COMMERZBANK



Group Research – Chief Investment Office
Thorsten Weinelt, CFA, Dr. Thomas Osowski, Dr. Felix Haase

Investment Perspektiven Dekadenausblick

Kapitalmarktannahmen & Strategische Asset Allokation

Liebe Investorin, lieber Investor!



"Die fundamentalen Prinzipien einer soliden Geldanlage sollten sich nicht im Laufe der Jahrzehnte verändern. Ihre konkrete Anwendung muss jedoch bedeutenden Veränderungen des Finanzsystems und des Marktumfelds Rechnung tragen"
Benjamin Graham (1894-1976), Urvater des „Value Investing", Gründer der Graham-Newman Investment Partnerschaft und Professor an der Columbia University

Wir leben in einer Zeit, in der Vertrautes an Verlässlichkeit verliert und neue Gewissheiten noch nicht entstanden sind. Technologischer Wandel beschleunigt sich, geopolitische Spannungen verändern wirtschaftliche Beziehungen, Staaten müssen Sicherheit und Transformation finanzieren, und die Kapitalmärkte bewerten Zukunft unter komplexeren Bedingungen. In dieser weniger geordneten Welt ist Orientierung keine Selbstverständlichkeit – aber ein entscheidender Vorteil für die verantwortungsvolle Vermögensanlage.

Mit unserem CIO-Dekadenausblick möchten wir Ihnen einen solchen Orientierungsrahmen geben. Wir ordnen langfristige Entwicklungen ein, machen relevante Unsicherheiten sichtbar und schaffen einen fundierten Bezugsrahmen für strategische Investmententscheidungen. Dazu formulieren wir langfristige Annahmen für Weltwirtschaft und Kapitalmärkte und leiten daraus Erwartungen für Renditen und Volatilitäten der wesentlichen Anlageklassen ab. Diese Einschätzungen sind keine punktgenauen Vorhersagen, sondern eine strukturierte Grundlage, um Chancen, Risiken und mögliche Zukunftspfade über den kurzfristigen Nachrichtenzyklus hinaus zu beurteilen.

Im Zentrum stehen sechs Megatrends – unsere **„6 D's"** –, die Wirtschaft, Politik und Kapitalmärkte im kommenden Jahrzehnt prägen dürften: **Digitalisierung**, mit künstlicher Intelligenz und Robotik als Produktivitätsmotoren; **Demographie**, mit den Folgen der Alterung, veränderten Arbeitsmärkten und neuen Nachfrageprofilen; **Deglobalisierung**, die Lieferketten, Standortentscheidungen und wirtschaftliche Abhängigkeiten neu ordnet; **De-Dollarisierung**, die Fragen zur künftigen Rolle des US-Dollars und der internationalen Währungsordnung aufwirft; **Steigende Verteidigungsausgaben („Defense")** als Ausdruck steigender sicherheitspolitischer Anforderungen und Investitionen; sowie **hohe Staatsschulden** („**Debt & Fiscal Deficits")**, die Tragfähigkeit öffentlicher Finanzen, das Zinsumfeld und den politischen Spielraum betreffen. Diese Kräfte wirken nicht isoliert. Sie können sich verstärken, entgegenlaufen oder je nach Region und Marktphase erheblich unterscheiden.

Was bedeutet das für Sie und Ihre Anlagestrategie? Welche Regionen und Geschäftsmodelle profitieren von technologischen und strukturellen Veränderungen? Wo entstehen neue Klumpenrisiken? Wie verändern sich langfristige Renditeaussichten, wenn Bewertungen, Realzinsen und Risikoprämien neu austariert werden? Und welche Rolle können liquide Märkte und Private Markets spielen, um Ertragsquellen zu erschließen und Portfolios widerstandsfähiger aufzustellen?

Unser Anspruch ist es, diese Fragen in einen konsistenten Kapitalmarktrahmen zu übersetzen und Sie beim Aufsetzen Ihrer strategischen Asset Allokation zur Erreichung Ihrer langfristigen Anlageziele zu unterstützen. Denn robuste Portfolios entstehen nicht durch die Addition möglichst vieler Anlageklassen. Sie erfordern ein Verständnis ihrer ökonomischen Treiber, Bewertungen und Wechselwirkungen – ebenso wie Klarheit darüber, welche Risiken bewusst getragen werden sollen und welche Diversifikation Bestand hat. Unser Ziel sind intelligent strukturierte Multi-Asset-Portfolios, die auch unter unterschiedlichen Zukunftsszenarien robust bleiben, Chancen systematisch erschließen und die notwendige Handlungsfähigkeit bewahren, wenn sich die Kapitalmärkte anders entwickeln als erwartet.

Ich wünsche Ihnen eine erkenntnisreiche und spannende Lektüre.

Ihr
Thorsten Weinelt
Chefanlagestratege

Unsere Perspektive für die kommende Dekade

Die wichtigsten Kapitalmarktannahmen und Schlussfolgerungen

„Die Welt ist im Wandel … Ich spüre es im Wasser, ich spüre es in der Erde. Ich rieche es in der Luft.“
Prolog von Galadriel aus der Verfilmung von J. R. R. Tolkiens „Der Herr der Ringe: Die Gefährten“

Investoren mögen sich an diese ikonische Eröffnung erinnert fühlen, wenn sie auf Geopolitik, Weltwirtschaft und Kapitalmärkte blicken. Die vertraute Ordnung verliert an Verlässlichkeit, ein neues Gleichgewicht ist noch nicht entstanden. Die kommende Dekade hat viele Ungewissheiten, die die Kapitalmärkte bereits heute zunehmend auf die Probe stellen.

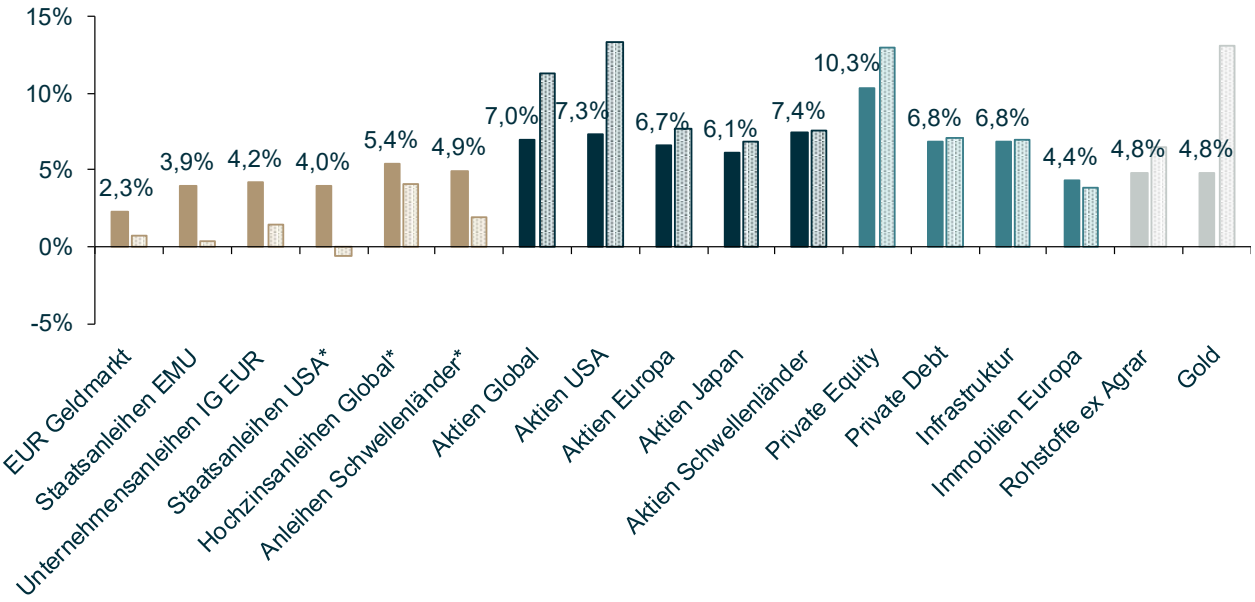
Die Rahmenbedingungen für Anleger haben sich grundlegend verändert. Die Zeit von Nullzinsen, niedriger Inflation und weitgehend stabiler Globalisierung ist vorbei. Zinsen und Inflation spielen wieder eine größere Rolle, während geopolitische Konflikte, höhere Staatsschulden und schwankende Lieferketten für mehr Unsicherheit sorgen.

Unser Dekadenausblick identifiziert sechs Treiber, die das Wohl und Wehe der globalen Volkswirtschaft und damit auch der Kapital- und Finanzmärkte in der kommenden Dekade prägen werden. Diese Treiber bezeichnen wir als die „6 D’s“.

Die prägenden Treiber der kommenden Dekade
In einer Debatte über die wesentlichen Entwicklungen der kommenden Jahre darf das Thema der künstlichen Intelligenz und der damit zusammenhängenden **Digitalisierung** nicht fehlen. Künstliche Intelligenz bietet die Chance auf höhere Produktivität, effizientere Arbeitsprozesse und steigende Unternehmensgewinne. Ob daraus ein breiter Wachstumsschub entsteht, hängt jedoch von Investitionen in Energie, Rechenzentren, Datennetze und qualifizierte Arbeitskräfte ab. Für die kommende Dekade bilden künstliche Intelligenz und, breiter gefasst, technologischer Fortschritt den markantesten Hoffnungsträger für Volkswirtschaften und Märkte.

Neben den erheblichen Potenzialen der künstlichen Intelligenz gibt es auch strukturelle Entwicklungen, die Investoren zunehmend Sorgen bereiten. Im Mittelpunkt steht dabei auch die **Demografie**. Bereits heute bremst der Arbeitskräftemangel das Wachstumspotenzial vieler Industrieländer. Gleichzeitig steigen Ausgaben für Renten, Gesundheit und Pflege. Automatisierung kann diese Belastungen teilweise abfedern, aber nicht vollständig lösen. Dieses Problem wird in den kommenden Jahren noch deutlich an Wucht gewinnen.

Abb. 1: Unsere Kapitalmarktannahmen für die kommende Dekade
Erwartete Renditen verschiedener Anlagesegmente. Schattierte Fläche repräsentiert den Durchschnitt von 2016 bis 2025.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Preqin. Für liquide Anlagen sind die Euro-Renditeerwartungen vor Kosten, für illiquide nach Kosten. Historische Renditen sind annualisiert und in EUR. Übersicht der Indizes im Anhang. * Die Währung der Anlagesegmente ist gegenüber dem Euro abgesichert. Stand 30.09.2026.

Deglobalisierung und geopolitische Unsicherheit haben deutlich an Einfluss auf die Weltwirtschaft gewonnen. Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine sowie eine protektionistische US-Handelspolitik – etwa durch Zölle als politisches Mittel – zeigen, dass wirtschaftliche Entscheidungen stärker von politischen Interessen und Sicherheitsfragen geprägt werden. Deglobalisierung bedeutet nicht das Ende des Welthandels, sondern dessen geopolitisch geprägte Neuordnung. Unternehmen diversifizieren Lieferketten und bevorzugen politisch verlässliche Standorte. Dies erhöht die Versorgungssicherheit, kann aber Kosten und Preisdruck steigern sowie Effizienz, Wachstum und Wohlstand beeinträchtigen.

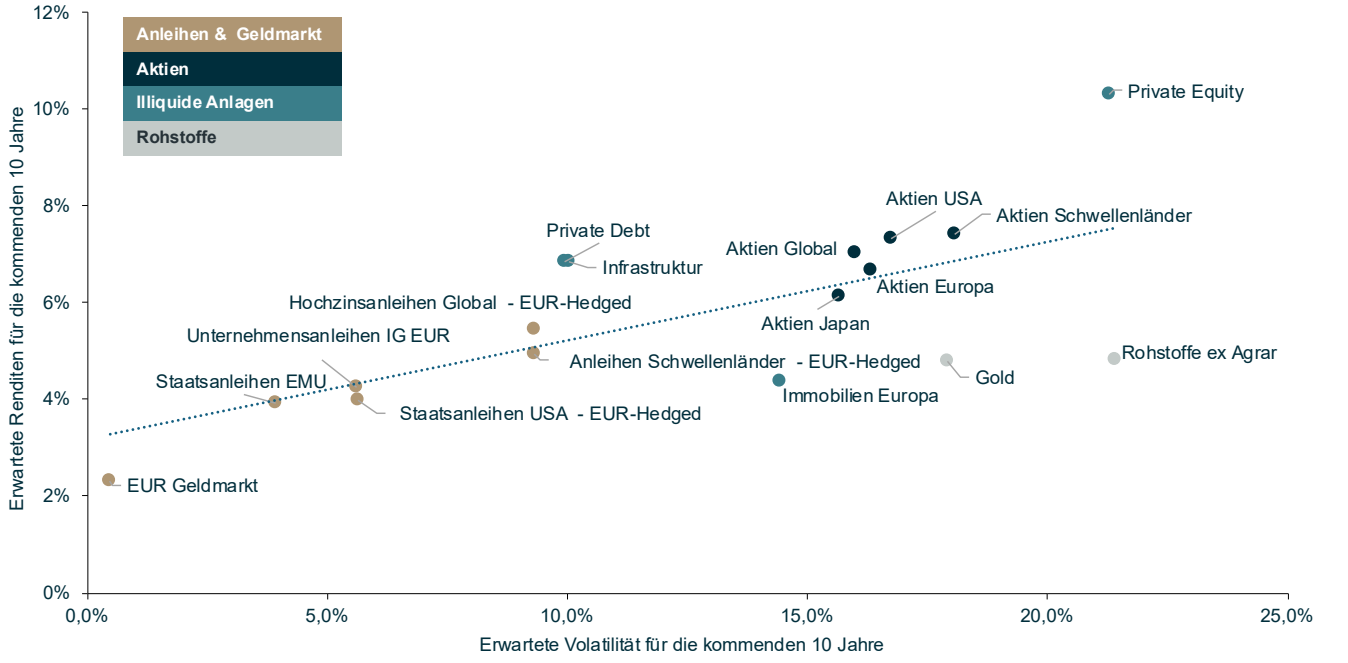
Steigende Verteidigungsausgaben („Defense“) spiegeln die wachsenden geopolitischen Spannungen wider. Die staatliche Nachfrage nach Rüstungsgütern setzt zwar Nachfrageimpulse, von denen jedoch nur einzelne Sektoren profitieren. Gleichzeitig steigen der Finanzierungsbedarf der Staaten und der inflationäre Druck, obwohl der fiskalische Handlungsspielraum bereits begrenzt ist.

Die Treiber der kommenden Dekade unterscheiden sich deutlich von denen der 2010er Jahre. Ein bekanntes Risiko bleibt jedoch: **hohe Staatsschulden** und angespannte öffentliche Haushalte („**Debt & Fiscal Deficits**“). Spätestens seit der europäischen Staatsschuldenkrise ist das Thema präsent; angesichts weiterhin hoher Schuldenstände bleibt es ungelöst. Strukturell höhere Zinsen erhöhen die Finanzierungskosten und engen den fiskalischen Spielraum zusätzlich ein. Entscheidend wird sein, ob öffentliche Investitionen in Infrastruktur, Energie, Verteidigung und Digitalisierung das Wachstum und die Produktivität ausreichend stärken können, um die Schulden langfristig tragfähig zu halten.

Auch die internationale Währungsordnung verändert sich. Der US-Dollar bleibt zwar die wichtigste Währung, doch andere Währungen gewinnen im Handel und als Währungsreserve an Bedeutung. Eine moderate **De-Dollarisierung** ist angesichts der US-Schuldensituation und des anhaltenden Leistungsbilanzdefizits wahrscheinlich. Dies könnte Kapitalströme und Wechselkurse volatiler machen.

Solides Wachstum, aber mehr Inflation und Volatilität
Zunächst die gute Nachricht: Die Weltwirtschaft dürfte in den kommenden Jahren solide wachsen, jedoch moderater, regional unterschiedlicher und störanfälliger als in den 2010er Jahren. Künstliche Intelligenz sowie Investitionen in Digitalisierung, Energie, Infrastruktur und Verteidigung können die Konjunktur stützen. Demografische Alterung, Arbeitskräftemangel, hohe Staatsschulden und geopolitische Spannungen begrenzen jedoch das Wachstumspotenzial.

Abb. 2: Rendite-Risikodiagramm auf Basis unserer Kapitalmarktannahmen
Illustrative Darstellung der erwarteten Volatilitäten und Renditen für die kommenden 10 Jahre.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Preqin. Für liquide Anlagen sind die Renditeerwartungen vor Kosten, für illiquide nach Kosten. Volatilitäten der illiquiden Anlagen beruhen auf monatlichen Modellrenditen, die auf Basis von Preqin-Indizes mit Hilfe statistischer Verfahren geschätzt wurden. Übersicht der Indizes im Anhang. Stand 30.09.2026.

Anders als in den 2010er Jahren dürfte die Inflation jedoch strukturell höher und volatiler bleiben. Der Umbau von Lieferketten, steigende Investitionen in Sicherheit und Energieversorgung sowie knappe Arbeitskräfte erhöhen Kosten und Preisdruck. Zwar kann technischer Fortschritt diesen Tendenzen entgegenwirken, eine Rückkehr zu dauerhaft sehr niedriger Inflation ist jedoch wenig wahrscheinlich - auch weil Zentralbanken wegen hoher Staatsschulden weniger unabhängig sind.

Das Bild bleibt szenarioabhängig: Höhere Produktivität wäre ein Aufwärts-, geopolitische und fiskalische Schocks wären Abwärtsrisiken. Damit prägen die sechs Kräfte nicht nur Wachstum und Inflation, sondern über Zinsen, Gewinne, Bewertungen und Korrelationen auch die langfristigen Rendite- und Risikoeigenschaften der Anlageklassen. Eine vertiefende Einordnung bietet das Kapitel *„Die Spielregeln ändern sich“*.

Kapitalmarktannahmen für die nächste Dekade

Als Folge dieses Wandels dürften geopolitische und makroökonomische Schocks zunehmen und ökonomische Regime häufiger wechseln. Dies beeinflusst die Kapitalmärkte: Renditen, Volatilität und Korrelationen werden stärker vom jeweiligen Schock abhängen. Für Anleger ist die Vergangenheit daher keine verlässliche Blaupause. In diesem neuen Umfeld gewinnen breite Diversifikation, ein langfristiger Anlagehorizont, laufende Erträge und Risikoprämien an Bedeutung.

Abbildung 1 (Seite 3) zeigt auf einen Blick, wie sich die Renditeperspektiven gegenüber der vergangenen Dekade verschieben. Anleihen sind nach Jahren niedriger oder negativer laufender Erträge als attraktive Ertragsquelle zurück und dürften deutlich bessere Ergebnisse liefern. Zugleich bleiben wir für die Risikomärkte konstruktiv: Aktien und andere renditeorientierte Anlagen bieten weiterhin attraktive langfristige Chancen – eine Wiederholung der außergewöhnlich hohen Renditen der vergangenen zehn Jahre erwarten wir jedoch nicht.

Abbildung 2 (Seite 4) ergänzt diese Perspektive um die erwarteten Volatilitäten und ordnet die Anlageklassen im Rendite-Risiko-Raum ein. Die Kapitalmarktannahmen sind dabei keine Renditeversprechen. Sie übersetzen die fundamentalen Renditetreiber in einen langfristigen Orientierungs- und Planungsrahmen. Sie zeigen, welche Renditen realistisch sind, welche Risiken dafür getragen werden müssen und wie Anlageklassen strategisch kombiniert werden können. Damit bilden sie das Bindeglied zwischen langfristigem Denken und fundierten Portfolioentscheidungen. Die methodische Grundlage erläutert das Kapitel *„Strategisch denken, fundiert entscheiden“.*

Anleihen: Das höhere Ausgangsniveau bei den Renditen macht Anleihen wieder zu einer eigenständigen Ertragsquelle. Erwartet werden annualisierte Renditen von 3,9 % für Euro-Staatsanleihen, 4,2 % für Euro-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating, 5,4 % für globale Hochzinsanleihen und 4,9 % für Schwellenländeranleihen (beide Segmente jeweils abgesichert in Euro). Kuponerträge und Ausgangsrenditen bilden den zentralen Anker; Zinsänderungen, Inflation, Bonitätsverschlechterungen und Ausfälle können den Ertrag belasten. Hochwertige Staats- und Unternehmensanleihen bilden einen liquiden Qualitätskern und können bei Wachstumssorgen stabilisieren.

Abb. 3: Kapitalmarktannahmen zu Rendite- und Risikokennzahlen im Vergleich zur letzten Dekade

Tabellarische Übersicht der erwarteten Renditen und Volatilitäten für die kommenden und letzten 10 Jahre.

Anlageklasse	Segment	10 Jahre (in EUR)		Historie (2016–2025, in EUR)	
		Erwartete Rendite p. a.	Erwartete Volatilität p. a.	Historische Renditen p. a.	Historische Volatilität p. a.
Anleihen	Staatsanleihen EMU	3,9 %	3,9 %	0,4 %	3,2 %
	Unternehmensanleihen IG EUR	4,2 %	5,6 %	1,4 %	4,8 %
	Staatsanleihen USA - EUR-Hedged	4,0 %	5,6 %	-0,6 %	4,9 %
	Hochzinsanleihen Global - EUR-Hedged	5,4 %	9,3 %	4,1 %	7,9 %
	Anleihen Schwellenländer - EUR-Hedged	4,9 %	9,3 %	2,0 %	7,4 %
Aktien	Aktien Global	7,0 %	16,0 %	11,3 %	13,5 %
	Aktien USA	7,3 %	16,7 %	13,3 %	14,8 %
	Aktien Europa	6,7 %	16,3 %	7,7 %	13,2 %
	Aktien Japan	6,1 %	15,6 %	6,8 %	12,0 %
	Aktien Schwellenländer	7,4 %	18,1 %	7,6 %	13,7 %
Private Markets	Private Equity	10,3 %	21,3 %	13,0 %	18,5 %
	Private Debt	6,8 %	9,9 %	7,1 %	9,0 %
	Infrastruktur	6,8 %	10,0 %	7,0 %	8,7 %
Immobilien	Immobilien Europa	4,4 %	14,4 %	3,9 %	12,4 %
Rohstoffe	Rohstoffe ex Agrar	4,8 %	21,4 %	6,5 %	17,0 %
	Gold	4,8 %	17,9 %	13,2 %	11,8 %
Liquidität	EUR Geldmarkt	2,3 %	0,5 %	0,7 %	0,5 %

Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Preqin. Für liquide Anlagen sind die Renditeerwartungen vor Kosten, für illiquide nach Kosten. Volatilitäten der illiquiden Anlagen beruhen auf monatlichen Modellrenditen, die auf Basis von Preqin-Indizes mit Hilfe statistischer Verfahren geschätzt wurden. Stand 30.09.2026.

Bei Inflations- oder Fiskalschocks ist ihre Diversifikationswirkung gegenüber Aktien weniger verlässlich. Das Unterkapitel *„Anleihemärkte: Rückkehr der Zinsen“* zeigt ausführlich unsere Herleitung für die verschiedenen Anleihesegmente.

Aktien: Aktien bleiben der zentrale liquide Renditemotor. Die außergewöhnlichen Ergebnisse der vergangenen Dekade sollten jedoch nicht mechanisch fortgeschrieben werden. Aus Euro-Sicht reichen die erwarteten annualisierten Renditen von 6,1 % für Japan bis 7,4 % für Schwellenländer; für Europa erwarten wir 6,7 % und für die USA 7,3 %. Künftig dürften Ausschüttungen und fundamentales Gewinnwachstum wichtiger sein als eine weitere Ausweitung der Bewertungen. Künstliche Intelligenz kann Produktivität und Margen stützen, wird aber erst zum nachhaltigen Renditetreiber, wenn hohe Investitionen in messbares und breites Gewinnwachstum münden. Anspruchsvolle Bewertungen, höhere Realzinsen sowie geopolitische und regulatorische Risiken begrenzen den Spielraum. Unterschiedliche regionale Ertragsquellen sprechen für eine globale Diversifikation. Das Unterkapitel *„Aktienmärkte: KI, Bewertungen & Geopolitik“* ordnet die Treiber und regionalen Unterschiede vertiefend ein.

Rohstoffe: Für Gold und einen breiten Rohstoffkorb wird aus Euro-Sicht jeweils eine Rendite von rund 4,8 % p. a. erwartet. Ihr strategischer Wert entsteht vor allem im Portfoliokontext: Gold kann bei monetären, fiskalischen und geopolitischen Vertrauenskrisen stabilisieren, während ein breiter Rohstoffkorb stärker von realen Knappheiten, Angebots- und Nachfrageschocks sowie Investitionen in Energiewende, Elektrifizierung, Infrastruktur und Verteidigung geprägt wird. Kassapreise, Rollrendite, Collateral-Ertrag und Währungseffekte bestimmen die Gesamtrendite. Hohe Volatilität und ausgeprägte Zyklen sprechen für eine gezielte Beimischung, nicht für einen defensiven Portfoliokern. Die Analyse findet sich im Unterkapitel *„Rohstoffe: Diversifikation in unsicheren Zeiten“.*

Illiquide Anlagen: Die erwarteten Nettorenditen in Euro reichen von 4,4 % p. a. für europäische Immobilien bis 10,3 % für Private Equity; Infrastruktur und Private Debt liegen jeweils bei rund 6,8 %. Renditequellen sind neben den zugrunde liegenden Aktien-, Kredit-, Zins- und Immobilienrisiken mögliche Prämien für langfristige Kapitalbindung und Komplexität sowie managerabhängige Wertschöpfung. Dem stehen Kosten, Leverage, Bewertungs-, Ausfall- und Umsetzungsrisiken gegenüber. Ein ausreichender Anlagehorizont, professionelle Managerselektion, Diversifikation über Strategien und Regionen sowie ein vorausschauendes Liquiditätsmanagement sind daher unverzichtbar. Illiquidität ist kein Selbstzweck, sondern muss zur individuellen Vermögensstruktur passen. Das Unterkapitel *„Illiquide Anlagen: Mehr Rendite braucht Geduld“* ordnet Chancen und Risiken im Detail ein.

Konsequenzen für den Portfoliokontext

Für langfristige Portfolios ist nicht die höchste Rendite einer einzelnen Anlageklasse entscheidend, sondern ihre Funktion im Gesamtportfolio. Das Kapitel *„Strategische Asset Allokation“* zeigt, wie Renditepotenzial, Verlustrisiko, Diversifikation und Liquidität der einzelnen Anlageklassen im Gesamtportfolio zusammenspielen. Entscheidend ist, diese Eigenschaften mit den Anlagezielen, der Risikotragfähigkeit und den individuellen Restriktionen des Investors in Einklang zu bringen.

Die Ergebnisse verdeutlichen den Mehrwert einer breiten Diversifikation über Anlageklassen und unabhängige Rendite- und Risikotreiber. Neben der Allokation des Vermögens in Aktien und Anleihen zeigen unsere Ergebnisse, dass gezielte Investitionen in alternative Anlageklassen, insbesondere Private Markets, die Portfolioqualität merklich erhöhen können. Ein wichtiger Effekt ist die Verbesserung der Robustheit des Portfolios. Eine breitere Verteilung über unabhängige Rendite- und Risikotreiber erhöht die Wahrscheinlichkeit, die langfristigen Anlageziele auch dann zu erreichen, wenn sich die Kapitalmärkte anders entwickeln als erwartet.

Kernbotschaften für den Investor

Die Nullzinswelt ist vorbei: Moderates Wachstum, höhere Inflationsunsicherheit, geopolitische Fragmentierung und steigende Staatsdefizite prägen ein verändertes Zins- und Kapitalmarktumfeld. Die Regeln der vergangenen Dekade gelten nicht mehr.

Anleihen liefern wieder Ertrag: Anleihen liefern wieder attraktive Erträge. Bei Inflations- und Fiskalschocks ist ihr Schutz gegenüber Aktien jedoch begrenzt.

Aktien bleiben der Renditemotor: KI und Produktivität eröffnen Chancen, doch entscheidend ist ihre Übersetzung in nachhaltiges Gewinnwachstum.

Alternative Assets erweitern den Handlungsspielraum: Rohstoffe, Infrastruktur und Private Markets können Portfolios breiter aufstellen, erfordern aber ein bewusstes Liquiditätsmanagement.

Portfoliokonstruktion muss mehrdimensional sein: Renditepotenzial, Verlustrisiko, Diversifikation und Liquidität müssen gemeinsam berücksichtigt werden.

Strategisch denken, fundiert entscheiden

Warum langfristige Kapitalmarktannahmen wichtig sind

- **Langfristigkeit ist der Schlüssel zum Anlageerfolg:** Eine klare Strategie schützt davor, kurzfristigen Marktimpulsen hinterherzulaufen. Sie schafft die nötige Disziplin, um auch in unruhigen Marktphasen am langfristigen Kurs festzuhalten.
- **Die Strategie folgt Ihren Zielen:** Ihre Anlageziele, Verlusttragfähigkeit, Anlagehorizont und Liquiditätsbedarf geben die tragfähige Portfoliostruktur vor.
- **Kapitalmarktannahmen schaffen Orientierung für Anlageziele:** Sie zeigen, welche Renditen realistisch sind und welche Risiken dafür getragen werden müssen.
- **Nicht der Rückspiegel, sondern der Ausblick zählt:** Für langfristige Anlageentscheidungen zählt nicht die mechanische Fortschreibung der Vergangenheit, sondern die prospektive Bewertung fundamentaler Renditetreiber.

Weitblick entscheidend bei der Geldanlage

In einer Welt, die von kurzfristigen Schlagzeilen, täglichen Marktschwankungen und einem unaufhörlichen Strom an Finanznachrichten geprägt ist, mag der Gedanke, einen Anlagehorizont von zehn, zwanzig oder gar dreißig Jahren zu betrachten, beinahe anachronistisch wirken. Gerade in diesem langfristigen Denken liegt jedoch eine wichtige Voraussetzung für einen systematischen Vermögensaufbau und eine belastbare Finanzplanung. Für langfristige Investoren geht es nicht darum, auf die täglichen Wertschwankungen am Kapitalmarkt zu reagieren, sondern ein robustes Portfolio zu konstruieren, das über mehrere Jahre hinweg verschiedene Belastungsproben übersteht und die Anlageziele eines Investors erfüllen kann. Je komplexer die Vermögensstruktur und je anspruchsvoller die Ziele sind – sei es die Finanzierung mehrerer Generationen, die Sicherung eines Lebenswerks oder die Erfüllung stiftungsrechtlicher Vorgaben –, desto wichtiger wird eine disziplinierte, langfristige Perspektive. Dies erfordert einen Rahmen, der über den unmittelbaren Konjunktur- und Finanzmarktzyklus hinausblickt und strukturelle Veränderungen in Weltwirtschaft, Demografie, Technologie und Geldpolitik berücksichtigt.

Die strategische Asset Allokation schafft dafür den verbindenden Rahmen: Sie übersetzt langfristige Ziele, tragbare Risiken und Liquiditätsanforderungen in eine robuste Portfoliostruktur.

Strategische Asset Allokation als Kompass

Im Kern ist die strategische Asset Allokation eine langfristig ausgerichtete Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen oder Risikofaktoren. Anstatt auf kurzfristige Marktbewegungen zu spekulieren, wird eine grundlegende Portfoliostruktur definiert, die als Kompass für die finanzielle Reise dient. Diese Struktur wird nicht willkürlich gewählt. Sie ist das Ergebnis einer fundierten Analyse, bei der die anlegerspezifischen Ziele, Präferenzen und Restriktionen im Mittelpunkt stehen. Daraus ergeben sich folgende Vorteile:

- **Bessere Planbarkeit** finanzieller Ziele, da ein systematischer Prozess die Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung erhöht.
- **Verbessertes Rendite-Risiko-Profil** durch die konsequente Nutzung verschiedener Rendite- und Diversifikationsquellen.
- **Effektivere Risikokontrolle** durch die bewusste Vermeidung von Klumpenrisiken und die Einhaltung eines klar definierten Risikobudgets.
- **Disziplinierte Umsetzung**, die Anleger in volatilen Marktphasen vor emotional getriebenen Fehlentscheidungen schützt.

Abb. 4: Der Weg zur Strategischen Asset Allokation

Illustrative Darstellung der einzelnen Bausteine zur Herleitung der strategischen Asset Allokation.



Quelle: Commerzbank-Research.

Abbildung 4 zeigt, wie die zentralen Bausteine eines strategischen Investmentprozesses ineinandergreifen. Ausgangspunkt sind die **Anlegerpräferenzen**: Renditeziel, Risikotragfähigkeit und Liquiditätsbedarf bilden zusammen mit

Anlagehorizont und Anlagevolumen die zentralen Eckpfeiler des Prozesses. Zugleich bestimmen sie, welche liquiden und illiquiden Anlageklassen berücksichtigt werden können. Die **Kapitalmarktannahmen** erfassen die strukturellen Rahmenbedingungen der Märkte und leiten daraus langfristige Renditeerwartungen als Planungsanker für das Anlageuniversum ab. Da die Zukunft jedoch stets mit Unsicherheit verbunden ist, folgt eine realistische **Risikomodellierung**. Dabei werden unterschiedliche wirtschaftliche Szenarien berücksichtigt, um die Stabilität des Portfolios unter verschiedenen Marktbedingungen zu beurteilen. So werden Wechselwirkungen zwischen den Anlagen und potenzielle Verlustrisiken sichtbar. Individuelle **Restriktionen und Nebenbedingungen** gewährleisten, dass die spätere Portfoliostruktur zur konkreten Vermögenssituation und zu den persönlichen Schwerpunkten des Investors passt. So kann beispielsweise bereits vorhandenes Immobilienvermögen als fester Bestandteil berücksichtigt werden; zugleich lassen sich Mindestliquidität, Risikobudgets oder Obergrenzen für einzelne Anlageklassen verbindlich vorgeben. Die **Portfoliooptimierung** führt schließlich alle Bausteine zu einer Portfoliostruktur zusammen, die Rendite- und Risikoerwartungen, Diversifikationspotenziale und Liquiditätsanforderungen möglichst ideal mit den Zielen des Investors verbindet. Strategische Asset Allokation beginnt damit nicht bei der Auswahl einzelner Anlagen, sondern bei den Zielen des Investors sowie seiner Fähigkeit, Risiken und langfristige Kapitalbindungen zu tragen.

Kapitalmarktannahmen als Planungsrahmen

Langfristige Kapitalmarktannahmen übersetzen strukturelle Entwicklungen und heutige Marktbedingungen in realistische Erwartungen. Für Aktien, Anleihen, Immobilien, Private Markets und Rohstoffe bilden sie damit den strategischen Planungsrahmen, um Anlageziele mit einem tragbaren Risiko und einer geeigneten Portfoliostruktur zu verbinden.

Dafür müssen die langfristig prägenden Treiber konsistent eingeordnet werden: Wachstum und Inflation bestimmen wesentlich das Zins- und Gewinnumfeld, während demografische Veränderungen auf Arbeitsangebot, Sparverhalten und Staatsfinanzen wirken. Zusammen mit heutigen Bewertungen beeinflussen diese Faktoren, welche Renditen und Risikoprämien – etwa für Aktien – in der kommenden Dekade plausibel sind.

Die Qualität dieser Annahmen hat direkte Konsequenzen für das Portfolio. Zu optimistische Erwartungen können zu einer überhöhten Risikoallokation und Verlusten führen, die der Anleger nicht tragen kann; zu vorsichtige Erwartungen können die Zielerreichung unnötig erschweren.

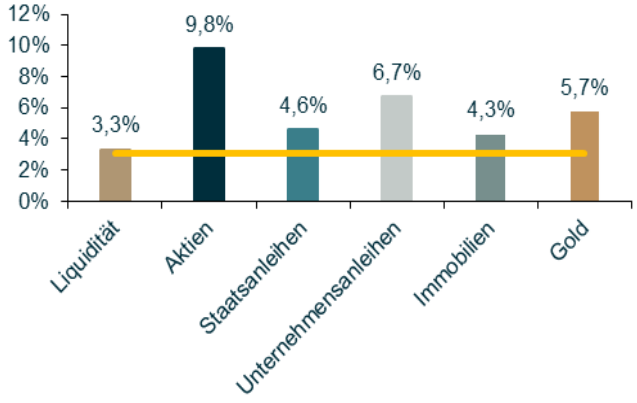
Kapitalmarktannahmen sind daher keine punktgenauen Prognosen, sondern ein Instrument für realistische Planung und robuste Entscheidungen. Sie sollten fundamental begründbar, über Anlageklassen hinweg konsistent und empirisch plausibel sein sowie durch alternative Szenarien auf ihre Belastbarkeit geprüft werden.

Lehren aus der Kapitalmarkthistorie

Um realistische Annahmen für die Zukunft zu formulieren, ist zunächst ein Blick in den Rückspiegel hilfreich. Die lange US-Kapitalmarkthistorie zeigt, dass Vermögensaufbau über lange Zeiträume in unterschiedlichen Anlageklassen möglich war, die erzielten Renditen jedoch erheblich schwankten. Zugleich wird deutlich, wie wichtig eine breite Diversifikation ist, um einzelne Risiken im Gesamtportfolio besser tragbar zu machen und mehrere Renditequellen miteinander zu verbinden.

Abb. 5: Realer Vermögensaufbau vielfältig möglich

Durchschnittliche jährliche Nominalrenditen verschiedener Anlageklassen in USD seit 1930. Die gelbe Linie zeigt die durchschnittliche US-Inflation von 3,1 % und macht sichtbar, welche Anlagen langfristig einen realen Vermögenszuwachs ermöglichten.

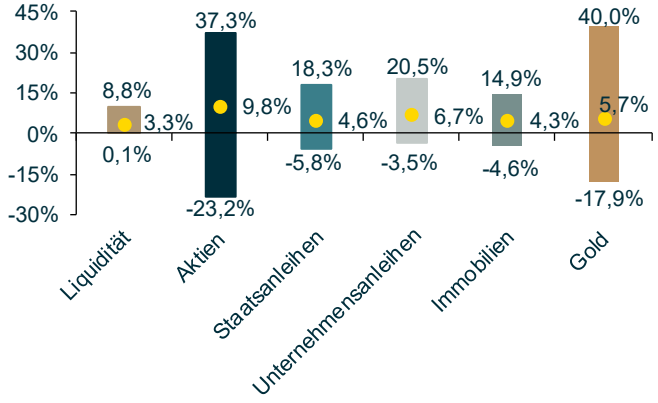


Quelle: NYU Damodaran Online, Commerzbank-Research. US-Daten von 1930 bis 2025. Aktien: S&P 500, Staatsanleihen: 10-jährige US-Treasuries, Unternehmensanleihen: Moody's BAA-geratete Anleihen und Gold: Kassakurs. Immobilien: S&P/Case-Shiller National Home Price Index (ohne laufende Mieterträge). Geometrische Durchschnitte.

Abbildung 5 illustriert die durchschnittlichen nominalen Renditen verschiedener Anlageklassen und stellt ihnen die durchschnittliche Inflation gegenüber. So wird sichtbar, in welchem Umfang langfristig ein realer Vermögenszuwachs – also eine Rendite nach Abzug der Inflation – erzielt wurde. Mit einer Anlage am Geldmarkt ließ sich historisch in etwa die Kaufkraft erhalten, ein nennenswerter realer Vermögenszuwachs jedoch kaum erreichen. Staatsanleihen erzielten im Durchschnitt eine reale Rendite von 1,5 %, Unternehmensanleihen von 3,6 % und Aktien von 6,7 %. Für Anleger bleibt die zentrale Erkenntnis: Höhere langfristige Erträge gingen mit

zusätzlichen Risiken einher – etwa mit Zinsänderungs-, Kredit- oder Aktienmarktrisiken. Entscheidend ist daher nicht, Risiken vollständig zu vermeiden, sondern sie bewusst auszuwählen und mit der eigenen Verlusttragfähigkeit sowie dem Anlagehorizont in Einklang zu bringen.

Abb. 6: Starke Schwankungsbreite über Jahre
Historische Bandbreite der Kalenderjahresrenditen verschiedener Anlageklassen. Dargestellt sind die langfristigen Durchschnittsrenditen (gelber Punkt) sowie das 5. und 95. Perzentil; zwischen beiden Grenzen liegen 90 % der beobachteten Jahresrenditen.

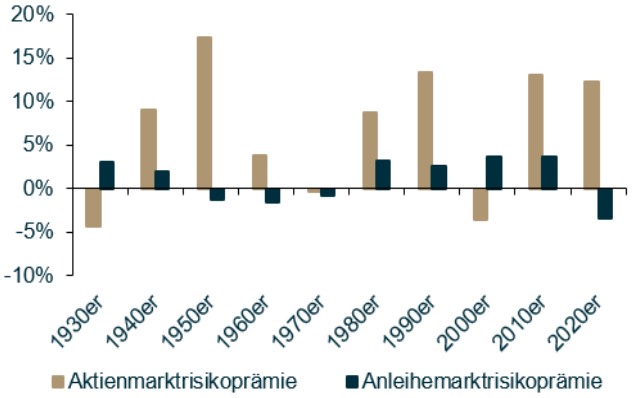


Quelle: NYU Damodaran Online, Commerzbank-Research. US-Daten von 1930 bis 2025. Aktien: S&P 500, Staatsanleihen: 10-jährige US-Treasuries, Unternehmensanleihen: Moody's BAA-geratete Anleihen und Gold: Kassakurs. Immobilien: S&P/Case-Shiller National Home Price Index (ohne laufende Mieterträge). Geometrische Durchschnitte.

Höhere langfristige Erträge entstehen nicht stetig, sondern gehen mit ausgeprägten Schwankungen einher. **Abbildung 6** zeigt für jede Anlageklasse die Bandbreite, in der 90 % der historischen Kalenderjahresrenditen lagen. Das 5. Perzentil markiert dabei ein besonders schlechtes Jahr: Nur in 5 % der beobachteten Jahre fiel die Rendite noch niedriger aus. Das 95. Perzentil steht entsprechend für ein besonders gutes Jahr: Nur in 5 % der Jahre wurde dieser Wert noch übertroffen. Bei Aktien lag die nominale Kalenderjahresrendite in besonders schlechten Jahren bei –23,2 % oder darunter, während sie in besonders guten Jahren 37,3 % oder mehr erreichte; dem gegenüber stand eine langfristige Durchschnittsrendite von 9,8 %. Diese Bandbreite verdeutlicht, dass auch attraktive langfristige Renditen mit erheblichen zwischenzeitlichen Schwankungen verbunden sein können.

Die in **Abbildung 6** gezeigten Renditeschwankungen spiegeln sich auch in den historischen Risikoprämien wider. Diese bezeichnen die Mehrrendite, die Anleger gegenüber einer kurzfristigen, weitgehend risikofreien Anlage als Vergütung für die Übernahme von Marktrisiken erzielen konnten. So ergibt sich die Aktienmarktrisikoprämie aus der Aktienmarktrendite abzüglich der Geldmarktrendite; analog lässt sich die realisierte Prämie von Anleihen und anderen Anlageklassen bestimmen. Die ausgewiesenen Mehrrenditen sind nicht mit der künftig erwarteten Risikoprämie gleichzusetzen, liefern jedoch wichtige Hinweise auf Höhe, Schwankungsbreite und mögliche Dauer von Risikoentlohnungen.

Abb. 7: Historische Risikoprämien variieren
Verlauf ausgewählter ex-post Risikoprämien gegenüber dem US-Geldmarktsatz. Dargestellt sind Durchschnittsrenditen über einzelne Dekaden.



Quelle: NYU Damodaran Online, Commerzbank-Research. Jährliche Daten von 1930 bis 2025. Risikoprämien gemessen als arithmetische Durchschnittsrendite der jeweiligen Anlageklasse abzüglich des US-Geldmarktsatzes.

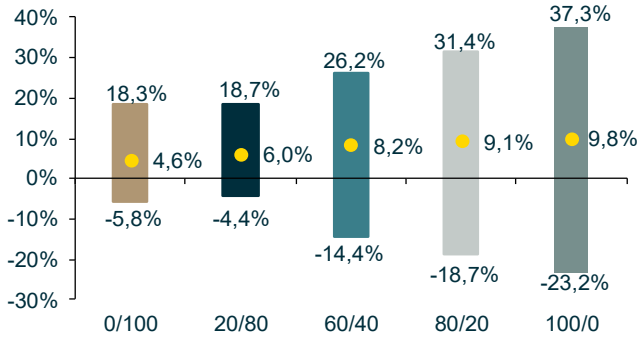
Wie deutlich diese Prämien selbst über lange Anlagehorizonte schwanken, zeigt **Abbildung 7** anhand von Durchschnittswerten über einzelne Dekaden seit 1930. Die realisierte Aktienmarktrisikoprämie fiel sowohl in den 1930er- und 1970er-Jahren als auch in den 2000er-Jahren im Durchschnitt negativ aus: Anleger wurden in diesen Perioden trotz des eingegangenen Aktienmarktrisikos gegenüber dem Geldmarkt nicht mit einer Mehrrendite entlohnt. Auch Anleihen lieferten keine stetige Risikoprämie. Ihre realisierte Prämie war von den 1950er- bis in die 1970er-Jahre und erneut in den letzten fünf Jahren durchschnittlich negativ. **Abbildung 7** verdeutlicht damit, dass selbst eine Dekade nicht zwingend ausreicht, um für die Übernahme von Markt- oder Zinsänderungsrisiken eine positive Mehrrendite zu erzielen. Langfristige Durchschnittswerte sind daher weder ein Renditeversprechen für einzelne Jahre noch für eine bestimmte Dekade. Für strategische Kapitalmarktannahmen sollten Risikoprämien über lange Zeiträume und unterschiedliche Marktregime beurteilt werden; entscheidend sind neben ihrer durchschnittlichen Höhe auch das Ausmaß und die Dauer möglicher Abweichungen.

Die ausgeprägten Schwankungen einzelner Anlageklassen sprechen nicht gegen langfristiges Investieren – sie unterstreichen die Bedeutung der Portfolioperspektive. Entscheidend ist nicht, welche Anlageklasse in einem einzelnen Jahr

die höchste Rendite erzielt, sondern wie sich unterschiedliche Rendite- und Risikotreiber so kombinieren lassen, dass das Gesamtportfolio zur Verlusttragfähigkeit des Anlegers passt und nicht von einer einzelnen Ertragsquelle abhängig ist.

Da Aktien, Anleihen und andere Anlagen nicht in jeder Marktphase gleich reagieren, kann ihre Kombination die Schwankungen des Gesamtportfolios glätten und Verlustrisiken begrenzen. Zugleich eröffnet ein breiteres Anlageuniversum die Möglichkeit, mehrere voneinander unterschiedliche Renditequellen einzubinden. **Abbildung 8** verdeutlicht diesen Diversifikationseffekt anhand eines einfachen Beispiels: Durch ein Mischportfolio aus Aktien und Anleihen verringerte sich die historische Schwankungsbreite gegenüber einem reinen Aktienportfolio deutlich, bei vergleichsweise moderaten Renditeeinbußen.

Abb. 8: Diversifikation verbessert Rendite-Risikoprofil
Historische Bandbreite der Kalenderjahresrenditen unterschiedlich zusammengesetzter Aktien-/Renten-Portfolios. Dargestellt sind die durchschnittliche Rendite (gelber Punkt) sowie das 5. und 95. Perzentil; 0/100 bezeichnet ein reines Rentenportfolio und 100/0 ein reines Aktienportfolio.



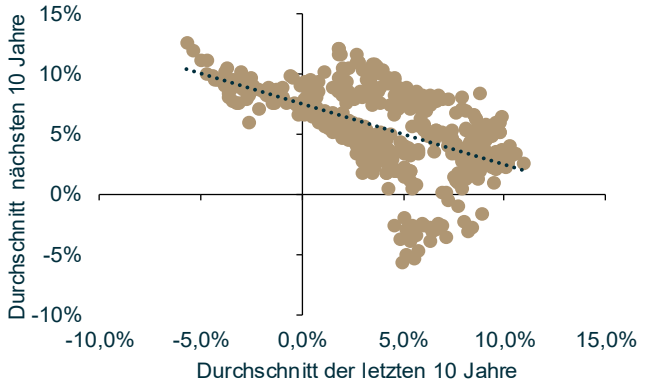
Quelle: Commerzbank-Research, NYU Damodaran Online, Bloomberg. US-Daten von 1930 bis 2025. 0/100 repräsentiert ein reines Rentenportfolio und 100/0 ein reines Aktienportfolio.

Aus der Historie ergeben sich damit mehrere miteinander verbundene Lehren: Langfristiger realer Vermögensaufbau setzt Renditen oberhalb der Inflation voraus und war häufig mit der Übernahme zusätzlicher Risiken verbunden. Die gesamte Wertentwicklung einer Anlage kann dabei stark schwanken; auch die gegenüber einer risikofreien Referenz gemessenen Risikoprämien werden nicht stetig verdient. Eine breite Kombination unterschiedlicher Rendite- und Risikotreiber kann diese Schwankungen im Portfolio besser tragbar machen. Für die strategische Planung hat der Rückblick dennoch eine klare Grenze: Historische Renditen, Risikoprämien und Zusammenhänge sind wertvolle Referenzpunkte, aber keine unveränderlichen Naturgesetze. Zinsniveau, Inflation, Bewertungen und wirtschaftliche Rahmenbedingungen verändern sich – und mit ihnen die Ertragsaussichten und Wechselwirkungen der Anlageklassen.

Die Rolle der Vergangenheit für die Zukunft
Historische Daten bleiben für langfristige Kapitalmarktannahmen unverzichtbar. Sie zeigen, welche Renditen und Verluste in unterschiedlichen Marktphasen aufgetreten sind, wie stabil Risikoprämien waren und wie sich Anlageklassen im Portfolio zueinander verhalten haben. Problematisch wird der Rückblick erst dann, wenn die zuletzt erzielten Renditen mechanisch in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Gerade die vergangene Dekade bietet hierfür ein anschauliches Beispiel. Eine außergewöhnlich expansive Geld- und Fiskalpolitik, sinkende Diskontierungssätze, steigende Bewertungen und eine hohe Dynamik der Unternehmensgewinne begünstigten Aktien, während das historisch niedrige Zinsniveau die Ertragsaussichten von Anleihen begrenzte. So übertraf der MSCI World den USD-Geldmarkt in den vergangenen zehn Jahren um rund 10 % p. a. – eine etwa doppelt so hohe Aktienmarktrisikoprämie wie im Durchschnitt seit 1970. Eine Fortschreibung dieses außergewöhnlichen Umfelds wäre jedoch wenig plausibel.

Abb. 9: Letzte Dekade meist kein guter Ratgeber
Zusammenhang zwischen der historischen und zukünftigen Aktienmarktrisikoprämie für den MSCI World auf Basis rollierender 10-Jahres-Durchschnittswerte (über Geldmarktsatz in USD).



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg. MSCI World minus US 3M Treasury Bills. 1970/01-2026/09.

Abbildung 9 zeigt, dass die Risikoprämie der vorangegangenen zehn Jahre kein verlässlicher, eigenständiger Schätzer für die der folgenden Dekade war, was auf Basis des klar negativen Zusammenhangs ersichtlich ist. Risikoprämien der Vergangenheit enthalten zwar Informationen, ihre Aussagekraft wird jedoch wesentlich von Ausgangsbewertungen, Zinsniveau, Inflation und dem jeweiligen makroökonomischen

Regime überlagert. Hohe Bewertungen können zukünftige Renditen begrenzen, während ökonomische Schwächephasen häufig attraktivere Ausgangsbedingungen schaffen. Die Vergangenheit dient deshalb der Kalibrierung und Plausibilisierung – nicht als automatische Prognose.

Vom Rückblick zur Renditeerwartung

Wenn historische Renditen kein verlässlicher Schätzer für die Zukunft sind, braucht es einen systematischen Rahmen zur Formulierung langfristiger Kapitalmarktannahmen. **Abbildung 10** ordnet die dafür verfügbaren Ansätze entlang zweier Grundfragen: Berücksichtigen die Renditeerwartungen mögliche Über- oder Unterbewertungen – und werden Risikoprämien als langfristig konstant oder als zeitvariabel verstanden? Aus dieser Einordnung ergeben sich vier methodische Zugänge, die historische Erfahrungen, heutige Bewertungen, aktuelle Marktpreise und prospektive Ertragsquellen unterschiedlich gewichten.

1. **Historischer Durchschnitt:** Der einfachste Ansatz unterstellt, dass die über lange Zeiträume beobachteten Renditen und Risikoprämien auch künftig gelten. Voraussetzung ist eine Datenhistorie, die mehrere Konjunktur-, Zins- und Bewertungszyklen umfasst; eine einzelne Dekade ist dafür in der Regel zu kurz. Historische Durchschnittsansätze sind transparent und leicht nachvollziehbar, reagieren jedoch nur unzureichend auf veränderte Zins-, Inflations- und Bewertungsniveaus sowie auf strukturelle Regimewechsel.
2. **Bewertungsadjustierter Rückblick:** Dieser Ansatz ergänzt den langfristigen historischen Mittelwert um eine Korrektur für die aktuelle Über- oder Unterbewertung. Hohe Einstiegsbewertungen dämpfen, günstige Bewertungen erhöhen die Renditeerwartung. Damit berücksichtigt der Ansatz die Tendenz von Bewertungen zur Mean-Reversion – also der langfristigen Rückkehr zum historischen Mittelwert. Das Ergebnis bleibt jedoch stark von der Wahl des historischen Vergleichszeitraums und der Annahme eines vermeintlich fairen Bewertungsniveaus abhängig.
3. **Marktimpliziter Ansatz:** Implizite Erwartungen werden aus aktuellen Preisen, Renditekurven, Gewinnrenditen oder Risikoaufschlägen abgeleitet. Der Vorteil liegt in der unmittelbaren Abbildung der gegenwärtigen Informationslage. Marktpreise enthalten jedoch nicht nur fundamentale Erwartungen, sondern spiegeln auch Risikoaversion, Liquiditätsbedingungen, Positionierung und temporäre Verzerrungen bzw. Fehlbepreisungen wider. Besonders in Stress- oder Euphorie-Phasen können die Signale daher fehlleiten. Marktimplizite Größen sind ein wichtiger Ausgangspunkt, aber kein vollständiges Bild der langfristig zu erwartenden Rendite.
4. **Prospektiver Fundamentalansatz:** Dieser Ansatz setzt bei den ökonomischen Quellen der künftigen Rendite an. Er fragt beispielsweise, welche laufenden Erträge, Wachstumsraten, Bewertungsänderungen, Ausfallverluste oder Währungseffekte über den Anlagehorizont plausibel sind. Dadurch lassen sich heutige Ausgangsbedingungen und strukturelle Veränderungen gegenüber der Vergangenheit ausdrücklich berücksichtigen. Das ist besonders relevant, weil Risikoprämien im Zeitablauf schwanken und aktuelle Bewertungen einen messbaren Einfluss auf die langfristig erzielbaren Mehrerträge haben. Die einzelnen Annahmen müssen allerdings transparent hergeleitet und sowohl untereinander als auch über Anlageklassen hinweg konsistent sein.

Abb. 10: Auf die Annahmen kommt es an!

Vergleich unterschiedlicher Systematiken zur Herleitung langfristiger Renditeerwartungen.



Quelle: Commerzbank-Research in Anlehnung an AQR.

Für Anleger ist die zentrale Botschaft: Renditeerwartungen sind keine punktgenauen Prognosen, sondern das Ergebnis eines nachvollziehbaren Annahmerahmens. Kein einzelner Ansatz liefert allein ein vollständiges Bild. Vielmehr erfüllen die verschiedenen Ansätze unterschiedliche Funktionen. Historische Daten dienen der Kalibrierung und Plausibilisierung, Bewertungen und Marktpreise erfassen die heutigen Ausgangsbedingungen, und prospektive Fundamentaldaten machen die künftig tragfähigen Ertragsquellen sichtbar.

Unser Ansatz für die erwarteten Renditen

Aus den vorangegangenen Abschnitten ergibt sich ein doppelter Anspruch: Renditeerwartungen müssen die heutigen Ausgangsbedingungen berücksichtigen, dürfen aber weder historische Sonderphasen noch aktuelle Marktpreise unkritisch fortschreiben. Zugleich müssen sie so formuliert sein, dass ihr Beitrag zur Portfoliokonstruktion nachvollziehbar

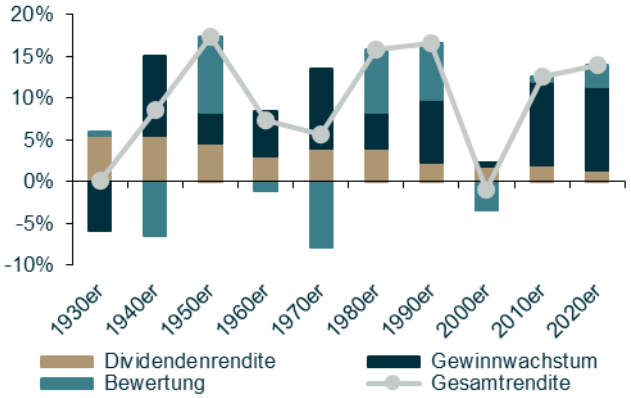
bleibt. Der prospektive Fundamentalansatz erfüllt diesen Anspruch, indem er nicht mit einer vermeintlich präzisen Gesamtrendite beginnt, sondern mit der Frage, welche ökonomischen Quellen diese Rendite über die kommende Dekade tragen können. Zugleich eröffnet er die Möglichkeit, strategische Einschätzungen des Commerzbank Research zu ökonomischen Entwicklungen – etwa zu Wachstum, Inflation oder strukturellen Marktveränderungen – gezielt und transparent in die einzelnen Renditebausteine einfließen zu lassen.

Die Logik ist in drei Schritten transparent. Erstens zerlegen wir die Gesamtrendite in klar definierte, wirtschaftlich interpretierbare Komponenten. Zweitens schätzen wir jede Komponente mit dem dafür geeigneten Anker – etwa heutigen Marktdaten, fundamentalen Langfristannahmen oder historischen Erfahrungswerten. Drittens führen wir die Bausteine ohne Doppelzählungen zu einer konsistenten Zehnjahreserwartung zusammen und prüfen das Ergebnis im Vergleich zu historischen Bandbreiten, Marktpreisen und alternativen Szenarien. Die Historie dient damit der Einordnung, nicht der mechanischen Fortschreibung; aktuelle Preise liefern den Startpunkt, nicht automatisch das Endergebnis.

Welche Komponenten relevant sind, hängt von der ökonomischen Funktionsweise der Anlageklasse ab. Bei **Aktien** entsteht die erwartete Rendite aus Ausschüttungen, langfristigem Gewinnwachstum und Bewertungsänderungen. Bei **Anleihen** bildet die aktuelle Rendite den zentralen Ausgangspunkt; hinzu kommen Bewertungseffekte aufgrund von Laufzeitverkürzungen (Rolldown) sowie mögliche Veränderungen von Zinsen und Spreads, während erwartete Ausfälle und Ratingänderungen den Ertrag mindern. Die Rendite von **Rohstoffanlagen** wird vor allem durch die Entwicklung der Rohstoffpreise bestimmt. Bei Futures-Investments kommen die Rollrendite und die Verzinsung des hinterlegten Kapitals hinzu. Bei **Immobilien** stehen Nettomietrendite, Mietwachstum sowie mögliche Preis- und Bewertungsänderungen im Vordergrund. Für **Private Markets** beginnt die Herleitung bei einer liquiden Vergleichsanlage; ergänzt werden Vergütungen für Illiquidität und Komplexität, abzüglich spezifischer Risiken. Zusätzlich muss am Ende für jede Anlageklasse die spezifische **Währungsperspektive** eines Investors berücksichtigt werden.

Wie unterschiedlich die einzelnen Renditebausteine wirken können, zeigt das Beispiel des Aktienmarktes. Dessen langfristige Rendite lässt sich vereinfacht in Dividendenrendite, Gewinnwachstum der Unternehmen und Veränderungen der Bewertung zerlegen. Der historische Gesamtertrag allein verdeckt jedoch, dass sich der Beitrag dieser Komponenten im Zeitverlauf erheblich verändert hat.
Abbildung 11 verdeutlicht, dass ähnlich hohe Gesamtrenditen auf sehr unterschiedlichen Treibern beruhen können. Während in den meisten Dekaden vor allem Dividenden und Gewinnwachstum die Wertentwicklung bestimmten, trugen in anderen Phasen steigende Bewertungen wesentlich zur Rendite bei. Dieser Bewertungseffekt lässt sich jedoch nicht beliebig fortschreiben: Steigende Bewertungsmultiplikatoren erhöhen zwar die historische Rendite, schaffen zugleich aber einen anspruchsvolleren Ausgangspunkt für die Zukunft. So war der Bewertungsbeitrag in den 1940er-, 1960er- und 1970er-Jahren sowie in den 2000er-Jahren im Durchschnitt negativ.

Abb. 11: Renditetreiber variieren über Dekaden
Historische Zerlegung der durchschnittlichen jährlichen Rendite des US-Aktienmarktes in Dividendenrendite, Gewinnwachstum und Bewertungsveränderung nach Dekaden.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Shiller Data, Amit Goyal Website. Monatliche Daten für den S&P 500 von 1930 bis 2025. Arithmetische Durchschnitte pro Dekade.

Für langfristige Renditeerwartungen genügt es daher nicht, den historischen Durchschnitt fortzuschreiben. Erforderlich ist eine differenzierte Einschätzung, welche Renditequellen ausgehend vom heutigen Marktumfeld künftig tragfähig sind. Genau hier setzt der Komponentenansatz an: Er betrachtet Ausschüttungen, Gewinnwachstum und mögliche Bewertungsveränderungen getrennt und führt sie anschließend zu einer konsistenten langfristigen Renditeerwartung zusammen.

Die Sinnhaftigkeit dieser Zerlegung liegt nicht in zusätzlicher Modellkomplexität, sondern in besserer Entscheidungsqualität. Erstens wird sichtbar, woher eine erwartete Rendite stammt: aus Ausschüttungen, fundamentalem Wachstum, Bewertungsveränderungen oder der Vergütung eines konkreten Risikos. Zweitens lassen sich Unterschiede zwischen Anlageklassen auf einer gemeinsamen ökonomischen Basis vergleichen. Drittens können Annahmen gezielt hinterfragt

und aktualisiert werden: Ändert sich beispielsweise das Zinsniveau, die Gewinnperspektive oder die Bewertung, muss nicht die gesamte Prognose neu erfunden werden – betroffen ist zunächst der jeweilige Baustein. Dies erleichtert auch die Formulierung alternativer Szenarien und macht die Unsicherheit der Schätzung explizit.

Für die strategische Asset Allokation entsteht daraus ein konsistenter Entscheidungsrahmen. Die erwarteten Renditen lassen sich nicht nur zwischen Anlageklassen vergleichen, sondern zugleich anhand von verschiedenen Szenarien danach beurteilen, welche Risiken, Liquiditätsbindungen und Diversifikationseigenschaften ihnen gegenüberstehen. Der Komponentenansatz liefert somit mehr als einen Zahlenwert: Er zeigt, welche Prämien ein Portfolio vereinnahmen soll, unter welchen Annahmen dies plausibel ist und wodurch die Erwartung enttäuscht werden könnte.

Bevor die folgenden Kapitel diese Logik auf die einzelnen Anlageklassen anwenden, markieren die strukturellen Faktoren zunächst die großen Linien des Kapitalmarktumfelds der kommenden Dekade. Auf dieser Grundlage legen die anschließenden Kapitel die jeweils maßgeblichen Renditebausteine offen und leiten daraus die erwarteten Renditen für die einzelnen Anlageklassen ab. Sämtliche Erwartungen werden aus Sicht eines Euro-Investors mit einem Anlagehorizont von 10 Jahren formuliert. **Abbildung 59** im Anhang liefert eine Übersicht der verwendeten Indizes. Für liquide Anlagen beziehen sich die Kapitalmarktannahmen auf repräsentative Marktindizes vor Kosten. Für Anlagen in Private Markets wie Private Equity, Private Debt oder Infrastruktur werden die Renditeerwartungen nach Kosten ausgewiesen, da ihre Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien nicht passiv und kostengünstig replizierbar sind. So führt der Weg konsequent von den strukturellen Leitplanken über zukunftsgerichtete Renditequellen zu vergleichbaren Kapitalmarktannahmen – und von dort zur robusten Portfoliokonstruktion.

Kernbotschaften für den Investor

Strategie vor Prognose: Die strategische Asset Allokation übersetzt Ziele, Verlusttragfähigkeit, Anlagehorizont und Liquiditätsbedarf in eine belastbare Portfoliostruktur.

Risiken bewusst tragen: Langfristiger realer Vermögensaufbau erfordert die Übernahme von Risiken; entscheidend ist nicht, diese zu vermeiden, sondern sie passend zur eigenen Risikotoleranz auszuwählen und sinnvoll zu diversifizieren.

Nicht den Rückspiegel fortschreiben: Historische Renditen dienen der Kalibrierung, sind aber kein Renditeversprechen. Erwartungen sollten aus heutigen Bewertungen, laufenden Erträgen und fundamentalen Renditetreibern abgeleitet werden.

Mit Unsicherheit planen: Kapitalmarktannahmen sind keine Punktprognosen, sondern ein Instrument für realistische Planung und robuste Entscheidungen. Sie sollten transparent, über Anlageklassen hinweg konsistent und in alternativen Szenarien belastbar sein. Für Investoren folgt daraus: Ziele zuerst definieren, Renditequellen verstehen, Risiken und Liquidität im Zusammenhang steuern – und die Strategie auch in volatilen Phasen diszipliniert umsetzen.

Die Spielregeln ändern sich

Welche strukturellen Kräfte prägen die Finanzmärkte der nächsten Dekade?

- **Neue Kapitalmarktwelt**: Die Nullzinsära war die Ausnahme. Erträge werden wieder stärker von laufenden Cashflows, fundamentalem Wachstum und Risikoprämien bestimmt.
- **Sechs strukturelle Kräfte:** Technologie eröffnet Produktivitätspotenziale, während Demografie, Fragmentierung, Verteidigungsausgaben sowie Schulden und Defizite Wachstum, Inflation und Zinsen neu austarieren.
- **Diversifikation wird regimeabhängiger:** Anleihen bieten wieder laufende Erträge, schützen aber nicht bei jedem Schock zuverlässig vor Aktienverlusten.
- **Aktien bleiben der Renditemotor:** Künftige Erträge müssen stärker aus Ausschüttungen und Gewinnwachstum kommen, da weiterer Bewertungsrückenwind weniger wahrscheinlich ist.
- **Portfolios müssen breiter aufgestellt werden:** Währungen, Rohstoffe und Private Assets können zusätzliche Rendite- und Risikotreiber erschließen, erfordern aber eine bewusste Steuerung von Liquidität und Umsetzungsrisiken.

Die Welt nach der Nullzinsära

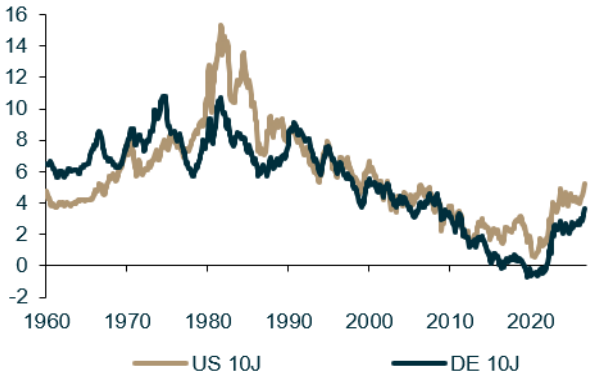
Die kommende Dekade lässt sich nicht nach den Regeln der 2010er-Jahre investieren. Über viele Jahre profitierten Anleger von einem außergewöhnlich günstigen Kapitalmarktumfeld: sinkende Zinsen, niedrige Inflation und eine hohe wirtschaftliche Integration sorgten für Rückenwind über nahezu alle Anlageklassen hinweg. Bewertungssteigerungen leisteten einen hohen Beitrag zu den erzielten Renditen, während Staatsanleihen gleichzeitig Erträge lieferten und Portfolios stabilisierten.

Dieses Umfeld gehört der Vergangenheit an. Bereits seit 2022 sind die höheren Zins- und Inflationsniveaus ein klares Signal des Wandels (siehe **Abbildung 12**). Auch der jüngste, breite Anstieg der Renditeniveaus von Staatsanleihen entwickelter Volkswirtschaften verdeutlicht dies. Die Kapitalmärkte befinden sich am Übergang in ein neues Regime, in dem die Rahmenbedingungen anspruchsvoller, aber nicht zwangsläufig schlechter werden. Renditen werden künftig weniger von einer fortgesetzten Ausweitung der Bewertungen und stärker von laufenden Erträgen, Fundamentaldaten und der Vereinnahmung von Risikoprämien bestimmt. Zusätzlich wird die kommende Dekade durch größere makroökonomische und geopolitische Unsicherheit, größere Unterschiede zwischen Gewinnern und Verlierern sowie eine stärkere Bedeutung aktiver Allokationsentscheidungen geprägt sein.

Für Anleger bedeutet dieser Wandel mehr als eine Anpassung einzelner Kapitalmarkterwartungen. Mit dem Übergang in ein neues Kapitalmarktregime müssen Investoren ihre grundsätzlichen Kapitalmarktannahmen überdenken und neu ausrichten. Langfristige Annahmen zu Wachstum, Inflation und Zinsen sowie die daraus abgeleiteten Rendite-, Risiko- und Korrelationsannahmen können nicht mehr einfach aus den Erfahrungen der vergangenen Dekaden fortgeschrieben werden. Eine erfolgreiche Strategische Asset Allokation beginnt daher mit einem fundierten Verständnis der strukturellen Kräfte, die die Kapitalmärkte der kommenden Jahre prägen werden.

Abb. 12: Die Nullzinswelt ist vorbei

Entwicklung der Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen (in %)



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, OECD. Monatliche Daten von 1960 bis 2026/09.

Sechs Kräfte verändern die Spielregeln der Kapitalmärkte

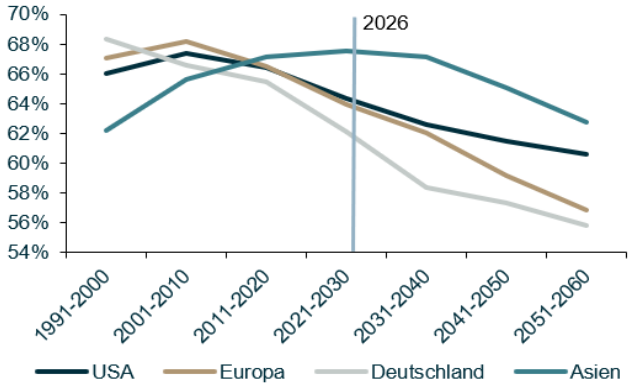
Die bereits beobachtbaren Veränderungen im Zins- und Inflationsumfeld sind nicht der Ausgangspunkt, sondern das Ergebnis tiefer liegender struktureller Veränderungen. Sechs Kräfte werden die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte in der kommenden Dekade besonders prägen: technologischer Fortschritt, demografischer Wandel, geopolitische Fragmentierung und Deglobalisierung, eine De-Dollarisierung, steigende Rüstungsausgaben und die Frage der Tragfähigkeit staatlicher Verschuldung. Letztgenanntes Thema ist insbesondere für die USA von hoher Tragweite und könnte

langfristig die Rolle des US-Dollars als dominante Weltwährung herausfordern. Angesichts der jüngsten Anstiege der Risikoprämien französischer Staatsanleihen zeigt sich jedoch, dass auch Europa gegenüber diesem Risiko verwundbar ist. In ihrer Gesamtheit bestimmen diese Kräfte das ökonomische Wachstum, die Höhe und Anfälligkeit gegenüber inflationären Schocks und damit das nominale Zinsniveau auf globaler Ebene. **Abbildung 14** fasst die sechs Kräfte zusammen. Für Anleger sind diese Kräfte wesentlich, da sie die Rendite- und Risikoeigenschaften vieler Anlageklassen nachhaltig verändern können.

Die Kräfte wirken nicht in eine einheitliche Richtung. Zudem bestehen erhebliche Wechselwirkungen zwischen diesen Kräften. **Digitalisierung (Künstliche Intelligenz & Robotik)** ist die wichtigste positive wirtschaftliche Hoffnung der kommenden Dekade. Die zunehmende Automatisierung von Prozessen, datengetriebene Geschäftsmodelle und Fortschritte bei künstlicher Intelligenz können einen wichtigen Beitrag leisten, um Wachstumsschwächen anderer Sektoren zu kompensieren. Gleichzeitig entstehen neue Marktführer, während sich die wirtschaftliche Dynamik zunehmend auf Regionen und Unternehmen konzentrieren könnte, die technologische Innovation erfolgreich in wirtschaftlichen Erfolg umsetzen.

Dieser positiven Kraft stehen mehrere strukturelle Belastungen gegenüber. Die **demografische Entwicklung** wirkt dagegen in vielen Industrieländern belastend auf das Wachstumspotenzial. Die Alterung der Bevölkerung schreitet voran, das Wachstum der Erwerbsbevölkerung verlangsamt sich, die Zahl der Rentenempfänger steigt. **Abbildung 13** zeigt diesen demografischen Gegenwind. Dadurch steigen die fiskalischen Belastungen. Ohne deutliche Produktivitätsfortschritte droht ein strukturell geringeres Trendwachstum bei höheren Lohn- bzw. Produktionskosten.
Gleichzeitig werden Lieferketten zunehmend nach Sicherheit und geopolitischer Verlässlichkeit statt nach Kosten organisiert. Die **Deglobalisierung** markiert einen Bruch mit einem der wichtigsten Wachstumstreiber der vergangenen Jahrzehnte. Die Rückverlagerung von Produktion, die stärkere Konzentration auf politisch verbündete Staaten und protektionistische Maßnahmen erhöhen zwar die Widerstandsfähigkeit, senken aber das ökonomische Wachstum und führen zu höheren Produktionskosten und zusätzlichem Inflationsdruck. Geopolitische Konflikte – der seit März 2026 andauernde Iran-Konflikt ist ein markantes Beispiel – verstärken das Risiko wiederkehrender Angebots- und Preisschocks.

Abb. 13: Knappheit erzwingt mehr Produktivität – oder erzeugt Inflation
Anteil der Menschen im erwerbsfähigen Alter (15–65 Jahre) an der Bevölkerung



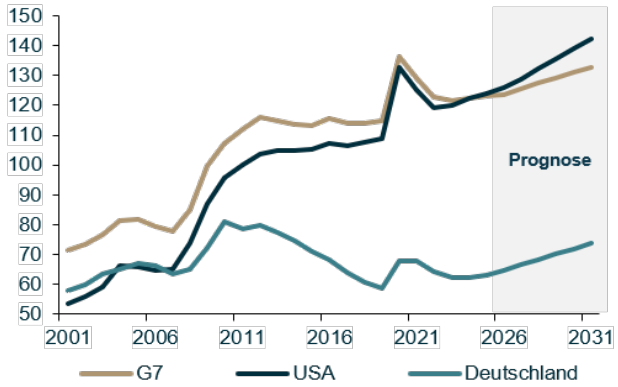
Quelle: Global Change Data Lab, Commerzbank-Research.

Abb. 14: Unsere „6 D's": Treiber der Kapitalmärkte in der nächsten Dekade
Sechs Kräfte werden die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte besonders prägen: technologischer Fortschritt, demografischer Wandel, Deglobalisierung, steigende Verteidigungsausgaben, Schulden und fiskalische Defizite sowie De-Dollarisierung,



Quelle: Commerzbank-Research.

Abb. 15: Zunehmende Verschuldung der Industriestaaten
Verschuldungsquote relativ zum BIP in %, ab 2026 IWF-Prognosen



Quelle: IWF, Commerzbank-Research. Prognosewerte ab 2026.

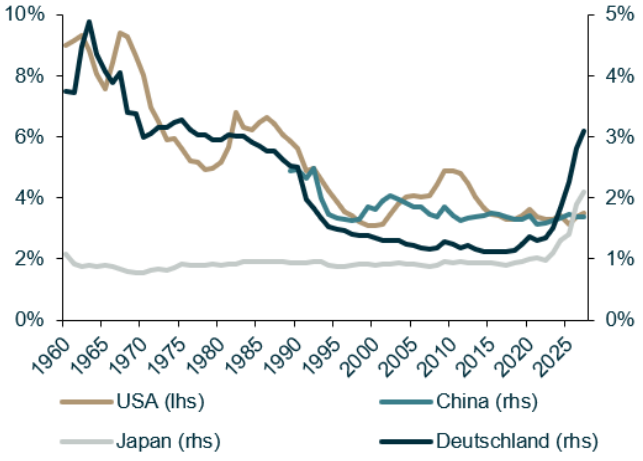
Die fiskalischen Herausforderungen vieler Staaten dürften zu den prägenden Themen der kommenden Jahre gehören. Die **hohe Staatsverschuldung („Debt & Fiscal Deficits“)** trifft auf steigende Ausgaben für Verteidigung, Infrastruktur, Digitalisierung und soziale Sicherungssysteme. **Abbildung 15** verdeutlicht den wachsenden Schuldendruck. Insbesondere die geopolitischen Spannungen der vergangenen Jahre haben in vielen Industrieländern zu einer **deutlichen Ausweitung der Verteidigungsbudgets („Defense“)** geführt. Diese Ausgaben können die wirtschaftliche Aktivität kurzfristig stützen und einzelne Industriezweige begünstigen, erhöhen zugleich jedoch den Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand. Der Ausgabentrend wird in **Abbildung 16** sichtbar. Da ihr langfristiger Beitrag zum Produktivitätswachstum häufig geringer ausfällt als bei Investitionen in Infrastruktur, Bildung oder Digitalisierung, verstärken sie den Zielkonflikt zwischen Wachstum, Schuldentragfähigkeit und Preisstabilität. Gleichzeitig erhöht das höhere Zinsniveau die Finanzierungskosten. Für die Kapitalmärkte spricht dies für ein Umfeld mit höheren Staatsdefiziten, strukturellem Inflationsdruck und steigenden Finanzierungserfordernissen.

Eine verbleibende strukturelle Kraft betrifft die abnehmende Dominanz des US-Dollars als „Weltwährung“. Zwar bleibt der US-Dollar mangels überzeugender Alternativen auf absehbare Zeit die wichtigste Reserve- und Transaktionswährung der Welt. Unterdessen nehmen jedoch die fiskalischen Belastungen der USA, geopolitische Spannungen und die Bestrebungen vieler Staaten zu, ihre Abhängigkeit vom Dollar zu reduzieren. Für die Kapitalmärkte bedeutet diese **„De-Dollarisierung“** keinen abrupten Bruch, wohl aber den Übergang zu einer stärker multipolaren Währungsordnung.

Wechselkurse, Kapitalströme und die Finanzierungskosten von Staaten könnten dadurch langfristig volatiler werden.

In ihrer Gesamtheit deuten diese Entwicklungen auf ein Umfeld hin, das sich deutlich von der Zeit nach der globalen Finanzkrise unterscheidet. KI und technologischer Fortschritt besitzen das Potenzial, die Produktivität von Unternehmen und Volkswirtschaften deutlich zu steigern, das langfristige Wachstum zu erhöhen und gleichzeitig disinflationär zu wirken. Demografie, eine fragmentierte Weltwirtschaft und fiskalische Belastungen wirken in die entgegengesetzte Richtung. Insgesamt spricht vieles für ein Umfeld mit **moderatem, regional und sektoral unterschiedlich verteiltem Wachstum**, mit strukturell **höherem Inflationsdruck** und einem Zinsniveau, das über den außergewöhnlich niedrigen Werten der vergangenen Dekade liegen dürfte.

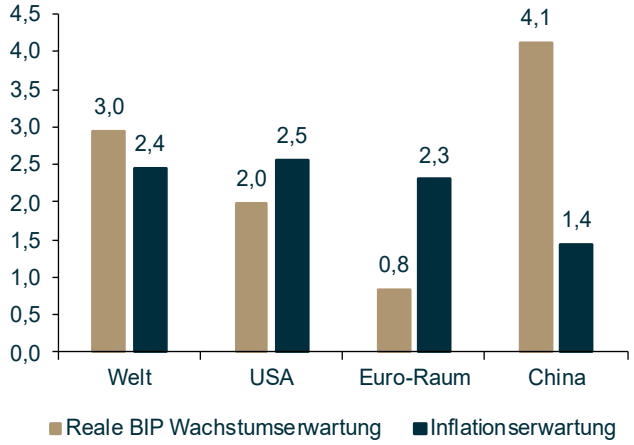
Abb. 16: Verteidigungsausgaben wie im „Kalten Krieg“?!
Militärausgaben der Staaten in % des BIP, Werte für 2026 und 2027 basieren auf Haushaltsplanungen.



Quelle: SIPRI, Commerzbank-Research.

Abbildung 17 zeigt unsere regionalen Wachstums- und Inflationserwartungen. Wir prognostizieren ein moderates ökonomisches Wachstum in allen Regionen. Aufgrund des höheren Potenzialwachstums erwarten wir für die USA deutliche Wachstumsvorteile gegenüber Europa. Die Inflation sehen wir im Durchschnitt oberhalb von 2 % in beiden Währungsregionen. Dies wird die Zentralbanken entsprechend in ihrer Geldpolitik – relativ zu den 2010er Jahren – einschränken. Eine Rückkehr zur Nullzinswelt ist angesichts dieser Kräfte unwahrscheinlich.

Abb. 17: Erwartungen für das durchschnittliche Wachstum und die Inflation in der kommenden Dekade
Wachstum auf Basis des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) und Inflation auf Basis des Verbraucherpreisindex in %



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg. Zeitraum 2027–2036. Stand 30.09.2026.

Anleihen: Renaissance der Ertragsquelle, aber nicht der alten Sicherheit

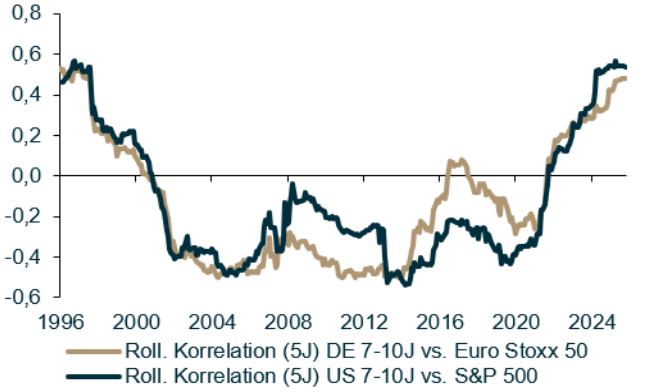
„Anleihen sind zurück als Renditequelle, aber nicht zurück in ihre alte Rolle als verlässlicher Krisenhedge."

Keine Anlageklasse wird durch das neue Regime so unmittelbar verändert wie das Anleihesegment. Nach Jahren negativer oder kaum positiver Realzinsen bieten Staats- und IG-Unternehmensanleihen wieder ein Renditeniveau, das ihren Platz in strategischen Portfolios als Renditequelle fundamental aufwertet. Anleihen sind nicht länger nur Stabilitätsanker mit begrenztem Ertragspotenzial, sondern wieder eine eigenständige Ertragsquelle.

Diese Renaissance ist real, aber sie ist kein „Free Lunch". Die höheren Zinsen spiegeln nicht nur attraktivere Einstiegsmöglichkeiten wider, sondern auch die Risiken des neuen Kapitalmarktregimes. Der steigende Finanzierungsbedarf vieler Staaten, nicht zuletzt infolge demografischer Belastungen, höherer Verteidigungsausgaben sowie notwendiger Investitionen in Infrastruktur und Transformation, führt zu erhöhter Unsicherheit über die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen und darüber zu höheren Laufzeitprämien. Gleichzeitig wirken Deglobalisierung, geopolitische Spannungen und eine nachlassende Unabhängigkeit der Zentralbanken tendenziell inflationstreibend, sodass ein Teil der höheren (Nominal-)Zinsen auch Ausdruck gestiegener Inflationserwartungen bzw. -unsicherheit ist. Anleiheinvestoren werden für diese Unsicherheiten kompensiert, müssen dafür aber ein Umfeld akzeptieren, das stärker von Inflations- und Verschuldungsrisiken geprägt ist als in den vergangenen Jahrzehnten.

In den 2010er Jahren profitierten viele Multi-Asset-Portfolios davon, dass Staatsanleihen bei fallenden Wachstumserwartungen und in „Risk-off"-Phasen häufig als verlässlicher Stabilisator gegenüber Aktien wirkten. Inzwischen ist die Korrelation zwischen Aktien- und Anleiherenditen jedoch deutlich gestiegen und zeitweise positiv geworden. Diese Korrelationsverschiebung zeigt **Abbildung 18**. Die zuvor meist negative Korrelation war kein Naturgesetz, sondern Ausdruck eines makroökonomischen Umfelds, das vor allem von Nachfrageschocks und niedriger Inflation geprägt war. In einem Umfeld höherer Inflationssensitivität und häufigerer Angebotsschocks können dagegen beide Anlageklassen gleichzeitig unter Druck geraten. Dies gilt insbesondere, wenn Inflation, geopolitische Verwerfungen oder fiskalische Sorgen die Marktturbulenzen auslösen.

Abb. 18: Die Diversifikationskraft von Anleihen nimmt ab
Die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen ist gegenüber der Nullzinsära gestiegen. Dadurch sinkt die Fähigkeit von Anleihen, Verluste in Aktienportfolios auszugleichen.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. Monatliche Daten von 1991-2026/09. Stand 30.09.2026.

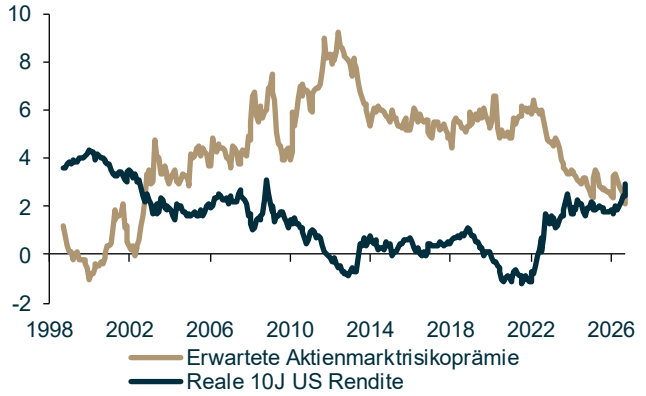
Für die Strategische Asset Allokation bedeutet dies eine Neubewertung der Rolle von Anleihen. Die Anlageklasse gewinnt durch höhere laufende Erträge wieder an Attraktivität, gleichzeitig dürfen Diversifikationseigenschaften nicht mehr als gegeben unterstellt werden. Neben Renditeerwartungen rücken deshalb auch Inflationssensitivität, Laufzeitenstruktur und Korrelationsannahmen stärker in den Mittelpunkt der Portfoliokonstruktion. Das ist keine schlechte, aber eine differenziertere Nachricht: Anleihen gewinnen als Ertragsquelle an Wichtigkeit. Als automatischer Krisenhedge können sie dagegen nicht mehr mit derselben Selbstverständlichkeit eingeplant werden.

Aktien: Der Renditemotor bleibt intakt, der Rückenwind wird schwächer

„Aktien bleiben der zentrale Renditemotor, aber die 2010er sind keine brauchbare Blaupause für ihre künftigen Rendite."

Trotz des schwierigeren Makroumfelds bleiben Aktien auch in der kommenden Dekade die wichtigste Renditequelle im Portfolio. Dafür sprechen zwei Faktoren. Erstens bleibt das nominale Umfeld grundsätzlich unterstützend. In einer Welt mit moderater, aber strukturell höherer Inflation steigen nicht nur Kosten, sondern auch Umsätze und nominale Gewinne. Das Risiko anhaltender Deflation erscheint gegenüber den 2010er Jahren deutlich geringer. Zweitens eröffnet künstliche Intelligenz die Chance auf einen breiteren Produktivitätsschub. Ob sich diese Potenziale vollständig in Unternehmensgewinnen niederschlagen, bleibt offen und hängt von Investitionsbedarf, Wettbewerbsintensität und regulatorischen Rahmenbedingungen ab. Als wichtigste positive Kraft des neuen Kapitalmarktregimes ist dieser Treiber von zentraler Bedeutung, weil er das Umfeld der kommenden Dekade von einer reinen Inflations- und Zinsgeschichte unterscheidet.

Abb. 19: Aktien bleiben attraktiv – aber Bewertung und Zinsniveau begrenzen das Potenzial. Gute Aktienrenditen bleiben plausibel, eine Wiederholung der letzten Dekade aber nicht.



Quelle: Bloomberg, MSCI, Commerzbank-Research. Proxy für die erwartete Aktienmarktrisikoprämie des MSCI World, berechnet als erwartete Gewinnrendite abzüglich der realen US-Staatsanleiherendite. Stand 30.09.2026.

Trotz des KI-Potenzials sollten die außergewöhnlichen Renditen der vergangenen Dekade nicht fortgeschrieben werden. Es ist wenig plausibel, dass sich die Aktienrenditen der vergangenen zehn bis fünfzehn Jahre in der gleichen Größenordnung wiederholen lassen. **Abbildung 19** zeigt den begrenzenden Einfluss höherer Realzinsen. Dies gilt insbesondere für die USA, wo die außergewöhnlich gute Wertentwicklung nicht nur auf starkem Gewinnwachstum, sondern auch auf einer Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren beruhte. Dieser Rückenwind dürfte künftig deutlich schwächer ausfallen. Höhere Realzinsen und weniger expansive Finanzierungsbedingungen erhöhen die Diskontsätze und lassen reine Bewertungsgewinne unrealistischer erscheinen. Hinzu kommt, dass geopolitische Risiken, eine fragmentiertere Weltwirtschaft und ein volatileres Inflationsumfeld strukturell höhere Risikoprämien rechtfertigen.

Das zentrale Bild für Aktien ist daher kein pessimistisches, sondern ein selektiveres. Aktien bleiben der wichtigste Renditetreiber langfristiger Portfolios. Neben Technologie und KI dürften auch Unternehmen profitieren, die von steigenden Investitionen in Verteidigung, Cyber-Sicherheit und strategische Resilienz profitieren. Produktivität, Innovationsfähigkeit und die Fähigkeit, sich an ein verändertes wirtschaftliches Umfeld anzupassen, werden stärker über den Anlageerfolg entscheiden als in der Vergangenheit. Für Investoren spricht dies für einen differenzierteren Blick auf die Aktienmärkte und gegen die Annahme, dass steigende Bewertungen künftig erneut einen ähnlich großen Beitrag zu den Renditen leisten werden.

Ein wichtiges Gegenargument ist dabei mitzudenken: KI wird kapitalmarktseitig nur dann zum echten Renditetreiber, wenn sich Produktivitätsgewinne auch in breitem Gewinnwachstum und nicht nur in hohen Investitionsausgaben widerspiegeln. Die wirtschaftlichen Potenziale sind erheblich, ihr Beitrag zu den Kapitalmarktrenditen bleibt jedoch eine offene Frage. Für die Strategische Asset Allokation bedeutet dies, dass Aktien ihre Rolle als zentraler Renditetreiber behalten. Gleichzeitig dürften Unterschiede zwischen Regionen, Sektoren und Unternehmen *noch* stärker ins Gewicht fallen als während der Nullzinsära. Langfristige Renditeannahmen müssen deshalb stärker auf Gewinnwachstum und Bewertungen basieren und weniger auf der Erwartung weiter sinkender Zinsen. Marktbreite Anlagen bleiben ein Kernbaustein, sollten aber auf Konzentrationsrisiken geprüft werden.

US-Dollar: Dominant, aber nicht mehr komfortabel

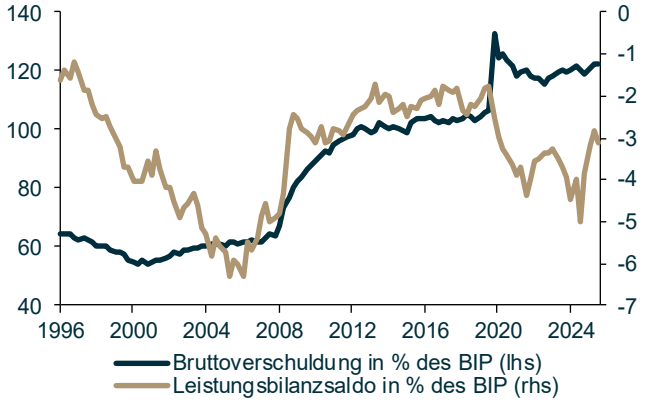
„Der Dollar bleibt dominant, ist aber aus Sicht von EUR-Investoren kein passiver Komfortbaustein mehr."

Für Investoren aus dem Euroraum ist der US-Dollar weit mehr als eine Währung. Er ist Renditequelle, Risikofaktor und Diversifikationsbaustein zugleich. Genau deshalb verdient er in einem Dekadenausblick einen eigenen Abschnitt. Die richtige Perspektive ist dabei weder Alarmismus noch Sorglosigkeit.

Eine kurzfristige Ablösung des US-Dollars als globale Leitwährung ist unrealistisch. Dafür fehlt es an überzeugenden Alternativen. Der Euro ist trotz seiner wirtschaftlichen Größe und institutionellen Substanz keine vollwertige Konkurrenz zum Dollar. Der Renminbi scheitert an Kapitalverkehrskontrollen, institutionellen Restriktionen und fehlender Konvertibilität. In Stressphasen bleibt der Dollar damit auf absehbare Zeit die dominierende Flucht- und Reservewährung. Gerade in geopolitischen Eskalationen zeigt sich diese Rolle weiterhin – wenn auch weniger prominent als in früheren Phasen (s. Iran-Konflikt).

Abb. 20: Die Fundamente der Dollar-Dominanz werden herausgefordert

Die USA weisen seit Jahren sowohl hohe Haushaltsdefizite als auch Leistungsbilanzdefizite auf. Diese sogenannten Zwillingsdefizite erhöhen die langfristige Verwundbarkeit des US-Dollar-Systems.



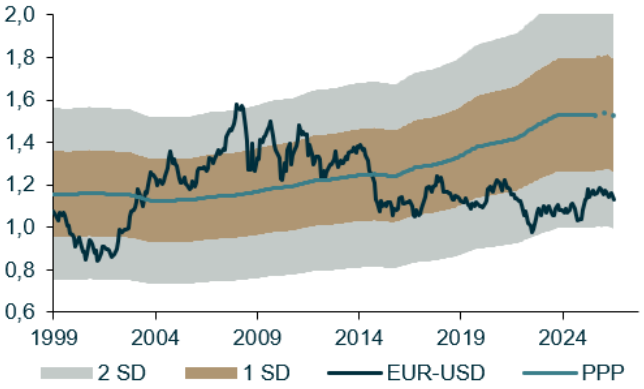
Quelle: LSEG, Commerzbank-Research. Stand 30.09.2026.

Trotzdem wäre es ein Fehler, daraus auf unveränderten strategischen Komfort zu schließen. **Abbildung 20** verdeutlicht die bestehenden Ungleichgewichte. Mehrere Fundamente des Dollars sind weniger stabil als in der Vergangenheit. Die fiskalische Entwicklung der USA, die hohe und weiter steigende Staatsverschuldung sowie politische Spannungen rund um Haushalt und Notenbankunabhängigkeit stellen die langfristigen Fundamente der unangefochtenen Sonderstellung amerikanischer Staatsanleihen zunehmend auf die Probe. Zusätzlichen Druck erzeugen steigende Verteidigungsausgaben, die angesichts der geopolitischen Rivalität mit China politisch nur schwer begrenzbar erscheinen. Zugleich ist der Dollar aus langfristiger Perspektive gemessen an den Kaufkraftparitäten nicht günstig bewertet. Für einen Investor aus dem Euroraum bedeutet das: Ungesicherte US-Dollar-Positionen sind strategisch kritischer zu beurteilen als in der vergangenen Dekade.

Wichtig ist dabei die Trennung zwischen taktischer und strategischer Perspektive. Unsere These ist keine strukturelle Dollar-Baisse. Taktisch bleibt der Dollar in „Risk-off"-Phasen und geopolitischen Stresssituationen ein wichtiger Schutzmechanismus. Strategisch ist er jedoch weniger selbstverständlich vorteilhaft als früher. Er wird damit von einem stillschweigenden Komfortfaktor zu einer aktiv zu steuernden Komponente der Asset Allokation.

Abb. 21: Der Dollar bleibt dominant, erscheint langfristig aber ambitioniert bewertet

Der EUR/USD-Kurs notiert aus Sicht der Kaufkraftparität weiterhin auf einem Niveau, das wenig Raum für zusätzliche strukturelle Dollar-Aufwertung erkennen lässt.



Quelle: Bloomberg, OECD, Commerzbank-Research. Stand 30.09.2026.

Gerade hier ist Disziplin in der Formulierung wichtig: Wir erwarten keinen abrupten Verlust der Leitwährungsrolle, sondern eine langsamere Erosion einzelner Fundamente. Insgesamt erwarten wir langfristig eine jährliche Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro von rd. 0,7 %. Als Grundlage nutzen wir zum einen das Inflationsdifferential zwischen den USA und dem Euroraum sowie die Annahme, dass der Wechselkurs sich zumindest partiell in Richtung des fairen Kurses gemäß Kaufkraftparitäten bewegt. Für EUR-Investoren ist der Dollar damit nicht unattraktiv, aber auch nicht mehr so unproblematisch wie in der vergangenen Dekade. Währungsannahmen und Absicherungsstrategien dürften deshalb künftig einen größeren Einfluss auf die Strategische Asset Allokation haben als in den Jahren nach der Finanzkrise.

Alternative Assets: Zusätzliche Renditequellen und neue Diversifikationspotenziale

„Alternative Assets gewinnen im neuen Kapitalmarktregime an Bedeutung, weil zusätzliche Renditequellen und Diversifikationseffekte wertvoller werden."

Alternative Assets werden im neuen Kapitalmarktregime nicht deshalb wichtiger, weil traditionelle Anlageklassen versagen, sondern weil zusätzliche Rendite- und Diversifikationsquellen wertvoller werden. Höhere Inflationsunsicherheit, veränderte Korrelationsstrukturen sowie geopolitische und fiskalische Risiken erhöhen den Wert von Renditequellen und Risikotreibern, die nicht unmittelbar von Aktien- und Anleihemärkten abhängen.

Was unsere Sicht verändern würde…

Langfristige Kapitalmarktannahmen sind mit Unsicherheit behaftet. Folgende Entwicklungen würden unsere langfristige Sicht wesentlich verändern.

Erstens: eine überraschend schnelle Rückkehr zu einem dauerhaft niedrigen Inflations- und Zinsumfeld. Dies würde die Diversifikationseigenschaften von Staatsanleihen stärken und die Notwendigkeit einer breiteren Portfolioarchitektur reduzieren.

Zweitens: eine deutlich schwächere oder zeitlich stark verzögerte Produktivitätswirkung künstlicher Intelligenz. Damit würde der wichtigste positive Treiber unseres Basisszenarios an Relevanz verlieren.

Drittens: eine stärkere geopolitische Eskalation mit deutlich höheren Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben als in unserem Basisszenario.

Viertens: eine glaubwürdige fiskalische Konsolidierung insbesondere in den USA. Dies würde die Argumente für höhere Risikoaufschläge, steigende Verschuldungsrisiken und eine kritischere Einschätzung des US-Dollars abschwächen.

Erfolgreiche Strategische Asset Allokation lebt nicht von der exakten Vorhersage der Zukunft, sondern von der kontinuierlichen Überprüfung und Anpassung langfristiger Kapitalmarktannahmen sowie der Berücksichtigung dieser Unsicherheit bei der Portfoliokonstruktion.

Eine erste Funktion alternativer Anlagen besteht in der Erschließung zusätzlicher Renditequellen. Private Equity eröffnet Zugang zu Unternehmen und Transformationsgewinnern, deren Wertschöpfungspotenziale in öffentlichen Märkten häufig erst verzögert sichtbar werden. Gerade in einer Dekade, die von technologischem Wandel und Produktivitätsfortschritten geprägt sein dürfte, kann dieser Zugang einen wichtigen Beitrag zur langfristigen Renditeerzielung leisten. Private Debt profitiert von einem Umfeld, in dem Unternehmen ihre Finanzierungsquellen breiter diversifizieren und Investoren wieder für Illiquidität und Komplexität entschädigt werden. Gerade in einer Welt höherer Zinsen entwickelt sich das Segment zu einer ernstzunehmenden Quelle laufender Erträge und Illiquiditätsprämien.

Eine zweite Funktion betrifft die Absicherung von Portfolios gegenüber den Risiken des neuen Kapitalmarktregimes – insbesondere inflationären Schocks. Dabei erfüllen Gold, Rohstoffe und Infrastruktur unterschiedliche Aufgaben. Gold profitiert vor allem in Phasen geopolitischer Spannungen, wachsender Zweifel an der Stabilität von Fiat-Währungen, steigender Staatsverschuldung oder einer als zu expansiv wahrgenommenen Geldpolitik. Seine Rolle liegt weniger in der Generierung laufender Erträge als in der Absicherung gegen monetäre und politische Extremrisiken.
Rohstoffe besitzen dagegen ihren größten strategischen Wert als Absicherung gegen reale Angebots- und Inflationsschocks. Insbesondere Energie- und Industriemetalle profitieren häufig von Angebotsverknappungen oder starken Nachfrageimpulsen. Zusätzliche Nachfrage durch Investitionen in Infrastruktur, Energiewende und Verteidigung kann diesen Effekt verstärken. Anders als Gold profitieren sie häufig unmittelbar von den Ursachen des Inflationsanstiegs. Gerade bei steigenden Energie- und Rohstoffpreisen können sie deshalb einen wirksamen Inflationsschutz bieten und die Widerstandsfähigkeit von Portfolios gegenüber angebotsseitigen Schocks erhöhen.

Infrastruktur nimmt innerhalb der alternativen Anlagen eine Sonderrolle ein. Viele Geschäftsmodelle verfügen über regulierte oder inflationsindexierte Cashflows und verbinden damit laufende Erträge mit einer vergleichsweise hohen Widerstandsfähigkeit gegenüber Inflation. In einer Welt, in der die traditionelle Kombination aus Aktien und Anleihen nicht mehr in allen Marktphasen dieselbe Stabilität bietet, gewinnen solche planbaren und teilweise inflationsgeschützten Ertragsströme an strategischem Wert.

Auch Alternative Assets heben die grundlegenden Zielkonflikte zwischen Rendite, Risiko und Liquidität nicht auf. Illiquidität ist weder ein kostenloser Renditehebel noch ein automatischer Diversifikator. Höhere Ertragserwartungen gehen regelmäßig mit eingeschränkter Handelbarkeit, geringerer Transparenz und höheren Anforderungen an die Auswahl

und Überwachung der Investments einher. Für die Strategische Asset Allokation bedeutet dies, dass alternative Anlagen traditionelle Anlageklassen nicht ersetzen, wohl aber sinnvoll ergänzen können. Ihr Wert liegt weniger in der Suche nach der einen überlegenen Anlageklasse als in der gezielten Ergänzung traditioneller Portfolios um zusätzliche Renditequellen, Inflationssensitivitäten und Diversifikationseffekte. Gerade in einem komplexeren Kapitalmarktumfeld können sie damit einen wichtigen Beitrag zur Robustheit von Portfolios leisten.

Kernbotschaften für den Investor

Die Nullzinsära ist vorbei und der Kapitalmarkt ist im Wandel: Die Nullzinsära war die Ausnahme, nicht die Regel. Die Treiber der Weltwirtschaft haben sich geändert. Die kommenden Jahre dürften von höheren Zinsen, größerer Inflationsunsicherheit und veränderten Korrelationsstrukturen geprägt sein.

Anleihen – mehr Rendite, aber weniger Sicherheit: Anleihen liefern wieder attraktive laufende Erträge, bieten jedoch nicht mehr dieselbe Diversifikationswirkung wie in der Vergangenheit.

Aktien bleiben der wesentliche Renditetreiber: Aktien werden ihre Erträge künftig stärker aus Gewinnwachstum und Produktivität als aus steigenden Bewertungen erzielen müssen.

Das Fundament des US-Dollars wird schwächer: Der US-Dollar bleibt die dominante Weltwährung, verliert jedoch einen Teil seines strategischen Komforts für europäische Investoren. Wir erwarten daher einen moderaten Abwertungsdruck auf den US-Dollar.

Alternative Assets als attraktive Portfoliobeimischung: Gleichzeitig gewinnen Alternative Assets an Bedeutung, weil sie zusätzliche Renditequellen, Inflationssensitivitäten und Diversifikationseffekte erschließen können.

Für Investoren folgt daraus, dass die Fortschreibung historischer Erfahrungen allein kein belastbarer Kompass mehr ist. Belastbare Kapitalmarktannahmen zu erwarteten Renditen, Risiken und Korrelationen bilden die Grundlage einer kundenadäquaten und zielgerichteten Strategischen Asset Allokation. Ihre regelmäßige Überprüfung und Anpassung ist entscheidend, um Portfolios langfristig an den Zielen, Restriktionen und Risikobudgets eines Investors auszurichten.

Anleihemärkte: Rückkehr der Zinsen

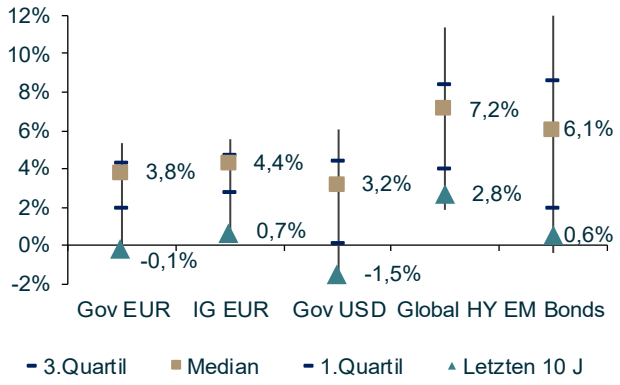
Hohe Verschuldung und Inflation sorgen für langfristig höhere Zinsen

- **Anleihen bieten wieder planbare laufende Erträge:** Anleihen sind als fundamentaler Ertragsbaustein zurück und gehören wieder in ein diversifiziertes Portfolio.
- **Das aktuelle Renditeniveau gibt den Takt vor:** Das heutige Renditeniveau erklärt rund 87 % der langfristigen Anleiheperformance und ist damit der verlässlichste Anker für künftige Erträge.
- **Qualität bildet den Portfoliokern**: Europäische Staats- und Investment-Grade-Unternehmensanleihen schaffen mit erwarteten Renditen von 3,9 % bis 4,2 % p. a. ein solides Fundament für sicherheitsorientierte Portfolios.
- **Mehr Rendite erfordert mehr Risiko**: Globale Hochzins- und Schwellenländeranleihen eröffnen zusätzliche Ertragschancen und eignen sich als gezielte Beimischung für renditeorientierte Anleger.

Regimewechsel an den Anleihemärkten

Nach einer Dekade, die von Null- und Negativzinsen geprägt war, erleben wir an den Anleihemärkten eine fundamentale Zeitenwende. Für Anleger waren die vergangenen Jahre oftmals eine Herausforderung; die Performance von Anleihen blieb hinter den Erwartungen zurück und ihre traditionelle Rolle als stabilisierender Faktor im Portfolio wurde auf die Probe gestellt. Das Beispiel europäischer Staatsanleihen verdeutlicht die schwache Anleiheperformance der vergangenen Dekade: Über die letzten zehn Jahre lag ihre durchschnittliche nominale Performance sogar im negativen Bereich (**Abbildung 22**). Ausschlaggebend waren zunächst die expansive Geldpolitik und das historisch niedrige Renditeniveau, die das laufende Ertragspotenzial begrenzten. Hinzu kamen nach dem Inflationsschock 2022 erneut kräftige Renditeanstiege und entsprechende Kursverluste, die die langfristige Gesamtperformance zusätzlich belasteten. Doch mit der Rückkehr positiver Renditen hat ein neues Kapitel begonnen. Das aktuelle, deutlich höhere Renditeniveau bildet einen soliden Anker für die zukünftige Performance und macht Anleihen wieder zu einem unverzichtbaren und attraktiven Baustein in der strategischen Vermögensallokation. Der Ausblick für die kommenden Jahre ist daher konstruktiv: Anleihen bieten nicht nur wieder laufende Erträge, sondern auch das Potenzial für eine positive Gesamtperformance nach Abzug der Inflation.

Abb. 22: Schwache Anleihemärkte in der letzten Dekade
Historische Einordnung der langfristigen Anleiheperformance in Euro. Das Intervall gibt das jeweilige Minimum und Maximum auf Basis einer rollierenden Zehnjahresperformance an.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg. Überlappende monatliche Daten von 1999 bis 2026/09 in EUR. Gov: Staatsanleihen, IG: Unternehmensanleihen Investment Grade, HY: Unternehmensanleihen High Yield, EM Bonds: Schwellenländeranleihen in Hartwährung USD. Fremdwährungssegmente (GOV USD, Global HY und EM Bonds) sind EUR-hedged. Übersicht der verwendeten Indizes im Anhang. Stand 30.09.2026.

„Higher for longer" als neues Paradigma

Die Ära der ultraniedrigen Zinsen scheint vorüber. Wir gehen davon aus, dass uns ein Umfeld strukturell höherer Zinsen auf Jahre begleiten wird – ein Paradigma, das wir als „höher für länger" bezeichnen. Zwei zentrale Treiber stützen diese These:

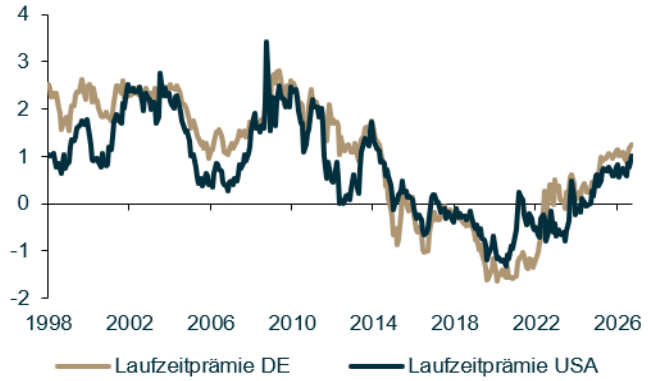
- **Anhaltende Inflationstendenzen**: Wie das vorangegangene Kapitel zeigt, fördern Faktoren wie der demografische Wandel, Deglobalisierung und vermehrte geopolitische Spannungen einen strukturell höheren Inflationsdruck als in den 2010er Jahren.

- **Hohe globale Staatsverschuldung**: Die zur Bewältigung der Pandemie und der Energiekrise stark gestiegene Staatsverschuldung sowie gestiegene Budgetdefizite erfordern ein dauerhaft höheres Emissionsvolumen bei Staatsanleihen. Um diese am Markt platzieren zu können, müssen den Investoren höhere Risikoprämien und somit attraktivere Renditen geboten werden.

Durch die steigende Staatsverschuldung und die höhere Anfälligkeit für Inflationsschocks ist dies- und jenseits des Atlantiks eine Rückkehr positiver Laufzeitprämien zu beobachten

(siehe **Abbildung 23**). Die Übernahme von Zinsänderungsrisiken durch den Kauf langlaufender Anleihen wird damit wieder am Kapitalmarkt vergütet.

Abb. 23: Positive Laufzeitprämien sind zurück
Laufzeitprämie für 10-jährige Bundesanleihen und US-Staatsanleihen in Prozentpunkten, extrahiert aus den historischen Zinsstrukturkurven.

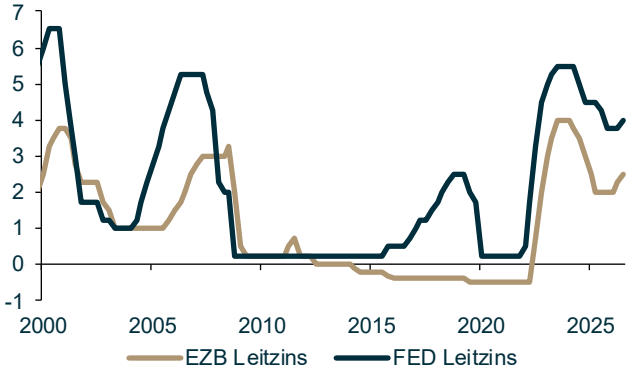


Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. Die Schätzung basiert jeweils auf dem Adrian-Crump-Mönch-Modell (ACM-Modell). Stand 30.09.2026.

Zugleich erwarten wir, dass die Verbraucherpreisinflation sowohl im Euroraum als auch in den USA in der kommenden Dekade im Durchschnitt oberhalb der Zielmarken der Zentralbanken von 2 % liegen wird. Um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren und die Inflationserwartungen verankert zu halten, müssen Zentralbanken diesen Risiken mit geldpolitischen Maßnahmen entgegenwirken. Dies begrenzt den Spielraum für dauerhaft niedrige Leitzinsen und stützt das kurzfristige Realzinsniveau. Zusätzliche Unterstützung könnte von künstlicher Intelligenz ausgehen. Gelingt es, KI-Innovationen in breitere Produktivitätsfortschritte und ein höheres Potenzialwachstum zu übersetzen, dürfte auch das gleichgewichtige Realzinsniveau strukturell höher liegen. Das Ausmaß und der zeitliche Verlauf dieser Effekte sind allerdings nur schwer belastbar zu quantifizieren.

Abbildung 24 ordnet die historischen Leitzinsen ein. Aus unseren Inflations- und Wachstumsperspektiven lassen sich zudem langfristige Gleichgewichtsniveaus ableiten. Neben den Inflationserwartungen ist dafür der kurzfristige gleichgewichtige Realzins maßgeblich, der vor allem von Produktivität, Demografie sowie Spar- und Investitionsbedarf bestimmt wird. Daraus ergibt sich für den Euroraum ein faires nominales Leitzinsniveau von 2,0 % bis 3,0 %. Aufgrund des höheren Produktivitäts- und Potenzialwachstums ist für die USA ein höheres Zielniveau von 3,0 % bis 4,0 % anzunehmen. Zusammen mit den wieder positiven Laufzeitprämien ergibt sich daraus für zehnjährige Bundesanleihen ein langfristiger Zielbereich von 3,0 % bis 4,0 %; für ihre US-Pendants halten wir 4,5 % bis 5,5 % für angemessen. Ausgehend vom aktuellen Renditeniveau erwarten wir daher nur begrenzte Performanceeffekte über die kommenden zehn Jahre aus einer Veränderung der Zinsstruktur.

Abb. 24: Leitzinsen bleiben strukturell höher
Historischer Verlauf der Leitzinsen im Euroraum und in den USA in Prozentpunkte.



Quelle: Bloomberg, Commerzbank-Research. Für die USA wird die Obergrenze der Federal Funds Target Range dargestellt, für die EZB der Einlagensatz. Stand 30.09.2026.

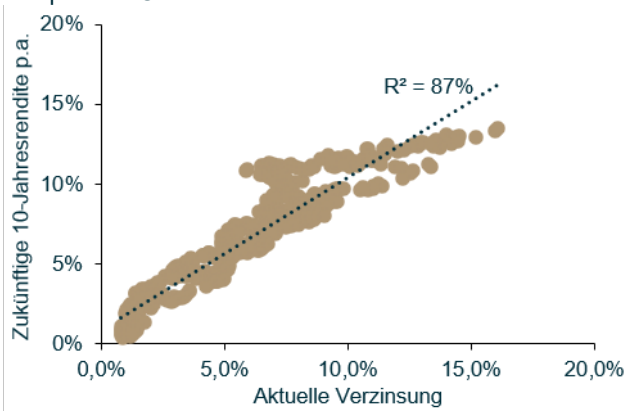
Die Ausgangsrendite gibt den Takt vor

Aus diesem langfristigen Bild lassen sich die erwarteten Anleiherenditen für die kommende Dekade ableiten. Ausgangspunkt ist das heutige Renditeniveau. Es bildet den laufenden Ertrag ab, den Anleger bei unveränderten Marktbedingungen über die Haltedauer vereinnahmen können, und wirkt damit als zentraler Anker für die künftige Gesamtperformance. **Abbildung 25** zeigt ihre hohe Aussagekraft: Die Startrendite erklärt historisch rund 87 % der nachfolgenden annualisierten Zehnjahresrendite. Kurzfristige Kursbewegungen können die Wertentwicklung zwar überlagern, langfristig dominiert jedoch der laufende Ertrag. Das heutige Renditeniveau ist daher ein belastbarerer Anker als die zuletzt erzielte Anleiheperformance.

Ein weiterer Zusatzertrag kann durch den sogenannten „Rolldown“-Effekt entstehen. Dieser ergibt sich bei einem Anleiheportfolio durch das regelmäßige Rebalancing auf eine feste Ziellaufzeit: Mit der Zeit verkürzt sich die durchschnittliche Restlaufzeit des Portfolios. Sobald sie unter den angestrebten Zielbereich fällt, werden kürzer laufende Positionen durch länger laufende Positionen ersetzt. So wird die angestrebte Laufzeit des Anleiheportfolios laufend wiederhergestellt. Sofern die Zinskurve eine positive Steigung aufweist, kann das Anleiheportfolio bis zum Rebalancing auf der Zinskurve „herunterrollen“: Mit abnehmender Restlaufzeit sinkt das Renditeniveau des Portfolios, wodurch sein Marktwert steigt. Unter Berücksichtigung einer konservativen Annahme ergibt sich

aus der aktuellen Steilheit der Zinskurve ein jährlicher Renditebeitrag von 20 bis 30 Basispunkten.

Abb. 25: Aktuelles Zinsniveau als Anker für die Zukunft
Zusammenhang zwischen aktuellem Zinsniveau und der durchschnittlichen Rendite für die kommenden 10 Jahre am Beispiel von US-Staatsanleihen.



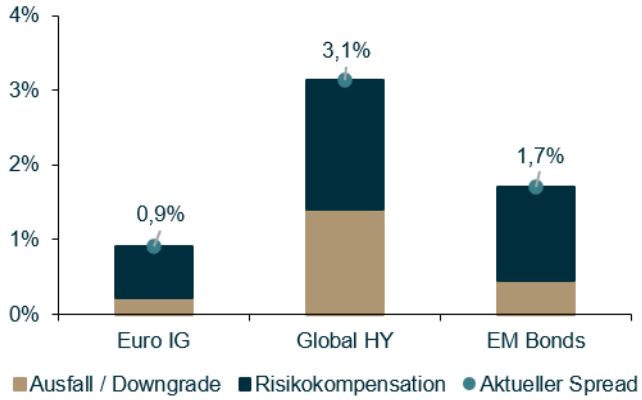
Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg. Daten von 1973/01 bis 2026/09. Das Bestimmtheitsmaß R^2 gibt den Anteil der erklärten Variation auf Basis eines linearen Modells an.

Kreditrisikoprämie vereinnahmen

Bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen kommt die Kreditrisikoprämie als wesentlicher Renditebaustein hinzu. Langfristige Analysen zeigen, dass die am Markt gepreisten Risikoaufschläge die tatsächlichen ökonomischen Kreditrisiken systematisch überkompensieren.

Um diesen Effekt in unseren Kapitalmarktannahmen zu quantifizieren, berücksichtigen wir zwei zentrale Risikoarten. Erstens berücksichtigen wir das Ausfallrisiko. Die erwarteten Ausfallverluste ermitteln wir auf Basis historischer Ausfall- und Verwertungsquoten der Ratingagentur Moody's. Zweitens erfassen wir das Risiko einer Bonitätsherabstufung („Downgrade"), das insbesondere bei Investment-Grade-Anleihen relevant ist. Wird eine Anleihe von einer Ratingagentur aus dem Investment-Grade-Bereich in das High-Yield-Segment herabgestuft (z. B. von BBB auf BB), führt dies oft zu einer sprunghaften Neubewertung und einem Kursverlust, da die Anleihe nun als riskanter eingestuft wird und Investoren einen höheren Risikoaufschlag verlangen. Durch die Herabstufung verlässt diese Anleihe dann automatisch das investierbare Anlageuniversum eines Indexinvestors, sodass Bewertungsverluste für Investoren entstehen. Unter Berücksichtigung der Wahrscheinlichkeit für eine solche Herabstufung („Migrationswahrscheinlichkeit"), passen wir die erwartete Rendite entsprechend an. Aus der Summe beider Risikoarten ergibt sich beispielsweise für globale High-Yield-Anleihen ein jährlicher Abschlag von durchschnittlich 1,4 %, wohingegen wir für europäische Unternehmensanleihen mit guter Bonität einen jährlichen Verlust aus Ausfällen und Herabstufungen von rund 25 Basispunkten annehmen. **Abbildung 26** illustriert unsere Annahmen und setzt diese in Bezug zu den aktuell am Markt gepreisten Risikozuschlägen.

Abb. 26: Risikoaufschläge überkompensieren Ausfälle
Aktueller Kreditrisikoaufschlag und erwartete Risikokompensation, die im Durchschnitt nach Ausfällen und Bonitätsverschlechterungen resultiert.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Moody's. Spread: Option-adjusted Spread gegenüber Staatsanleihen. IG: Unternehmensanleihen Investment Grade, HY: Unternehmensanleihen High Yield, EM Bonds: Schwellenländeranleihen in Hartwährung USD. Stand 30.09.2026.

Moderate Bewertungseffekte

Neben laufender Verzinsung, Rolldown und Kreditrisiken vervollständigen mögliche Bewertungseffekte die Renditeherleitung. Für die Kreditrisikozuschläge erwarten wir eine Rückkehr (Mean-Reversion) zu ihrem langjährigen, rollierenden Median, der für Investment-Grade-Anleihen bei ca. 100 bis 120 Basispunkten (gegenüber Staatsanleihen) liegt. In Anbetracht des aktuell eher engen Spreadniveaus dürfte dies einen moderat negativen Einfluss auf die zukünftige Rendite haben. Für Anlagen außerhalb des Euroraums spielen zudem Währungseffekte oder eine entsprechende Währungsabsicherung eine Rolle.

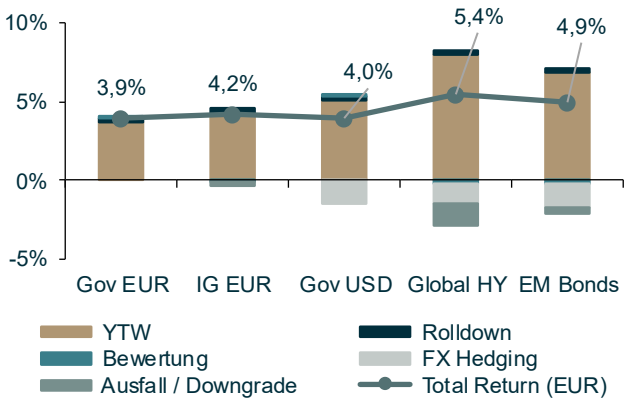
Abbildung 27 führt die einzelnen Renditebausteine für die betrachteten Segmente zusammen. Sie zeigt, dass der Löwenanteil der erwarteten Rendite aus dem heutigen Renditeniveau stammt. Als einheitliches Maß verwenden wir dafür die „Yield to Worst (YTW)". Sie zeigt vereinfacht die niedrigste Rendite, die das Anleiheportfolio unter den vertraglich vorgesehenen Rückzahlungszeitpunkten erwarten lässt, sofern keine Ausfälle eintreten. Rolldown sowie Kredit-, Bewertungs- und Währungseffekte ergänzen oder mindern das Ergebnis je nach Segment. Damit wird zugleich sichtbar, warum höhere Renditeerwartungen stets im Zusammenhang mit den jeweils übernommenen Risiken beurteilt werden müssen.

Aus dem Zusammenspiel dieser Renditebausteine ergeben sich unterschiedliche Rollen für die einzelnen Anleihesegmente. Für das Kerninvestment bieten sich sowohl Euro-Staatsanleihen als auch Euro-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating an. Während Staatsanleihen mit einer erwarteten Rendite von 3,9 % p. a. die höchste Sicherheit bieten, stellen Unternehmensanleihen mit 4,2 % p. a. einen attraktiven Kompromiss aus höherer Verzinsung und weiterhin hoher Bonität dar. Beide Anlageklassen sollten das Fundament einer robusten europäischen Anleiheallokation bilden.

Für Anleger, die bereit sind, höhere Risiken einzugehen, eröffnen sich im aktuellen Umfeld interessante Opportunitäten. So bieten globale Hochzinsanleihen, in Euro abgesichert, mit einer erwarteten Rendite von 5,4 % p. a. ein signifikantes Ertragspotenzial. Ähnliches gilt für Schwellenländeranleihen in Hartwährung, für die wir eine Rendite von 4,9 % p. a. erwarten (ebenfalls mit abgesichertem Währungsrisiko). Bei beiden Segmenten wird das höhere erwartete Ausfallrisiko durch die deutlich attraktivere laufende Verzinsung mehr als kompensiert, was sie zu einer sinnvollen Beimischung für renditeorientierte Portfolios macht. Bei währungsoffenen Anlagen in diese Segmente fällt die erwartete Rendite zwar höher aus, zugleich steigen jedoch auch die Risiken durch zusätzliche Wechselkursschwankungen.

In Summe kann man festhalten, dass Anleihen als wichtiger Ertrags- und Stabilisierungsbaustein im Portfolio zurück sind. Hochwertige Staats- und Unternehmensanleihen bilden den Qualitätskern, während Hochzins- und Schwellenländeranleihen das Ertragspotenzial bei höheren Kredit-, Liquiditäts- und gegebenenfalls Währungsrisiken gezielt erweitern. Dabei wirkt Diversifikation regimeabhängig: Bonitätsstarke Staatsanleihen können das Portfolio bei Wachstumssorgen stabilisieren, während bei Inflations- oder Fiskalschocks Aktien und Anleihen gleichzeitig unter Druck geraten können. Entscheidend ist daher eine ausgewogene Kombination, die Ertrag, Stabilität, Liquidität und Diversifikation im Gesamtportfolio verbindet.

Abb. 27: Löwenanteil aus aktuellem Renditeniveau
Erwartete Renditen für Anleiheindizes in Euro bzw. für internationale Rentenindizes abgesichert zum Euro.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Moody's. Unsere Renditeannahmen für Anleiheindizes unterstellen eine konstante Laufzeitstruktur. Übersicht der verwendeten Indizes im Anhang. Stand 30.09.2026.

Kernbotschaften für den Investor

Anleihen sind als Ertragsquelle zurück: Das höhere Ausgangszinsniveau verbessert die langfristigen Renditeaussichten deutlich gegenüber der Nullzinsphase. Dabei ist die Startverzinsung der wichtigste, aber nicht der einzige Renditetreiber. Bewertungseffekte, Ausfall- und Migrationsrisiken sowie die Kosten oder Erträge der Währungsabsicherung bestimmen die tatsächlich erzielte Rendite mit.

Die Allokation sollte nach Funktion erfolgen: Euro-Staatsanleihen und Euro-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating bilden mit erwarteten Renditen von 3,9 % bis 4,2 % p. a. den Qualitätskern. Globale Hochzinsanleihen und Schwellenländeranleihen bieten höhere Ertragschancen, gehen jedoch mit größeren Ausfall-, Liquiditäts- und Verlustrisiken einher und eignen sich daher als gezielte Beimischung. Zugleich bleibt die Diversifikationswirkung von Anleihen vom jeweiligen Schock abhängig: Hochwertige Staatsanleihen können bei Wachstumssorgen stabilisieren, während bei Inflations- oder Fiskalschocks Aktien und Anleihen gleichzeitig unter Druck geraten können. Entscheidend ist deshalb nicht die höchste Rendite eines Segments, sondern sein Beitrag zu Ertrag, Stabilität, Liquidität und Diversifikation des Gesamtportfolios.

Aktienmärkte: KI, Bewertungen & Geopolitik

Erhöhte Schwankungsbreite bei intaktem Trendwachstum

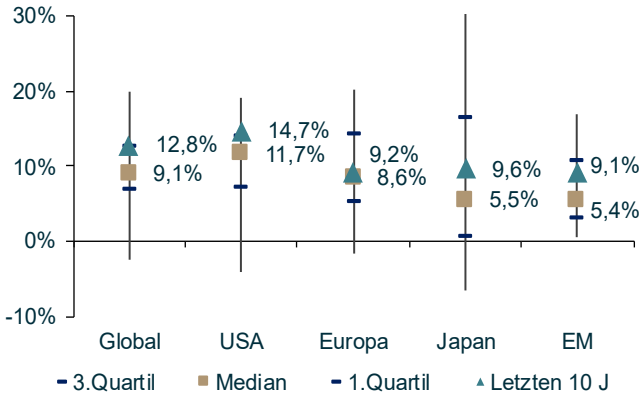
- **Aktien bleiben der zentrale Renditemotor:** In einem volatileren Umfeld müssen die Erträge künftig stärker aus Ausschüttungen und fundamentalem Gewinnwachstum entstehen.
- **Ausschüttungen sind mehr als Dividenden:** Erst die gemeinsame Betrachtung von Dividenden und Netto-Aktienrückkäufen zeigt den laufenden Ertrag eines Aktienmarktes vollständig.
- **KI stützt den Gewinntrend – aber nicht überall gleichermaßen:** Zum Renditetreiber wird KI erst, wenn Produktivitätsfortschritte in nachhaltig höhere Unternehmensgewinne münden.
- **Hohe Bewertungen begrenzen den Rückenwind:** Insbesondere in den USA dämpfen anspruchsvolle Ausgangsbewertungen und höhere Realzinsen das Potenzial weiterer Bewertungsausweitungen.
- **Globale Diversifikation bleibt entscheidend:** Die regionalen Renditeerwartungen liegen eng beieinander, beruhen aber auf unterschiedlichen Ertragsquellen und Risiken; Faktorprämien können das globale Aktienportfolio ergänzen.

Volatileres Umfeld, weniger Bewertungsrückenwind

Für die strategische Asset Allokation bleiben Aktien auch in der kommenden Dekade der wichtigste Renditemotor. Das Umfeld wird jedoch anspruchsvoller: Höhere Realzinsen, größere Inflationsunsicherheit und geopolitische Fragmentierung dürften zu stärkeren Schwankungen und höheren Risikoprämien führen. Aktienrenditen dürften deshalb künftig stärker aus laufenden Ausschüttungen und nachhaltiger fundamentaler Ertragskraft entstehen.

Künstliche Intelligenz ist dabei ein zentraler positiver Strukturfaktor. Sie kann Prozesse automatisieren, Produktivität erhöhen und Margen stützen – sie wird für Anleger aber erst dann zum fundamentalen Ertragsfaktor, wenn Investitionen in ein messbares, nachhaltiges Gewinnwachstum münden. Zugleich dürfte KI die Unterschiede zwischen Unternehmen, Sektoren und Geschäftsmodellen vergrößern. Aktien bleiben damit insgesamt attraktiv, ihre Renditen dürften künftig jedoch weniger gleichmäßig verteilt sein. Wie deutlich sich fundamentale Ertragskraft und Bewertungseffekte in der Gesamtrendite überlagern können, zeigt ein Rückblick auf den US-Aktienmarkt. US-Aktien erzielten im vergangenen Jahrzehnt außergewöhnlich hohe Renditen. Getragen wurde diese Entwicklung von hohen Aktienrückkäufen, überdurchschnittlichem Gewinnwachstum und hoher Profitabilität. Hinzu kam eine kräftige Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren, insbesondere im Technologiesektor. Wie **Abbildung 28** zeigt, war die US-Outperformance auch im historischen Vergleich außergewöhnlich stark. Sie beruhte nicht allein auf fundamentaler Ertragskraft, sondern zu einem erheblichen Teil auch auf einer Ausweitung der Bewertung, was sich im historischen Vergleich nicht beliebig wiederholen lässt.

Abb. 28: Starke US-Outperformance im letzten Jahrzehnt
Historische Einordnung der langfristigen Aktienmarktrenditen für verschiedene Regionen. Das Intervall gibt das jeweilige Minimum und Maximum auf Basis rollierender Zehnjahresrenditen an.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, MSCI. Monatliche Daten in USD für MSCI-Indizes von 1970 bis 2026 bzw. 1999 – 2026 für Schwellenländer. Überlappende monatliche Daten. Übersicht der Indizes im Anhang. Stand 30.09.2026.

Die historische Gesamtrendite allein ist kein belastbarer Maßstab für die Zukunft. Entscheidend ist vielmehr, aus welchen Quellen die Renditen entstanden sind und welche dieser Quellen ausgehend vom heutigen Marktumfeld weiterhin tragfähig erscheinen. Deshalb betrachten wir laufende Ausschüttungen, fundamentales Gewinnwachstum und mögliche Bewertungsveränderungen getrennt. Erst diese Zerlegung erlaubt eine belastbare Einschätzung der langfristigen Renditeperspektiven und ihrer regionalen Unterschiede.

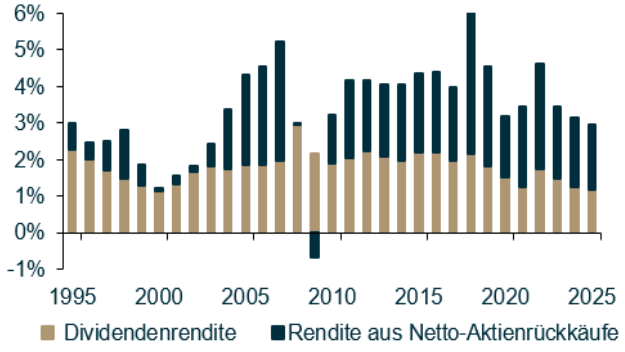
Mehr als nur Dividenden

Ausschüttungen bilden den ersten Baustein der langfristigen Aktienrendite. Als klassisches Maß wird typischerweise die

zuletzt gezahlte Dividende in Relation zum Aktienpreis gesetzt. Auf Basis von MSCI-Zahlen folgt daraus eine Dividendenrendite in den USA von rund 1,1 % und in Europa von knapp 3 %. Der Blick auf die Dividendenrendite allein greift jedoch, insbesondere für die USA, zu kurz, da sie nur einen Teil des an die Aktionäre zurückfließenden Kapitals abbildet. In den letzten Jahren sind Aktienrückkäufe zu einem wichtigen Ausschüttungskanal geworden. Für die Renditewirkung zählt allerdings nicht das Bruttovolumen der Rückkäufe, sondern der Nettoeffekt nach Abzug neu ausgegebener Aktien – etwa aus Kapitalerhöhungen, Börsengängen oder aktienbasierter Vergütung. Bezogen auf die Marktkapitalisierung ergibt sich daraus die Netto-Aktienrückkaufrendite. Gemeinsam mit der Dividendenrendite bildet sie die „Shareholder Yield“ und damit ein umfassenderes Maß für den laufenden Ertrag des Aktienmarktes. Beide Ausschüttungsformen unterscheiden sich aus Unternehmenssicht in ihrer steuerlichen Behandlung und Flexibilität. **Abbildung 29** illustriert die historische Zusammensetzung der „Shareholder Yield“ für den S&P 500 und verdeutlicht die strukturelle Veränderung der Ausschüttungspolitik der Unternehmen.

Die regionalen Unterschiede bei der Netto-Aktienrückkaufrendite sind erheblich. In den USA lag sie von 2021 bis 2025 im Durchschnitt bei rund 1,6 % pro Jahr, in Europa dagegen nur bei etwa 0,4 %. Der höhere Rückkaufbeitrag gleicht in den USA also einen wesentlichen Teil der niedrigeren Dividendenrendite aus. Für Anleger folgt daraus: Eine niedrige Dividendenrendite ist nicht mit einer entsprechend niedrigeren Ausschüttung gleichzusetzen. Für unsere Kapitalmarktannahmen ist die Shareholder Yield deshalb der sinnvollere Ausgangspunkt, da sie Dividenden und Netto-Aktienrückkäufe gemeinsam erfasst.

Abb. 29: Shareholder Yield, mehr als nur Dividenden
Shareholder Yield als Summe aus Dividendenrendite und Netto-Aktienrückkäufen im Verhältnis zur Marktkapitalisierung. Historische Daten für den S&P 500.

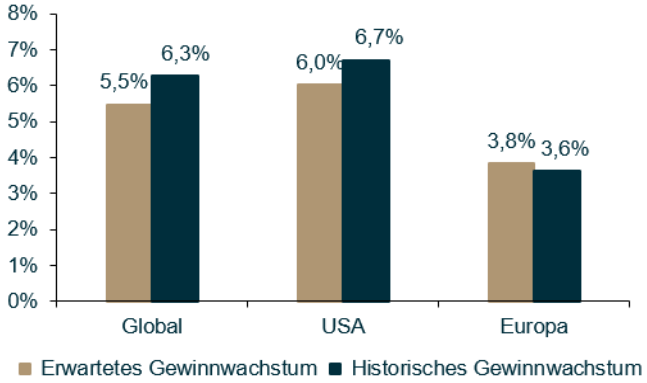


Quelle: Commerzbank-Research, S&P ab 2018, NYU Damodaran Online vor 2018.

Gewinnwachstum bleibt der zentrale Renditemotor
Der zweite Baustein der langfristigen Aktienrendite ist das fundamentale Gewinnwachstum. Den Ausgangspunkt bildet die Umsatzentwicklung. Für international tätige Unternehmen sind dabei nicht nur Wachstum und Inflation im Heimatmarkt maßgeblich, sondern die globale nominale Wachstumsdynamik. **Abbildung 17** zeigt in diesem Zusammenhang unsere langfristigen Wachstums- und Inflationserwartungen, die das Umsatzwachstum determinieren. Ob die Gewinne schneller oder langsamer als die Umsätze wachsen, entscheidet anschließend vor allem die Entwicklung der Gewinnmargen.

Künstliche Intelligenz kann die Gewinnmargen stützen, indem sie Prozesse automatisiert, den Einsatz von Arbeit und Kapital effizienter gestaltet und Skaleneffekte verstärkt. Zum Renditetreiber wird sie jedoch erst, wenn die hohen Investitionen in messbare Produktivitätsfortschritte münden. Außerdem können zunehmender Wettbewerb, Regulierung, Deglobalisierung und höhere Finanzierungskosten den positiven Effekt begrenzen. Angesichts der Tatsache, dass wir bereits ein sehr hohes Margenniveau erreicht haben, schreiben wir die außergewöhnliche Margenausweitung der vergangenen Dekade nicht einfach fort. Wir erwarten aber in Summe einen moderat positiven Margenbeitrag durch den KI-Trend. Wie **Abbildung 30** zeigt, bleibt unser Bild für die kommende Dekade im Hinblick auf die Unternehmensgewinne weiterhin konstruktiv. Wir erwarten ein ordentliches Gewinnwachstum, welches vergleichbar mit den durchschnittlichen Wachstumsraten der Jahre 2000 bis 2025 ist. Der Gewinntrend bleibt damit intakt.

Abb. 30: Gewinntrend bleibt intakt
Künftig erwartetes nominales Gewinnwachstum im Vergleich zum durchschnittlichen Gewinnwachstum von 2000 bis 2025.



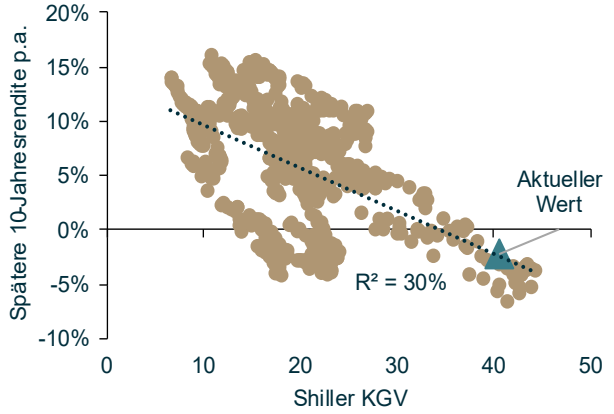
Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, MSCI. Historisches Gewinnwachstum von 2000 bis 2025, bereinigt um die Anzahl der umlaufenden Aktien auf Basis einer Top-Down-Zerlegung. Um Doppelzählungen zu vermeiden, erfassen wir im Wachstumsbaustein ausschließlich die Entwicklung von Umsätzen und Gewinnmargen. Der Effekt einer sinkenden Aktienanzahl ist bereits in der Shareholder Yield enthalten. Stand 30.09.2026.

Für Anleger folgt daraus: Nicht die Höhe der KI-Investitionen, sondern ihr nachhaltiger Beitrag zu Produktivität und Unternehmensgewinnen ist für die langfristige Rendite entscheidend.

Bewertungen differenziert betrachten

Der dritte Baustein der langfristigen Aktienrendite – und zugleich der unsicherste – ist die Veränderung der Bewertung. Einen ersten Anhaltspunkt liefert das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Es setzt den Kurs des Aktienindex ins Verhältnis zum Gewinn der Unternehmen und zeigt vereinfacht, wie viel Anleger für einen Euro Unternehmensgewinn bezahlen. Ein hohes KGV signalisiert eine anspruchsvolle, ein niedriges KGV eine günstigere Ausgangsbewertung. Da Unternehmensgewinne im Konjunkturverlauf stark schwanken, verwenden wir für die langfristige Perspektive ergänzend das Shiller-KGV. Dieses stellt den Kurs des Aktienindex dem inflationsbereinigten Durchschnitt der Gewinne der vergangenen zehn Jahre gegenüber. Dadurch werden außergewöhnlich starke oder schwache Gewinnjahre geglättet und Bewertungsniveaus über längere Zeiträume besser vergleichbar.

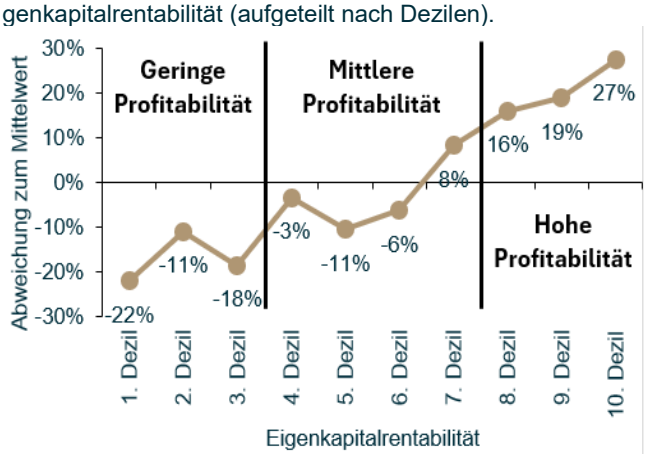
Abb. 31: Gegenwind durch Aktienmarktbewertungen?
Zusammenhang der langfristigen US-Aktienmarktperformance (annualisiert nach Abzug der Inflation) mit Aktienmarktbewertung auf Basis des S&P 500 Shiller KGVs.



Quelle: Shiller Database, Commerzbank-Research. Monatlich überlappende Daten für den S&P 500 von 1950 bis 2026. Stand 30.09.2026.

Wie **Abbildung 31** hervorhebt, liegt das Shiller-KGV des US-Aktienmarktes derzeit auf einem historisch hohen Niveau von 40. Für langfristige Renditen besitzt die Kennzahl grundsätzlich empirische Aussagekraft. Denn hohe Ausgangsbewertungen gingen in der Vergangenheit über längere Anlagezeiträume im Durchschnitt mit niedrigeren realen Aktienrenditen einher. Das aktuell ambitionierte Bewertungsniveau mahnt daher zu vorsichtigeren Renditeannahmen und begrenzt den Spielraum für weiteren Bewertungsrückenwind am US-Aktienmarkt. Ein hohes Shiller-KGV ist jedoch weder ein unmittelbares Verkaufssignal noch ein verlässliches Instrument für das Markttiming. Bewertungen beeinflussen die langfristig erwartbaren Renditen, sagen aber wenig darüber aus, wann eine Korrektur einsetzen könnte. Auch das im vorangegangenen Kapitel beschriebene Kapitalmarktregime begrenzt den Spielraum für weitere Bewertungsausweitungen. Strukturell höhere Realzinsen erhöhen die Diskontsätze, während Inflationsunsicherheit, geopolitische Fragmentierung und fiskalische Risiken höhere Risikoprämien rechtfertigen. Eine erneute marktbreite Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren erscheint daher selbst bei intaktem Gewinnwachstum wenig wahrscheinlich. Künftige Aktienrenditen müssen daher stärker aus Ausschüttungen und Gewinnwachstum stammen.

Abb. 32: Hohe Profitabilität als relativierende Größe
Historische Abweichung des Shiller-KGV des S&P 500 von seinem langfristigen Mittelwert in Abhängigkeit von der Eigenkapitalrentabilität (aufgeteilt nach Dezilen).



Quelle: Shiller Database, Bloomberg, Commerzbank-Research. Monatlich überlappende Daten für den S&P 500 von 1991 bis 2026. Stand 30.09.2026.

Der makroökonomische Gegenwind spricht damit für vorsichtige Bewertungsannahmen. Wie stark die aktuelle Bewertung tatsächlich vom fairen Niveau abweicht, lässt sich aus dem Shiller-KGV allein jedoch nicht ableiten. Denn auch die Kennzahl selbst muss vor dem Hintergrund struktureller Veränderungen und methodischer Grenzen eingeordnet werden. Der langfristige historische Mittelwert des Shiller-KGV darf daher nicht unkritisch als unveränderlicher fairer Wert interpretiert werden. Erstens können moderne Bilanzierungsregeln nach US-GAAP die ausgewiesenen Gewinne in Abschwungphasen durch frühere und teils umfangreichere Abschreibungen stärker mindern als in früheren Jahrzehnten; das Shiller-KGV wird dadurch mechanisch erhöht. Zweitens hat sich die Struktur des US-Aktienmarktes verändert: Die heutige Sektorstruktur ist weniger kapitalintensiv, Aktienrückkäufe ergänzen Dividenden als Ausschüttungskanal, und eine höhere Profitabilität kann dauerhaft höhere Bewertungsmultiplikatoren rechtfertigen. Wie **Abbildung 32** verdeutlicht, lagen Bewertungsniveaus in Phasen hoher Eigenkapitalrentabilität systematisch über ihrem historischen Durchschnitt. Ein

höheres „faires“ Shiller-KGV ist daher grundsätzlich plausibel; die Größenordnung von rund 20 % verstehen wir als empirische Orientierung, nicht als exakten Aufschlag.

Hinzu kommen konzeptionelle Grenzen. Das Shiller-KGV berücksichtigt das reale Zinsumfeld nicht, obwohl höhere Realzinsen den Barwert künftiger Gewinne und damit das vertretbare Bewertungsniveau beeinflussen. Zudem ist das Zehnjahresfenster für die Gewinnbereinigung letztlich eine pragmatische, aber nicht zwingende Wahl. Außergewöhnliche Krisen- oder Boomjahre können die Kennzahl lange prägen. Für die langfristige Renditeplanung bleibt das Shiller-KGV deshalb ein wertvoller Warn- und Plausibilisierungsindikator, ist isoliert aber weder ein verlässlicher Fair-Value-Anker noch ein Timing-Instrument. In unserer Bewertung kombinieren wir es daher mit zukunftsgerichteten KGVs auf Basis der von Analysten erwarteten Unternehmensgewinne. So verbinden wir die zyklusbereinigte historische Perspektive mit den aktuellen fundamentalen Gewinnerwartungen. Die Synthese ist klar: US-Aktien sind im historischen Vergleich anspruchsvoll bewertet, ein Teil des Aufschlags ist durch hohe Profitabilität der Unternehmen und die veränderte Marktstruktur jedoch fundamental erklärbar. Für den globalen Aktienmarkt, gemessen am MSCI World, unterstellen wir daher für das kommende Jahrzehnt keinen abrupten Bewertungseinbruch, sondern einen moderaten negativen Renditebeitrag von im Schnitt rund 0,7 Prozentpunkten pro Jahr.

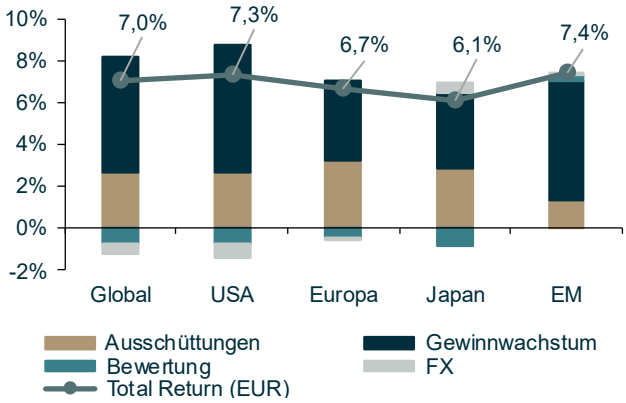
Regionaler Aktienmarktausblick im Vergleich

Abbildung 33 führt die drei Renditebausteine zum zentralen Ergebnis unserer Aktienmarktannahmen zusammen. Ausschüttungen bilden den laufenden Ertrag, das fundamentale Gewinnwachstum den langfristigen Renditemotor und Bewertungsveränderungen den möglichen zusätzlichen Rücken- oder Gegenwind. Währungseffekte übersetzen die lokalen Marktrenditen abschließend in die Perspektive eines Euro-Anlegers. Unsere erwarteten Gesamtrenditen liegen regional vergleichsweise eng beieinander – ihre wirtschaftlichen Quellen und Risiken unterscheiden sich jedoch deutlich.

Für US-Aktien erwarten wir in der kommenden Dekade eine durchschnittliche Rendite von rund 7,3 % pro Jahr. Hohe Profitabilität, Innovationskraft und ein stärkeres Gewinnwachstum stützen den Ausblick, anspruchsvolle Bewertungen wirken jedoch dämpfend. Europa folgt mit rund 6,7 %: Höhere Ausschüttungen und günstigere Bewertungen gleichen einen Teil der geringeren strukturellen Wachstumsdynamik aus. Schwellenländer weisen mit rund 7,4 % die höchste Punktschätzung auf. Ihr höheres Wachstumspotenzial wird wesentlich vom KI-Trend und einer erwarteten Abwertung des US-Dollars getragen. Gleichzeitig geht diese Wachstumserwartung allerdings mit größeren wirtschaftlichen, politischen und institutionellen Risiken einher. Für Japan erwarten wir rund 6,1 %. Fortschritte bei Unternehmensführung und Kapitaldisziplin stützen den Markt, während demografische Belastungen das strukturelle Wachstum begrenzen.

Abb. 33: Gewinnwachstum trägt die Märkte weiter

Die Aggregation von Ausschüttungen, fundamentalem Gewinnwachstum, erwarteten Bewertungsveränderungen und Währungseffekten führt zu den durchschnittlichen Renditeerwartungen der kommenden zehn Jahre (in % pro Jahr) aus Sicht eines Euro-Anlegers.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, MSCI. Ausschüttungen umfassen die Dividendenrendite und die Netto-Aktienrückkaufrendite. Übersicht der verwendeten Indizes im Anhang. Stand 30.09.2026.

Für die strategische Asset Allokation ist daher nicht die höchste Punktschätzung ausschlaggebend. Entscheidend ist, unterschiedliche Renditequellen und Risikoprofile zu kombinieren: US-Aktien bieten Profitabilität und Innovationskraft, Europa höhere laufende Ausschüttungen und eine günstigere Bewertung, Schwellenländer strukturelles Wachstum und Japan einen eigenständigen Diversifikationsbaustein. Das spricht gegen eine einseitige regionale Ausrichtung und für eine breite globale Aufstellung. Regionale Gewichte sollten sich nicht allein an erwarteten Renditen orientieren, sondern auch an Risiken, Währungseinflüssen und dem Diversifikationsbeitrag im Gesamtportfolio.

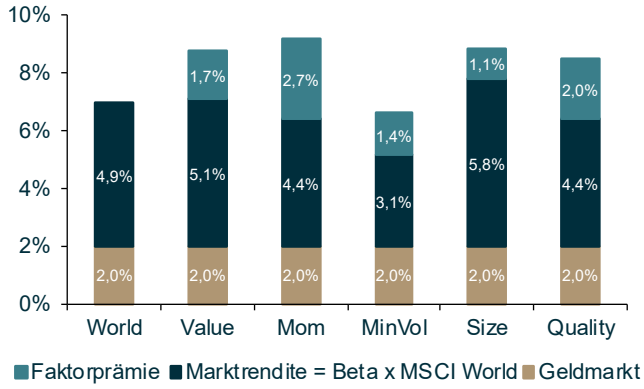
Faktorprämien ergänzen die Aktienallokation

Neben der regionalen Aufstellung stellt sich auf einer zweiten Ebene die Frage, wie ein Aktienmarktinvestment umgesetzt werden soll. Systematische Faktorprämien können dabei eine zusätzliche Renditequelle darstellen. Gemeint sind robuste, über lange Zeiträume dokumentierte Ertragsmuster wie Value, Quality, Momentum oder Minimum Volatility. Diese Prämien sind kein risikoloser „Free Lunch“, sondern kompensieren entweder ökonomische Risiken, spiegeln Verhaltensanomalien wider oder entstehen aus Marktstrukturen und

Restriktionen institutioneller Investoren. Für die strategische Asset Allokation sind sie deshalb vor allem als ergänzende Renditequelle für ein global oder regional diversifiziertes Aktienmarktportfolio relevant.

Wichtig ist dabei eine realistische Einordnung. Wie **Abbildung 34** zeigt, erzielten globale Faktorindizes historisch risikoadjustierte Überrenditen gegenüber dem breiten Aktienmarkt. Diese Prämien werden jedoch nicht stetig vereinnahmt, sondern unterliegen ausgeprägten Zyklen und können durchaus auch über mehrere Jahre hinter dem MSCI World zurückbleiben. Ihr strategischer Mehrwert liegt daher weniger in der Hoffnung auf permanente Outperformance als in einer regelbasierten, disziplinierten Erschließung zusätzlicher Ertragsquellen. Gerade in einem Umfeld geringerer Bewertungsrückenwinde kann diese zusätzliche Differenzierungsquelle an Bedeutung gewinnen – vorausgesetzt, sie wird systematisch und mit ausreichend langem Anlagehorizont umgesetzt.

Abb. 34: Outperformance dank Faktorprämien
Risikoadjustierte Überrendite globaler MSCI-Faktorindizes gegenüber dem MSCI World. Historische Daten in USD.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, MSCI. Daten von 1999 bis 2025. Arithmetische Durchschnitte. Risiko wird als Sensitivität zum Gesamtmarkt gemessen (Beta). Stand 30.09.2026.

Da Faktorprämien auf Risikokompensation, Verhaltensmustern und strukturellen Marktineffizienzen beruhen, halten wir entsprechende Überrenditen auch in der kommenden Dekade grundsätzlich für plausibel. Ihre Vereinnahmung setzt jedoch eine regelgebundene Umsetzung und die Bereitschaft voraus, mögliche längere Phasen relativer Schwäche auszuhalten.

Kernbotschaften für den Investor

Aktien bleiben der Renditemotor: In der kommenden Dekade dürften die Erträge stärker aus Ausschüttungen und fundamentalem Gewinnwachstum kommen. KI und Innovation stützen die Perspektive, während eine erhöhte Ausgangsbewertung – insbesondere in den USA – den Spielraum für weiteren Bewertungsrückenwind begrenzt.

Die Allokation sollte Renditequellen breiter erschließen: Der US-Markt bleibt dank Profitabilität und Innovationskraft der zentrale Treiber globaler Aktienrenditen. Schwellenländer eröffnen zusätzliche Wachstumschancen, faktorbasierte Anlagestile bieten ergänzende Renditequellen. Entscheidend ist jeweils ihr Beitrag zum global diversifizierten Aktienportfolio – nicht die Wette auf eine einzelne Region oder einen einzelnen Stil.

Rohstoffe: Diversifikation in unsicheren Zeiten

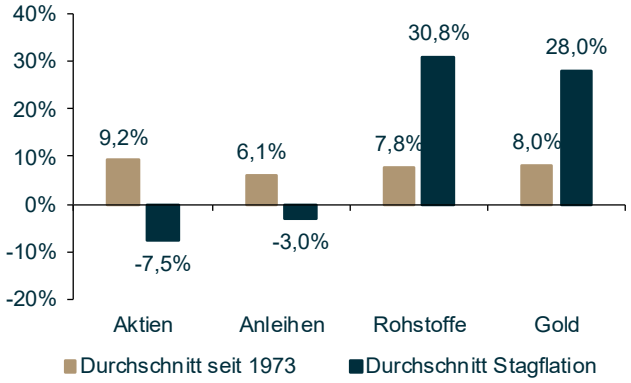
Inflationsschutz, Diversifikation und Zugang zu globalen Knappheitstrends

- **Rohstoffe schließen eine Diversifikationslücke:** Bei Inflations- und Angebotsschocks können Aktien und Anleihen gleichzeitig verlieren. Gold und Rohstoffe erschließen dann eigenständige Renditetreiber und können das Gesamtportfolio stabilisieren.
- **Zwei Bausteine erfüllen unterschiedliche Funktionen:** Gold schützt vor monetären, fiskalischen und geopolitischen Vertrauenskrisen; ein breiter Rohstoffkorb profitiert stärker von realen Knappheiten und steigenden Energie- und Metallpreisen.
- **Die Rendite folgt unterschiedlichen ökonomischen Treibern:** Bei Gold steht die langfristige Kassakursentwicklung im Mittelpunkt. Beim Futures-basierten Rohstoffkorb bestimmen zusätzlich Rollrendite, Collateral-Ertrag und Währungseffekte das Ergebnis.
- **Gezielte Beimischung statt defensiver Portfoliokern:** Gold und Rohstoffe bieten Renditen im mittleren einstelligen Bereich, schwanken mit 15 % bis 25 % pro Jahr jedoch erheblich. Ihr strategischer Wert liegt daher in ihrer Wirkung im Gesamtportfolio.

Warum Rohstoffinvestments in ein Portfolio gehören

Rohstoffe nehmen in der strategischen Asset Allokation eine besondere Rolle ein. Ihre Wertentwicklung ist eng mit realen Preisen und der wirtschaftlichen Aktivität verknüpft. Daraus ergeben sich zwei zentrale Vorteile: Erstens können Rohstoffe insbesondere dann einen wirksamen Inflationsschutz bieten, wenn steigende Energie- und Metallpreise selbst wesentliche Treiber des Preisauftriebs sind. Zweitens können sie gerade dann diversifizieren, wenn Aktien und Anleihen gleichzeitig verlieren. **Abbildung 35** macht diesen Portfoliobeitrag sichtbar: In historischen Stagflationsphasen – also Perioden mit hoher Inflation und stagnierendem oder rückläufigem Wachstum – erzielten Rohstoffe und Gold im Durchschnitt jeweils knapp 30 %, während Aktien und Anleihen gleichzeitig verloren. Gerade bei angebotsseitigen Inflationsschocks und daraus folgenden Vertrauenskrisen können Rohstoffe somit eine Lücke schließen, die traditionelle Portfoliobausteine häufig offenlassen. Ihr strategischer Wert liegt daher weniger in einer stetigen Rendite als in ihrer besonderen Wirkung in schwierigen Marktregimen.

Abb. 35: Rohstoffe stabilisieren in Stagflationsphasen
Die Grafik zeigt die historische Wertentwicklung des breiten Rohstoffmarktes und von Gold sowie den Durchschnitt in Stagflationsperioden identifiziert auf Basis von Marktpreisen.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg. Monatsdaten in USD, 1973/01–2026/09. Aktien: MSCI World NTR; Anleihen: US Treasury Total Return Index; Rohstoffe: Bloomberg Commodity Total Return Index; Gold: Kassakurs. Für die lange Historie wird der breitere Rohstoffindex einschließlich Agrarrohstoffen und Lebendvieh verwendet. Die Identifikation der historischen Stagflationsperioden basiert auf Marktdaten für Aktien, Staatsanleihen, Rohstoffe und Gold.

Zwei Bausteine, zwei Herleitungswege

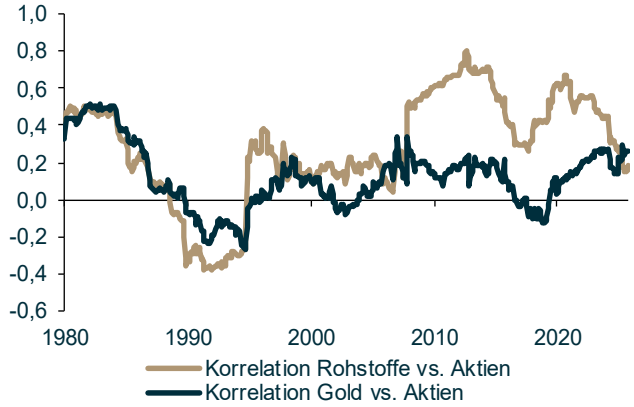
Für die strategische Asset Allokation konzentrieren wir uns bewusst auf zwei investierbare Bausteine: Gold und einen marktbreit diversifizierten Rohstoffkorb ohne Agrarrohstoffe und Lebendvieh. Einzelrohstoffe eignen sich wegen ihrer spezifischen Angebots-, Nachfrage- und Regulierungsrisiken dagegen eher für taktische Positionierungen als für eine dauerhafte strategische Allokation.

Beide Bausteine ergänzen sich, erfüllen aber unterschiedliche Funktionen: Gold kann insbesondere bei monetären, fiskalischen und geopolitischen Vertrauenskrisen stabilisieren, während der Rohstoffkorb besonders sensitiv auf reale Knappheiten und angebotsseitige Inflationsschocks reagiert. **Abbildung 36** zeigt, dass ihr Diversifikationsbeitrag gegenüber Aktien im Zeitablauf schwankt. Entscheidend ist daher nicht eine dauerhaft negative Korrelation, sondern ihre Wirkung in Stressphasen, in denen traditionelle Portfoliobausteine gemeinsam unter Druck geraten und Diversifikation benötigt wird.

Aus den unterschiedlichen ökonomischen Funktionen folgen zwei Herleitungswege: Bei Gold steht die Kassakurs-entwicklung im Mittelpunkt; beim Futures-basierten Rohstoffkorb

kommen Rollrendite, Collateral-Ertrag – also der Geldmarktertrag aus dem nicht als Sicherheit gebundenen Kapital – und Währungseffekt hinzu.

Abb. 36: Diversifikationseffekt gegenüber Aktien variiert
Rollierende Fünfjahreskorrelationen des breiten Rohstoffmarktes und von Gold gegenüber dem globalen Aktienmarkt.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, MSCI. Monatsdaten in USD, 1975–2026/09. Aktien: MSCI World NTR; Rohstoffe: Bloomberg Commodity Total Return Index; Gold: Kassakurs. Für die lange Historie wird der breitere Rohstoffindex einschließlich Agrarrohstoffen und Lebendvieh verwendet.

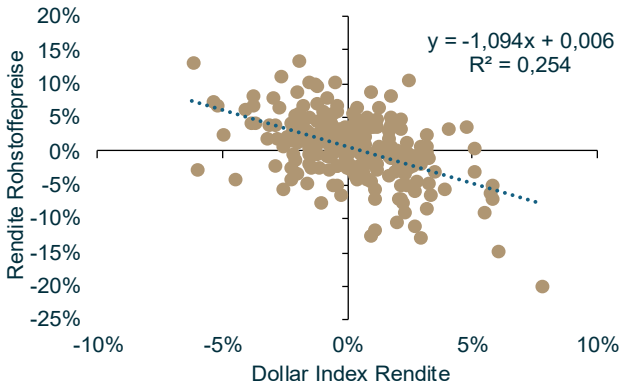
Gold: Schutz in Vertrauenskrisen
Gold ist weltweit standardisiert, dauerhaft lagerfähig und über liquide, physisch besicherte Lösungen direkt investierbar. Da es keine laufenden Erträge und kein Ausfallrisiko eines Emittenten aufweist, beruht sein strategischer Wert vor allem auf seiner Funktion als knappes, global akzeptiertes Wertaufbewahrungsmittel. Diese Eigenschaft kann sich insbesondere in Vertrauenskrisen auszahlen. Geopolitische Spannungen, Zweifel an der Tragfähigkeit hoher und weiter steigender Staatsschulden oder eine als zu expansiv wahrgenommene Geldpolitik können die Nachfrage nach Vermögenswerten erhöhen, die nicht von der Zahlungsfähigkeit eines einzelnen Staates oder der Stabilität einer einzelnen Währung abhängen. Auch Bestrebungen zur Verringerung der Abhängigkeit vom US-Dollar können Gold strukturell stützen. Es ersetzt den US-Dollar nicht als Transaktionswährung, kann für Zentralbanken und langfristige Investoren aber als ergänzende, politisch weitgehend neutrale Reserve dienen und die Abhängigkeit von einzelnen Währungsräumen verringern.

Für den Goldpreis sind vor allem Realzinsen, der US-Dollar, Zentralbankkäufe sowie monetäre, fiskalische und geopolitische Risiken als maßgebliche Treiber zu nennen. Unsere Renditeannahme verbindet drei Perspektiven: Erstens dient die historische Durchschnittsrendite von 5,6 % p. a. in US-Dollar seit 1930 als empirischer Anker. Zweitens bildet ein fundamentales Modell auf Basis von Realzinsen und Wachstumserwartungen die zentralen ökonomischen Einflussfaktoren ab. Drittens berücksichtigen wir strukturelle Entwicklungen, die sich nur eingeschränkt modellieren lassen – darunter steigende Staatsverschuldung, Risiken einer finanziellen Repression, geopolitische Fragmentierung und die Diversifikation globaler Währungsreserven. Daraus leiten wir eine erwartete Goldrendite von rund 5,4 % p. a. in US-Dollar beziehungsweise 4,8 % p. a. für Euro-Anleger ab. Dabei handelt es sich nicht um ein Krisenszenario, sondern um einen langfristigen Planungswert. Der strategische Mehrwert von Gold geht über diese Renditeerwartung hinaus: Gold kann Portfolios stabilisieren, wenn das Vertrauen in Staatsfinanzen, Geldpolitik oder etablierte Reservewährungen schwindet.

Rohstoffe: Von realen Knappheiten profitieren
Ein marktbreites Rohstoffinvestment ist physisch kaum effizient und diversifiziert umsetzbar. Es wird daher über einen Index aus standardisierten Futures-Kontrakten abgebildet. Seine Anlagerendite entspricht folglich nicht allein der Veränderung der Kassapreise, sondern setzt sich aus Kassapreisentwicklung, Rollrendite, Collateral-Ertrag und – aus Sicht eines Euro-Investors – Währungseffekt zusammen. Für langfristige Kapitalmarkterwartungen modellieren wir diese Komponenten über einen ökonomisch fundierten Komponentenansatz.

Den ersten Renditebaustein bilden langfristige Veränderungen der Kassapreise. Als reale Güter werden Energie und Industriemetalle wesentlich durch Produktionskosten, Knappheit sowie das globale Nachfrage- und Inflationsumfeld geprägt; als langfristiger Anker dient daher eine nominale Preisentwicklung in der Größenordnung der globalen Inflationserwartung. Hinzu kommt der Preiseffekt des US-Dollars: Da Rohstoffe überwiegend in Dollar notieren, erhöht eine schwächere US-Währung für Käufer außerhalb des Dollarraums tendenziell die Nachfrage und kann die Rohstoffpreise in US-Dollar stützen. **Abbildung 37** verdeutlicht diesen historisch inversen Zusammenhang zwischen der Entwicklung des US-Dollars und dem breiten Rohstoffmarkt. Eine moderate Dollarabwertung könnte die Rohstoffpreise in US-Dollar daher zusätzlich stützen. Davon zu trennen ist der Umrechnungseffekt für Euro-Anleger: Ein schwächerer US-Dollar mindert bei ansonsten unveränderten Rohstoffpreisen die in Euro gemessene Rendite. Beide Effekte werden in der Renditeherleitung getrennt berücksichtigt. Energiewende, KI-Investitionen, geringe Förderinvestitionen und geopolitische Lieferkettenrisiken können darüber hinaus länger anhaltende Phasen erhöhter Preise auslösen. In Summe unterstellen wir für die Rohstoffpreise ein durchschnittliches Wachstum in US-Dollar von knapp 5,3 %.

Abb. 37: Rohstoffe profitieren von einer Dollarschwäche
Zusammenhang zwischen der Veränderung des US-Dollarindex und der Rendite eines breiten Rohstoffindex.



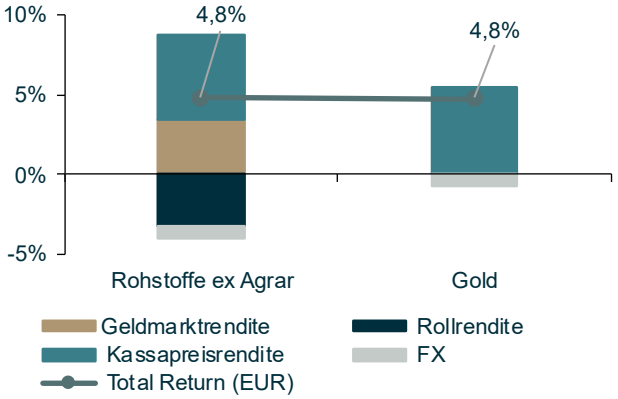
Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg. Daten von 2006 – 2026. Stand 30.09.2026.

Rollrendite und Besicherung als weitere Bausteine
Die Rollrendite des breiten Rohstoffindex entsteht beim regelmäßigen Rollen auslaufender Futures-Kontrakte und hängt von der jeweiligen Terminstruktur ab. Notieren länger laufende Futures über den kürzer laufenden Kontrakten, belastet Contango typischerweise die Rendite; in Backwardation kann das Rollen positiv beitragen. Über lange Zeiträume war die Rollrendite marktbreiter Rohstoffinvestments häufig negativ, schwankte jedoch erheblich mit Lagerbeständen, Knappheit und dem makroökonomischen Regime.

Da für ein Futures-basiertes Rohstoffinvestment nur ein Teil des Kapitals als Sicherheit gebunden wird, kann das verbleibende Kapital in kurzlaufenden, hochwertigen USD-Anlagen investiert werden. Der daraus entstehende Collateral-Ertrag ist ein eigenständiger Bestandteil der Indexrendite; langfristig unterstellen wir hierfür eine durchschnittliche USD-Geldmarktrendite von rund 3,5 % p. a. Der positive Beitrag aus Kassapreisentwicklung und dem Collateral-Ertrag wird dabei durch eine langfristig negative Rollrendite, die empirisch bei ca. -3 % liegt, sowie durch den erwarteten Währungseffekt reduziert. Unter Berücksichtigung sämtlicher Renditekomponenten ergibt sich für den breiten Rohstoffindex eine erwartete nominale Rendite in Euro von knapp 5 % pro Jahr.

Rendite und Diversifikation im Portfoliokontext
Abbildung 38 führt die Renditekomponenten zusammen und zeigt für Gold und den breiten Rohstoffkorb langfristige Ertragsperspektiven im mittleren einstelligen Bereich. Für die strategische Asset Allokation folgt daraus: Beide Bausteine sollten nicht wegen einer stetigen Rendite, sondern gezielt wegen ihrer Wirkung bei Inflations-, Knappheits- und Vertrauensschocks beigemischt werden. Bei jährlichen Volatilitäten von 15 % bis 25 % sind sie keine defensiven Renditebausteine. Entscheidend ist daher nicht ihr isoliertes Risiko, sondern ihr Beitrag zu Rendite, Risiko und Diversifikation des Gesamtportfolios.

Abb. 38: Zwei Rohstoffbausteine für das Portfolio
Renditeerwartungen für die kommenden zehn Jahre in Euro für einen breiten Rohstoffkorb ohne Agrarrohstoffe und Lebendvieh sowie für Gold.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg. Stand 30.09.2026.

Kernbotschaften für den Investor

Rohstoffe ergänzen die klassische Diversifikation: Gold und ein breiter Rohstoffkorb können insbesondere bei Inflationsschocks stabilisieren, wenn Aktien und Anleihen gleichzeitig unter Druck geraten.

Funktion vor Rendite: Gold schützt vor monetären und geopolitischen Vertrauenskrisen, der Rohstoffkorb bildet reale Knappheits- und Inflationsrisiken ab. Beide schwanken erheblich und eignen sich daher als gezielte Beimischung – nicht als defensiver Portfoliokern.

Illiquide Anlagen: Mehr Rendite braucht Geduld

Illiquiditätsvergütung und Managerauswahl entscheiden über den Erfolg

- **Zusätzliche Renditequellen:** Illiquide Anlagen erweitern das Anlageuniversum um nicht börsennotierte Unternehmen, privat vergebene Kredite, Infrastrukturprojekte und Immobilien.
- **Illiquidität wird vergütet:** Langfristige Kapitalbindung in Kombination mit eingeschränkter Verfügbarkeit kann eine Prämie bieten, reduziert aber die Flexibilität des Portfolios.
- **Managerqualität entscheidet über den Anlageerfolg:** Weniger transparente und heterogene Märkte bieten spezialisierten Managern zusätzliche Wertschöpfungschancen. Die große Streuung der Ergebnisse macht eine sorgfältige Auswahl und breite Diversifikation jedoch unverzichtbar.
- **Risiken realistisch messen:** Die beobachtbare Schwankung von Fondsbewertungen ist häufig geglättet und darf nicht mit dem tatsächlichen ökonomischen Risiko verwechselt werden.

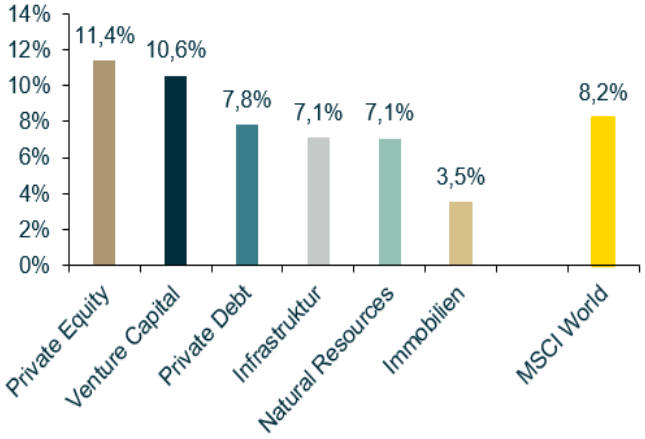
Warum in illiquide Anlagen investieren?

Kapital über Jahre zu binden, ist eine weitreichende Entscheidung – wann lohnt sie sich? Wenn Anleger damit Renditequellen und Diversifikationspotenziale erschließen, die an öffentlichen Märkten nur begrenzt zugänglich sind. Diesen Zugang eröffnen Private Equity mit Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen, Private Debt mit privat vergebenen Krediten, Infrastruktur mit Engagements in Energie-, Verkehrs- oder Datennetze sowie Immobilien mit realen Sachwerten und laufenden Mieterträgen. Der Preis dafür ist eine eingeschränkte Verfügbarkeit des Kapitals – verbunden mit Kapitalabrufen und nur periodisch sichtbaren Bewertungsschwankungen. Dieser Nachteil lässt sich nicht aufheben, aber bewusst steuern: durch ausreichende Liquiditätsreserven, einen langen Anlagehorizont und eine Allokation, die zur Risikotragfähigkeit des Anlegers passt.

Abbildung 39 illustriert, welche Nettorenditen in der Vergangenheit erreichbar waren. Für diesen Zweck nutzen wir Daten von Preqin, einem der führenden Anbieter von Private-Markets-Daten, um die Performance von illiquiden Anlageklassen mittels Indizes zu ermitteln. Diese bündeln die berichtete Nettoperformance von mehreren Hundert Fonds weltweit. Private Equity erzielte im betrachteten Zeitraum eine durchschnittliche annualisierte Nettorendite von rund 11,4 % und übertraf damit den MSCI World deutlich. Auch Private Debt und Infrastruktur erreichten Renditen, die mit einzelnen Aktienmarktsegmenten vergleichbar waren.

Abb. 39: Historische Renditen illiquider Anlagen

Historische Nettorenditen illiquider Anlagen in US-Dollar.



Quelle: Commerzbank-Research, Preqin. Aggregierte, zeitgewichtete Indizes auf Basis der berichteten Nettoperformance global ausgerichteter geschlossener Fonds; Daten von Q4 2006 bis Q1 2026. Stand 30.09.2026.

Vier Segmente, zwei Wege zur Renditeerwartung

Private Equity, Private Debt, Infrastruktur und Immobilien verbindet die langfristige Kapitalbindung, die eingeschränkte Handelbarkeit und die hohe Bedeutung der Produktauswahl. Für die Renditeerwartung nutzen wir zwei Wege: Bei Private Equity, Private Debt und Infrastruktur bildet eine passende **liquide Vergleichsanlage den Ausgangspunkt**. Sie erfasst die grundlegenden Aktien-, Zins-, Kredit- und Faktorrisiken.

Abb. 40: Renditefaktoren für Private Markets

Zerlegung des Komponentenansatzes für die erwarteten Renditen für Private Markets Anlagen.

Erwartete Renditen für Private Markets
Renditeerwartung für liquide Vergleichsanlage
+ Illiquiditätsprämie
+/- Komplexitätsprämie / Manager Selektion
- Kosten / Ausfallquoten
+/- Währungseffekte
= Renditeerwartung in Euro

Quelle: Commerzbank-Research. Illustrative Darstellung.

Hinzu kommen eine Vergütung für Illiquidität und ein konservativ angesetzter Beitrag aus aktiver Wertschöpfung. Kosten und erwartete Verluste mindern den Ertrag. **Abbildung 40** fasst die Komponenten für Private Markets zusammen. Bei Immobilien wenden wir eine andere Vorgehensweise an. Hier setzen wir unmittelbar bei den erwarteten Mieterträgen und Immobilienpreisänderungen an. Beide Ansätze beantworten dieselbe Leitfrage: Welcher Nettoertrag ist nach Kosten und unter realistischen Risikoannahmen langfristig plausibel?

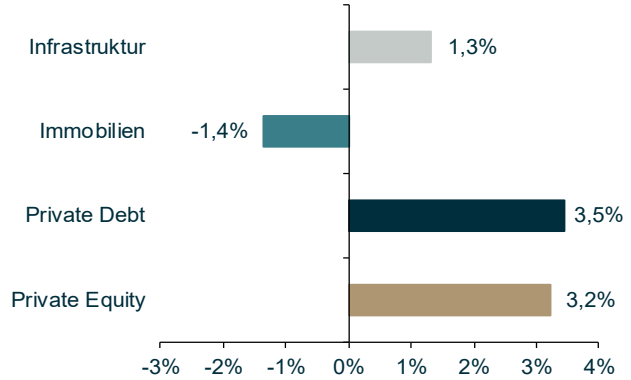
Für **Private Equity** bilden liquide Small-Cap-Aktien die passende Vergleichsanlage, da die Fonds häufig in kleinere und mittelgroße Unternehmen investieren. Deren höhere Marktsensitivität und die historisch beobachtete Small-Cap-Prämie bilden das liquide Marktrisiko des Segments ab; daraus leiten wir eine Basisrendite von rund 8 % bis 9 % p. a. ab. Hinzu kommen häufig Value-, Konzentrations- und Leverage-Risiken. Ein Teil der erwarteten Mehrrendite vergütet daher höhere systematische und unternehmensspezifische Risiken – nicht eigenständig Illiquidität oder aktive Wertschöpfung. Darüber hinaus können langfristige Kapitalbindung, Transaktionszugang, Governance-Einfluss, operative Verbesserungen und eine aktive Gestaltung der Kapitalstruktur Wert schaffen. Ob dieses Potenzial realisiert wird, hängt wesentlich von Managerqualität, Einstiegsbewertung, Finanzierung, Exit-Bedingungen und Kosten ab.

Private Debt messen wir an liquiden Unternehmenskrediten vergleichbarer Bonität und Finanzierungsstruktur, insbesondere an Leveraged Loans. Deren Geldmarktverzinsung und Kreditrisikoaufschläge bilden das grundlegende liquide Marktrisiko des Segments und führen zu einer liquiden Basisrendite von rund 7 % p. a. nach Berücksichtigung eines Ausfallverlusts von 1,2 %. Hinzu kommen Vergütungen für eingeschränkte Handelbarkeit und individuell strukturierte Finanzierungen. Sorgfältige Kreditprüfung, vertragliche Schutzrechte und laufende Überwachung können Mehrwert schaffen. Kreditausfälle, eine verzögerte Ausfallerkennung, begrenzte Verwertungserlöse, Refinanzierungsrisiken sowie Branchen-, Sponsor- und Kreditnehmerkonzentrationen mindern jedoch die Nettorendite. Auch schwächere Kreditbedingungen können die Verlustanfälligkeit erhöhen.

Infrastruktur vergleichen wir mit börsennotierten Infrastrukturunternehmen, etwa Betreibern von Stromnetzen oder Flughäfen. Ihre typischerweise geringere Marktsensitivität bildet die langfristigen, regulierten, vertraglich gesicherten oder inflationsindexierten Cashflows vieler Infrastrukturinvestments besser ab als der breite Aktienmarkt und führt zu einer liquiden Basisrendite von rund 6 % p. a. Wie stark diese Eigenschaften ausgeprägt sind, hängt von der jeweiligen Investition und ihrer Entwicklungsphase ab. Zusätzliche Renditechancen können aus langfristiger Kapitalbindung, spezialisiertem Marktzugang, regulatorischer Expertise, Vertragsgestaltung und aktivem Asset Management entstehen. Kosten sowie Zins-, Regulierungs-, Bau-, Technologie- und Nachfragerisiken können erwarteten Nettoertrag mindern.

Immobilien modellieren wir – anders als die übrigen Segmente – unmittelbar auf Basis der wirtschaftlichen Ertragskraft der Objekte. Börsennotierte Immobiliengesellschaften und REITs dienen daher lediglich als liquide Vergleichsgröße zur Markt- und Plausibilisierungseinordnung. Als marktbasierter Anker für den laufenden Nettoertrag dient eine jährliche Nettomietrendite von 4 bis 5 %. Der Anlageerfolg hängt zudem wesentlich von der Auswahl und Wertentwicklung der Objekte ab. Professionelles Vermietungsmanagement und attraktive Objektlagen können zusätzliche Potenziale erschließen, während Fehlallokationen oder eine nachlassende Standortattraktivität die Ergebnisse belasten.

Abb. 41: Heterogene Prämien in der Vergangenheit
Vergleich der Renditedifferenzen zwischen illiquiden Anlagen und liquiden Vergleichsanlagen in US-Dollar.



Quelle: Commerzbank-Research, Preqin. Nettorenditen von Q4 2009 bis Q1 2026. Liquide Vergleichsanlagen: Private Equity – MSCI World Small Caps Net Total Return Index; Private Debt – US Leveraged Loans; Immobilien – US REITs; Infrastruktur – S&P Global Infrastructure Total Return Index. Stand 30.09.2026.

Für Private Equity, Private Debt und Infrastruktur bildet die liquide Basisrendite nur den Ausgangspunkt. Ob sich die zusätzliche Kapitalbindung und Komplexität lohnen, hängt von der erwarteten Private-Markets-Prämie ab. **Abbildung 41** ordnet ein, in welchem Umfang solche Mehrerträge historisch gegenüber risikoadäquaten liquiden Vergleichsanlagen beobachtet wurden. Der Vergleich zeigt, welcher Renditeanteil bereits durch liquide Markt- und Faktorrisiken erklärt werden kann und welcher Mehrertrag darüber hinaus verbleibt. Dieser ist jedoch nicht vorschnell als reine Illiquiditätsvergütung oder aktive Wertschöpfung zu interpretieren: Auch Leverage,

Sektorallokation, Bewertungsunterschiede und Auswahlverzerrungen können die historischen Differenzen beeinflussen. Für Immobilien dient der Vergleich mit US-REITs ausschließlich der historischen Markteinordnung.

Illiquiditätsvergütung und aktive Wertschöpfung

Der mögliche Mehrertrag gegenüber einer liquiden Vergleichsanlage hat zwei Quellen. Erstens kann eine strukturelle **Illiquiditätsvergütung** für langfristige Kapitalbindung, eingeschränkte Handelbarkeit und unsichere Rückzahlungszeitpunkte entschädigen. Zweitens besteht ein **managerabhängiges Wertschöpfungspotenzial** aus Marktzugang, Analyse, Strukturierung, Governance und aktivem Management. Die Komplexität privater Märkte schafft hierfür Spielraum: Informationen sind weniger standardisiert, Transaktionen individueller und Preise weniger transparent als an öffentlichen Märkten. Chancen und Risiken werden daher nicht immer gleich schnell und einheitlich verarbeitet. Spezialisierte Manager können solche Unterschiede durch besseren Zugang, tiefere Analyse und aktive Einflussnahme nutzen. Zugleich steigt das Risiko von Fehlentscheidungen – aktive Wertschöpfung ist möglich, aber nicht automatisch verfügbar.

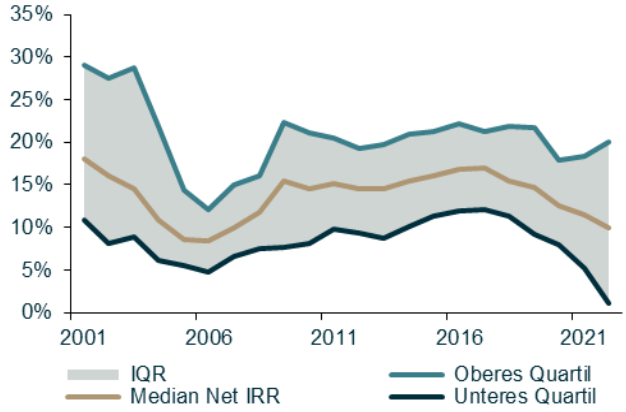
Die **Illiquiditätsprämie** ist die Vergütung für die Geduld des Anlegers: für seine Bereitschaft, Kapital langfristig zu binden und auf kurzfristige Verfügbarkeit zu verzichten. Ihre Höhe richtet sich nach Dauer und Verlässlichkeit der Kapitalbindung, den Rückgabemöglichkeiten und dem ökonomischen Risiko des jeweiligen Segments. Für das wachstumsorientierte und volatilere Private Equity mit Haltedauern von sieben bis zehn Jahren oder mehr halten wir – abhängig von der Struktur – eine Prämie von 1 % bis 4 % p. a. für plausibel. Bei Private Debt fällt die Bandbreite mit 0,2 % bis 1 % geringer aus, da laufende Zinszahlungen und vertraglich fixierte Rückführungen die Cashflows stärker strukturieren und die Illiquidität teilweise abmildern. Außerdem muss auch die (begrenzte) Liquidität der Vergleichsanlage miteinbezogen werden. Für Infrastruktur setzen wir aufgrund der langfristigen Kapitalbindung bei zugleich vergleichsweise planbaren Cashflows eine jährliche Prämie von 0,5 % bis 2 % an. Diese Bandbreiten sind strategische Annahmen und keine garantierten Aufschläge. Marktphase, Produktstruktur und Zugangsweg bestimmen wesentlich, welche Prämie tatsächlich realisiert werden kann.

Die Illiquiditätsvergütung muss zur tatsächlichen Kapitalbindung passen. Geschlossene Fonds schränken mit langen Laufzeiten, Verlängerungsoptionen und ungewissen Ausschüttungen die Flexibilität ein. Semiliquide Vehikel wie zum Beispiel ELTIFs oder auch offene Immobilienfonds, erleichtern zwar das Liquiditätsmanagement, können aber Kündigungsfristen und Rücknahmegrenzen vorsehen. Typischerweise fällt die Illiquiditätsvergütung bei semi-liquiden Strukturen geringer aus. Es bleibt aber entscheidend, dass ein Vehikel nicht dauerhaft liquider sein kann als seine Anlagen.

Neben der Illiquiditätsvergütung kann aktive Wertschöpfung zusätzlichen Mehrertrag schaffen. **Abbildung 42** zeigt am Beispiel von Private Equity, wie stark dieses Potenzial zwischen Managern und Investitionsjahrgängen variiert. Fonds des unteren Quartils (also der 25% schlechtesten Manager) erzielten im Durchschnitt rund 8,3 %. Die Medianrendite lag etwa fünf Prozentpunkte höher. Das obere Quartil erreichte in jedem dargestellten Einstiegsjahr mehr als 10 % und in einzelnen Startjahren sogar über 20 %. Die breite Streuung zeigt: Überdurchschnittliche Ergebnisse sind möglich, aber nicht verlässlich planbar. Sorgfältige Auswahl und Diversifikation über Manager, Strategien und Vintage-Jahre sind daher unverzichtbar. Im Hinblick auf die Renditemessung ist darauf hinzuweisen, dass der Netto-IRR die Zahlungszeitpunkte miteinbezieht und dadurch das Renditemaß nicht unmittelbar mit der Performance liquider Marktindizes vergleichbar ist. Ergänzend ist daher zu prüfen, wie sich dieselben Zahlungsströme am öffentlichen Kapitalmarkt entwickelt hätten.

Abb. 42: Managerauswahl entscheidend

Performanceunterschiede von Private-Equity-Fonds verschiedener Startjahre (Vintage-Jahre). Dargestellt ist die jährliche Rendite nach Kosten unter Berücksichtigung der Ein- und Auszahlungszeitpunkte.



Quelle: Commerzbank-Research, Preqin. Vintage-Jahre 2001–2022.

Diese historische Streuung bildet den Ausgangspunkt für unsere Quantifizierung des potenziellen Mehrertrags aus **Komplexität und Managerselektion**. Beide Aspekte hängen unmittelbar zusammen: Weil private Märkte weniger transparent, standardisiert und informationseffizient sind als öffentliche, können spezialisierte Manager durch besonderen

Marktzugang, Expertise und aktive Einflussnahme größere Unterschiede im Anlageerfolg bewirken. Als Orientierung dient der Renditeabstand zwischen Fonds des oberen Quartils und dem Median über mehrere Vintage-Jahre. Dieser Renditeunterschied, auch „Quartilsspread“ genannt, bildet jedoch nur eine Obergrenze für das managerabhängige Wertschöpfungspotenzial, da er neben Managerqualität auch Unterschiede in Strategie, Leverage, Sektorallokation und Risikoprofil enthalten kann. Deshalb setzen wir ihn bewusst nur anteilig an: Die Untergrenze berücksichtigt 25 %, die Obergrenze 75 % des historisch beobachteten Abstands. Daraus ergeben sich bei Private Equity eine durchschnittliche jährliche Bandbreite von 1,8 % bis 5,3 %, bei Private Debt von 0,6 % bis 1,9 % und bei Infrastruktur 1,0 % bis 3,1 %. Der konservative Abschlag trägt dem Umstand Rechnung, dass sich Informationsvorteile und eine dauerhaft überdurchschnittliche Managerauswahl nicht verlässlich planen lassen. Die Bandbreiten sind daher weder der vollständige historische Quartilsspread noch eine eigenständige Marktprämie oder garantierte Mehrrendite. Risikobeiträge, die bereits in der liquiden Basisrendite oder den Vergleichsbenchmarks berücksichtigt sind, werden nicht erneut erfasst.

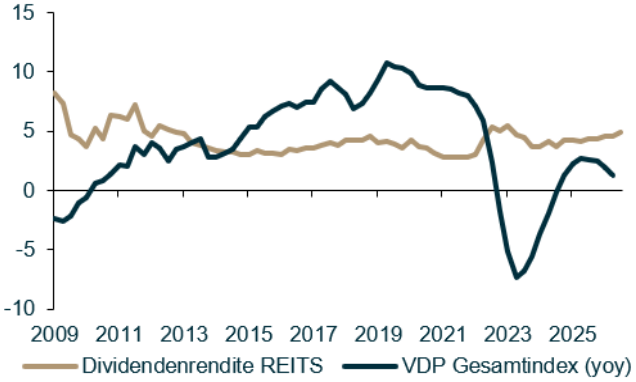
Die Private-Markets-Prämie vergütet nicht nur eingeschränkte Handelbarkeit, sondern verbindet langfristige Kapitalbindung mit dem Potenzial spezialisierter Manager, Marktineffizienzen durch Zugang, Expertise, Strukturierung und aktive Einflussnahme zu nutzen. Für Anleger gilt: Illiquidität ermöglicht Mehrertrag – ob er nach Kosten realisiert wird, hängt wesentlich von der Managerauswahl ab.

Immobilien: Erträge aus Mieten und Wertentwicklung

Für Immobilien bestimmen Mieterträge und Objektbewertungen die Rendite. **Abbildung 43** zeigt die historische Entwicklung beider Komponenten: Die Dividendenrendite europäischer REITs dient als marktbasierte Orientierung für laufende Immobilienerträge, während der vdp-Gesamtindex die Preisentwicklung deutscher Wohn- und Gewerbeimmobilien abbildet. Beide Größen sind keine deckungsgleichen Abbildungen eines diversifizierten europäischen Immobilienportfolios, liefern aber wichtige Anhaltspunkte für die Markteinordnung. Die Dividendenrenditen von REITs waren im Beobachtungszeitraum recht stabil bei 3 bis 5 %, wohingegen die Immobilienpreise teils erheblich schwankten. Nach der Finanzkrise folgte ein Jahrzehnt des Anstiegs der Immobilienpreise, die aber im Zuge der Zinswende 2021/2022 wieder erheblich nachließen. Mit Blick nach vorne können sich dadurch aber wieder attraktive Einstiegsbewertungen ergeben, wovon langfristige Investments profitieren dürften.

Abb. 43: Stabile Mietrenditen und volatile Preise

Dividendenrendite europäischer REITs als Näherungsgröße für den laufenden Mietertrag sowie die jährliche Preisänderung des vdp-Gesamtindex für deutsche Wohn- und Gewerbeimmobilien.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, vdp – Verband Deutscher Pfandbriefbanken.

Was beim Anleger ankommt

Vom Brutto- zum Nettoertrag: Erst nach Kosten und spezifischen Risiken zeigt sich, welcher Mehrertrag beim Anleger ankommt. Je nach Segment und Managererfolg können Managementvergütung, erfolgsabhängige Gewinnbeteiligung sowie Transaktions- und Finanzierungskosten die Bruttorendite um rund 1,5 % bis 4 % p. a. mindern. Unsere Kostenannahmen basieren auf Erhebungen von Preqin. Bei Private Debt berücksichtigen wir zusätzlich erwartete Kreditausfälle und Verwertungserlöse; im Basisfall unterstellen wir eine Ausfallwahrscheinlichkeit von 3 % und eine Verwertungsquote von 60 %. Erst nach diesen Belastungen zeigt sich der Nettobeitrag von Illiquiditätsvergütung und aktiver Wertschöpfung gegenüber liquiden Alternativen.

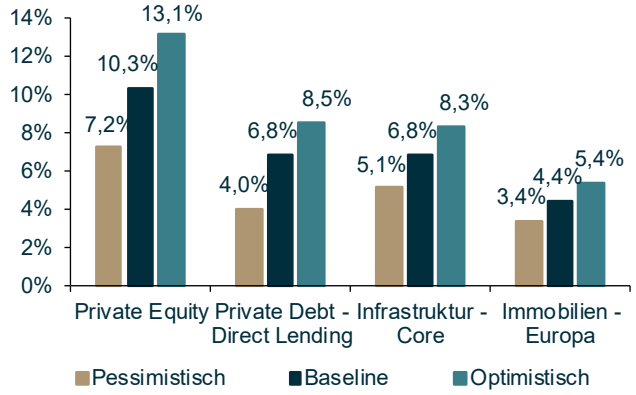
Währungsperspektive: Mangels einer einheitlichen globalen Währungsstruktur verwenden wir für die strategische Modellierung von Private Equity, Private Debt und Infrastruktur vereinfachend die Währungsallokation des MSCI World. Insbesondere bei Private Debt und Infrastruktur kann die tatsächliche Währungsstruktur auf Produktebene deutlich davon abweichen.

Verschiedene Szenarien im Vergleich

Die hohe Heterogenität illiquider Anlagen spricht gegen eine einzige Punktschätzung und macht eine Szenariobetrachtung erforderlich. Produktmerkmale, Managerzugang und Marktumfeld können die erzielbaren Renditen erheblich stärker beeinflussen als bei liquiden Anlageprodukten. Deshalb führen wir die beiden Herleitungswege in **Abbildung 39** zu drei plausiblen Fällen zusammen: einer unteren Bandbreite mit vorsichtigeren Annahmen, ein Basisszenario als zentralem Planungswert und einer oberen Bandbreite bei günstigeren,

aber weiterhin plausiblen Annahmen. Bei Private Equity und Infrastruktur spiegeln die Szenarien insbesondere unterschiedliche Annahmen zur Illiquiditätsprämie sowie zum potenziellen Mehrertrag aus Komplexität und Managerselektion wider. Für Private Equity erwarten wir im Basisszenario eine durchschnittliche jährliche Rendite von 10,3 %. Im optimistischen Fall sind sogar bis zu 13 % erreichbar – sofern Anlagehorizont, Illiquidität und eine gute Managerauswahl dies unterstützen. Außerdem sollte auch das substanziell höhere ökonomische Risiko mitbeachtet werden.

Abb. 44: Attraktive Aussichten für illiquide Anlagen
Erwartete Nettorenditen für Private Equity, Private Debt, Infrastruktur und Immobilien über die kommenden zehn Jahre in Euro. Dargestellt werden je Anlageklasse eine untere Bandbreite, die Baseline und eine obere Bandbreite. Die Annahmen basieren auf geschlossenen Fondsstrukturen.



Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Preqin, Bank of America, CBRE. Die Kostenannahmen basieren auf Medianerhebungen von Preqin. Je nach Investmentlösung kann die Kostenstruktur erheblich davon abweichen. Für Immobilien wird ein diversifiziertes europäisches Portfolio aus Wohnen, Logistik, Büro und Handel unterstellt; Mieterträge, Leerstand, Instandhaltung, Modernisierungsbedarf und Kosten variieren nach Nutzung, Lage und Qualität. Stand 30.09.2026.

Für Infrastrukturanlagen fallen die durchschnittlichen Renditeerwartungen im Basisfall mit 6,8 % etwas geringer, bewegen sich jedoch auf einem ähnlichen Niveau wie so manches Aktienmarktsegment. Bei Private Debt variieren die Renditeerwartungen je nach Annahmen bezüglich der durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten und Verwertungsquoten. Im optimistischen Fall unterstellen wir zum Beispiel eine jährliche Ausfallquote von 1,5 %, im pessimistischen von 5 %. Im Basisszenario sorgen Kosten und erwartete Kreditverluste dafür, dass die zusätzlich angesetzte Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie ausgeglichen wird. Die erwartete Nettorendite von 6,8 % p. a. ist damit vergleichbar mit der einer liquiden Basisrendite – die allerdings vor Kosten ausgewiesen ist. Bei Immobilien bildet eine Nettomietrendite von 4 bis 5 % p. a. den Ausgangspunkt. Je nach Nutzung und Lage führen Annahmen zum erwarteten Mietwachstum, zu möglichen Wertveränderungen sowie zu Leerstand, Instandhaltung und weiteren objektspezifischen Belastungen zu unterschiedlichen Gesamtrenditen. Im Basisszenario ergibt sich daraus eine erwartete Rendite von durchschnittlich 4,4 %. Die Renditeerwartungen aus dem Basisszenario sind auch maßgeblich für das nachfolgende Kapitel, welches die Kapitalmarktannahmen in eine strategische Asset Allokation übersetzt. Alle Werte sind Nettorenditen in Euro und unterstellen eine Abbildung über geschlossenen Fondsstrukturen.

Unsere Szenarien zeigen, welche Renditeannahmen plausibel sind. Für die Portfolioentscheidung reicht dies jedoch nicht aus. Ebenso entscheidend ist es, das wirtschaftliche Risiko realistisch zu erfassen. Gerade bei illiquiden Anlagen vermitteln periodische Bewertungen häufig ein zu niedriges Bild von Schwankungen und Abhängigkeiten.

Das wahre ökonomische Risiko nicht unterschätzen
Für die strategische Asset Allokation sollten die unmittelbar aus Private-Asset-Indizes abgeleiteten Risiken nicht ungeprüft übernommen werden. Private Equity, Private Debt, Infrastruktur und Immobilien werden nicht fortlaufend am Markt gehandelt; ihre ausgewiesenen Renditen beruhen überwiegend auf periodischen Fonds- und Objektbewertungen. Dadurch erscheinen historische Schwankungen und Korrelationen häufig niedriger, als es das tatsächliche Marktwert-, Cashflow- und Verlustrisiko rechtfertigt. Vor der Schätzung von Volatilitäten und Korrelationen muss die Datenbasis daher bereinigt werden.

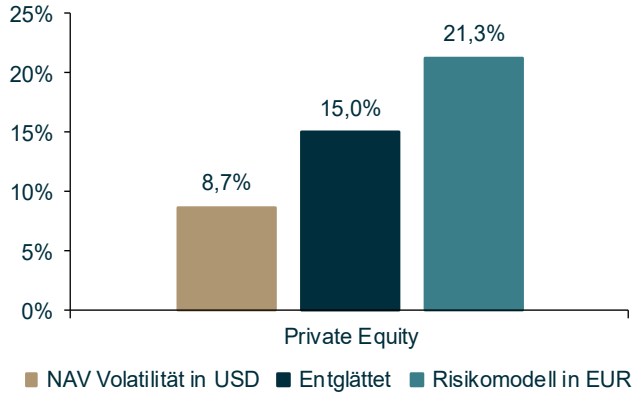
Der Grund liegt in der Bewertungspraxis: Viele Beteiligungen und Objekte werden nur quartalsweise anhand von Modellen, Vergleichstransaktionen oder zeitverzögerten Marktparametern neu bewertet. Kapitalmarktveränderungen fließen deshalb häufig erst schrittweise in die ausgewiesenen Nettoinventarwerte ein. Dies glättet die Rendite reihen und erzeugt positive Autokorrelation: Auf eine positive oder negative Rendite folgen überdurchschnittlich häufig Werte mit demselben Vorzeichen. Die beobachtete Volatilität misst damit vor allem die Schwankung geglätteter Bewertungen, nicht das volle ökonomische Risiko. Auch Korrelationen mit liquiden Märkten erscheinen künstlich niedrig und zeitverzögert. Dies ist auch der Grund, warum die ausgewiesene Volatilität trotz eines ähnlichen oder sogar höheren Risikos deutlich niedriger ausfällt als bei vergleichbaren liquiden Anlagen.

Für eine ökonomisch belastbare Risikoschätzung werden die Indexdaten deshalb bereinigt bzw. entglättet: Der durch die positive Autokorrelation verdeckte Teil der Schwankungen wird statistisch zurückgeführt. Ergänzend nutzen wir liquide

Vergleichsanlagen und Risikofaktoren, denn Private Assets bleiben trotz fehlender täglicher Preisstellung grundlegenden Aktien-, Kredit-, Zins-, Inflations- und Währungsrisiken ausgesetzt. Erst diese Risikoadjustierung schafft eine konsistente Vergleichsbasis zu liquiden Anlageklassen und verhindert, dass geglättete Indexdaten zu überhöhten Quoten illiquider Anlagen in der Portfoliooptimierung führen. **Abbildung 45** zeigt am Beispiel von Private Equity den Unterschied zwischen ausgewiesener, bereinigter und modellierter Volatilität. Für die ex-ante Portfoliokonstruktion ist die zuletzt genannte, risikoadjustierte Größe maßgeblich.

Abb. 45: Wirtschaftliches Risiko liegt über ausgewiesener Schwankung

Vergleich der ausgewiesenen, bereinigten und wirtschaftlich modellierten Volatilität von Private Equity.



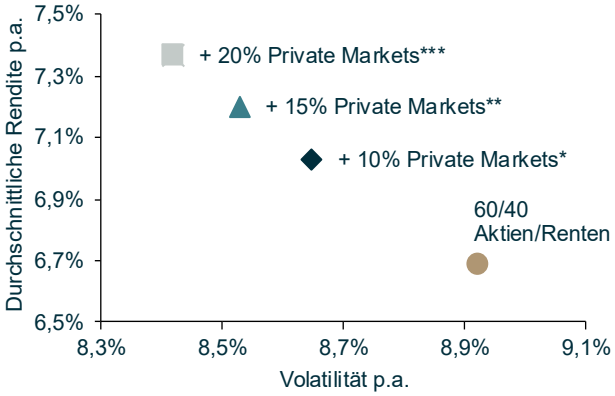
Quelle: Commerzbank-Research, Preqin, Bloomberg. Daten von Q4 1983 bis Q1 2026. Wir berücksichtigen zur Bereinigung eine Entglättung auf Basis eines autoregressiven Modells gemäß Geltner und für das Risikomodell ein quantitatives Faktormodell auf monatlicher Basis. Stand 30.09.2026.

Abbildung 46 zeigt den Portfoliobeitrag illiquider Anlagen: Gegenüber einem liquiden Aktien-Renten-Portfolio können sie die risikoadjustierte Rendite spürbar verbessern. Die Analyse stellt eine modellgestützte, indikative Vergleichsrechnung dar und ist damit belastbarer als ein Vergleich auf Basis geglätteter Fondsindizes. Dennoch ist der historische Befund kein Renditeversprechen: Private Equity bleibt ökonomisch aktienähnlich, Private Debt kredit- und konjunktursensitiv sowie Infrastruktur und Immobilien abhängig von Zinsen, Inflation und Wachstum. Ein möglicher Diversifikationsbeitrag entsteht vor allem durch ein breiteres Investmentuniversum, unterschiedliche Cashflow-Profile und vertragliche Strukturen – nicht allein durch niedrige gemessene Korrelationen.

Für langfristig orientierte Anleger kann eine gezielte Allokation den strategischen Handlungsspielraum erweitern. Ihre Höhe muss jedoch innerhalb des zuvor definierten Liquiditätsbudgets liegen. Zusätzlich sollte die Umsetzung über mehrere Dimensionen diversifiziert werden. Semiliquide Vehikel können den Zugang erleichtern, jedoch nicht die volle Illiquiditätsprämie vereinnahmen.

Abb. 46: Illiquide Anlagen können das Portfolio ergänzen

Beimischung illiquider Anlagen zu einem globalen Aktien-Renten-Portfolio. Dargestellt sind die annualisierte historische Rendite und Volatilität auf Basis von Quartalsdaten von Q1 2016 bis Q1 2026 in Euro.



* 10 % illiquide Anlagen: 55 % Aktien, 35 % Anleihen sowie jeweils 2,5 % Private Equity, Infrastruktur, Private Debt und Immobilien.
** 15 % illiquide Anlagen: 52,5 % Aktien, 32,5 % Anleihen sowie jeweils 3,75 % Private Equity, Infrastruktur, Private Debt und Immobilien.
*** 20 % illiquide Anlagen: 50 % Aktien, 30 % Anleihen sowie jeweils 5 % Private Equity, Infrastruktur, Private Debt und Immobilien.
Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Preqin. Quartalsdaten von Q1 2016 bis Q1 2026 in Euro. Aktien: MSCI ACWI; Anleihen: Bloomberg Euro Aggregate Index.

Kernbotschaften für den Investor

Private Markets erweitern den strategischen Handlungsspielraum. Private Equity, Private Debt, Infrastruktur und Immobilien erschließen Rendite- und Diversifikationsquellen, die an öffentlichen Märkten nur begrenzt verfügbar sind.

Mehrertrag ist kein Automatismus. Die Private-Markets-Prämie entsteht aus langfristiger Kapitalbindung und potenzieller aktiver Wertschöpfung. Ob sie nach Kosten tatsächlich vereinnahmt wird, hängt entscheidend von Produktstruktur, Marktumfeld und Managerqualität ab.

Liquidität definiert die Allokationsgrenze. Illiquide Anlagen eignen sich nur für Anleger mit ausreichenden Liquiditätsreserven, langem Anlagehorizont und der Fähigkeit, Kapitalabrufe, unregelmäßige Ausschüttungen und eingeschränkte Rückgabemöglichkeiten zu tragen.

Ökonomisches Risiko vor ausgewiesener Schwankung. Periodische Bewertungen glätten Volatilitäten und Korrelationen. Für die Portfoliokonstruktion zählen deshalb risikoadjustierte Größen und der belastbare Beitrag zu Rendite, Risiko und Diversifikation des Gesamtportfolios.

Strategische Asset Allokation

Wie lassen sich Kapitalmarktannahmen in Portfolios übersetzen?

- **Eine gute Asset Allokation beginnt mit belastbaren Kapitalmarktannahmen.** Sie bilden die Grundlage für die Konstruktion langfristiger Portfolios.
- **Portfolioqualität umfasst mehr als Rendite und Risiko.** Entscheidend sind Rendite, Risiko, Diversifikation, Liquidität und Robustheit gegenüber einer Vielzahl potenzieller Marktentwicklungen.
- **Wir optimieren nicht für eine einzige Zukunft, sondern für verschiedene plausible Zukunftsszenarien.** Das erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Portfolios Rendite- und Risikoziele auch bei unerwarteten Entwicklungen erreichen.
- **Entscheidend sind potenzielle Verluste, nicht kurzfristige Schwankungen.** Deshalb verwenden wir den Conditional Value at Risk (CVaR) als Risikomaß.
- **Eine strategische Asset-Allokation muss auch in Stressphasen tragen.** Wir prüfen sie daher anhand historischer und hypothetischer Krisenszenarien.

Hinweis: Die nachfolgenden Portfolios sind modellhafte, illustrative Ergebnisse der dargestellten Asset-Allokations-Analyse. Sie stellen keine finalen Ziel- oder Modellallokationen und keine konkrete Anlageempfehlung dar. Individuelle Anlageentscheidungen erfordern eine gesonderte Betrachtung der jeweiligen Ziele und Rahmenbedingungen.

Die strategische Asset Allokation ist ein zentraler Treiber des langfristigen Rendite- und Risikoprofils eines Portfolios. Während taktische Entscheidungen und die Auswahl einzelner Wertpapiere den Anlageerfolg kurzfristig beeinflussen, wird das Rendite- und Risikoprofil primär durch die strategische Verteilung auf unterschiedliche Anlageklassen bestimmt.

Klassische Ansätze, die sich primär an einfachen Benchmarks wie 60/40 (60 % Aktien und 40 % Anleihen) orientieren, greifen in diesem veränderten Kapitalmarktumfeld zunehmend zu kurz. Sie sind nur eingeschränkt geeignet, die unterschiedlichen Ziele, Restriktionen und Risikobudgets von Investoren angemessen abzubilden. Die strategische Asset Allokation ist ein strukturierter, mehrdimensionaler Entscheidungsrahmen, der langfristige Renditechancen, Verlusttragfähigkeit, Diversifikation und Liquiditätsbedarf gleichzeitig berücksichtigt und so die Grundlage für ein möglichst zielgerichtetes Portfolio schafft. Ziel der strategischen Asset Allokation ist daher nicht die Suche nach dem rechnerisch optimalen Portfolio, sondern die Identifikation von Portfolios, die ihre angestrebten Rendite- und Risikoeigenschaften über unterschiedliche Marktregime hinweg möglichst zuverlässig beibehalten.

Vom Kapitalmarktbild zum Portfolio

Die vorherigen Kapitel haben die zentralen Elemente unseres Dekadenausblicks hergeleitet: Ein verändertes Zins- und Inflationsregime, normalisierte Renditeerwartungen für Aktien und Anleihen und die wachsende Bedeutung ausgewählter Alternative Assets. Der praktische Wert dieser Kapitalmarktannahmen entsteht jedoch erst im nächsten Schritt: Sie müssen in konkrete strategische Portfolios übersetzt werden.

Ausgangspunkt hierfür sind die erwarteten Renditen, Risiken und Korrelationen der Anlageklassen. Gemeinsam definieren sie den strategischen Anlageraum und bilden die Grundlage für die Ableitung langfristiger Portfolioallokationen. Die Aufgabe der strategischen Asset Allokation besteht darin, diese Kapitalmarktannahmen mit den Zielen, Restriktionen und der Risikotragfähigkeit des Investors in Einklang zu bringen.

Die strategische Asset Allokation bildet damit das Bindeglied zwischen unserem Kapitalmarktbild und der konkreten Vermögensstruktur eines Investors. Sie übersetzt langfristige Kapitalmarktannahmen in nachvollziehbare Portfolioentscheidungen und schafft einen konsistenten Rahmen für die Bewertung unterschiedlicher Anlagestrategien.

Vier Dimensionen der Portfolioqualität

Die beiden klassischen Dimensionen der Portfoliobewertung, erwartete Rendite und Risiko, reichen nicht aus, um die Qualität strategischer Portfolios angemessen zu beurteilen. Neben Ertrags- und Verlustpotenzial spielen auch Diversifikation und Liquidität eine zentrale Rolle. Gemeinsam bilden diese vier Dimensionen den Bewertungsrahmen für eine moderne Portfoliokonstruktion. **Abbildung 47** fasst diese vier Dimensionen zusammen.

Die **erwartete Rendite** beschreibt das langfristige Ertragspotenzial eines Portfolios und basiert unmittelbar auf den zuvor hergeleiteten Kapitalmarktannahmen. Sie bildet die

Grundlage jeder strategischen Asset Allokation. Eine höhere Rendite ist jedoch nur dann attraktiv, wenn sie in einem angemessenen Verhältnis zu den übrigen Bewertungsdimensionen (insbesondere dem eingegangenen Risiko) steht.

Abb. 47: Bewertung entlang von vier Dimensionen
Jede unserer vier Dimensionen zur Portfoliobewertung hat eine eigene Interpretation und spezifische Messgrößen.

Dimension	Primäre Messgröße	Fragestellung
Erwartete Rendite	Rendite p.a. (zehn Jahre)	Welches langfristige Ertragspotenzial bietet das Portfolio?
Risiko	Conditional Value-at-Risk (95 %, 1 J.)	Welche Verluste drohen in Stressphasen?
Diversifikation	Anzahl unabhängiger Risikotreiber und investierter Assets	Über wie viele unabhängige Risikotreiber und Assets ist das Portfolio diversifiziert?
Illiquidität	Anteil nicht täglich liquider Anlagen	Wie viel Liquidität wird für zusätzliche Renditequellen aufgegeben?

Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg

Das **Risiko** messen wir über den Conditional Value-at-Risk (CVaR) mit einem Konfidenzniveau von 95 % über einen Einjahreshorizont. Im Gegensatz zur Volatilität fokussiert der CVaR auf die Verlustseite und beantwortet die für Investoren entscheidende Frage: Mit welchem durchschnittlichen Verlust ist in besonders ungünstigen Marktphasen zu rechnen? Dadurch entspricht er dem praktischen Risikoverständnis vieler Investoren deutlich besser als reine Schwankungsmaße.

Diversifikation besitzt in unserem Ansatz zwei Dimensionen. Zum einen ist relevant, wie breit das investierte Kapital über die verfügbaren Assets verteilt ist. Zum anderen ist entscheidend, wie gleichmäßig sich das resultierende Portfoliorisiko auf voneinander unabhängige Risikotreiber verteilt. Eine Betrachtung allein anhand der Anzahl oder Gewichtung der Anlageklassen kann zu kurz greifen: Ein Portfolio mit vielen Positionen kann weiterhin von wenigen gemeinsamen Risikotreibern abhängig sein. Umgekehrt kann eine breite Verteilung auf unabhängige Risikotreiber mit einer hohen Kapitalkonzentration in einzelnen Anlageklassen einhergehen. Aufgrund der Schätzunsicherheit, die auch die Quantifizierung der Risikotreiber umfasst, ist dies nicht wünschenswert.

Zur gemeinsamen Beurteilung beider Dimensionen verwenden wir einen Diversifikationsscore. Die Breite der Kapitalverteilung auf die Anlagen im Anlageuniversum wird anhand der normierten Shannon-Entropie der Portfoliogewichte gemessen. Dieses Maß belohnt eine hohe Gleichverteilung des investierten Kapitals über die Assets. Für die Risikodimension berechnen wir die Anzahl der effektiven Risikotreiber („Effective Number of Bets“). Die Intuition der zweiten Kennzahl ist, die investierten Assets statistisch in unabhängige Risikoquellen zu zerlegen. Anschließend wird über die normierte Entropie ihrer relativen Risikobeiträge bestimmt, wie gleichmäßig das Portfoliorisiko auf diese Risikotreiber verteilt ist. Beide Komponenten sind auf einen Wertebereich von 0 bis 100 % normiert und werden gleichgewichtet zu einem Score zusammengeführt. Ein hoher Wert wird nur erreicht, wenn das Kapital breit verteilt ist und zugleich keine übermäßige Konzentration auf einzelne Risikotreiber besteht. Der Score verhindert, dass eine lediglich optisch breite Allokation oder eine ausschließlich risikoseitig breite Struktur als umfassende Diversifikation interpretiert wird.

Illiquidität betrachten wir als eigenständige Bewertungsdimension. Illiquide Anlagen ermöglichen den Zugang zu zusätzlichen Renditequellen wie Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien. Der Preis hierfür ist eine eingeschränkte Verfügbarkeit des Kapitals. Die Illiquiditätsquote misst daher den Anteil des Portfolios, der bewusst langfristig gebunden wird.

Die vier Bewertungsdimensionen stehen nicht unabhängig nebeneinander, sondern sind durch Zielkonflikte miteinander verbunden. Höhere Renditepotenziale gehen häufig mit höheren Verlustrisiken einher. Zusätzliche Renditequellen über illiquide Anlagen reduzieren die Flexibilität eines Portfolios. Eine stärkere Diversifikation kann wiederum zulasten einzelner Renditechancen erfolgen. Die Aufgabe der strategischen Asset Allokation besteht daher nicht in der Maximierung einzelner Kennzahlen, sondern in der ausgewogenen Berücksichtigung aller vier Dimensionen. Erst aus dieser integrierten Betrachtung entstehen Portfolios, die langfristig den Anforderungen unterschiedlicher Investoren gerecht werden.

Robuste Optimierung statt Scheingenauigkeit
Langfristige Kapitalmarktannahmen sind notwendigerweise mit Unsicherheit verbunden. Gerade in einem Umfeld, das stärker von Regimewechseln, geopolitischen Risiken und veränderten Zusammenhängen zwischen den Anlageklassen geprägt ist, wäre es problematisch, unsere Kapitalmarktannahmen als punktgenaue Prognose der Zukunft zu

behandeln. Zu groß ist die Unsicherheit, die mit der heutigen Bewertung zukünftiger Entwicklungen einhergeht.

Genau darin liegt die zentrale Schwäche klassischer Portfoliooptimierung: Sie behandelt unsichere Schätzwerte wie bekannte Größen. Dadurch können bereits kleine Änderungen des zugrunde liegenden Kapitalmarktbildes, etwa bei den erwarteten Renditen, Risiken oder Korrelationen, zu deutlich unterschiedlichen „optimalen" Portfolios führen. Das Ergebnis ist häufig eine Lösung, deren Attraktivität stark von einzelnen Kapitalmarktannahmen abhängt und die oft schwer erklärbare Positionierungen enthält. Darüber hinaus können bereits moderate Abweichungen zwischen den zugrunde gelegten Prognosen und der tatsächlichen Marktentwicklung dazu führen, dass sich die Rendite- und Risikoeigenschaften eines Portfolios deutlich verändern und damit von den ursprünglich angestrebten Anlagezielen des Investors abweichen. Für Investoren ist dies problematisch: Sie entscheiden sich für ein konkretes Portfolio, weil dessen Rendite- und Risikoeigenschaften ihren Anlagezielen entsprechen. Wenn diese Eigenschaften massiv von leichten Prognosefehlern beeinflusst werden, ist das Portfolio aus Kundensicht nicht belastbar.

Robustheit beschreibt die Fähigkeit eines Portfolios, seine wesentlichen Rendite-, Risiko- und Diversifikationseigenschaften auch unter veränderten Marktbedingungen möglichst beizubehalten. Daher erhöht eine robuste Asset Allokation die Wahrscheinlichkeit, dass die Zieleigenschaften des Portfolios hinsichtlich Rendite und Risiko auch dann weitgehend erreichbar bleiben, wenn sich die Kapitalmärkte anders entwickeln als erwartet. Eine robuste Allokation ist daher nicht von einzelnen Zukunftsszenarien abhängig, sondern über eine Vielzahl plausibler Kapitalmarktentwicklungen hinweg tragfähig. Wir optimieren daher nicht für die eine erwartete Zukunft, sondern berücksichtigen die Unsicherheit von Kapitalmarktannahmen explizit im Optimierungsprozess.
Ein zusätzlicher Vorteil robuster Allokationen liegt in der höheren Stabilität der Portfoliostruktur über die Zeit. Portfoliogewichte verändern sich weniger sprunghaft. Dadurch können Portfolioumschlag und Transaktionskosten sinken. Gleichzeitig steigt die Nachvollziehbarkeit der Portfolioarchitektur aus Kundensicht und damit die Wahrscheinlichkeit, auch in Krisenzeiten an der strategischen Asset Allokation festzuhalten.

Um dies zu erreichen, werden Kapitalmarktannahmen im Kontext unterschiedlicher Markt- und Regimeentwicklungen bewertet. Gleichzeitig achten wir darauf, Konzentrationen auf einzelne Anlageklassen, Faktoren oder Risikotreiber zu vermeiden. Eine breite Diversifikation reduziert die Abhängigkeit von einzelnen Assets und erhöht die Stabilität des Portfolios. Diversifikation allein reicht jedoch nicht aus. Sie ist eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für Robustheit.

Das Ziel robuster Optimierung besteht daher nicht in der Bestimmung eines vermeintlich optimalen Portfolios für einen einzelnen möglichen Zukunftspfad, sondern in der Identifikation von Portfolios mit stabilen und nachvollziehbaren Eigenschaften über unterschiedliche Marktregime bzw. zukünftige Szenarios hinweg.

Abb. 48: Investierbares Anlageuniversum und Benchmark-Portfolios
Das Anlageuniversum umfasst liquide als auch illiquide Assets. Klassische Messlatten wie das 60/40-Portfolio (hier identisch zur Benchmark „Ausgewogen") beziehen nur einen Teil des Anlageuniversums ein und schließen illiquide Anlagen aus.

	Assetklasse	Asset	Benchmark-Portfolios			Asset-Metriken (p.a.)	
			Konservativ	Ausgewogen	Offensiv	Erw. Rendite	Volatilität
Liquide Assetklassen	Anleihen	Staatsanleihen EUR	**35,0 %**	**20,0 %**	**10,0 %**	3,9 %	3,9 %
		Staatsanleihen USA - EUR Hedged	**17,5 %**	**10,0 %**	**5,0 %**	4,0 %	5,6 %
		Unternehmensanleihen IG EUR	**17,5 %**	**10,0 %**	**5,0 %**	4,2 %	5,6 %
		Hochzinsanleihen Global Hedged	-	-	-	5,4 %	9,3 %
		Anleihen Schwellenländer Hedged	-	-	-	4,9 %	9,3 %
	Aktien	Aktien USA	**18,9 %**	**37,8 %**	**50,4 %**	7,3 %	16,7 %
		Aktien Europa	**6,0 %**	**12,0 %**	**16,0 %**	6,7 %	16,3 %
		Aktien Japan	**1,5 %**	**3,0 %**	**4,0 %**	6,1 %	15,6 %
		Aktien Schwellenländer	**3,6 %**	**7,2 %**	**9,6 %**	7,4 %	18,1 %
	Rohstoffe	Gold	-	-	-	4,8 %	17,9 %
		Rohstoffkorb ex Agrar	-	-	-	4,8 %	21,4 %
Illiquide Assetklassen	Private Assets	Private Equity	-	-	-	10,3 %	21,3 %
		Infrastruktur	-	-	-	6,8 %	10,0 %
		Private Debt	-	-	-	6,8 %	9,9 %
	Immobilien	Immobilien Europa	-	-	-	4,4 %	14,4 %

Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, Preqin. Volatilitäten der illiquiden Anlagen beruhen auf monatlichen Modellrenditen, die auf Basis von Preqin-Indizes mit Hilfe statistischer Verfahren geschätzt wurden.



Während Portfoliorobustheit aus unterschiedlichen Perspektiven untersucht werden kann, legen wir den Fokus in dieser Analyse auf die Robustheit des Portfolios in schweren ökonomischen Krisen bzw. adversen Schocks und damit vor allem auf das eingegangene Risiko.

Drei strategische Risikoprofile

Investoren unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Anlageziele, ihres Anlagehorizonts und ihrer Verlusttragfähigkeit. Für die nachfolgende Analyse unterscheiden wir drei strategische Risikoprofile: **konservativ**, **ausgewogen** und **offensiv**. Die Risikoprofile definieren dabei nicht konkrete Portfolioallokationen, sondern die Risikobudgets, innerhalb derer die spätere Optimierung erfolgt.

In der Praxis werden Risikoprofile häufig anhand maximal zulässiger Aktienquoten definiert. Dieser Ansatz greift zu kurz, da die tatsächlichen Verlustrisiken eines Portfolios nicht allein von der Aktienquote abhängen. Maßgeblich sind vielmehr die Eigenschaften des Gesamtportfolios sowie die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Anlageklassen. Wir definieren unsere Risikoprofile daher über ein zulässiges Verlustbudget, gemessen am Conditional Value-at-Risk (CVaR). Das Verlustbudget begrenzt den durchschnittlichen modellierten Verlust innerhalb der schlechtesten 5 % der Einjahresergebnisse.

Zur Kalibrierung der drei Risikoprofile verwenden wir etablierte Referenzportfolios mit unterschiedlichen Aktien- und Anleiheanteilen. **Abbildung 48** zeigt die Zusammensetzung der Referenzportfolios. Das konservative Profil orientiert sich an einem Portfolio mit 30 % Aktien und 70 % Anleihen, das ausgewogene Profil an einer 60/40-Struktur und das offensive Profil an einem Portfolio mit 80 % Aktien und 20 % Anleihen. Das Aktiensegment orientiert sich am MSCI All Country World Index und wird über regionale Aktienindizes approximiert. In diesem Zusammenhang ergibt sich ein Fokus auf US-Aktien mit über 60 % Aktiengewichtung, während Europa mit 20 %, Japan mit ca. 5% und Emerging Markets mit rd. 12 % berücksichtigt werden. Das Anleihesegment wird über eine Kombination aus Anleiheindizes mit Fokus auf europäische Staatsanleihen und Unternehmensanleihen abgebildet.

Auf Basis dieser Referenzportfolios bestimmen wir jeweils den Conditional Value-at-Risk (CVaR) mit einem Konfidenzniveau von 95 % über einen Einjahreshorizont. Die daraus abgeleiteten CVaR-Werte definieren die Verlustbudgets der drei Risikoprofile und bilden die Risikogrenzen für die nachfolgende Optimierung. Ein optimiertes Portfolio darf dieses Verlustbudget erreichen, aber nicht überschreiten. Das Risikobudget definiert damit den Rahmen der Optimierung. Innerhalb dieser Grenzen konkurrieren unterschiedliche Kombinationen von Anlageklassen. Ziel ist es, für jedes Risikoprofil jene Portfolios zu identifizieren, die die beste Balance zwischen Renditepotenzial, Verlustbegrenzung, Diversifikation und Liquidität bieten.

Abb. 49: Eigenschaften der Benchmark-Portfolios

Die Referenzportfolios dienen ausschließlich der Kalibrierung der strategischen Risikoprofile und stellen keine Zielallokationen dar. Die daraus abgeleiteten CVaR-Werte definieren die Verlustbudgets für die nachfolgenden Optimierungen.

		Benchmark-Portfolios		
		Konservativ	Ausgewogen	Offensiv
Allokation	Aktiengewicht	30 %	60 %	80 %
	Anleihegewicht	70 %	40 %	20 %
Metriken	Erw. Rendite	4,9 %	5,9 %	6,5 %
	CVaR (95%, 1 J.)	8,6 %	15,5 %	20,8 %
	Volatilität (p.a.)	6,4 %	10,6 %	13,7 %
	Diversifikation	74,9 %	73,7 %	68,8 %

Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg. Diversifikation misst die Breite der investierten Mittel über einzelne Assets und unabhängige Risikoquellen.

Im nächsten Schritt unterscheiden wir innerhalb jedes Risikoprofils zwischen rein liquiden Portfolios und Portfolios mit einem begrenzten Anteil illiquider Anlageklassen. Die Risikobudgets bleiben dabei unverändert; der Unterschied liegt ausschließlich in der Erweiterung des Anlageuniversums und den daraus resultierenden zusätzlichen Rendite- und Diversifikationsquellen. **Abbildung 49** zeigt die Eigenschaften der Benchmark-Portfolios.

Optimierte Portfolios im liquiden Anlageuniversum

Der Dekadenausblick hebt mehrfach den möglichen Beitrag illiquider Anlagen zur strategischen Asset Allokation hervor. Um deren Beitrag isoliert beurteilen zu können, betrachten wir zunächst ein Anlageuniversum, das ausschließlich aus liquiden Anlageklassen besteht. Dieses bildet die Referenz für die spätere Erweiterung um Private Assets.

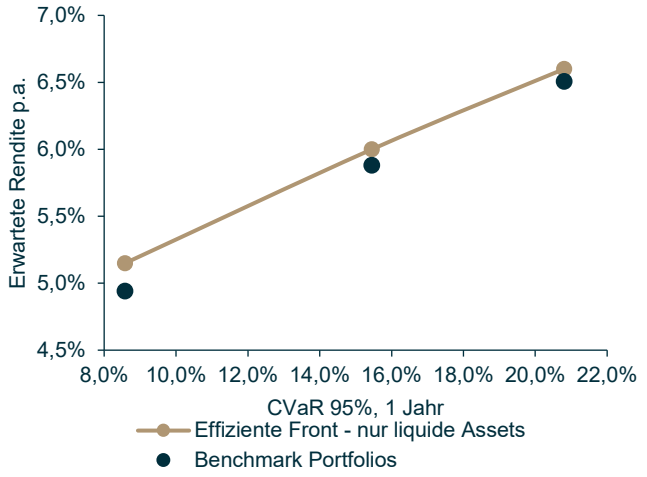
Die Portfoliooptimierung im rein liquiden Anlageuniversum umfasst drei Ansatzpunkte, um Verbesserungen gegenüber der Benchmark zu erzielen:

1. Die Aufnahme neuer (liquider) Assets: Rohstoffinvestments, Hochzinsanleihen und Schwellenländeranleihen

2. Die Veränderung der Komposition innerhalb einer Assetklasse (z.B. Anteil US-Aktien in der Assetklasse Aktien)
3. Die Gewichte der Assetklassen relativ zur Benchmark.

Die Effizienzlinie präsentiert die Optimierungsergebnisse der drei Risikoprofile im entsprechenden Anlageuniversum aus rein liquiden Anlagen. Es ergibt sich die klassische Struktur: Um eine höhere erwartete Rendite zu generieren, müssen wir ein höheres Risiko in Kauf nehmen. Das konservative Profil zielt auf Kapitalerhalt und begrenzte Verlustschwankungen. Das offensive Profil richtet sich an Investoren mit höherer Verlusttragfähigkeit und längerem Anlagehorizont.

Abb. 50: Effizienzlinie mit liquiden Assets
Die Effizienzlinie zeigt den Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite und CVaR. Die optimierten Portfolios liegen auf der Linie und bilden für das definierte Risikoniveau das Portfolio mit der höchsten Rendite ab.



Quelle: Commerzbank-Research.

Die optimierten Portfolios liegen auf der Effizienzlinie und visuell oberhalb der jeweiligen Benchmark. Daher erreichen die optimierten Portfolios bei identischem Risiko eine höhere erwartete Rendite als die jeweiligen Benchmarks. Auf Basis einer Rendite-Risiko-Betrachtung sind die optimierten Portfolios ihren Benchmarks unter den verwendeten Annahmen modellseitig effizienter. Es ist aber erkennbar, dass Portfolios mit höherem Risikobudget nur geringe Renditeverbesserungen erzielen. Durch die Verbreiterung des Anlageuniversums ergibt sich hingegen über alle Risikoprofile eine Verbesserung der Diversifikation.

Der Großteil der Verbesserung resultiert aus der Erweiterung des Anlageuniversums um Rohstoffinvestments. Über alle drei Risikoprofile hinweg erfolgt eine markante Gewichtung von rd. 10 bis 15 %. Rohstoffe können das Portfolio insbesondere bei angebotsseitigen Inflations- und Knappheitsschocks stabilisieren. Die Allokation in hochverzinste Bonds erfolgt nur in geringem Maße (ca. 9 bis 15 % gemessen am Anleihengewicht der Risikoprofile). Markant sind auch die Veränderungen der regionalen Gewichte in der Assetklasse Aktien. Zugunsten von Europa (rd. 31 %) und den Emerging Markets (rd. 17 %) wird das hohe Gewicht von US-Aktien in der Benchmark auf rd. 49 % im Portfolio reduziert. Die Ergebnisse unterscheiden sich dabei nur geringfügig zwischen den Risikoprofilen. Detaillierte Informationen sind im Anhang verfügbar.

Insgesamt kann die Portfoliokonstruktion bereits innerhalb des liquiden Anlageuniversums einen Mehrwert gegenüber der Benchmark erzeugen. Im konservativen Risikoprofil zeigt sich dieser vor allem in einer höheren erwarteten Rendite; die ausgewogenen und offensiven Portfolios profitieren stärker von der verbesserten Diversifikation. Die konkreten Ergebnisse der Optimierung enthält **Abbildung 52**.

Der Mehrwert illiquider Assets
In der Praxis verfügen viele langfristig orientierte Investoren über die Möglichkeit, einen Teil ihres Vermögens in illiquide Anlageklassen zu investieren. Diese vier Anlageklassen beziehen wir in die nachfolgende Analyse ein: Private Equity, Private Debt, Infrastruktur und Immobilien. Für die nachfolgende Optimierung setzen wir die maximale Illiquiditätsquote auf 20 %.

Illiquide Assets bieten Zugang zu Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien. Investoren werden für die eingeschränkte Handelbarkeit sowie die höhere Komplexität der Analyse und Umsetzung potenziell mit höheren langfristigen Renditeerwartungen entschädigt. Gleichzeitig ist diese zusätzliche Renditechance nicht kostenlos. Der Preis besteht in einer geringeren Flexibilität und einer langfristigen Kapitalbindung.

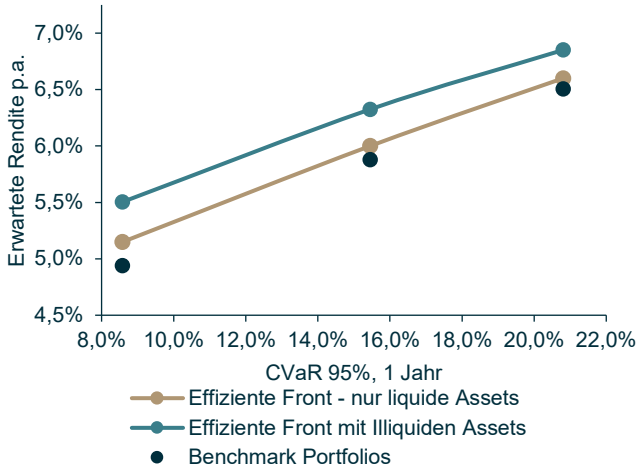
Der zentrale Mehrwert dieser Anlageklassen liegt aber nicht allein in ihrem Renditepotenzial. Vielmehr erweitern sie das Anlageuniversum um zusätzliche Rendite- und Risikotreiber, die in traditionellen Aktien- und Anleiheportfolios nicht verfügbar sind. Dadurch entstehen zusätzliche Diversifikationsmöglichkeiten und ein größerer strategischer Handlungsspielraum bei der Konstruktion langfristiger Portfolios.

Für die strategische Asset Allokation bedeutet dies, dass Illiquidität nicht nur als Nebenprodukt höherer Renditeerwartungen verstanden werden darf. Vielmehr stellt sie eine eigenständige Portfolioentscheidung dar, die zusätzliche Rendite- und Diversifikationspotenziale erschließt, aber gleichzeitig die Flexibilität des Portfolios reduziert.

Unter den verwendeten Annahmen erhöht die Einbeziehung illiquider Anlageklassen in allen drei Risikoprofilen die modellierte Portfolioeffizienz. Die Effizienzlinie liegt unter Einbeziehung illiquider Assets oberhalb des rein liquiden Anlageuniversums. Die erwartete Rendite steigt deutlich und auch die gemessene Diversifikation der Portfolios steigt. Dies ist ein Hinweis, dass illiquide Assets Zugang zu alternativen Risiko- und Renditequellen bieten. Der Umfang dieser Verbesserung unterscheidet sich zwischen den Risikoprofilen, der positive Effekt ist jedoch in allen Profilen zu beobachten.

Abb. 51: Erweiterung des Anlageuniversums um illiquide Assets

Die Erweiterung des Anlageuniversums vergrößert den strategischen Handlungsspielraum und ermöglicht zusätzliche Kombinationen von Rendite, Risiko und Diversifikation. Portfolios auf einer höheren Effizienzlinie sind nun erreichbar.



Quelle: Commerzbank-Research.

Die Struktur der allokierten illiquiden Assets entspricht den Erwartungen: Je risikotoleranter das Profil, desto höher wird der Anteil von Private Equity (2 bis 8 %) und umso geringer die Investments in Infrastruktur (5 bis 8 %) und die Allokation in Private Debt (5 bis 6 %). Insbesondere Infrastruktur besitzt in unserem Assetuniversum einen hohen (marginalen) Diversifikationsbeitrag. Die Optimierungen der drei Risikoprofile schöpfen den kompletten Umfang des Illiquiditätsbudgets aus, sodass die Quote der illiquiden Assets in allen drei Portfolios bei 20 % liegt.

Die Ergebnisse in **Abbildung 52** ermöglichen einen direkten Vergleich der Benchmark-Portfolios mit den optimierten Portfolios, jeweils mit und ohne illiquide Assets. Im Vergleich zur rein liquiden Portfoliokonstruktion hat die Einbeziehung illiquider Anlagen in unserem Modell einen stärkeren Effekt auf die Portfolioeigenschaften. Die höhere erwartete Rendite bei unverändertem CVaR und zugleich höherer Diversifikation verdeutlicht ihren möglichen Portfoliobeitrag.

Das ausgewogene Portfolio im Detail

Im Folgenden betrachten wir das ausgewogene Profil im Detail. Es knüpft an die verbreitete 60/40-Struktur an und eignet sich daher als anschauliche Referenz für den Vergleich der unterschiedlichen Anlageuniversen. Das 60/40-Portfolio ist ein einfacher, transparenter und historisch etablierter Referenzpunkt für die Portfoliooptimierung.

Abb. 52: Optimierte Portfolios und Benchmarks im Vergleich

Die Erweiterung des Assetuniversums erzeugt positive Effekte auf Rendite und Diversifikation aller Risikoprofile.

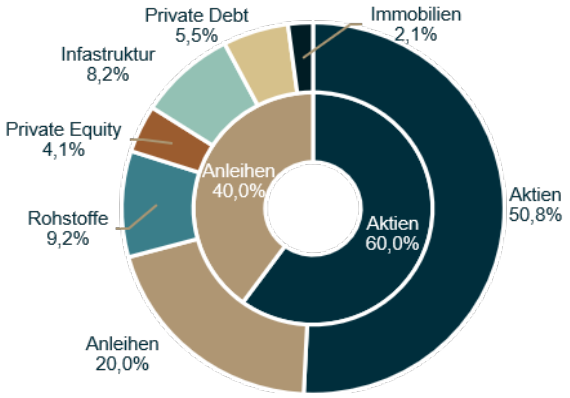
		Konservatives Risikoprofil			Ausgewogenes Risikoprofil			Offensives Risikoprofil		
		BM	nur liquide Assets	mit illiquiden Assets	BM	nur liquide Assets	mit illiquiden Assets	BM	nur liquide Assets	mit illiquiden Assets
Portfolio-metriken	Erwartete Rendite (p.a.)	4,9 %	5,1 %	5,5 %	5,9 %	6,0 %	6,3 %	6,5 %	6,6 %	6,9 %
	CVaR (95%, 1 J.)	8,6 %	8,6 %	8,6 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	20,8 %	20,8 %	20,8 %
	Sharpe-Ratio[1]	0,42	0,42	0,46	0,34	0,35	0,37	0,31	0,31	0,34
	Diversifikation	75 %	84 %	90 %	74 %	81 %	87 %	69 %	73 %	81 %
	Illiquiditätsquote	0 %	0 %	20 %	0 %	0 %	20 %	0%	0 %	20 %
Assetklassen-gewichte	Anleihen	70,0 %	53,4 %	44,3%	40,0 %	26,6 %	20,0 %	20,0 %	10,0 %	10,0 %
	Aktien	30,0 %	31,7 %	25,7%	60,0 %	58,8 %	50,8 %	80,0 %	79,8 %	65,0 %
	Rohstoffe	-	14,9 %	10,0 %	-	14,7 %	9,2 %	-	10,1 %	5,0 %
	Private Assets	-	-	17,7 %	-	-	17,9 %	-	-	17,9 %
	Immobilien	-	-	2,3 %	-	-	2,1 %	-	-	2,1 %

Quelle: Commerzbank-Research, 1 Risikofreier Zins: 2,25 %.

Die Ergebnisse unserer Portfoliokonstruktion in **Abbildung 52** verdeutlichen den Mehrwert einer breiter angelegten strategischen Asset Allokation bereits innerhalb des liquiden Anlageuniversums. Gegenüber der 60/40-Benchmark verbessert sich die erwartete Rendite des Portfolios mit ausschließlich liquiden Assets bei identischem Risikoniveau nur leicht von 5,9 % auf 6,0 %, aber gleichzeitig verbessert sich die Diversifikation des Portfolios deutlich (von 74 % auf 81 %). Der Diversifikationsanstieg ergibt sich primär über die Investition in Rohstoffe und den damit verbundenen Schutz gegen inflationäre Schocks.

Abb. 53: Asset Allokation im Detail

Rohstoffe und illiquide Assets verbreitern das Assetuniversum des optimierten Portfolios deutlich gegenüber der Benchmark.



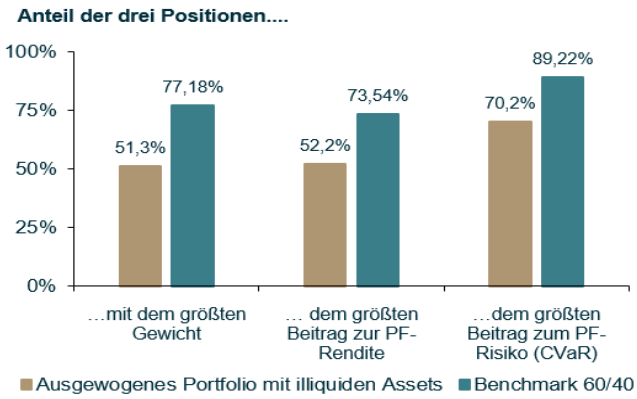
Quelle: Commerzbank-Research. Aktien und Anleihen sind als Assetklassen aggregiert dargestellt. Detaillierte Informationen im Anhang des Kapitels.

Der größere Effekt entsteht allerdings durch die kontrollierte Beimischung illiquider Assets. Bei unverändertem CVaR steigt die erwartete Rendite auf 6,3 %, während sich die Diversifikation weiter erhöht (87 %). Die modellierte Allokation im illiquiden Segment ist dabei breit über die verfügbaren Assets gestreut. Die Illiquiditätsquote von 20 % ist bewusst als eigenständige Portfolioentscheidung zu verstehen und muss in der Praxis an Liquiditätsbedarf, Anlagehorizont und individuelle Restriktionen des Investors angepasst werden.

Hinsichtlich der konkreten Allokation (**Abbildung 53**) kombiniert das ausgewogene Portfolio Aktien und Anleihen weiterhin als zentrale Bausteine, adjustiert aber bereits die Gewichtungen innerhalb dieser Assetklassen und ergänzt sie um weitere liquide Assets (insb. Rohstoffe) und illiquide Assets. Dadurch entstehen Portfolios, die breiter über verschiedene Rendite- und Risikotreiber aufgestellt sind. Ein wesentlicher Teil des Mehrwerts der strategischen Asset Allokation entsteht in diesem Setting durch die gezielte Öffnung des Portfolios für zusätzliche Ertrags- und Diversifikationsquellen.

Abb. 54: Deutliche Diversifikationsvorteile der Strategischen Asset Allokation

Die starke Konzentration auf einzelne Assets als Rendite- und Risikoquelle hat durch die strategische Asset Allokation und Investition in illiquide Assets deutlich abgenommen.

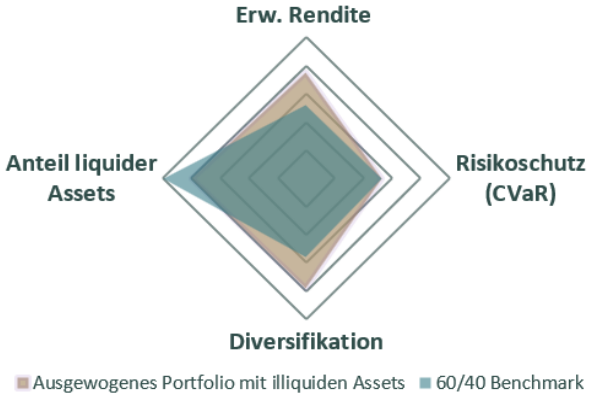


Quelle: Commerzbank-Research.

Abseits der zuvor vorgestellten Diversifikationskennzahl, die für den direkten Vergleich zwischen konkurrierenden Portfolios eingesetzt wird, lohnt sich der tiefere Blick in die Portfolio-, Rendite- und Risikostruktur, um das Diversifikationsniveau zu bewerten. **Abbildung 54** präsentiert den Vergleich zwischen dem optimierten Portfolio und der 60/40-Benchmark und zeigt eine deutlich stärkere Konzentration für die Benchmark. Für die Portfoliorendite machen die drei Positionen mit dem größten Renditebeitrag in der Benchmark über 74% der Rendite aus – im optimierten Portfolio nur rd. 52%. Das Risiko dieser höheren Konzentration besteht darin, dass anlageklassen- oder regionenspezifische Schocks auf die Haupttreiber der Rendite oder auch des Risikos wirken und damit das Portfolio über eine längere Zeit underperformen lassen. Dieses Risiko ist im optimierten Portfolio geringer, da der Ursprung der Rendite und des Risikos auf mehr tragende Säulen bzw. Assets – wie Rohstoffe und Private-Market-Assets – verteilt ist.

Die Portfoliobewertung entlang unserer vier Dimensionen ist in **Abbildung 55** illustrativ dargestellt und zeigt damit den Mehrwert der strategischen Asset Allokation einschließlich der Ausweitung des Assetuniversums. Bei identischem Risiko erreicht das optimierte Portfolio eine höhere Rendite, bei gleichzeitig höherer Diversifikation. Allerdings hat dies auch einen Preis, nämlich eine geringere Liquidität und Flexibilität in der Portfolioallokation.

Abb. 55: Bewertung des ausgewogenen Portfolios entlang der vier Dimensionen. Die vier Dimensionen Rendite, Risiko(-schutz), Diversifikation und Liquidität bilden gemeinsam den Bewertungsrahmen unserer strategischen Asset Allokation. Das ausgewogene Portfolio mit illiquiden Assets erreicht eine höhere Rendite und höhere Diversifikation bei gleichem Risiko, aber geringerer Liquidität.



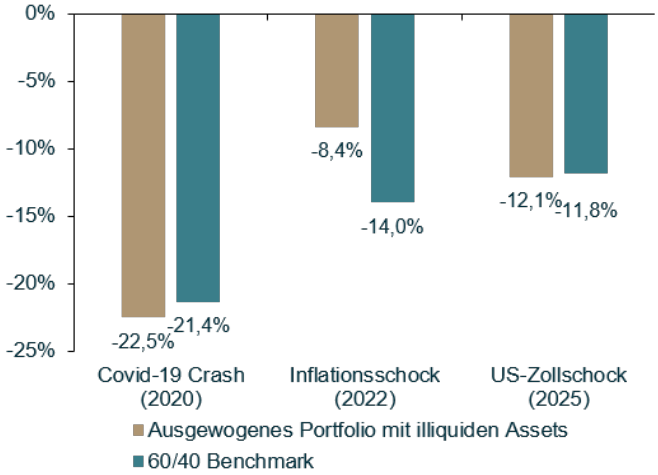
Quelle: Commerzbank-Research. Illustrative Bewertung des Portfolios und der Benchmark anhand einer linearen Skalierung. Ein höherer liquider Portfolioanteil, eine höhere Diversifikation und eine höhere erwartete Rendite führen zu einer positiveren Bewertung, während ein höheres Risiko (gemessen als CVaR) zu einer negativeren Bewertung führt.

Wie robust ist das optimierte Portfolio in schwierigen Marktphasen?

Zusätzliche Stresstests zeigen, wie sich die breitere Diversifikation des optimierten Portfolios in kritischen Marktphasen auswirkt. Dazu betrachten wir **historische Stressphasen** und **simulierte Kapitalmarktschocks**. Historische Episoden bilden tatsächlich beobachtete Marktverwerfungen ab; simulierte Schocks ergänzen mögliche, bislang nicht beobachtete Krisenverläufe. Ziel ist nicht, Verluste in jedem Szenario zu minimieren, sondern besondere Risikokonzentrationen und übermäßige Verlustpotenziale unter ausgewählten adversen Annahmen sichtbar zu machen. Zudem erhält der Investor ein klareres Bild von den potenziellen Verlusten in verschiedenen Szenarien und kann entscheiden, ob diese mit seiner eigenen Risikotoleranz vereinbar sind.

Als historische Stressphasen analysieren wir drei markante Kapitalmarktereignisse der vergangenen Jahre: den Covid-19-Crash von 2020, den Inflationsschock von 2022 und den US-Zollschock von 2025. Als Verlustmaß verwenden wir den Maximum Drawdown, also den jeweils größten zwischenzeitlichen Verlust innerhalb der betrachteten Stressphase. Diese Perspektive ist für die strategische Asset Allokation relevant, weil sie zeigt, ob sich die breitere Diversifikation auch unter abrupten Marktregimeänderungen bewährt.

Abb. 56: Robustheit in historischen Krisen
Hypothetische Verluste der Portfolios innerhalb ausgewählter historischer Stressphasen. In den drei betrachteten historischen Stressphasen ergeben sich keine Hinweise auf ein gegenüber der 60/40-Benchmark deutlich erhöhtes Verlustpotenzial des optimierten Portfolios. Im untersuchten Inflationsschock fällt der modellierte maximale Verlust geringer aus als bei der Benchmark.



Quelle: Commerzbank-Research. Die betrachteten Perioden sind: i) Covid-19 Crash: 12.02.2020 bis 23.03.2020, ii) Inflationsschock: 04.01.2022 bis 12.10.2022, iii) US-Zollschock: 18.02.2025 bis 04.08.2025. Für Private Assets wurden tägliche Modellrenditen verwendet, die aus Quartalsdaten der zugrunde liegenden Preqin-Indizes geschätzt wurden, um die Vergleichbarkeit mit liquiden Anlagen herzustellen.

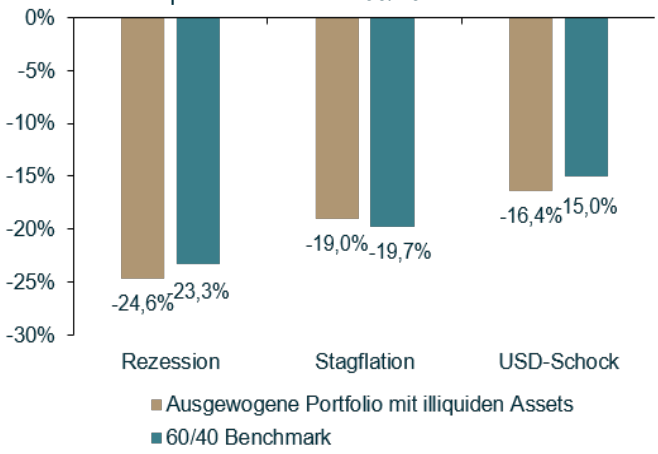
In den betrachteten historischen Stressphasen weist das optimierte Portfolio trotz seiner höheren erwarteten Rendite keine materiell höheren modellierten Drawdowns als die Benchmark auf (**Abbildung 56**). Im Covid-19-Crash und im US-Zollschock fallen die Verluste ähnlich aus. Im betrachteten Inflationsschock ist das modellierte Verlustpotenzial des optimierten Portfolios geringer. Dazu trägt die breitere Verteilung über unterschiedliche Rendite- und Risikotreiber bei, darunter Rohstoffe und Infrastruktur. Gerade in Phasen, in denen klassische Aktien und Anleihen gleichzeitig unter Druck geraten, kann diese breitere Portfoliostruktur helfen, das Portfolio robuster aufzustellen und Drawdowns zu begrenzen.

Historische Stressphasen allein decken nicht alle für die Zukunft relevanten Schockmuster ab. Deshalb ergänzen wir die Analyse um **simulierte Kapitalmarktschocks**. Wir analysieren die Portfolioauswirkungen eines Rezessionsschocks, eines Stagflationsschocks und einer deutlichen Abwertung des US-Dollars. Innerhalb jedes Szenarios werden erwartete Renditen, Volatilitäten und Korrelationsstrukturen bewusst angepasst, um die Portfolios unter diesen adversen, aber plausiblen Bedingungen zu testen.

Die simulierten Schocks in **Abbildung 57** bestätigen das Grundmuster der historischen Stressanalyse: In den betrachteten Rezessions-, Stagflations- und US-Dollar-Szenarien weist das optimierte Portfolio gegenüber der Benchmark keine deutlich höheren modellierten Verlustpotenziale auf. Die höhere erwartete Rendite unter unseren langfristigen Kapitalmarktannahmen geht in diesen Szenarien somit nicht mit einer erkennbar höheren Verlustanfälligkeit einher. Dazu trägt die breitere Verteilung über Anlageklassen und unterschiedliche Risikoquellen bei.

Abb. 57: Verlustpotenziale in simulierten Kapitalmarktschocks

Die simulierten Schocks führen je nach Szenario zu systematischen Verschiebungen der erwarteten Renditen, Volatilitäten und Korrelationsstrukturen. In den betrachteten Schockszenarien weist das optimierte Portfolio keine deutlich höheren Verlustpotenziale als die 60/40-Benchmark auf.



Quelle: Commerzbank-Research. „Stagflation" ist definiert als ein gleichzeitiger signifikanter Anstieg der Inflation und Reduktion der ökonomischen Aktivität. Ein US-Dollar-Schock umfasst eine Abwertung des US-Dollars um rd. 10 % und damit eine negative Auswirkung auf die Position von EUR-Investoren. Für Private Assets wurden tägliche Modellrenditen verwendet, die aus Quartalsdaten der zugrunde liegenden Preqin-Indizes geschätzt wurden, um die Vergleichbarkeit mit liquiden Anlagen herzustellen.

Neben den Auswirkungen auf das Portfoliorisiko zeigen die Stresstests auch die Grenzen der Diversifikation. In adversen Marktphasen können die Korrelationen zwischen Anlageklassen steigen und Teile der Risikostreuung vorübergehend schwächen. Der Mehrwert einer robust ausgerichteten strategischen Asset Allokation liegt daher nicht in der Vermeidung aller Verluste. Ihr Ziel ist vielmehr, Risikokonzentrationen zu begrenzen, potenzielle Verluste unter adversen Annahmen transparent zu machen und sie mit der Risikotragfähigkeit des Investors in Einklang zu halten.

Kernbotschaften für den Investor

Strategische Asset Allokation als aktive Steuerung
Strategische Asset Allokation sollte nicht nur als statische Benchmark-Entscheidung, sondern als bewusste Steuerung von Rendite-, Risiko- und Liquiditätsquellen verstanden werden. Standardallokationen wie 60/40 bleiben wichtige Referenzpunkte, bilden individuelle Ziele in einem Umfeld höherer Zinsen und instabilerer Korrelationen jedoch nicht immer ausreichend ab.

Risiko als möglicher Vermögensverlust
Risiko im Portfoliokontext sollte nicht primär anhand kurzfristiger Wertschwankungen beurteilt werden. Entscheidend ist vielmehr der potenzielle Vermögensverlust in ungünstigen Marktphasen.

Diversifikation über unabhängige Treiber
Diversifikation gewinnt an Bedeutung, geht jedoch über die bloße Verteilung auf verschiedene Anlageklassen hinaus. Wesentlich ist eine Streuung über möglichst unabhängige Risiko- und Renditetreiber.

Illiquide Anlagen bewusst einbinden
Illiquide Assets können den strategischen Spielraum erweitern und zusätzliche Renditequellen erschließen. Voraussetzung ist, dass Kapitalbindung, Bewertungsunsicherheit und praktische Umsetzbarkeit ausdrücklich in der Portfolioentscheidung berücksichtigt werden.

Robustheit statt scheinbarer Präzision
Der Mehrwert einer robust ausgerichteten strategischen Asset Allokation liegt nicht im Versuch der Vermeidung sämtlicher Verluste. Ihr Ziel ist vielmehr, Risikokonzentrationen zu begrenzen und die Verlustpotenziale eines Portfolios auch unter unterschiedlichen adversen Annahmen transparent und mit der Risikotragfähigkeit des Investors vereinbar zu halten.

Anhang

Abb. 58: Portfoliogewichte der optimierten Portfolios und Benchmarks

Die Ergebnisse zeigen, dass die optimierten Portfolios ihre Allokation stärker in Richtung Private Assets und Rohstoffe ausrichten als marktkonforme Benchmarks.

		Portfoliogewichte								
		Konservativ			Ausgewogen			Offensiv		
Assetklasse	Asset	BM	nur liquide Assets	mit illiquiden Assets	BM	nur liquide Assets	mit illiquiden Assets	BM	nur liquide Assets	mit illiquiden Assets
Anleihen	Staatsanleihen EUR	35,0 %	32,1 %	26,6 %	20,0 %	14,3 %	10,8 %	10,0 %	4,9 %	4,9 %
	Staatsanleihen USA - EUR Hedged	17,5 %	8,2 %	6,8 %	10,0 %	4,3 %	3,2 %	5,0 %	1,7 %	1,7 %
	Unternehmensanleihen IG EUR	17,5 %	8,4 %	7,0 %	10,0 %	4,8 %	3,6 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %
	Hochzinsanleihen Global Hedged	-	4,7 %	3,9 %	-	2,3 %	1,8 %	-	0,9 %	0,9 %
	Anleihen Schwellenländer Hedged	-	0,0 %	0,0 %	-	0,9 %	0,6 %	-	0,5 %	0,5 %
	Summe Anleihen	**70,0 %**	**53,4 %**	**44,3 %**	**40,0 %**	**26,6 %**	**20,0 %**	**20,0 %**	**10,0 %**	**10,0 %**
Aktien	Aktien USA	18,9 %	15,5 %	12,6 %	37,8 %	28,8 %	24,9 %	50,4 %	39,1 %	31,8 %
	Aktien Europa	6,0 %	9,8 %	7,9 %	12,0 %	18,1 %	15,6 %	16,0 %	24,6 %	20,0 %
	Aktien Japan	1,5 %	1,0 %	0,8 %	3,0 %	1,9 %	1,7 %	4,0 %	2,6 %	2,1 %
	Aktien Schwellenländer	3,6 %	5,3 %	4,3 %	7,2 %	9,9 %	8,6 %	9,6 %	13,5 %	11,0 %
	Summe Aktien	**30,0 %**	**31,7 %**	**25,7 %**	**60,0 %**	**58,8 %**	**50,8 %**	**80,0 %**	**79,8 %**	**65,0 %**
Rohstoffe	Gold	-	8,7 %	5,9 %	-	8,5 %	5,4 %	-	5,9 %	2,9 %
	Rohstoffe ex Agrarprodukte	-	6,2 %	4,1 %	-	6,0 %	3,8 %	-	4,2 %	2,1 %
	Summe Rohstoffe	**-**	**14,9 %**	**10,0 %**	**-**	**14,7 %**	**9,2 %**	**-**	**10,1 %**	**5,0 %**
Private Assets	Private Equity	-	-	2,4 %	-	-	4,1 %	-	-	7,8 %
	Infrastruktur	-	-	9,5 %	-	-	8,2 %	-	-	5,3 %
	Private Debt	-	-	5,8 %	-	-	5,5 %	-	-	4,9 %
	Summe Private Assets	**-**	**-**	**17,7 %**	**-**	**-**	**17,9 %**	**-**	**-**	**17,9 %**
Immobilien	Immobilien Europa	-	-	**2,3 %**	-		**2,1 %**	-	-	**2,1 %**

Quelle: Commerzbank-Research

Abb. 59: Übersicht der Anlagesegmente und der verwendeten Indizes

Assetklasse	Asset	Index
Anleihen	Staatsanleihen EUR	Bloomberg Series-E Euro Govt 1-10 Yr Bond Index
	Staatsanleihen USA – EUR Hedged	Bloomberg US Aggregate Total Treasury Value Hedged EUR
	Unternehmensanleihen IG EUR	Bloomberg Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EUR
	Hochzinsanleihen Global – EUR Hedged	Bloomberg Global High Yield Total Return Index Value Hedged EUR
	Anleihen Schwellenländer – EUR Hedged	Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index Value Hedged EUR
Aktien	Aktien USA	MSCI USA Net Total Return Index
	Aktien Europa	MSCI Europe Net Total Return Index
	Aktien Japan	MSCI Japan Net Total Return Index
	Aktien Schwellenländer	MSCI Emerging Markets Net Total Return Index
Rohstoffe	Gold	Bloomberg Gold Subindex
	Rohstoffe ex Agrarprodukte	Bloomberg Commodity ex-Agriculture and Livestock Total Return Index
Private Assets	Private Equity	Preqin Global Private Equity Closed-End Fund Index
	Infrastruktur	Preqin Global Infrastructure - Equity Core Closed-End Fund Index
	Private Debt	Preqin Global Private Debt - Direct Lending Closed-End Fund Index
Immobilien	Immobilien Europa	Preqin Europe Real Estate Closed-End Fund Index

Quelle: Commerzbank-Research, Bloomberg, MSCI, Preqin.

Autoren



Thorsten Weinelt, CFA
Chefanlagestratege

Thorsten Weinelt ist seit Mai 2022 Chief Investment Officer der Commerzbank und verantwortet die Investmentstrategie und Asset-Allokation für private und unternehmerische Kunden sowie Firmenkunden und institutionelle Investoren.
Zuvor war er 25 Jahre in verschiedenen Führungspositionen bei der UniCredit Gruppe tätig, unter anderem als Global Head of Research und Chief Strategist im Corporate & Investment Banking sowie als CIO des Pensionsfonds der UniCredit Bank AG. Zuletzt leitete er das Wealth Management Deutschland und verantwortete Vertrieb, Produkteinheiten und Vermögensverwaltung.
Seine Karriere begann er als Volkswirt sowie Fixed-Income- und Devisenstratege bei der Vereinsbank, wo er später ein Credit-Research-Team aufbaute. Thorsten Weinelt verfügt über einen MBA der University of Chicago Booth School of Business und ist CFA- und CEFA-Charterholder.



Dr. Thomas Osowski
Leiter Asset Allokation

Dr. Thomas Osowski ist Head of Asset Allocation bei der Commerzbank. Er verantwortet die strategische und taktische Asset-Allokation für Advisory-Mandate und entwickelt individuelle strategische Asset-Allokationen für UHNWI-Kunden. Als promovierter Volkswirt verbindet er makroökonomische Analyse mit quantitativen Investmentmethoden. Vor seinem Wechsel zur Commerzbank im Januar 2025 war er sieben Jahre bei der DZ PRIVATBANK tätig, wo er Führungsaufgaben in der Kapitalmarktanalyse, im Portfoliomanagement und in der quantitativen Analyse übernahm. Sein fachlicher Schwerpunkt liegt auf der Verbindung von ökonomischem Research, quantitativen Methoden und robuster Portfoliokonstruktion.



Dr. Felix Haase
Quantitativer Analyst

Dr. Felix Haase befasst sich bei der Commerzbank mit der strategischen Asset-Allokation sowie mit quantitativen Fragestellungen zu Kapitalmarktthemen. Sein fachlicher Schwerpunkt liegt auf der Entwicklung und Anwendung wissenschaftlich fundierter Modelle für strukturierte und robuste Investmentprozesse. Zuvor war er als Portfolio-Manager und Financial Data Scientist bei der DZ PRIVATBANK tätig, wo er datenbasierte Modelle zur Unterstützung von Anlageentscheidungen entwickelte. Er studierte Volkswirtschaftslehre an der Universität Trier und promovierte anschließend im Bereich Finanzmarktökonometrie. Im Mittelpunkt seiner Promotion standen die Modellierung und Identifikation von Finanzmarktregimen. Seit Januar 2025 ist er bei der Commerzbank tätig.

Wichtige Hinweise

Kein Angebot; keine Beratung
Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Auswirkung von Inflation
Grundsätzlich beeinflusst die Entwicklung der Inflationsrate Ihren Anlageerfolg. Ein daraus resultierender Kaufkraftverlust betrifft sowohl die erzielten Erträge als auch Ihr investiertes Kapital.

Darstellung von Wertentwicklungen
Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/ Index von EURO abweicht.

Detailinformationen zu den Chancen und Risiken der genannten Produkte hält Ihr Berater für Sie bereit.

Autoren: Thorsten Weinelt, CIO, Dr. Thomas Osowski, Dr. Felix Haase

Abgeschlossen am 22. Oktober 2026

Commerzbank AG
Zentrale
Kaiserplatz
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

Postanschrift
60261 Frankfurt am Main
Tel. 49 (0)69/136-20
CIODirekt@commerzbank.com

Group Research
Chief Investment Office