assenagon

Perspectives | Nr. 42

Wie viel Zins verträgt der Aktienmarkt?

10. November 2026





Thomas Romig
CIO Multi Asset



Sebastian Schmider
Head of AI Solutions & Macro Analytics

»Noch tragen die Gewinne den Aktienmarkt – ob das so bleibt, entscheidet weniger das Zinsniveau als die Frage, wie stark die Notenbank bremsen muss.«

- **Die Renditen langlaufender Staatsanleihen steigen weltweit – getrieben von Inflationsdruck, einem außergewöhnlichen KI-Investitionsboom und hohen staatlichen Defiziten.**
- **Für Anleger ist weniger das Zinsniveau entscheidend als die Frage, ob Wachstum und Gewinne den Bewertungsdruck auffangen.**
- **Seit 1960 kosteten Zinsanstiege in den Vereinigten Staaten allein selten Geld, solange keine Rezession folgte.**

Die Renditen langlaufender globaler Staatsanleihen zogen zuletzt deutlich an und erreichten Niveaus, die Anfang der 2000er Jahre beobachtet werden konnten. Dahinter steht eine Reihe von Auslösern. Der Energiepreisschock infolge des Iran-Kriegs hält den Inflationsdruck hoch und verschiebt die Erwartungen an die Geldpolitik. Gleichzeitig erhöht der außergewöhnlich starke KI-Investitionsboom die Nachfrage nach Kapital. Hinzu kommen umfangreiche staatliche Defizite und ein wachsendes Anleiheangebot, für das Anleger zunehmend höhere Risiko- und Laufzeitprämien verlangen.

Wie kommen Aktienmärkte mit dem veränderten Zinsumfeld zurecht? Das Zusammenspiel von Zinsen und Aktien ist komplex. Einerseits führen höhere Renditen zu einem erhöhten Diskontierungssatz und drücken damit tendenziell die Bewertungen. Andererseits können steigende Zinsen ein Ausdruck solider Konjunktur und hoher Nachfrage sein und so die Unternehmensgewinne stützen. Es stellt sich daher weniger die Frage, ob ein bestimmtes Zinsniveau grundsätzlich zu hoch für Aktien sein kann. Entscheidend ist vielmehr, warum die Zinsen steigen und wie sich der Zinsanstieg auf Bewertungen und Gewinne der Unternehmen überträgt.

Zwei gegenläufige Kräfte: Bewertung und Gewinne

Vereinfacht lässt sich der Aktienkurs in zwei Bestandteile zerlegen: Aktienkurs = Gewinne je Aktie × Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Steigende Zinsen wirken vor allem über den zweiten Faktor: Je höher die Rendite sicherer Staatsanleihen, desto attraktiver wird die Alternative zu Aktien und desto höher ist der Diskontierungssatz für künftige Zahlungsströme an die Aktionäre. Beides setzt die Aktienbewertungen tendenziell unter Druck. Steigen die Zinsen jedoch aufgrund einer kräftigen Konjunktur, können gleichzeitig auch die Unternehmensgewinne zulegen. Ob Aktien einen Zinsanstieg verkraften, hängt somit davon ab, welcher der beiden Effekte überwiegt.

Historisch war die Rezession der entscheidende Unterschied

Um grundlegende Dynamiken im Zusammenspiel von Zins und Aktien einzuordnen, ist ein Blick auf die Historie sinnvoll. Für die nachfolgende Analyse wurden Zinsanstiege in den Vereinigten Staaten seit 1960 untersucht. Als Zinsanstieg gilt jede Phase, in der die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von einem Tief zum folgenden Hoch um mindestens einen Prozentpunkt stieg.

assenagon

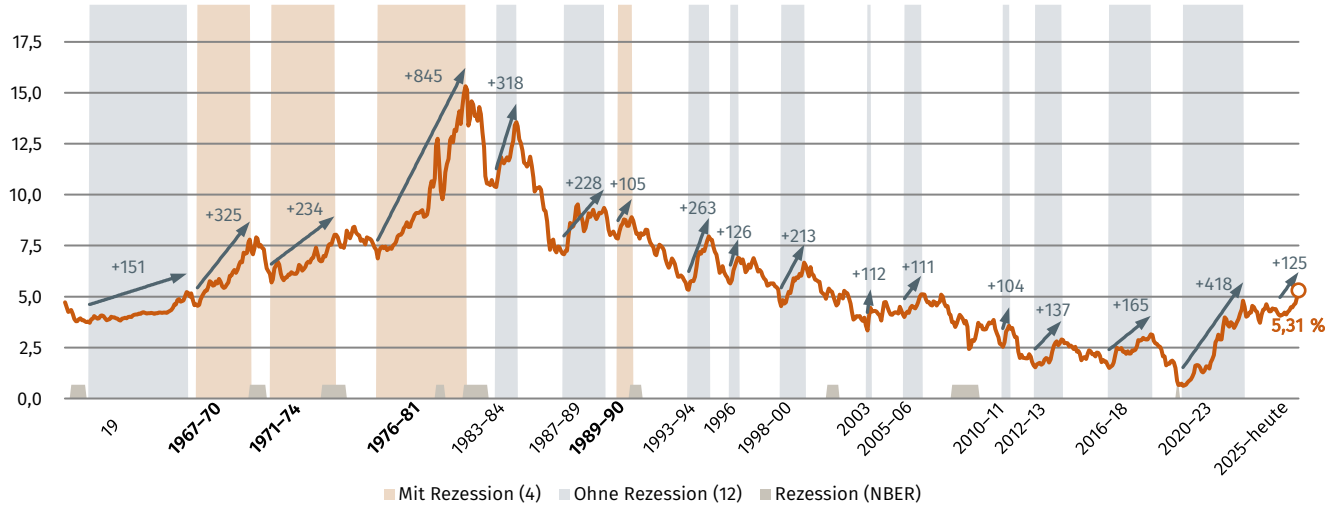
Perspectives | Nr. 42

Wie viel Zins verträgt der Aktienmarkt?

10. November 2026



Abbildung 1: Während vier der 16 Zinsanstiege seit 1960 begann eine Rezession
Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen in %, Monatsmittel, Anstiege in Basispunkten



Quelle: FRED und NBER, eigene Berechnungen; 1. Januar 1960 bis 5. Oktober 2026. Methodik: Anstiege gemessen vom Tief zum Hoch um mindestens 100 bp; Ein Anstieg endet erst mit einem Rückgang um mindestens 50 bp, der länger als sechs Monate dauert; kürzere Rücksetzer (1971, 1973, 1980, 1987 – 88, 2022 – 23) unterbrechen ihn nicht. Nicht berücksichtigt werden Anstiege aus einer laufenden Rezession heraus (1975, 1981 – 82, 2008 – 10).

Abbildung 1 zeigt, dass sich seit 1960 16 solcher Zinsanstiege abgrenzen lassen. Zusätzlich wurden alle Rezessionen in den Vereinigten Staaten eingezeichnet. In zwölf Fällen blieb die Konjunktur intakt (grau). In vier Fällen begann noch während des Zinsanstiegs eine Rezession (orange).

Gewinne können Bewertungsdruck auffangen

Für jeden dieser Zinsanstiege wird die inflationsbereinigte Veränderung des S&P 500 vom Zinstief bis zum Zinshoch gemessen und in die Beiträge von Gewinnen und Bewertung zerlegt. Abbildung 2 zeigt die Kursentwicklung und zugehörige Zerlegung gruppiert nach Rezession und Nicht-Rezession. Für die Entwicklung der Aktienkurse zeigt sich ein relativ klares Muster: Ohne Rezession stieg der reale Kurs des S&P 500 in 9 von 12 Fällen, in einem weiteren blieb er unverändert. Meist fiel das Kursplus moderat aus, in Phasen wie 1998–2000 (+34 Prozent) und 2012–13 (+31 Prozent) aber auch kräftig. Die beiden Verluste blieben mit höchstens 11 Prozent (1983–84) begrenzt. Begann dagegen eine Rezession, fiel der reale Kurs in allen vier Fällen, und zwar um 12 bis 39 Prozent.

Der Zinsanstieg alleine kann diesen Unterschied nicht erklären. Aufschluss gibt erst die Zerlegung in Gewinne und Bewertung. Die Bewertung geriet in beiden Gruppen überwiegend unter Druck: Das KGV sank in 8 der 12 Fälle ohne und in allen vier Fällen mit Rezession. Den Unterschied machten die Gewinne: Ohne Rezession stiegen die realen Gewinne je Aktie in allen zwölf Fällen, mit Rezession nur in einem von vier.

assenagon

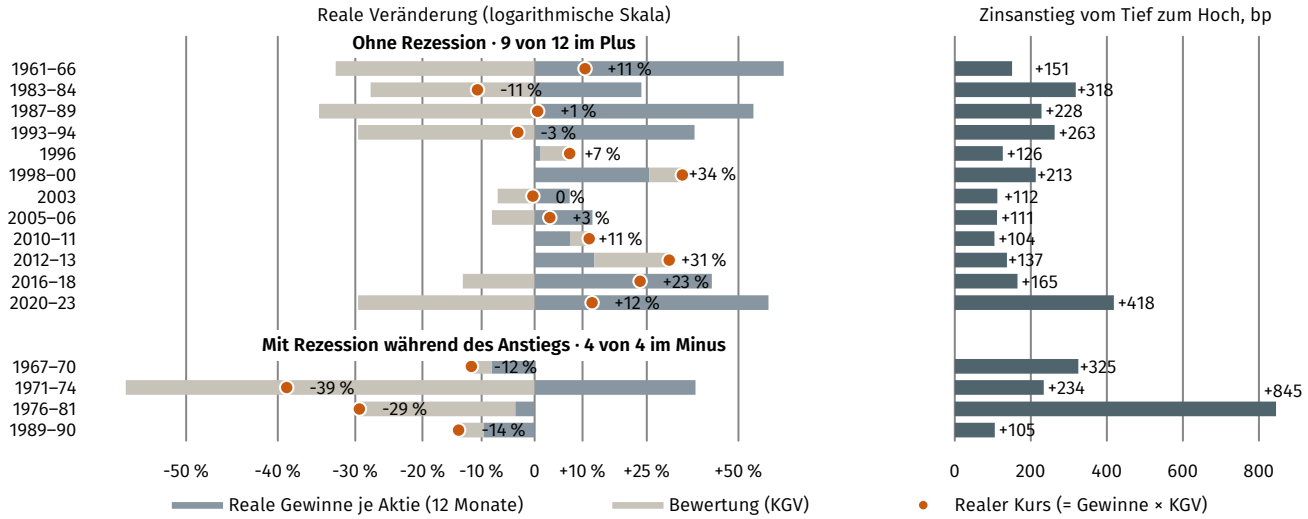
Perspectives | Nr. 42

Wie viel Zins verträgt der Aktienmarkt?

10. November 2026



Abbildung 2: Steigende Zinsen allein kosten selten Geld – eine Rezession schon
S&P 500: Reale Kursveränderung vom Zinstief bis zum Zinshoch, zerlegt in Gewinne je Aktie und KGV (logarithmische Skala); rechts: Anstieg der zehnjährigen US-Rendite im selben Zeitraum in Basispunkten



Quelle: Robert Shiller (S&P 500, Gewinne, Verbraucherpreise), FRED (GS10, USREC/NBER), eigene Berechnungen. Kurse ohne Dividenden, deflationiert mit dem US-Verbraucherpreisindex; Gewinne je Aktie der letzten zwölf Monate. Auf der logarithmischen Skala addieren sich Gewinn- und KGV-Beitrag genau zur Kursveränderung.

Dahinter steht der Konjunkturzyklus. In einer kräftigen Expansion treiben dieselben Kräfte Zinsen und Gewinne: Eine hohe Nachfrage nach Krediten für Investitionen und Konsum, gut ausgelastete Kapazitäten und eine Notenbank, die einer Überhitzung entgegenwirkt, heben die Renditen. Zugleich steigen Umsätze und Erträge der Unternehmen. Solange die Konjunktur der Treiber der höheren Zinsen bleibt, wachsen die Gewinne daher mit und können die Bewertungsverluste ausgleichen. Beginnt dagegen noch während des Zinsanstiegs eine Rezession, bricht dieser Zusammenhang auf: Die Zinsen steigen weiter, während die Wirtschaftsaktivität nachlässt. Die Gewinne wachsen dann nur noch begrenzt oder sinken bereits und verlieren ihre Fähigkeit, den Bewertungsdruck aufzufangen. In den Rezessionsfällen 1967 bis 1970, 1976 bis 1981 und 1989 bis 1990 sanken die Gewinne bereits während des Zinsanstiegs. Im übrigen Fall, 1971 bis 1974, wuchsen sie zwar noch. Doch zweistellige Inflationsraten zwangen die US-Notenbank damals zu einer geldpolitischen Vollbremsung, die Konjunktur kippte, und das KGV sank um mehr als die Hälfte – weit mehr, als die Gewinne ausgleichen konnten.

Was bedeutet das für Kapitalmarktanleger heute?

Im Oktober stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen auf über 5,30 Prozent, den höchsten Stand seit 2002, und damit 125 Basispunkte über ihrem Tief vom Oktober 2025. Bislang konnten die Unternehmensgewinne den Bewertungsdruck jedoch mehr als ausgleichen: Seit Oktober 2025 stieg der reale Kurs des S&P 500 um rund 10 Prozent, obwohl das KGV um 13 Prozent sank. Möglich machte dies ein Anstieg der realen Gewinne je Aktie um 26 Prozent.

Der aktuelle Zinsanstieg vereint sowohl wachstumsgetriebene Elemente als auch belastende Faktoren: Der KI-Investitionsboom erhöht die Kapitalnachfrage und treibt damit die Renditen, stützt zugleich aber auch die Umsätze und Gewinne der davon profitierenden Unternehmen. Der Energiepreisschock erhöht dagegen den Inflationsdruck und damit die Aussicht auf eine restriktivere Geldpolitik. Vieles spricht aus unserer Sicht dafür, dass derzeit der Wachstumsimpuls überwiegt, zumal die Unternehmensgewinne bislang kräftig wachsen. Das Muster der Vergangenheit legt dennoch nahe, dass Anleger wachsam sein sollten, sobald die Konjunktur unter den höheren Zinsen nachgibt und der Gewinnpuffer schwindet. Im September hat die US-Notenbank Federal Reserve die Zinsen erstmals seit 2023 wieder angehoben. Muss sie deutlich weiter straffen, steigt das Risiko, dass die Konjunktur unter Druck gerät. Noch tragen die Gewinne den Aktienmarkt – ob das so bleibt, entscheidet weniger das Zinsniveau als die Frage, wie stark die Notenbank bremsen muss.

assenagon

Perspectives | Nr. 42

Wie viel Zins verträgt der Aktienmarkt?

10. November 2026



Anmerkungen oder Anregungen? Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen:
thomas.romig@assenagon.com | sebastian.schmider@assenagon.com

Verwaltungsgesellschaft: Assenagon Asset Management S.A., Aerogolf Center, 1B Heienhaff, 1736 Senningerberg, Luxemburg, www.assenagon.com

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt des Fonds und das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung, bei der insbesondere alle Eigenschaften oder Ziele des beworbenen Fonds berücksichtigt werden sollten, wie sie in den Verkaufsunterlagen offengelegt sind, und stellen weder eine persönliche Empfehlung, noch eine Anlage- oder Anlagestrategieempfehlung der auflegenden Verwaltungsgesellschaft Assenagon Asset Management S.A. dar. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit der Angaben kann keine Garantie übernommen werden. Eine Haftung wegen Fehlerhaftigkeit der Angaben ist ausgeschlossen. Verbindlich sind allein der Verkaufsprospekt, der aktuelle Jahres- und Halbjahresbericht sowie für OGA-Fonds das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, die Sie unter www.assenagon.com, bei der Verwaltungsgesellschaft oder bei den Vertriebs-, Zahl- und Informationsstellen kostenlos anfordern können. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann unter www.assenagon.com/fileadmin/footer/Assenagon_Complaints_Handling_Policy.pdf eingesehen werden. Der Nettoinventarwert des Fonds kann Schwankungen unterworfen sein. Der Verkaufsprospekt enthält dazu umfangreiche Risikohinweise. Alle Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwaltungsgesellschaft kann Vertriebszulassungen einzelner Fonds und Teilfonds jederzeit nach eigenem Ermessen unter Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben widerrufen. Informationen über nachhaltigkeitsrelevante Aspekte werden, falls anwendbar, unter www.assenagon.com zur Verfügung gestellt. Die Ausführungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Hinweise zum Datenschutz entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Die Weitergabe des Reports ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von Assenagon erlaubt.

© 2026