass sich die Republikaner auf konkrete steuerliche Gesetzesvorhaben und Haushaltspläne einigen werden. Dies dürfte über mehr Sicherheit von Wachstums- und Inflationsannahmen die Laufzeitprämien senken. Ob die tatsächlich zu beobachtbaren Renditen fallen, hängt davon ab, wie stark sich die Erwartungen an die künftigen Leitzinsen der Fed ändern (Erwartungshypothese).

### Exkurs: die Laufzeitenprämie im Rückspiegel

Im Zeitraum 1997 bis 2011 betrug die Laufzeitenprämie zehnjähriger US-Treasuries im Durchschnitt 1,5 %. Im sich anschließenden Zeitraum bis Ende 2021 sank der Mittelwert um 155 Basispunkte auf -0,05 %. Treiber einer deutlich niedrigeren Laufzeitenprämie im zweiten Betrachtungszeitraum waren das Quantitative Easing (also der Ankauf von Anleihen durch die Zentralbank), das Negativzinsumfeld sowie das Inflationsumfeld, das sich durch niedrige Inflationsraten und eine sehr geringe Volatilität auszeichnete.

Mit der sogenannten Great Moderation in den Jahren 2011 bis 2020 schloss sich eine quasi „ruhige“ Zeit mit Blick auf die makroökonomische Entwicklung an. Auch geopolitisch verlief diese Phase „sanfter“. Die sich anschließende Corona-Pandemie kann in vielfältiger Hinsicht als Bruch bzw. Zensur angesehen werden.

Mit dem Überwinden der Nulllinie im Schlussquartal 2024 quitierte die Laufzeitenprämie den Umstand, dass die drei vorgenannten Argumente (Quantitative Easing, Negativzinsumfeld, strukturell niedrige Inflation) der Vergangenheit angehören. So spiegelt die Laufzeitenprämie die erneut höhere Inflationsunsicherheit wider. Dies geht einher mit einer höheren Unsicherheit über die geldpolitische Reaktion.

Neben tatsächlichen Effekten der jeweiligen Politikmaßnahmen kann eine möglicherweise erratische Kommunikation seitens der US-Administration zu einem bestimmten Politikfeld (oder mehreren) zu einer entsprechenden Verunsicherung hinsichtlich der konjunkturellen Auswirkungen führen. Dies führt wiederum zu einer höheren Laufzeitenprämie.



Hand in Hand mit der Wirtschafts- und damit der Steuerpolitik der Trump-Administration geht eine entsprechende Entwicklung des Staatsdefizites und der Staatsverschuldung. Dies wiederum wird von einer Emissionstätigkeit des US-Finanzministeriums begleitet. So dürfte den im Sommer zur Veröffentlichung anstehende Emissionskalender des Finanzministers entsprechend beeinflusst werden.

## **Erwarteter Renditepfad zehnjähriger Treasuries**

Anders als der Markt erwarten wir auf Basis der Prognosen unserer Volkswirte keine Zinssenkungen der US-Währungshüter 2025. Wäre dies tatsächlich der Fall, würden die Renditen durch die Korrektur der Erwartungshypothese einen gewissen Aufwärtsschub erhalten. Sollte ferner die US-Wirtschaftspolitik unterm Strich wachstumsfreundlich ausfallen und nicht zuletzt zu diesem Zwecke die US-Verschuldung erwartungsgemäß weiter zunehmen, ist ein Test der Marke von 5,0 % für zehnjährige US-Renditen nicht ausgeschlossen.

Allerdings nehmen derzeit die Konjunkturwolken über der größten Volkswirtschaft der Welt zu. Eine sprunghafte Handelspolitik und die Entlassung von Staatsbediensteten drücken inzwischen merklich auf die Konsumlaune der privaten Haushalte. Davon abgeleitet kann es zu zwischenzeitlichem Abwärtsdruck auf die US-Renditen kommen.

Sofern die Fed im laufenden Jahr dennoch und analog der aktuellen Markterwartungen Gelegenheit hat, ihre nach wie vor restriktive Geldpolitik zu lockern, würde die Erwartungshypothese tendenziell für niedrigere Renditen über die Kurve sorgen. Dieser Effekt sollte unseres Erachtens jedoch von einer tendenziell höheren Laufzeitenprämie (Annahme: kein Einbruch der US-Konjunktur) überlagert werden. Der Effekt des sinkenden Fed Funds-Zielbandes (damit ist der Korridor gemeint, in welchem die US-Währungshüter ihren Leitzins steuern) auf die US-Renditestrukturkurve wird also überlagert. Im Schlussquartal erwarten wir die Rendite zehnjähriger US-Treasuries bei 4,8 %.

Schließlich wird der Markt genau beobachten, inwieweit die US-Regierung versucht, Einfluss auf die Notenbank zu nehmen. Maßnahmen, welche die Unabhängigkeit der Fed beeinträchtigen, würden die Laufzeitenprämie befeuern. Denn: Ohne geldpolitische Unabhängigkeit ist die makroökonomische Unsicherheit höher.

## **Und Bunds? Neuer Treiber der Laufzeitenprämie**

Da die US-Treasuries global für gewöhnlich die Richtung vorgeben,<sup>3</sup> dürften auch die Bund-Renditen einem gewissen Aufwärtsdruck unterliegen. Die Analyse der Laufzeitenprämie von US-Treasuries liefert somit stets Implikationen für europäische Staatsanleihen. Vor dem Hintergrund des geopolitischen Strukturbruchs mit Blick auf die Nato und die Ukraine dürfte die Laufzeitenprämie von europäischen Staatsanleihen jedoch nicht nur über den Zusammenhang zu ihren US-amerikanischen Pendanten, sondern auch Europa-spezifische Einflüsse angetrieben werden. Die fiskalpolitischen Salven für EU-Militärmittel und Infrastruktur dürften sich deutlich in hiesigen Laufzeitenprämien niederschlagen und damit zu Renditeaufwärtsrisiken führen.

---

<sup>3</sup> Allgemein fungiert der US-Staatsanleihemarkt als Leitmarkt für alle anderen Anleihemärkte auf der Welt. Dies liegt insbesondere an seinem Volumen und seiner Liquidität.



## **Paket führt zu Unsicherheit und damit steigender Prämie**

Bereits die Ankündigung der „Großen“ Koalition in spe, massiv in Deutschlands Sicherheit und Infrastruktur zu investieren, ließ die Rendite zehnjähriger Bunds Anfang März in der Spitze um mehr als 40 Bp emporschießen. Ende März rangierte die hiesige Benchmarkrendite bei ca. 2,7 % noch rund 20 Bp über dem Niveau vor der Ankündigung. Dieser Anstieg ist unseres Erachtens in erster Linie durch einen Anstieg der Laufzeitenprämie zu erklären. Nicht zuletzt die enorme Wachstumsprognoseunsicherheit fungierte hier als Treiber.

Da auf europäischer wie auf Länderebene signifikant höhere Verteidigungsausgaben geplant sind, dürften mittelfristig die Emissionen von Staatsanleihen der verschiedenen Länder Europas steigen. Aber auch das Angebot von Anleihen, die von supranationalen Institutionen begeben werden, wird sich wohl erhöhen. Das Sondervermögen Bundeswehr aus dem Jahr 2022 hat jedoch gezeigt, dass die Mittel erst mit einiger Verzögerung abgerufen werden. Ab 2026 könnten das erhöhte Angebot an Anleihen die Staatsanleihekurse belasten. Für die Kurse der Bundesanleihen wird in den kommenden Monaten zentral sein, wie sich die EZB-Erwartungen vor dem Hintergrund steigender Emissionen und anziehender, kurzfristiger Inflationserwartungen verändern.<sup>4</sup> Ende des Jahres erwarten wir die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen bei 2,9 %. Eine Rendite von 3,5 % ist für uns langfristig ein veritables Risikoszenario.<sup>5</sup>

## **Cross-Asset-Ableitung**

Die Laufzeitenprämie liefert insgesamt wichtige Signale für die Multi-Asset-Strategie. In unseren Augen gibt es derzeit insbesondere in den USA Aufwärtsrisiken für die Renditen. Wir sind daher in unserer regionalen Asset-Allokation im Staatsanleihen-Portfolio bei US-Treasuries im Vergleich zur Benchmark untergewichtet. Insgesamt hat das Segment der Staatsanleihen dennoch ein wichtiger Bestandteil in Cross-Asset-Portfolios: Denn erstens sind die realen Renditeniveaus historisch attraktiv und zweitens dienen sie im Falle eines adversen Konjunkturschocks mit starken Aktienmarktkorrekturen als Bollwerk.

---

<sup>4</sup> Markt im Fokus: „Whatever It Takes 2.0 – Marktimplikationen“, März 2025  
<https://www.hal-privatbank.com/news/2025/whatever-it-takes-20-marktimplikationen>  
<sup>5</sup> Economic Research AKTUELL: „Deutschland formt Fiskal-All-In“, 11.03.2025;  
<https://www.hal-privatbank.com/news/2025/deutschland-formt-fiskal-all-in>



## Rechtliche Hinweise

Diese Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sie ist nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung zu verstehen, die darin genannten Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Wir weisen in diesem Zusammenhang ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Die internen Richtlinien (Organisationsanweisungen) der Bank regeln Letzteres jedoch in dem Sinne, dass eine Vermeidung von Interessenkonflikten gewährleistet wird.

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. Vermögenswerte können sowohl steigen, als auch fallen. 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 ggf. auch kurzfristig als nicht mehr oder nicht mehr vollumfänglich zutreffend erweisen und sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die vollständigen Angaben zu den vorgestellten Produkten sind den Informationsblättern (Produktinformationsblatt bzw. wesentlichen Anlegerinformationen) zu entnehmen. Diese Dokumente stellen die allein verbindliche Grundlage des Erwerbs dar. Die vorgenannten Verkaufsunterlagen erhalten Sie in elektronischer Form und in deutscher Sprache kostenlos unter <https://www.hal-privatbank.com/produktinformationsblaetter> oder in gedruckter Form ebenfalls in deutscher Sprache und kostenlos in der Geschäftsstelle der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main. Die vorgestellten Produkte dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt. Dieses Informationsdokument richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden.

### **Aufsicht:**

Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

### **Herausgeber:**

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60312 Frankfurt am Main verantwortlich.

### **Verantwortliche Autoren:**

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 – 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: [cio-office@lampe-am.de](mailto:cio-office@lampe-am.de)

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Stand: 24. März 2025

