

BKC Treuhand Portfolio – Bericht zum 2. Quartal 2026

Bernhard Matthes, CFA,

Bereichsleiter Pax-BKC Asset Management

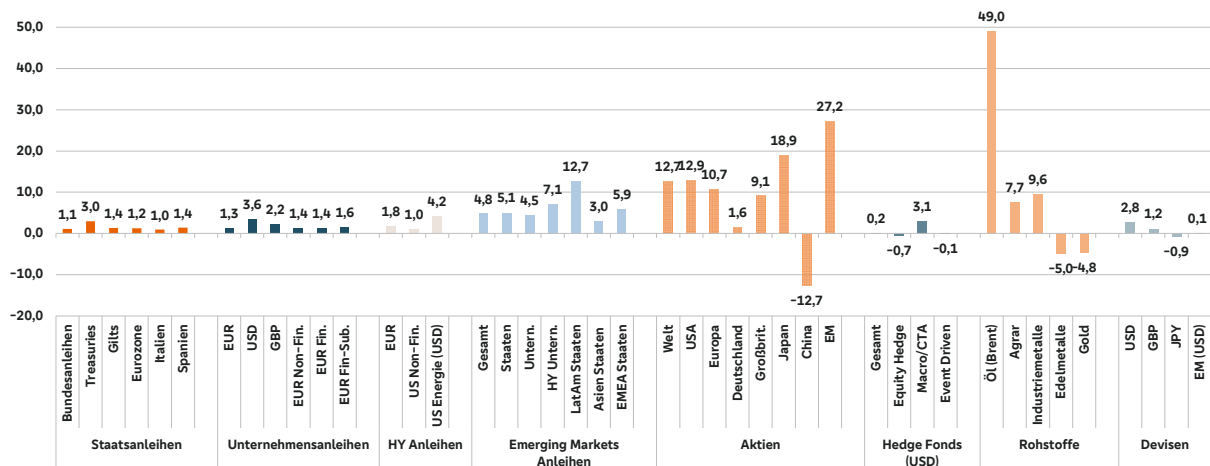


Neue monetäre Wirklichkeit - Läutet die US-Notenbank das Ende der Inflationsbereitschaft ein?

Der Nahostkonflikt ist im 2. Quartal 2026 zunehmend in den Hintergrund getreten und wurde an den Kapitalmärkten kaum noch als Belastungsfaktor wahrgenommen. Obwohl politisch noch lange keine tragfähigen Lösungen gefunden wurden, reichte die zwischenzeitliche Waffenruhe im Iran-Konflikt den Marktteilnehmern aus, um zur Tagesordnung überzugehen. Der Ölpreis fiel zum Quartalsende fast auf das Niveau zurück, wo er vor Ausbruch des Konflikts Ende Februar 2026 notiert hatte.

Entwicklung verschiedener Anlageklassen in 2026

Entwicklung verschiedener Anlageklassen (2026, in % und EUR)

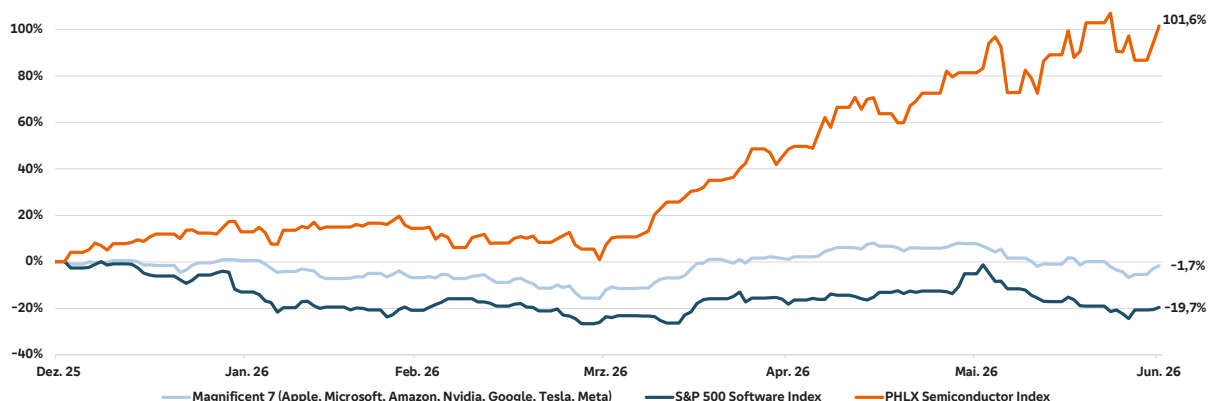


Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg; Anleihen, Hedge Fonds und Rohstoffe auf Basis Bloomberg Indizes; Aktien auf Basis MSCI Indizes; in EUR (wenn nicht anders angegeben); Stand: 30.06.2026

Als marktdominierender Investmenttrend rückte daher schnell der KI-Boom zurück in das Rampenlicht. Im Technologiesektor beschleunigte sich dabei der bemerkenswerte Favoritenwechsel: Abkehr von den sogenannten „Hyper-Skalierern“, hin zu IT-Infrastruktur der Bereiche Halbleiter, Speicher, Netzwerkausrüstung und Rechenzentren.

Favoritenwechseln bei Tech-Aktien: IT-Infrastruktur schlägt Hyperscaler deutlich; Software-Branche im breiten Abverkauf

Entwicklung ausgewählter Indizes (2026, Total Return in % und USD)



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg; Stand: 30.06.2026

Der Philadelphia Stock Exchange Semiconductor Index erzielte im ersten Halbjahr eine Performance von +102%, einzelne Halbleiter- und Speicherchiphersteller warteten mit noch beeindruckenderen Halbjahreswerten auf. So blicken die Aktionäre von Micron Technology seit Jahresbeginn auf einen Kurszuwachs in Höhe von +305%. Besonders stark präsentierten sich die ostasiatischen Aktienmärkte. Als direkte KI-Profiteure führten Taiwan und Südkorea die Ranglisten an. Der koreanische Kospi 200 legte um +121% zu, dessen Indexschwergewicht Samsung gar um +177%. Freuen dürfen sich auch die Mitarbeiter der Halbleitersparte von Samsung: Sie erhalten als Erfolgsbeteiligung des abgelaufenen Geschäftsjahres einen Bonus in Höhe von umgerechnet 291.000 Euro je Beschäftigten.

Die Kursdynamik bei vielen der erwarteten und erhofften KI-Profiteure verkennt im Ausrüstungsbereich dabei die traditionell hohe Zyklizität des Geschäfts; im Entwicklungs- und Anwendungsbereich ist sie von viel Optimismus hinsichtlich der Monetarisierungsmöglichkeiten der hohen Investitionen getragen. Mitte Juli sind – speziell im Halbleiterbereich – auch bereits erste Kratzer und Schönheitsfehler erkennbar: Der koreanische Aktienmarkt, aber auch Aktien der großen Speicherchiphersteller haben deutlich korrigiert.

Begründete Skepsis rufen die exorbitanten Investitionen der „Glorreichen Vier“ (Meta, Microsoft, Google, Amazon) plus Oracle hervor. Allein diese fünf Unternehmen investierten 2025 mehr als 440 Mrd. US-Dollar in Chips, Datencenter und Energieinfrastruktur, für 2026 sind knapp 800 Mrd. US-Dollar projiziert. Alphabet, Meta und Microsoft platzieren inzwischen mehr als die Hälfte des Gesamtumsatzes (!) in Ausrüstungsinvestitionen. In der Folge sinken die freien Cashflows rapide ab. In einigen Fällen werden diese Investitionen Grundsteine für künftig hochprofitable Dienstleistungen sein können. In anderen Fällen werden einige der heute hoch bewerteten KI-Konzerne wohl Enttäuschungen aushalten müssen, wenn klar wird, dass sich die hohen Investitionen nicht im erwarteten Umfang in Gewinne übersetzen.

Neben berechtigten Fragen hinsichtlich des tatsächlich realisierbaren Returns on Investment rufen die hohen Bewertungen und sehr weit gelaufenen Aktienkurse anhaltend Zweifel an einer dauerhaft fortsetzbaren KI-Rallye hervor. Gleichermäßen sendet die hohe Konzentration Warnsignale: Die 10 großen KI-Konzerne vereinen zusammen inzwischen rund 40% der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500 auf sich. Historisch waren solche Spitzen in der Marktkonzentration häufig Signal einer spekulativen Überhitzung eines Investmenttrends und Vorbote nachfolgender Bewertungskorrekturen. Die Geschichte ist voll entsprechender Beispiele. Eine besonders eingängliche Illustration bleibt Cisco, dessen Aktie auf dem Hoch im März 2000 knapp 5% Indexgewicht im S&P 500 erreichte. Danach dauerte es mehr als 25 Jahre, bis der Aktienkurs im Dezember 2025 sein vorheriges Hoch wieder erreichen konnte. Zwar wuchsen über diese Zeit Umsatz und Gewinn stetig an, doch erforderte die nötige Bewertungskorrektur der zuvor aufgebauten Euphorie eben jenes Vierteljahrhundert.

Gleichermäßen spätzyklische Signale sendet die IPO-Aktivität. Phasen von Überschwang und Risikosuche gingen in der Vergangenheit oft einher mit einer erhöhten Anzahl von Börsengängen und dabei besonders großvolumiger Börsengänge. Das SpaceX-IPO im Juni 2026 markierte mit 75. Mrd. US-Dollar Emissionsvolumen und 1,8 Billionen US-Dollar anfänglicher Bewertung den größten Börsengang aller Zeiten. Im weiteren Jahresverlauf werden mit Anthropic und Open AI zwei weitere Mega-IPOs erwartet.

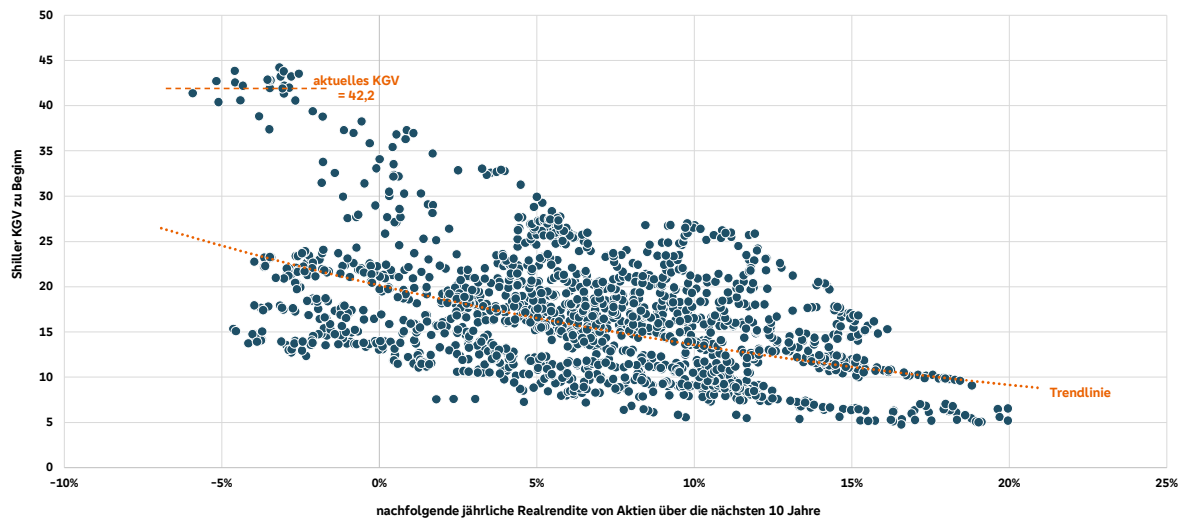
In diesen Phasen der Euphorie blenden die Märkte nüchterne Risikoabwägungen gern aus. So ist bemerkenswert, dass die Sektorbewertungen im Juni kaum auf die Nachricht reagierten, dass die US-Regierung aufgrund nationaler Sicherheitsbedenken zeitweilig Export- und Nutzungsbeschränkungen für Anthropics neueste Fable 5 und Mythos 5 KI-Modelle verfügt hatte.

Wird KI zum nationalen Sicherheitsinteresse oder unterliegt sie zunehmend Regulierung und Protektionismus, hat das sofortige Auswirkungen auf die Kommerzialisierungspotentiale vorheriger Investitionen. Der Investment Case ist damit unmittelbar und asymmetrisch gefährdet.

Die Kombination hoher Bewertungen mit hohen Erwartungen unter inzwischen hoher Kapitalintensität der Technologiekonzerne bietet kein Umfeld, in dem nachfolgend überdurchschnittliche Investmenterträge zu erwarten sind.

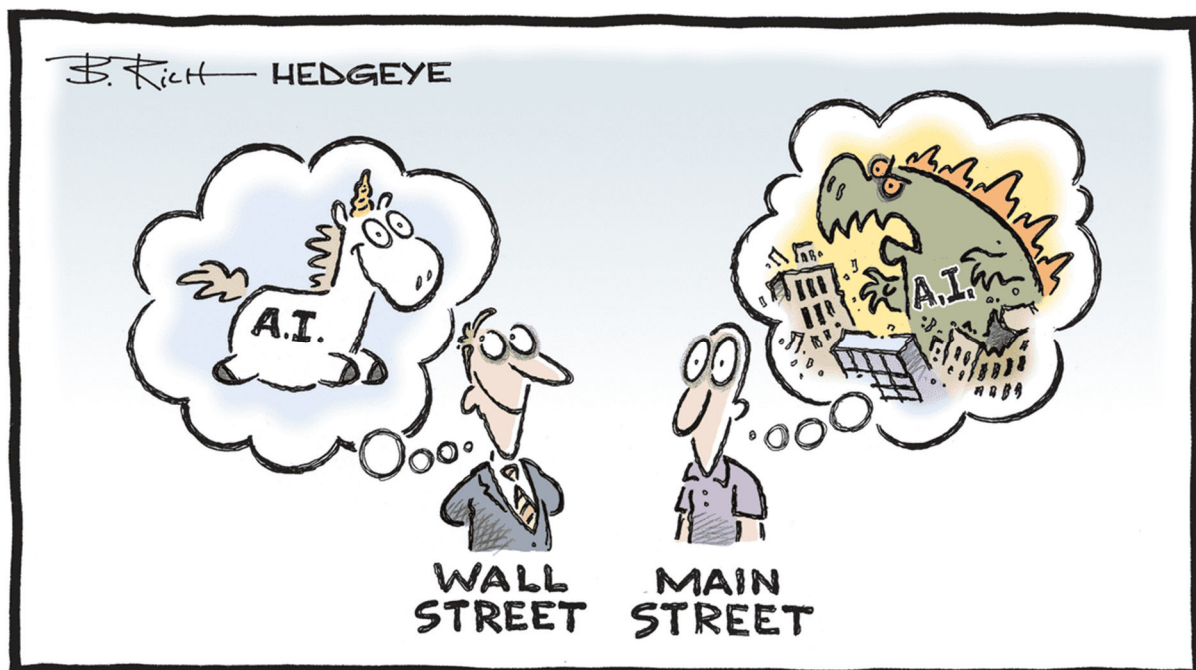
Hoher Zusammenhang zwischen Bewertungsniveau und nachfolgender Rendite

Shiller-KGV und jährliche Realrendite von Aktien über die nachfolgenden 10 Jahre (S&P 500)



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Quelle: Robert F. Shiller, Yale Department of Economics; eigene Berechnungen; Zeitraum: 1920 – 2026; Stand: 15.06.2026

Der Investitionsboom erscheint zunehmend monströs, auch ein Blick auf das Sentiment zeigt Anzeichen spekulativer Überhitzung, gerade die oft einseitige und kaum hinterfragte Einwertung der gigantischen Ausrüstungsinvestitionen als ausschließlich positiv und notwendig repräsentiert eine zentralisierte Größenverliebtheit, die Wilhelm Röpke einst als „Kult des Kolossalen“ bezeichnete.

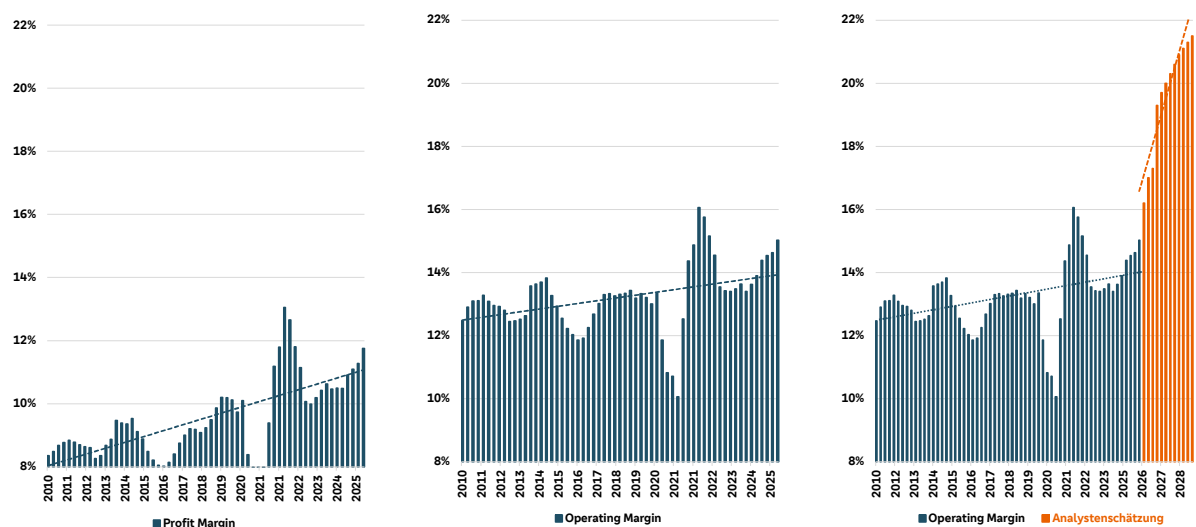


Quelle: Hedgeye

Investmentimplikationen: Das extreme Capex-Spending der großen Technologiekonzerne ist für Investoren offenkundig risikoerhöhend, weil unklar ist, welcher Anteil dieser Investitionen sich in werthaltige und profitable Rückzahlungen übersetzen lässt. Gleichzeitig sind die Erwartungen an weitere Gewinnsteigerungen und Margenausweitungen hoch. Dieser Optimismus birgt Raum für Enttäuschungen. Die Ausgabenfreude der „Glorreichen Sieben“ und verwandter Geschäftsmodelle hat aber nicht nur in der Aktienselektion Relevanz.

Aktienmärkte beflügelt von Erwartung äußerst hoher Margensprünge

S&P 500: Entwicklung von Gewinnmargen und operativen Margen im S&P 500 seit 2010



Quelle: Bloomberg, Hussmann Strategic Advisors, eigene Berechnungen; Zeitraum: Q4 2010 – Q4 2025 (historische Werte) und Q1 2026 – Q5 2028 (Analystenschätzungen); Stand: Juni 2026

Die großen Tech-Unternehmen haben zuletzt mehrfach großvolumige Anleiheemissionen zu sehr überschaubaren Kreditrisikoprämien an den Markt gebracht. Ihre Kreditprofile und Kreditratings scheinen heute auch noch über jeden Zweifel erhaben (S&P stuft Alphabet bei AA ein, Meta und Amazon bei jeweils AA-, Microsoft gar bei AAA). Der Fortbestand dieser Bestnoten ist aber keineswegs garantiert. Erfüllen sich die Monetarisierungserwartungen der hohen Investitionen in den kommenden Jahren nicht, kann die aufgebaute Verschuldungslast die Kreditprofile schnell belasten. Ein möglicher Vorbote dafür ist Oracle. Im Jahr 2020 noch mit einem guten S&P-Rating von A ausgestattet, stuft die Ratingagentur die Bonität nun auf BBB- ab, Oracle rangiert damit gerade noch so im Investment Grade Bereich. Der hohe Cash-Burn in einem wettbewerbsintensiven Umfeld (welches nicht ausschließlich Gewinner produzieren wird) lässt das Kreditprofil zunehmend fragil erscheinen. Investoren, die sich keine vertiefte Prognosefähigkeit zutrauen, wer letztlich zu den KI-Gewinnen und wer zu den KI-Verlierern gehören wird, ist Selektivität und Zurückhaltung bei den eng bepreisten Anleihen der Technologiekonzernen anzuraten.

Ausgeblendet bleiben neben den immer deutlicheren Risiken in der ökonomischen Rechnung auch Externalitäten; Aspekte wie zunehmende Bedenken gegenüber dem Ausbau von Datenzentren (Energiebedarf, Energiekosten, Umweltbelastungen), Sorgen vor Arbeitsplatzverlusten oder auch legitime, vielfach jedoch unbeantwortete, Aspekte des Urheberrechts und des Datenschutzes.

Als ein treffsicherer Kontraindikator für überhitztes Sentiment hat sich in der Vergangenheit häufig auch der „Magazine Cover“-Indikator erwiesen. Die Logik: Ist ein Thema, ein Investmentstil, eine Anlageklasse derartig Konsens geworden, dass es die Titelseiten beherrscht, war oft der Zeitpunkt erreicht, an dem der Zenit der Popularität überschritten war.

Die Geschichte ist reich an Beispielen von Titelseiten der Wirtschaftspresse, die in engem zeitlichen Zusammenhang das Ende einer Ära einläuteten. Dies gilt nicht nur für überoptimistische Narrative, sondern gleichermaßen auch für Pessimismus. Legendär ist in diesem Zusammenhang das Cover der Business Week von 1979 „The Death of Equities“. Nach 20 Jahren stagnierender Aktienerträge hatte sich so viel Resignation festgesetzt, dass daraufhin, von 1981 bis 2000, einer der längsten und kräftigsten Aktien-Bullenmärkte der Geschichte folgte.

Bereits Anfang dieses Jahres rief das US-amerikanische „Time Magazine“ die KI-Architekten gemeinschaftlich zur „Person des Jahres“ aus. Auch dies kann als Begleiterscheinung einer spätzyklischen, überkonsensualen Stimmungslage interpretiert werden. Die Möglichkeiten der KI und ihrer Anwendungen in Industrie, Medizin oder auch Dienstleistungen haben gewiss das Potential, eine neue „industrielle Revolution“ herbeizuführen. Ein vergleichbarer Optimismus wohnte über die Jahrhunderte hinweg aber sämtlichen Spekulationsblasen inne. Jeder Boom, jede Wette auf die Zukunft, in der am Ende alle investiert waren, erlahmte, wenn sich zeigte, dass die Hoffnungen und Erwartungen auf den realisierbaren Return on Investment zu hoch gegriffen waren. Auch der rasante Ausbau der Eisenbahnen in den USA und Großbritannien im 19. Jahrhundert war von hohen Erwartungen und viel Kapitalzufluss geprägt. Im Ergebnis war eine überaus nützliche, (und der KI gleichsam) disruptive Infrastruktur geschaffen, die sich aber in nur wenigen Fällen als renditeträchtig für die investierten Anleger herausstellte: Überinvestitionen, einsetzender Wettbewerb und Margenerosion ließen im Eisenbahnboom nur Platz für wenige Gewinner.

Eine gesamtwirtschaftliche Dimension des KI-Booms leitet sich aus der Frage ab, welche Produktivitätsgewinne sich aus der Proliferation ziehen lassen und wie stark diese dann inflationsbegrenzende Wirkungen entfalten könnten.

Disruption der Fed-Politik? – Kevin Warsh übernimmt das Steuer

Im Juni 2026 leitete Kevin Warsh seine erste Sitzung als neuer Fed-Chairman. In der nachfolgenden Pressekonferenz bestätigte er seinen Ruf als geldpolitischer „Falke“. Das schien viele Marktteilnehmer und Kommentatoren zu überraschen, hatten sie doch mehrheitlich unterstellt, dass, ganz gleich wer von Donald Trump für das Amt an der Spitze der Zentralbank nominiert werden würde, schnell die gewünschten Zinssenkungen anbieten und die erwarteten geldpolitischen Unterstützungen für die Budgetnotwendigkeiten der US-Regierungen bedienen würde. Dass Kevin Warsh aber keine Bereitschaft zeigt, sich als bloßer Erfüllungsgehilfe in den Dienst der US-Administration zu stellen, konnte bereits aus seinem Handeln und seinen Verlautbarungen vor Amtsantritt vermutet werden. Die klaren Worte, die Warsh in seinen ersten Tagen wählte, unterstreichen, dass die Notenbank gar vor einem bedeutsamen Regimewechsel stehen könnte.

Zahlreiche Beobachter hörten von Kevin Warsh lange nur das, was sie hören wollten, nämlich seine wiederkehrende Botschaft, dass die KI-Revolution zu immensen disinflationären Produktivitätssteigerungen führen wird. Dieses strukturell höhere Wachstum, ohne inflationäre Begleiterscheinungen, eröffne langfristig Spielraum für niedrigere Zinsen. „Business as usual“ also für viele „Fed-Follower“, die sich schnell darauf einigten, dass auch unter dem neuen Notenbankchef weitgehende Kontinuität in der geldpolitischen Steuerung vorherrschen werde. Die stark selektive Wahrnehmung seiner Positionen hat zu einer grundsätzlichen Fehleinschätzung geführt, welche die Märkte noch auf dem falschen Fuß erwischen könnte.

Denn Kevin Warsh ist ein Vertreter der „alten Schule“. Über viele Jahre hat er konsistent Fürsprache für Preisstabilität und eine minimale Rolle der Notenbank gehalten. Warsh war von 2006 bis 2011 bereits Mitglied des Federal Reserve Board of Governors (anders als seine Voränger Bernanke und Yellen ist er aber ein Mann der Praxis und hat nicht seine gesamte Laufbahn in akademischen „Elfenbeintürmen“ verbracht). In dieser Funktion unterstützte er die Notmaßnahmen der ersten „Quantitative Easing“ (QE)-Runde als unmittelbare Reaktion auf die Finanzmarktkrise, trat aber 2011 aus Protest gegen die folgenden und fortgeführten Ankaufprogramme zurück. Das war ein klarer Widerspruch gegen das unbegrenzte Geldddrucken und gegen geldpolitische Notfallmaßnahmen über den eigentlichen Notfall hinaus. In den folgenden Jahren äußerte er immer wieder höfliche, aber offene Kritik an der Notenbank, da diese und ihre Vertreter den Kompass der Geldwertstabilität seiner Ansicht nach vollständig verloren oder bewusst verlegt zu haben schienen.

Warshs Kritik an der Fed in der Vergangenheit war mehrfach an Deutlichkeit kaum zu überbieten. So stellte er u.a. fest:

- Die Notenbank hatte einen [direkten Beitrag](#) zur explosiven Entwicklung der Staatsausgaben
- Der Notenbank sind 2021 und 2022 „[fatale Policy Fehler](#)“ in der Bekämpfung der Inflation unterlaufen
- Die Notenbank hat sich zu stark in Abhängigkeit der Wünsche und Erwartungen der Kapitalmärkte begeben
- Sie hat ihre Unabhängigkeit aufs Spiel gesetzt und mit ihrem Abdriften von den eigentlichen Aufgaben („[Mission Creep](#)“) hohe Kosten verursacht
- Die Notenbank hat Inflation bewusst herbeigeführt oder zumindest billigend in Kauf genommen („[Inflation is a choice](#)“)
- Die Notenbank hat das Fiskaldefizit subventioniert und Vermögenspreisblasen [ermöglicht](#) („The core mission of a central bank is to maintain price stability, not to subsidize the treasury or inflate asset bubbles through loose policies“)
- Die Notenbank schaut auf veraltete, methodisch fragwürdige Daten (von denen viele noch dazu auf Schätzungen und Umfragen basieren) und verlässt sich auf Modelle, die als robuste Entscheidungsgrundlage ungeeignet sind

Kevin Warsh hat wiederholt festgestellt, dass Inflation kein Naturereignis, sondern vielmehr eine bewusst herbeigeführte oder zumindest tolerierte Entscheidung ist. Diese Positionierung steht in sehr deutlichem Gegensatz zum offiziellen Narrativ der letzten Jahrzehnte, wonach Inflation überhaupt nur teilweise steuerbar und generell auch eher wünschenswert sei.

„So limited is our knowledge that we resort, not to science, but to shamans. We place control of the world's largest economy in the hands of a few elderly men, the central bankers “

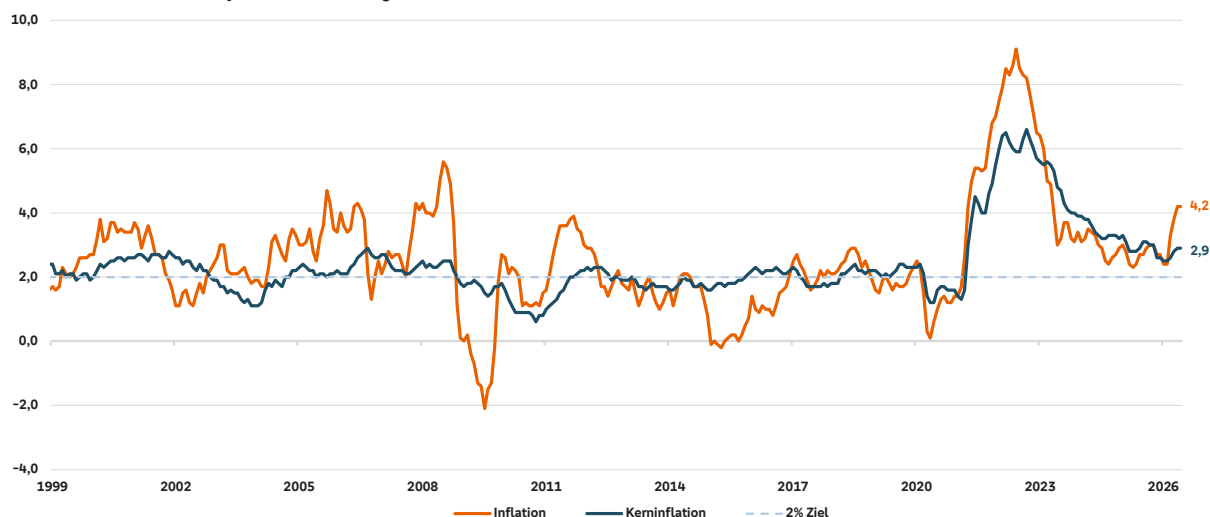
Benoit Mandelbrot in „The (Mis-)Behavior of Markets“

Von besonderer Tragweite ist seine unmissverständliche Feststellung, dass die Fed-Politik zu gesellschaftlichen und sozialen Ungleichgewichten beigetragen hat, indem sie die ungleiche Vermögensverteilung befeuert hat („*QE is reverse Robin Hood. It's policy that steals from the poor, to give to the rich.*“). Dieser Zusammenhang zwischen lockererer Geldpolitik und nachfolgender Vermögenspreisinflation wurde aber selten zuvor von Vertretern der Institutionen anerkannt.

Gerade vor dem Hintergrund der fortschreitenden gesellschaftlichen Polarisierung und der faktischen Auseinanderentwicklungen von Lebens –und Konsumverhältnissen zwischen Vermögensbesitzern und vermögenslosen Beschäftigten am unteren Ende der Einkommensskala, deren Reallöhne meist nicht mit der Verbraucherpreisinflation Schritt halten („K-shaped economy“), scheint eine Debatte über Verteilungseffekte und eine Kurskorrektur der die Ungleichheit begünstigender Faktoren angebracht.

Inflationsraten haben über die letzten Monate energiepreisbedingt angezogen, könnte die vorläufigen Hochpunkte aber schon erreicht haben

Inflation & Kerninflation USA (jährliche Veränderung in %)



Quelle: Bloomberg; Zeitraum: seit 31.12.1998; Stand: 30.06.2026

Die gemessene Inflation, der Anstieg von Güter- und Dienstleistungspreisen, lag in den USA zu lange oberhalb der Zielmarke von 2%. Die Politik der beständigen Bilanz- und Geldmengenausweitung hat zugunsten von Vermögensbesitzern gewirkt. Die Medianvermögen von Ober- und Unterschicht haben sich stark auseinanderentwickelt. Ein Hauptprofiteur der aufgeblähten Notenbankbilanz war selbstredend auch der Staat und seine Sonderinteressengruppen. Von dieser Seite ist daher auch kaum Widerspruch zu erwarten– einem „geschenkten Gaul schaut man eben nicht ins Maul“; ist vielmehr bereit, die kommode Dauerstaatsfinanzierung zu erhalten und schaut dabei nicht ganz so genau auf Nebenwirkungen und Kollateralschäden.

Kevin Warsh hat die bislang ignorierten Folgeschäden geldpolitischer Fehlsteuerungen nun auf die Agenda gehoben. Das Aufgreifen der Verteilungseffekte könnte fortan Policy-mitbestimmend werden, woraus Chancen zur Überwindung gesellschaftlicher Spaltungen resultieren, wenn resultierende Unwuchten künftig weniger stark zuungunsten derjenigen wirken, die sich am wenigsten dagegen zur Wehr setzen können.

Für die Kapitalmärkte von besonderer Relevanz ist das von Warsh mehrfach wiederholte Bekenntnis zur Preisstabilität. Über die Amtsperioden seiner Vorgänger hinweg waren die Märkte implizit dahingehend konditioniert worden, dass stabile Preise fast ein nachgeordnetes Ziel gegenüber für Wirtschaft, Schuldentragfähigkeit und Kapitalmarkt akkommodierenden Bedingungen galten. Das könnte sich nun ändern.

“If there were people (...) who thought that this central bank was going to be comfortable with an inflation objective above 2 percent, well, I guess they'd be disappointed”

Kevin Warsh

Die bislang angekündigten Reformmaßnahmen deuten darauf hin, dass Warsh es ernst meint und die Fed vor einem grundlegenden neuen Kapitel steht:

- Abkehr von Prognosen: Die „Forward Guidance“ wird zurückgefahren, Warsh selbst verzichtete in seiner ersten Sitzung darauf, am „Dot Plot“ teilzunehmen, jener Praxis, bei der die Notenbanker ihre Tipps abgeben, wo die Zinsen auf Jahre hinaus liegen könnten.
- Überarbeitung der Datennutzung: Warsh installierte fünf Arbeitsgruppen, die beauftragt sind, Datenherkunft und Datenqualität kritisch zu prüfen. Die Nutzung überholter Daten, der „Blick in den Rückspiegel“ dürfte bald der Vergangenheit angehören, Warsh sprach sich wiederholt für „Echtzeitdaten“ aus. (Anmerkung: Auch wir plädieren bekanntlich seit Jahren für diesen Ansatz und nutzen in unseren Analysen Datendienste wie beispielsweise [„Truflation“](#), die Blockchain-basiert mit mehr als 100 Millionen Live-Datenpunkten arbeiten.)
- Überarbeitung der Kommunikation: Das übliche Statement nach Sitzung des Offenmarktausschusses wurde radikal eingekürzt und beschränkt sich auf die Bekanntgabe der Beschlüsse und die Zusage, dass das Komitee „Preisstabilität abliefern wird“
- Ende der Modellgläubigkeit – Kevin Warsh unterstellt, anders als viele seiner Vorgänger, dass Wirtschaft keine Naturwissenschaft ist und sich nicht als Versuchsanordnung mit replizierbaren Ergebnissen modellieren lässt

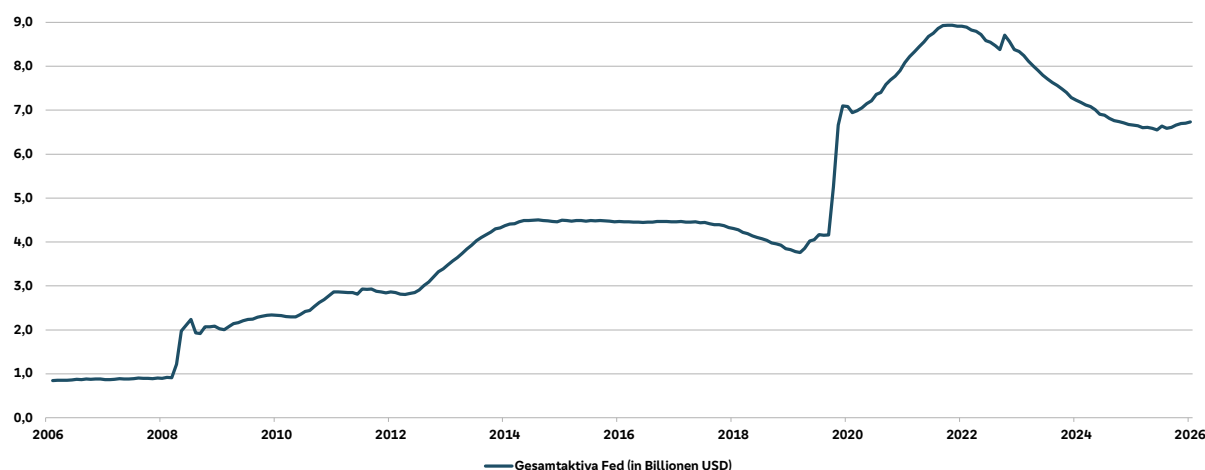
Der Leitzins wurde nach der ersten durch Warsh geleiteten Sitzung erwartungsgemäß konstant bei 3,75% gehalten. Für den weiteren Jahresverlauf gehen die Kapitalmärkte Mitte Juli von ein bis zwei Zinserhöhungen der Fed aus. Die Inflation liegt aktuell zu hoch, um sie als in Einklang mit dem erklärten Ziel der Preisstabilität befindlich deklarieren zu können. Moderate Zinsanhebungen scheinen daher möglich.

Dabei zeichnet sich ein erster Lackmustest ab, wieviel Unabhängigkeit sich die Notenbank unter Chairman Warsh tatsächlich erarbeiten kann oder will: Denn die Erwartungshaltung der Trump-Administration an die Richtung der Leitzinsen ist klar, gerade im Kontext der im Herbst bevorstehenden Kongresswahlen.

Es kann vermutet werden, dass Warsh sich mit seinem wiederkehrenden KI-Produktivitätsgewinn-Narrativ vorsorglich Handlungsspielraum gesichert hat, um Zinsen konstant halten oder gar senken zu können und so die politisch gewünschte Optik auf der Zinsseite liefern zu können. So würde er sicherstellen, sich nicht direkt zu Beginn seiner Amtszeit den Groll und die öffentliche Ächtung der US-Regierung zuzuziehen.

Nimmt die Fed unter Kevin Warsh die Kürzung ihrer Bilanzsumme in den Blick?

Bilanzsumme der Fed



Gleichzeitig könnte er versuchen, die eigentliche geldpolitische Steuerung über die Bilanzsumme zu adressieren. An der aufgeblähten Bilanz der Fed und deren Folgewirkungen hat Warsh in der Vergangenheit nicht mit Kritik gespart. Gerade die von ihm gescholtene Verwässerung zwischen Geld- und Finanzpolitik wurde über die Jahre primär über die wachsende Notenbankbilanz transportiert.

Konstante oder niedrigere Zinsen bei zeitgleichem Abbau der Bilanzsumme könnten daher jener Policy-Mix sein, der zum einen wirkmächtiger ist als höhere Zinsen allein und zum anderen das „Buy in“ von Regierung und Establishment ermöglicht, weil die Effekte weniger sichtbar und angreifbar sind. Eine nennenswerte geldpolitische Straffung über die Bilanz bei Erhalt flexibler Handlungsspielräume in der prominenteren Zinssteuerung – dies könnte ein durchaus kluger Versuch sein, die ultraexpansiven Finanzbedingungen der letzten Jahre geordnet zurückzubauen.

Freilich ist die Rückführung der Bilanzsumme in nennenswertem Ausmaß eine Mammutaufgabe, die bislang weitgehend unerprobt ist. Wahrscheinlich ist aber, dass Warsh den Versuch unternehmen wird. Die Rückführung der Geldmenge über den Abbau der Bilanzsumme („Quantitative Tightening“ / QT) würde auf das Ziel der Preisstabilität einzahlen, weil aus ihr disinflationäre Effekte resultieren. Fraglich ist, wie viel schonende Rückführung der Überschussliquidität möglich ist, ohne dass wütende Proteststürme der Märkte (analog dem „Taper Tantrum“ im Jahr 2013) folgen oder aber tatsächliche Risiken für die Finanzmarktstabilität einen Abbruch erzwingen. Bereits in den Jahren 2022 und 2025 musste die Fed vergleichsweise homöopathische QT-Dosen abbremsen bzw. aufgeben, weil der Liquiditätsentzug zu Stress an den Geldmärkten führte. Wenn den Märkten verschreibungspflichtige QT-Dosen zugemutet würden, wäre durchaus mit schmerzhaften Erstverschlechterungsreaktionen zu rechnen. Die erste große Bewährungsprobe für Kevin Warsh wäre dann, inwieweit er bereit ist, diese kurzfristigen Schmerzen im Interesse der langfristigen Gesundheit auch wirken zu lassen.

Weite Teile der Finanzmärkte, Finanzpresse und Volkswirte unterschätzen unseres Erachtens, dass Warsh sehr wahrscheinlich doch einen eigenen Stil installieren und ein gegenüber seinen Vorgängern grundlegend anderen Kurs einer merklich strafferen Geldpolitik wählen könnte. Die Folgen eines solchen geldpolitischen Regimewechsels könnten weitreichend sein.

Investmentimplikationen: Die Märkte unterschätzen die Möglichkeit, dass Kevin Warsh es ernst meint, mit dem was er sagt. Eine Straffung der Finanzkonditionen über QT und Liquiditätsentzug, in dem die Notenbank als Verkäufer von Anleihen am langen Ende auftritt, würde eine Reihe von Anpassungen bewirken:

- *Kurzfristig: Niedrigere Zinsen am kurzen Ende der Zinsstruktur, höhere Zinsen bei langlaufenden Anleihen, Versteilerung der Zinsstruktur, höhere Hypothekenzinsen und Abbremsen von Bau- und Immobilienkonjunktur.*
- *Mittelfristig: Stabilisierung der Langfristzinsen durch eine höhere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik – wird der Eindruck ausgepreist, dass die Notenbank bereitwillig die Fiskalinteressen der Regierung bedient, könnten länger laufende Anleihen wieder „investable“ werden.*
- *Eine höhere Glaubwürdigkeit der Notenbank und eine mögliche Hinorientierung zu „Sound Money“, also kaufkraftstabilerem Geld, wäre ein struktureller Belastungsfaktor für Gold – eine Versicherung gegen monetäre Extremrisiken und gegen das „Debasement“ der Währung im Portfolio würde weniger notwendig werden (Die deutliche Korrektur des Goldpreises setzte ausgehend vom im Januar 2026 erreichten Allzeithoch fast taggleich mit der Nominierung von Kevin Warsh ein).*

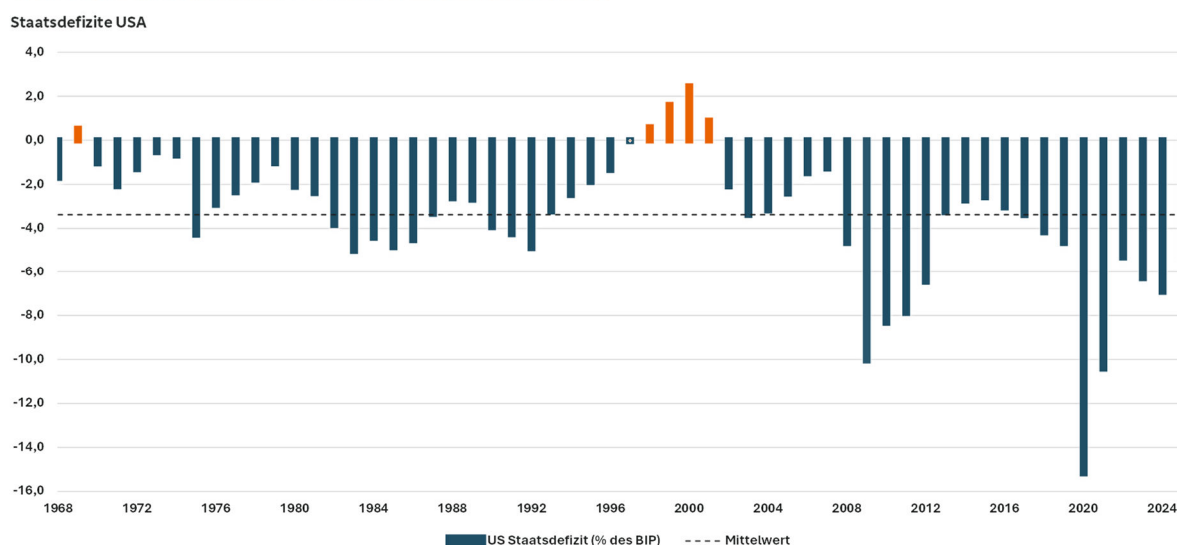
- Höhere Realzinsen und höhere Risikoprämien, Rückabwicklung der Exzesse aus der Ära des „Rauschs des billigen Geldes“ – auch dieser Effekt kann verschiedene Anlageklassen kurzfristig belasten (Dekompression der Risikoprämien), führt mittelfristig jedoch zu gesünderen Gesamtertragsmöglichkeiten über das gesamte Spektrum der Anlageklassen hinweg.
- Die zu erwartende Disziplinierung der Fiskalpolitik, wenn Ausgabenwünsche nicht mehr unbegrenzt monetär alimentiert werden, würde zu strukturell niedrigeren Staatsausgaben und damit kurzfristig zu Belastungen der Nettoprofitoren führen, an den Aktienmärkten wäre bei exponierten Unternehmen mit rückläufigen Umsätzen, Margen und Gewinnen zu rechnen.
- Unter dem Druck einer Straffung der Finanzkonditionen wären Geschäftsmodelle und Aktivitäten, die stark von der Hyper-Finanzialisierung der letzten Jahrzehnte profitiert haben, weniger profitabel; insbesondere Bereiche wie Investmentbanken oder Private Equity könnten unter Druck geraten
- Der US-Dollar würde aufwerten, wenn andere Währungsräume keine entsprechende Neujustierung mitvollziehen würden

Wenn die Neuausrichtung der Fed tatsächlich den Charakter einer „Zeitenwende“ annimmt, ist generell auch davon auszugehen, dass die Notenbank in kommenden Krisen nicht mehr bereitwillig jeden vom Markt gewünschten Backstopp anbieten wird. Die Märkte werden dann autonomere, interventionsfreiere Gleichgewichte finden müssen. Dass die Geldschleusen neuerlich dermaßen geöffnet werden, wie in den Jahren zwischen 2008 bis 2021 erscheint jedenfalls unwahrscheinlich.

Eine konsequentere Inflationseindämmung der Notenbank wäre eine grundsätzlich gute Nachricht für Sparer und Anleger. Die Mehrzahl der westlichen Notenbanken blickt auf keinen überzeugenden Leistungsausweis über die letzten Jahrzehnte. Milton Friedman vertrat 1994 gar die Einschätzung, die Fed hätte über ihre Historie seit 1914 „mehr Schaden als Nutzen“ angerichtet. Eine Rückbesinnung auf ihre eigentliche Aufgabe – Gewährung von Preisstabilität – wäre eine wohltuende Neuordnung der Prioritäten. So deutlich wie von Kevin Warsh wurde dieses Ziel von keinem seiner Vorgänger seit Paul Volcker formuliert.

Warsh glaubt, dass hohe Inflation ein Ergebnis hoher Staatsausgaben ist, die durch eine aufgeblähte Notenbankbilanz ermöglicht und ermutigt werden. QE hat Politikern über Jahre einen Anreiz gegeben, Staatsausgaben noch weiter zu erhöhen, und genau das ist auch passiert.

USA mit anhaltend hohen Staatsdefiziten



Eine denkbare neue geldpolitische Ära, welche die bislang lockere und sich gegenseitig bedingende Geld- und Fiskalpolitik einhegt, würde höhere Verlässlichkeit und Berechenbarkeit bieten. Marktpreise würden wieder stärker den Gesetzen von Angebot und Nachfrage folgen. Der von den Märkten liebgewonnene „Fed Put“, also die unausgesprochene Zusicherung der Notenbank, Vermögenspreisen im Krisen- und Volatilitätsfall eilend mit marktstützenden Maßnahmen zu verteidigen, könnte nicht mehr als garantiert vorausgesetzt werden. Eine angemessenere Risikobepreisung würde sich etablieren.

Eine mögliche Zeitenwende des geldpolitischen Kurses in den USA würde indirekt auch auf die Eurozone ausstrahlen und einen vergleichbaren Richtungswechsel erfordern. Denn würde die EZB an sehr lockeren monetären Rahmenbedingungen festhalten, wäre über den Kanal der beschleunigten Euroabwertung eine erhöhte importierte Inflation die Folge. Daraus zugelassene Ungleichgewichte würden sich weiter verstärken und die Refinanzierungskosten in der Eurozone erhöhen. Tatsächlich sind jüngst erste Signale einer zumindest verbalen Neuausrichtung der EZB erkennbar. Die Rhetorik am Rande der jährlichen Klausurtagung im portugiesischen Sintra war von anderen Tönen geprägt als über weite Phasen der „Koste es, was es wolle“-Politik gerade über die Draghi-Jahre hinweg.

Zu beobachten ist ebenfalls, dass Warsh den Zusammenhang zwischen Geldumlauf und Preisen anerkennt. Obwohl diese Kausalität schon sehr lange bekannt und dokumentiert ist (bereits Nikolaus Kopernikus zeigte im Jahr 1522 in seinem „Memorandum über Geld und Inflation“, dass ein Überangebot an Geld unter allen Umständen vermieden werden solle und dass die Quantitätstheorie den Anstieg der Preise erklärt, sowie „leichtes Geld die Trägheit fördert, der Armut aber keinesfalls abhilft“), ist es Technokraten seit Ende des 2. Weltkriegs zunehmend gelungen, den Zusammenhang zu verschleiern.

„Unter den unzähligen Übeln, welche den Zerfall ganzer Staaten herbeiführen, sind wohl vier als die vornehmlichsten anzusehen: innere Zwietracht, große Sterblichkeit, Unfruchtbarkeit des Bodens und die Verschlechterung der Münze.“

Nikolaus Kopernikus

Gesamtvolkswirtschaftlich können die möglichen Effekte einer stabilitätsorientierten Geldpolitik kaum überschätzt werden: Die typischen mit übermäßiger monetärer Großzügigkeit einhergehenden Boom-Bust-Zyklen würden geglättet, deren teure Nebenwirkungen („Malinvestments“) gebremst, eine effizientere Ressourcenallokation begünstigt, die Planungssicherheit für Unternehmen erhöht, Wachstumspotentiale freigesetzt. Vor allem aber würde eine abnehmende Bereitschaft, Defizite dauerhaft zu finanzieren, Anpassungen der Staatsausgaben erzwingen, dem Staat so Ressourcen entziehen und diese für produktivere Verwendungen verfügbar machen. Die öffentlichen Finanzen hätten bessere Ausgangsbedingungen für eine Gesundung, ein weiteres Anwachsen der fortgeschrittenen Staatsschulden und Staatshaushalte würde eingedämmt.

Aktuell ist in Europa zu beobachten, wie die defizitfinanzierte Militarisierung genau jene Effekte begünstigt. Das Militär und die Rüstungsausgaben entziehen der Privatwirtschaft Ressourcen, noch mehr Sektoren geraten unter Staatskontrolle, sind ineffizienteren Allokationsprozessen und Investitionsentscheidungen ausgesetzt. Die konsumtiven Staatsausgaben bewirken „Crowding-out“ Effekte, jedoch kaum reale Belebung der Wirtschaftsaktivität.

Deutsche Dauerstagnation

Die hartnäckige Wachstumsschwäche in weiten Teilen Europas und speziell in Deutschland wird sich daher nicht mit „Investitionsprogrammen“ und „Sondervermögen“ beheben lassen. Für den Haushalt 2027 sind in Deutschland knapp 140 Mrd. Euro an Militärausgaben vorgesehen, das entspricht sattem 25% (!) des Haushalts. Ein noch höherer Ausgabeposten entfällt auf die Sozialausgaben.

Die [Studie](#) des Kiel Instituts für Weltwirtschaft „Guns and Butter: The Fiscal Consequences of Rearmament and War“ kommt in einer Betrachtung von 114 Phasen militärischer Hochrüstung über einen Zeitraum von 152 Jahren (1870–2022) indes zu dem Ergebnis, dass Phasen der Aufrüstung praktisch nie zu Lasten der Sozialausgaben gehen, Staaten also den Ansatz „Kanonen und Butter“ (nicht „Kanonen statt Butter“) wählen. Wenig überraschend ist die Folge daraus aber eine strukturell höhere Staatsverschuldung und strukturell höhere Steuerlasten. In Kriegszeiten wird die Aufrüstung primär durch höhere Neuverschuldung finanziert, in Friedenszeiten aus einer Kombination höherer Steuern und Schulden. Ausgabenkürzungen in anderen Bereichen finden faktisch nie statt. Die höheren Steuerlasten sind „sticky“. Einmal installierte Steuererhöhungen bleiben auch Jahre und Jahrzehnte nach der eigentlichen Aufrüstung verankert und liegen danach dauerhaft um 20 bis 30% höher. Sie belasten damit fortan das Wachstumspotential einer Volkswirtschaft.

Die bisweilen kolportierte Hoffnung, dass aus den Rüstungsprogrammen in Deutschland und Europa nennenswert positive konjunkturelle Impulse resultieren können, scheint daher auch wenig belastbar. Selbst wenn sich ein kurzes Strohfeuer entfachen sollte, sind solche konsumtiven Impulse teuer erkaufte, weil eben strukturell negative Effekte höherer Steuern und Schulden sie überlagern.

Auch der in Teilen der öffentlichen Wahrnehmung aufkommende Optimismus hinsichtlich der jüngst in Deutschland vorgelegten „Reform“-Programme scheint überwiegend in Wunschdenken geankert. Die Reparaturmaßnahmen an den überforderten Sozialsystemen, wie auch die steuerlichen Maßnahmen führen teilweise zu Höherbelastungen der Leistungsträger, ohne die zahlreichen strukturellen Defizite zu adressieren, die ursächlich für Wachstumsschwäche und Dauerstagnation sind und die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts beeinträchtigen, so u.a.:

- Steuer- und Abgabenlast
- Energiekosten
- Bürokratie und Regulierung
- Infrastrukturdefizite (zunehmend auch im Bildungsbereich)
- Wachstumshemmende Auflagen und Investitionshemmnisse
- Hohe Arbeitskosten und stark steigende Lohnstückkosten

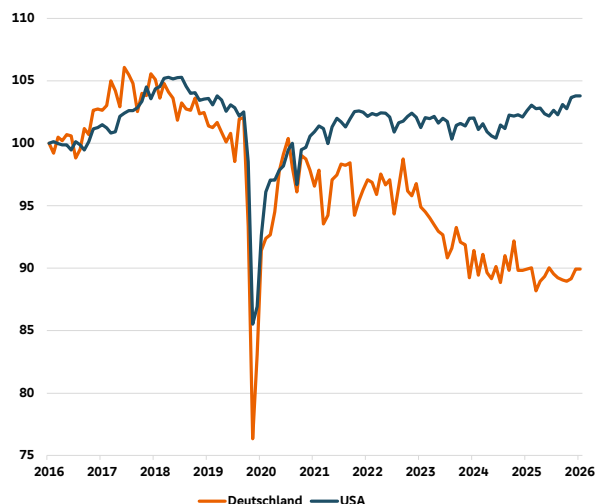
Gerade die hohen Lohnkosten und Lohnnebenkosten sind ein massiver Bremsklotz für die deutsche Wirtschaft, bei dem Handlungsbedarf bestünde. Die zuletzt verkündeten Gesetzesinitiativen machen den Faktor Arbeit aber noch teurer.

Die abnehmende Konkurrenzfähigkeit im produzierenden Gewerbe brachte BDI-Präsident Peter Leibinger jüngst auf den Punkt: „Wir sind oft nicht mehr so viel besser, wie wir teurer sind.“ In seinem [Vortrag](#) beim Tag der Industrie im Juni 2026 benannte damit ein großer deutscher Industrieverband erstmalig in dieser Deutlichkeit den wirtschaftlichen Niedergang, die tiefe Strukturkrise, das Risiko der Deindustrialisierung und die Notwendigkeit tiefgreifender Reformen.

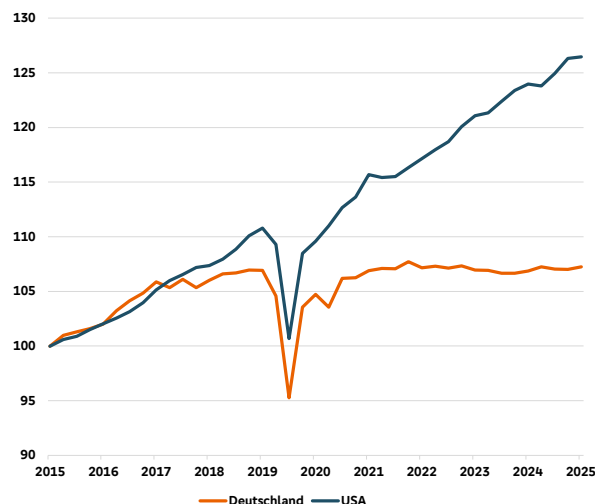
Dieser Appel kommt sehr spät, sind doch die Probleme seit Jahren bekannt und ist das industrielle Geschäftsmodell schon lange einer strukturellen Beschädigung durch teils vorsätzliche Vorgaben und Policy-Entscheidungen ausgesetzt.

Verliert Deutschland den Anschluss?

Industrieproduktion (2016=100)



Bruttoinlandsprodukt (real; 2015=100)



Quelle: Bloomberg (beide Grafiken); Zeitraum: 30.06.2016-30.06.2026 (links), 31.12.2015-31.12.2025 (rechts)

Die Wachstumsücke, die sich zu leistungsbereiteren und leistungsfähigeren Standorten auftut und immer weiter vergrößert, ist Folge der mangelhaften Strukturfaktoren. Aktuell vergeht in Deutschland kaum eine Woche ohne Schreckensmeldungen über Werkschließungen, Insolvenzen, Abwanderungen, Arbeitsplatzabbau; sind prekäre Daten zu Geschäftsklima, Exporten, Auftragseingängen, Beschäftigung und Produktion an der Tagesordnung. Hohes Wachstum bleibt weiterhin nur bei Staatsausgaben und staatlicher Beschäftigung zu verzeichnen. Zeitgleich schreitet der Verlust von Industriearbeitsplätzen und das Ausbluten der industriellen Basis in Chemie- und Elektroindustrie, im Maschinenbau, in der Automobilindustrie ungebremsst voran. Marktanteile übernehmen dabei oft Anbieter aus China und den USA. Ein nötiger Kurswechsel bedarf der Erkenntnis, dass die Krise in Deutschland nicht zyklisch, sondern struktureller Natur ist. Dieses Anerkennen der Realitäten ist Vorbedingung, dass ein gesellschaftlicher Konsens für ein tiefgreifendes Reformprogramm erfolgen kann; zu dem auch, wie von Peter Leibinger gefordert, gehört, sich in der Energiepolitik von „Träumen zu verabschieden“. Die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit setzt zudem einen zukunftsfähigeren Ausgleich zwischen Anspruchs- und Leistungsgesellschaft voraus.

Investmentimplikationen: Unverändert gilt, dass Unternehmen, deren Geschäftsmodelle zu hohen Anteilen den widrigen Standort- und Wettbewerbsbedingungen in Deutschland ausgesetzt sind, berechnete Bewertungsabschläge erdulden müssen. Viele Unternehmen zeigen noch immer eine erstaunliche Anpassungsfähigkeit und erzielen respektable Ergebnisse. Andere erleiden inzwischen wohl irreversible Schäden. In der Wertpapierselektion gilt es noch stärker, auf die nötige Differenzierung zwischen resilienten und strukturell beschädigten Geschäftsmodellen zu achten. Gesamthaft ist zu beobachten, dass europäische Aktienmärkte im Vergleich zu ihrer eigenen Historie aktuell nicht günstig sind. Die Risikoprämien reflektieren daher in vielen Fällen nicht die schlechten Bedingungen, unter denen europäische und speziell deutsche Unternehmen leiden. Die Wettbewerbsfähigkeit könnte sich weiter verschlechtern, wenn politisch weiterhin keine Bereitschaft zu wirksamen Reformprogrammen entsteht.

Gleichzeitig notiert Mitte Juli die reale Rendite inflationsindexierter Bundesanleihen (mit Laufzeit 2046) bei 1,40%. Das entspricht dem höchsten Stand der letzten 10 Jahre. Es überrascht, dass sich in einer Region mit absehbar niedrigem oder stagnierendem Wachstum vergleichsweise hohe Realzinsen etablieren. Realzinsen sind primär Funktion mittelfristiger Inflationserwartungen und des realen Wachstumspotentials eines Währungsraums, u.a. diskutiert die IWF-[Untersuchung](#) („What Is Driving the Rise in Advanced Economy Bond Yields?“) aus dem Jahr 2021 diesen etablierten Zusammenhang. Daher sind die aktuell erzielbaren Realrenditen im Euroraum als durchaus attraktiv zu werten. Eine sichere Realrendite von 1,4% (anders als bei Nominalanleihen erhält der Anleger die bis zur Endfälligkeit auflaufende Inflation zusätzlich vergütet) zahlt direkt auf die Möglichkeit des realen Kapitalerhalts ein. Wenige andere Instrumente des liquiden Anlagespektrums bieten derzeit vergleichbar ansprechende reale Rendite-Risiko-Profile.

Der Realzins ist Dreh- und Angelpunkt der Ertragslandschaft

Wir hatten in vergangenen Berichten wiederholt gezeigt (u.a. [hier](#) und [hier](#)), wie schwierig es ist, Kapital über lange Zeiträume in Substanz und Kaufkraft zu erhalten. Der reale Kapitalerhalt ist kein „Trostpreis“, sondern vielmehr ganzheitliche Philosophie in der treuhänderischen Verwaltung eines Vermögens und ambitionierter Anspruch in Anbetracht all der Widrigkeiten, die auf ein Portfolio in seiner Bewirtschaftung wirken können.

Der reale Kapitalerhalt hat viele Feinde

Politische Risiken und staatliche Willkür

- Eingriffe in Eigentumsrechte
 - Überbordende Regulierung
 - Aufweichung Vertragsfreiheit
 - Preiskontrollen
- Steuern
 - Quellensteuern
 - Finanztransaktionssteuern
 - Grundsteuern
 - Kapitalertragssteuer
- Offene und verdeckte Enteignungen
 - Besitzverbote
 - Verfügungsverbote
 - Schuldenschnitte
 - Währungsreformen
 - Zwangsabgaben (z.B. Immobilien)
- Erosion der Rechtsstaatlichkeit, der institutionellen Qualität sowie marktwirtschaftlicher Freiheit

Finanzielle Repression

- Strukturelle Verankerung des Zinsniveaus unterhalb der Inflation
- Senkung aller Risikoprämien unter ihr natürliches, markträumendes Niveau
- Nicht-unabhängige Zentralbanken



Inflationäres Papiergeld

- Strukturelle politischer Inflationsanreiz
- Unbegrenzte Geldmengenausweitung
- Monetäre Staatsfinanzierung in Folge ausufernder Staatsdefizite
- Kaufkraftverwässerung der Währung
- Unterbindung natürlicher Konjunkturzyklen

Wertvernichtende Anlagen

- Dauerhafter Kapitalverlust durch Zahlungsausfälle (Anleihen) oder Kursverlusten bei strukturell beschädigten Geschäftsmodellen (Aktien)
- Gegen Anlegerinteressen gerichtete Geschäftspraktiken, Verfolgung nicht-finanzieller Interessen, schlechte Corporate Governance
- Gegen Anleger gerichtete Informationsasymmetrien
- Betrug

Fehler und Kosten in der Vermögensbewirtschaftung

- Gebühren und Transaktionskosten
 - Geld-Brief Spannen
 - Börsencourtage
 - Portfoliounschlag
 - Verwaltungskosten
- Fehlerquellen im aktiven Management
 - Ungünstige Allokations-, Timing- und Selektionsentscheidungen
 - Keine hinreichende quantitative Basis der Analyseergebnisse
 - Psychologische Fallstricke
 - Über- oder Underdiversifizierung



Der langfristige Anlageerfolg hängt kaum überraschend von den Bedingungen während der Anlageperiode und besonders von den Ausgangsbedingungen zu Beginn einer getätigten Investition ab.

Für Aktieninvestments besteht der robusteste Zusammenhang zwischen dem Bewertungsniveau zum Ausgangszeitpunkt einer Anlage und den nachfolgenden Erträgen („Die Bewertungen von heute sind die Gesamtertragsmöglichkeiten von morgen“ – diese Kausalität ist statistisch hochgradig signifikant für Zeiträume von acht bis zwölf Jahren nach Investitionszeitpunkt).

Noch simpler ist die Rechnung für Festzinsinvestoren: Hohe Ausgangsrenditen führen – ceteris paribus, ohne Ausfälle oder gravierende Zinsbewegungen – zu höheren Erträgen aus der Investition als niedrige Ausgangsrenditen. Gleichermaßen die Logik bei Hochzinsanleihen (ebenfalls c.p.) – höhere Risikoaufschläge zum Investitionszeitpunkt lassen höhere Folgerträge erwarten als enge Spreads.

Für alle Vermögenswerte und in besonderer Weise für ein Multi-Asset Portfolio bzw. die Gesamtvermögensbetrachtung greift eine weitere Gesetzmäßigkeit: Es besteht ein klarer kausaler Zusammenhang zwischen Realzins und nachfolgenden realen Ertragsmöglichkeiten.

Portfolioerträge in Abhängigkeit des Realzinsumfelds

Realzinsniveau und nachfolgende Renditen eines Mischportfolios (50% Aktien + 50% Renten)



Hinweis: Datengrundlage Realzins: Reale 2-jährige Rendite auf Basis des Gesamt-VPI US; Rendite Mischportfolio: Für US-Renten der Bloomberg US Agg Index, für US-Aktien der S&P 500
Quelle: Bloomberg; Zeitraum: Dezember 1976 – Juni 2026

Hohe und positive Realzinsen zum Ausgangszeitpunkt einer Investition ermöglichen nachfolgend überdurchschnittliche reale Gesamterträge in einem Mischportfolio. Umgekehrt gehen niedrige oder gar negative Realzinsen im Regelfall mit nachfolgend enttäuschenden realen Wertentwicklungen einher. Besonders gut illustriert ist diese Direktionalität anhand der schwierigen Startbedingungen, die etwa Investitionen innerhalb der Eurozone hatten, welche in der Phase zwischen 2018 und 2021 getätigt werden mussten, also unter dem Einfluss deutlich negativer Realzinsen. Was folgte, waren (in Betrachtung rollierender Erträge über einen vollständigen Kapitalmarktzyklus von fünf bis sieben Jahren hinweg) die „7 mageren Jahre“.

Auswirkungen der Niedrigzinsphase wirken noch nach

Realzinsniveau und nachfolgende reale Erträge eines Mischportfolios (40% Aktien + 40% Renten + 10% Immobilien + 10% Liquidität)

Ausgangsjahr	Realzins zu Jahresbeginn	Realer Portfolioertrag 1J	Realer Portfolioertrag 3J (p.a.)	Realer Portfolioertrag 5J (p.a.)
2010	-1,6%	10,4%	7,4%	9,4%
2011	-0,9%	2,2%	7,4%	6,9%
2012	-2,7%	8,3%	10,5%	7,6%
2013	-1,5%	10,8%	7,3%	7,9%
2014	-1,1%	10,1%	5,0%	4,3%
2015	-0,1%	0,5%	4,8%	5,7%
2016	0,3%	4,1%	3,2%	7,8%
2017	-0,9%	9,2%	7,5%	9,3%
2018	-0,2%	-3,7%	7,3%	1,2%
2019	0,6%	16,9%	12,9%	5,3%
2020	-0,7%	8,8%	-2,7%	3,5%
2021	-1,2%	8,4%	-1,9%	3,4%
2022	-6,3%	-21,4%	-1,5%	-
2023	-2,0%	11,1%	10,4%	-
2024	0,9%	8,6%	-	-
2025	1,4%	8,1%	-	-

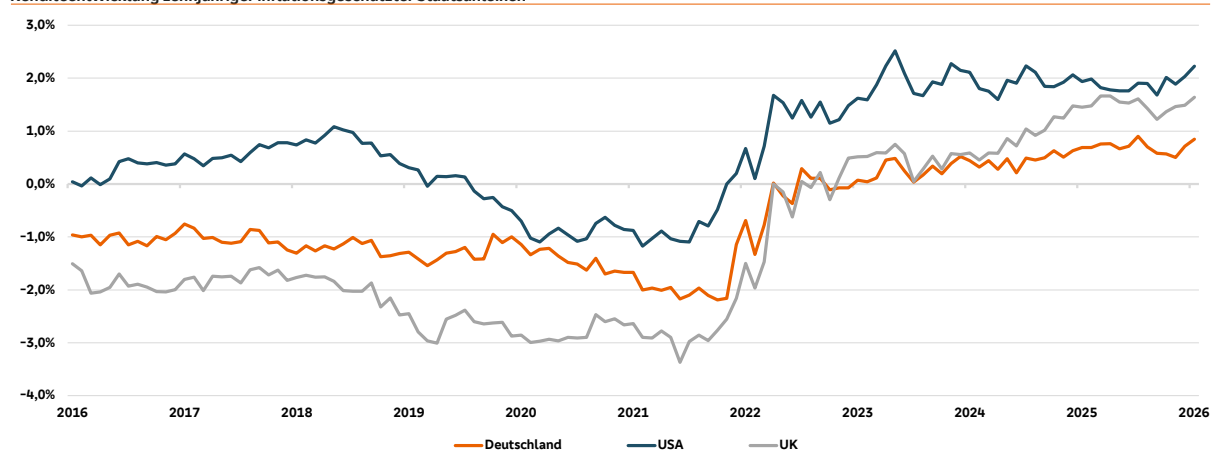
Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Datengrundlage Realzins: Reale 2-jährige Rendite auf Basis des Gesamt-VPI US; Rendite Mischportfolio: Für Aktien der S&P 500, für Renten der Bloomberg US Agg Index, für Immobilien der S&P 500 Equity REIT Index und für Liquidität der Bloomberg US Treasury Bill 1-3 Months Index; Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 31.12.2009 – 31.12.2025

Deutlich negative Realzinsen würden sich in freien Märkten aufgrund der Logik der Zeitpräferenz und Zeitwert des Geldes von allein normalerweise nicht herausbilden. Sie würden nur dann entstehen, wenn die Markteingriffe der Notenbanken Zinsen und Realrenditen künstlich in diesen Bereich drücken. Weil relative Opportunitäten zwischen den Anlageklassen bestehen und weil sich alle Vermögenswerte in ihrer relativen Bewertung und Bepreisung vom risikofreien Zins ableiten, geht mit sehr niedrigen Realzinsen auch eine Kompression der Risikoprämien (Risikoaufschläge bei Anleihen, Aktiengewinnrendite bei Aktien, Cap Rates bei Immobilien) einher.

Eine wichtige Unterscheidung besteht zwischen *Niveau* und *Richtung* der Realzinsbewegungen. Die auch durch die Geldpolitik bedingte Abwärtstendenz der Realrenditen („QE“ kann als „softe“ Form der Zinskurvenkontrolle gesehen werden) wirkt, während sie im Gange ist, durchaus positiv auf Vermögenswerte, weil der *Prozess* der Risikoprämienminderung stimulierend auf die Vermögenspreise wirkt (Immobilien-, Aktien-, Nominalwertpreise steigen zunächst, wenn der Diskontierungsfaktor sinkt und zeitgleich auch die Opportunität der risikofreien Anlage unattraktiver wird). Umgekehrt stehen Wertpapierkurse unter Druck, *während* Realzinsen ansteigen, beschleunigt durch den Anstieg der Cross-Asset Korrelationen untereinander. Gerade die Aktien-Anleihen-Korrelation nimmt während Realzinsanstiegen zu. Das Jahr 2022 belegt exemplarisch, wie schädlich der *Prozess* des Realzinsanstiegs für ein Multi-Asset-Portfolio ist. Mit Zeitverzug wirkt dieser Effekt bis heute in illiquiden Anlageklassen nach. Die schweren Verwerfungen, die über die letzten Monate in Segmenten wie Immobilien, Infrastruktur, in Energieprojekten, bei Private Equity und Private Debt sichtbar werden, sind u.a. auch eine Folge der höheren Realzinsen. Viele der auf dem zyklischen Hoch der Risikofreude des Jahres 2021 getätigten Investitionen in diesen Bereichen hätten überhaupt nur unter dauerhaft niedrigen Zinsen funktionieren können. Grundsätzlich – als Konstante der Finanzmarktgeschichte, u.a. nachzulesen in Edward Chancellors „[The Price of Time](#)“ – führen zu niedrige Zinsen stets zu spekulativen Fehl- und Überinvestitionen in risikoreichen Segmenten, die sich später oft als wenig werthaltig erweisen.

Deutlicher Anstieg der langfristigen Realrenditen

Renditeentwicklung zehnjähriger inflationsgeschützter Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 10 Jahre; Stand: 30.06.2026

Ist das „reinigende Gewitter“ des Realzinsanstiegs aber vorübergezogen, und haben sich die Realzinsen auf einem höheren Gleichgewichtsniveau etabliert, sind die Bedingungen für Kapitalmarktanlagen in einem Multi-Asset Portfolio wieder konstruktiver. Die bis 2022 vorherrschenden Realzinsen waren unnatürlich (weil nicht Folge freier Marktpreisbildung, sondern Folge der Markteingriffe der Notenbanken) und ungesund. Der anschließende Normalisierungsprozess war schmerzhaft, aber notwendig. Er scheint nun abgeschlossen und der reale Ausgangszins wieder auf einem Niveau verankert, welches historisch mit chancenreicheren nachfolgenden Ertragsszenarien korrespondierte.

Investmentimplikationen: Die Absenkung der Realzinsen nach der Finanz- und Eurokrise ging einher mit einer gesamthaften Prämienkompression über das gesamte Investmentspektrum hinweg. Die Vermögenspreise stiegen an. Der umgekehrte Effekt lastete ab 2022 auf vielen Vermögenspreisen. Heute befinden sich die Realzinsen auf einem im historischen Vergleich erhöhten Niveau. Damit ist von einer insgesamt angemessenen bis guten Risikokompensation auszugehen. Gleichzeitig sind aber die Bewertungen bei Aktien und Kreditrisiken strapaziert. Die Aktienmärkte werden derzeit zwar von einer teils beeindruckenden Gewinndynamik gestützt. Dennoch signalisieren nahezu alle Bewertungsmaßstäbe, dass in den kommenden Jahren ausgehend von den vorherrschenden Aktienrisikoprämien nur unterdurchschnittliche Gesamterträge möglich sein werden.

Eindeutig ansprechend sind die Realrenditen, die aktuell über inflationsindexierte Anleihen vereinnahmt werden können, sowohl im Euro- wie auch im US-Dollar-Raum. Realzinsanleihen gilt relativ betrachtet eine klare Präferenz gegenüber nominalen Anleihen, sie qualifizieren sich aber auch in absoluter Betrachtung aktuell als attraktiver Portfoliobaustein.

Aber selbst Nominalanleihen eröffneten im 2. Quartal 2026 einige Opportunitätsfenster. Wir haben die Zinsanhebungserwartungen der Märkte aus dem Ölpreisanstieg im Kontext der Irankrise als überzogen bewertet. (Wie im letzten [Quartalsbericht](#) gezeigt, führen Energiepreisanstiege an sich zu keiner Erhöhung der Gesamtnachfrage und mithin nicht zu strukturell höheren Preisen. Diese entstehen nur durch mehr Geldangebot. Höhere Benzin -und Dieselpreise führen zu Nachfrageverringern nach anderen Waren und Dienstleistungen, das gesamtwirtschaftliche Preisniveau bleibt aber stabil.) Deshalb erschienen uns die bis zu drei erwarteten Zinsanhebungen der EZB und die daraus resultierenden Zinssprünge in kurzen Laufzeiten überzogen. Wir haben diese Zinsaufwärtsbewegung für umfängliche Zukäufe in kurzlaufenden Bundesanleihen genutzt. Die aufgebauten Positionen bieten uns „trockenes Pulver“ und Liquidität, die wir einsetzen können, wenn sich in anderen Anlageklassen Kaufgelegenheiten bieten. Entstehen bis Endfälligkeit dieser Positionen keine entsprechenden Gelegenheiten, ist diese Parkposition dennoch gut bezahlt.

Die realen Ertragsaussichten eines Mischportfolios sind aktuell auf oder etwas oberhalb des langjährigen Mittels zu sehen. Die erwartbare Risikokompensation ist damit auskömmlich, der reale Kapitalerhalt einfacher zu bewerkstelligen als in den Jahren vor 2022. Weiterhin ist es aber ratsam, traditionelle Risikoprämien (Aktien, Zinsen) mit von makroökonomischen Risiken unabhängigeren Prämien (wie CAT Bonds) zu arrondieren und die Portfolieigenschaften mit marktneutralen Instrumenten zu stärken (z.B. Absolute Return Strategien).

Wie in vergangenen Berichten diskutiert, unterzeichnet die Konsumentenpreis-inflation die ökonomischen Kaufkraftverluste, denen ein Vermögen ausgesetzt ist. Um der über die Verbraucherpreissteigerungen hinauswirkenden Geldentwertung zu entgegen, ist unverändert auch kaufkraftstabiles Geld als Portfoliopfeiler notwendig. Gold ist, auch nach den jüngsten kräftigeren Korrekturen, unverändert das Anlageinstrument, welches dieser Rolle am besten gerecht werden kann.

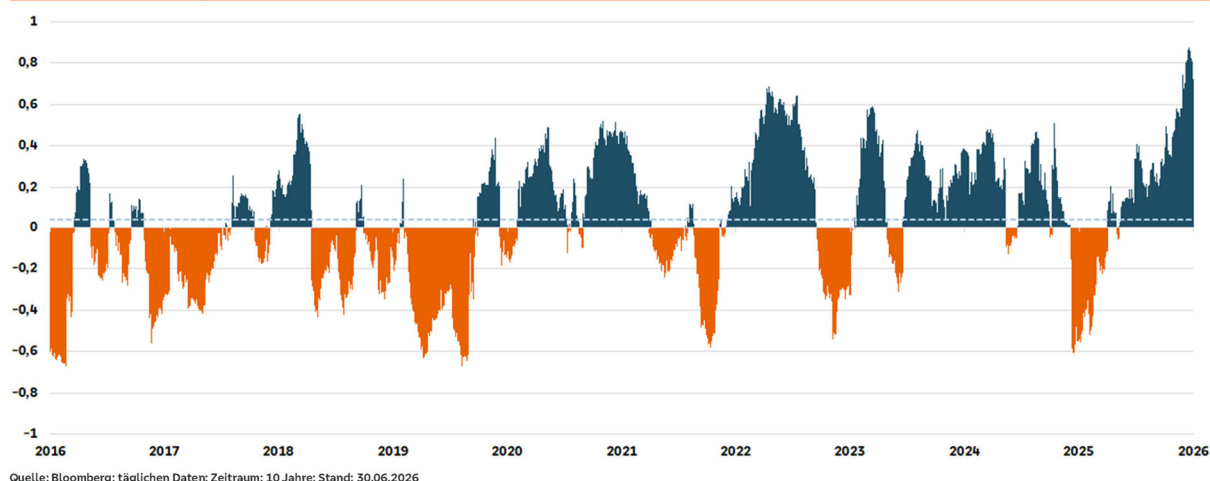
Ausgehend vom Hoch im Januar 2026 bei 5.594,70 US-Dollar je Feinunze hat der Goldpreis bis Quartalsende knapp 28% verloren. Je nach Portfoliogewichtung können solche Korrekturphasen durchaus spürbar sein. Die langfristigen Portfolieigenschaften des Edelmetalls stehen damit aber nicht grundsätzlich in Frage. Wie in jedem Jahr bietet der „[In Gold We Trust](#)“-Report unseres geschätzten Kollegen Ronald-Peter Stöferle auch in seiner 20-jährigen Jubiläumsausgabe eine Fülle von überzeugenden Hintergründen und Darstellungen zum Gold und insbesondere zu dessen möglicher remonetisierter Rolle innerhalb der globalen Finanzarchitektur.

Die Auswertungen des Reports zeigen aber auch, dass Gold über die letzten Jahre seine Kaufkraft gegenüber anekdotischen Gütern steigern konnte. Im Verhältnis zur Maß „Wiesnbier“ auf dem

Oktoberfest, zu Skipässen oder zum iPhone gewann das Metall an Wert. Eine vergleichbare Beobachtung gilt gegenüber Immobilien und anderen Sachanlagen. Diese Entwicklung kann als Indiz beginnender Überbewertung aufgefasst werden, denn Aufgabe von Gold als neutraler Wertspeicher ist es „lediglich“, Kaufkraft zu erhalten, nicht deutlich auszuweiten.

Zuletzt war – abweichend vom historischen Mittel – ein stark positiver Zusammenhang zwischen Gold und Aktien zu verzeichnen

Korrelation zwischen Goldpreis und S&P 500



Im abgelaufenen Quartal haben ein starker Dollar, höhere Kurzfristzinsen und anhaltende physische Verkäufe einzelner Notenbanken und Finanzmarktakteure den Goldpreis simultan belastet. Auffällig war zuletzt auch die deutlich gestiegene Korrelation gegenüber Aktien. Gold verhielt sich damit atypisch wie ein Risikoasset. In solchen Phasen reduziert sich der Portfolionutzen des Edelmetalls innerhalb eines Multi-Asset Portfolios.

„Unser Geldsystem ist pure Fiktion und ich empfehle den Bürgern, einen Teil ihrer fiktionalen Ersparnisse zu schützen und in Gold und Silber anzulegen.“

Jürgen Stark, ehemaliges Mitglied im Direktorium der EZB

Langfristig ist aber nicht davon auszugehen, dass Gold seine Portfolioeigenschaften strukturell ändert und sich von seinem traditionellen Korrelationsverhalten entfernt. Als monetärer Wert, der nicht beliebig vermehrbar ist und kein Gegenpartearisiko aufweist, bleibt Gold weitgehend ohne Konkurrenz.

Gleichwohl bleibt für Goldanleger das Risiko zu beachten, dass das Metall wieder stärker in seinen vormals typischen Gleichlauf mit Realzinsen zurückfindet, der über die letzten Jahre weitgehend außer Kraft war, vermutlich überlagert durch den hohen physischen Nachfragedruck der Notenbankkäufe.

BKC Treuhand Portfolio – Performance und Positionierung

Das BKC Treuhand Portfolio erzielte im 2. Quartal 2026 eine Performance von 0,99%. Aktien- und Rentenportfolio trugen dabei positiv zur Wertentwicklung bei, Alternative Anlagen haben belastet. Besonders positiv verlief das Quartal für das Rentensegment (Beitrag von +1,29%): Hier steuerten inflationsgeschützte Anleihen überdurchschnittlich bei, besonders aber profitierte das Segment von einer Outperformance unserer Emerging Markets Positionen. Dieser Teilmarkt war zuletzt insgesamt unterstützt, doch speziell unsere Selektion in den Ländern Kolumbien, Südafrika und Ungarn erzielte zuletzt hohe Mehrerträge, teils über dynamisch rückläufige Spreads bei Hartwährungsanleihen, teils über Währungsaufwertungen und Zinsrückgänge bei Lokalwährungsanleihen.

Taktische Asset Allocation BKC Treuhand Portfolio (Stand: 30.06.2026)

Assetklasse	Neutrale Gewichtung	Aktuelles Gewicht
Renten	70,0%	57,6%
Aktien	15,0%	20,0%
Alternative Anlagen, Cash	15,0%	22,4%

Das Aktienportfolio trug mit +1,74% zum Quartalsergebnis bei. Stark waren dabei Technologiewerte wie ASML, aber auch eine Vielzahl von Finanz- und Industriewerten. Alternative Anlagen hatten einen negativen Beitrag von -1,85%, wobei diese Schwäche nahezu vollständig durch die Entwicklung bei Gold und Silber erklärt war.

Zum Ende des Quartals haben wir begonnen, die Goldposition wieder leicht aufzustocken (nachdem wir in den Vorquartalen Gewinnmitnahmen getätigt hatten). Nach teils überverkauften Niveaus scheinen mögliche kurzfristige Kursrisiken durch langfristig wertvolle Portfolioeigenschaften nun wieder besser vergütet zu sein. Im Segment der Alternativen Anlagen wurden zudem zwei marktneutrale Long-/Short Equity Strategien auf- bzw. ausgebaut. Im Rentenportfolio erfolgten Zukäufe in Schweizer Staatsanleihen und taktische Positionen in kurzlaufenden Bundesanleihen (um, wie beschrieben, die Zinsbewegung nach Ausbruch des Iran-Konflikts zu nutzen und um liquide Reserveinstrumente aufzubauen, die im Bedarfsfall Liquidität für den Zukauf in anderen Anlageklassen verfügbar machen, wenn sich entsprechende Gelegenheiten bieten).

Für Ihr fortgesetztes Vertrauen bedanken wir uns, wünschen Ihnen eine unbeschwernte Sommerzeit und freuen uns auf den Austausch und persönliche Begegnungen in der zweiten Jahreshälfte.

Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter Pax-BKC Asset Management
Fonds-Advisor BKC Treuhand Portfolio

Hinweis

Die hier geäußerten Ansichten spiegeln die Sichtweisen des Autors wider. Abweichungen zu den Sichtweisen der Pax-Bank für Kirche und Caritas sind möglich. Anlagespezifische Aussagen dieses Berichts beziehen sich auf das BKC Treuhand Portfolio und treffen nicht notwendigerweise in gleicher Weise auf andere Produkte der Pax-Bank für Kirche und Caritas zu

News zum Fonds

BKC Treuhand Portfolio: Weiter 5/5 Morningstars in der Gesamtbetrachtung



© 2026 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Informationen zum Nachhaltigkeitsansatz des Fonds

Die Einzeltitelauswahl im BKC Treuhand Portfolio wird auf der Grundlage eines ethisch-nachhaltigen Anlageuniversums getroffen.

Dazu nutzen wir klar definierte Ausschlusskriterien. Unternehmen oder Staaten, die gegen eines oder mehrere dieser Kriterien verstoßen, sind von unseren Investitionen ausgeschlossen.

Weitere Informationen zu den Anlagekriterien bei Unternehmen und Staaten finden Sie auf unserer Website: [Anlagekriterien – Pax-Bank für Kirche und Caritas eG](#)

Darüber hinaus verfügt die Pax-Bank für Kirche und Caritas eG über einen eigenen [Ethikkodex](#).

Alle Portfoliomanager, die im Fonds Anlageentscheidungen treffen, sind zudem dem [CFA Code of Ethics and Standards of Professional Conduct](#) verpflichtet.

Pax-BKC AM auf der TiAM Investment-Konferenz am Tegernsee

Wieder einmal ein voller Erfolg war die von TiAM Advisor Services organisierte zweitägige Investment-Konferenz am Tegernsee.

Großes Interesse weckte Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter Pax-BKC Asset Management, bei den anwesenden Investmentexperten und Fondsselektoren mit seinem Vortrag „*Resilienz und Rendite im Multi-Asset Portfolio*“.

Im Gedächtnis blieb dabei insbesondere der treffende bildliche Vergleich einer resilienten Multi-Asset Strategie mit einem gesunden Mischwald, der – anders als Monokulturen – widerstandsfähig gegenüber Stürmen, Schädlingsbefall oder anderen externen Schocks ist.

[Link zur Vortragspräsentation](#)

	Anteilklasse I	Anteilklasse T	Anteilklasse S	Neu: Anteilklasse R
Fondsbezeichnung	BKC Treuhand Portfolio			
Fondskategorie	Mischfonds defensiv, internationale Ausrichtung			
Benchmark	12-Monats-Euribor + 70 Basispunkte*			
Risikoklasse	mäßiges Risiko			
Ausgabeaufschlag	2,00%**			3,00%**
KVG	Universal-Investment-Gesellschaft mbH			
Verwahrstelle	DZ Bank AG			
Nachhaltigkeit	Dieser Fonds bewirbt ökologische und/oder soziale Merkmale im Sinne des Artikel 8 der Offenlegungs-Verordnung (Verordnung (EU) 2019/2088). Weiterführende Informationen können dem Abschnitt "Anlagegrundsätze und Anlagepolitik" des Verkaufsprospektes des Fonds entnommen werden.			
WKN / ISIN	A0YFQ9 / DE000A0YFQ92	A141VM / DE000A141VM3	A2H5XV / DE000A2H5XV	A41ABX / DE000A41ABX9
Auflegungsdatum	04.01.2010	21.03.2016	25.01.2018	01.09.2025
Ertragsverwendung	ausschüttend (Mitte Feb.)	thesaurierend	ausschüttend (Mitte Feb.)	thesaurierend
Erwerbs- beschränkungen	keine	keine	erwerbbar von steuerbegünstigten Anlegern im Sinne von § 5 Abs. 2 der Besonderen Anlagebedingungen***	keine
laufende Kosten	0,69%	0,69%	0,69%	1,30%
Vertriebszulassung	Deutschland/ Österreich	Deutschland	Deutschland	Deutschland

*Ab 21.01.2014; Benchmark vom 04.01.2010 bis 21.01.2014: 70% iBoxx EUR Overall TR; 15% DJ Sustainability World (EUR); 15% 1-Monats-Euribor; **Der Ausgabeaufschlag bzw. Verwaltungsvergütung bzw. die Beratervergütung sowie die Performance-Fee fließen ganz oder teilweise dem Fondsberater bzw. Vertriebspartnern zu. Nähere Informationen erhalten Sie bei Ihrem Fondsberater bzw. Vertriebspartner.; *** Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftigen Änderungen unterliegen.

Performance vergangene 12-Monats-Zeiträume (Quelle: Universal Investment; Anteilklasse I; Stand: 30.06.2026)

2025/2026	2024/2025	2023/2024	2022/2023	2021/2022
+10,8%	+6,6%	+9,4%	+2,0%	-8,1%

Hinweis: Die Ermittlung der Wertentwicklung erfolgt nach der BVI-Methode (ohne Berücksichtigung von Ausgabeaufschlägen). Bei einem Anlagebetrag von EUR 1.000,00 über eine Anlageperiode von fünf Jahren und einem Ausgabeaufschlag von 2 Prozent würde sich das Anlageergebnis im ersten Jahr um den Ausgabeaufschlag in Höhe von EUR 20,00 sowie um zusätzlich individuell anfallende Depotkosten vermindern. In den Folgejahren kann sich das Anlageergebnis zudem um individuell anfallende Depotkosten vermindern. Die Fondspersformance gemäß BVI-Methode ist die prozentuale Änderung des Anteilswertes zwischen Beginn und Ende des Berechnungszeitraums. Dabei wird von der Wiederanlage evtl. Ausschüttungen ausgegangen. Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Die Chancen im Einzelnen:

- Basisinvestment mit breiter Streuung in verschiedenen Anlageklassen
- Defensive Grundstruktur der Anlagen, die überwiegend Richtung und Wertentwicklung der europäischen Rentenmärkte nachvollziehen sollen
- Das aktive Management versucht einen Mehrertrag gegenüber einer passiven Anlage zu generieren
- Prinzipien der nachhaltigen Geldanlage werden im Managementprozess berücksichtigt
- Ertrag einer reinen Festgeldanlage soll über lange Zeiträume übertroffen werden

Die Risiken im Einzelnen:

- Fondsvermögen ist den allgemeinen Markt-, Kurs-, Bonitäts- und Währungsrisiken der im Bestand befindlichen Wertpapiere ausgesetzt
- Erhöhte Schwankungsbreite gegenüber reinen festverzinslichen Anlagen
- Negative Gesamtperformance auf kurze, mittlere und lange Zeiträume möglich. Es ist auch eine negative Wertentwicklung bis zum Totalverlust des eigenen Kapitals möglich

Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der Pax-Bank für Kirche und Caritas eG sorgfältig zusammengestellt, unterliegt ihrem Urheberrecht und ist ausschließlich zur aktuellen Information ihrer Kunden bestimmt. Jede darüber hinausgehende Nutzung oder Weitergabe bedarf unserer schriftlichen Genehmigung sowie der Beachtung der gültigen Rechtsvorschriften. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dies keine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren darstellt, noch es sich um eine Bewertung oder Analyse handelt. Die komprimierten Informationen entsprechen nicht zwangsläufig denen anderer Anbieter. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die Informationen sind datumsbezogen und nicht als Basis für eine Investitionsentscheidung geeignet. Diesbezüglich beraten wir Sie gern.

Wichtiger Hinweis zu Risiken von Anlageprodukten

Dieses Dokument ist eine Marketingmitteilung i.S.d. §63 Absatz 6 S.1 WpHG und dient ausschließlich Marketing- und Informationszwecken. Anlageentscheidungen sollten nur auf der Grundlage der aktuellen Verkaufsunterlagen (Wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt und -soweit veröffentlicht- des letzten Jahres- und Halbjahresbericht) des/der in der Marketingmitteilung beworbenen Fonds getroffen werden, die auch die allein maßgeblichen Vertragsbedingungen bzw. Anlagebedingungen enthalten. Das Sondervermögen weist aufgrund seiner Zusammensetzung und seiner Anlagepolitik ein nicht auszuschließendes Risiko erhöhter Volatilität auf, d.h. in kurzen Zeiträumen nach oben oder unten stark schwankender Anteilepreise. Verkaufsunterlagen (Verkaufsprospekte, das PRIIP-Basisinformationsblatt, Jahres- und Halbjahresberichte) werden ab dem Auflagedatum bei der Verwahrstelle (DZ Bank, Platz der Republik, 60325 Frankfurt am Main, Tel.: 069 7447 01), der Kapitalverwaltungsgesellschaft Universal-Investment-Gesellschaft mbH (Theodor-Heuss-Allee 70, 60486 Frankfurt am Main) und dem Vertriebspartner (Pax-Bank für Kirche und Caritas eG, Kamp 17, 33098 Paderborn, Tel.: 05251 121 0) in deutscher Sprache zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem im Internet unter <https://fondsfinder.universal-investment.com/de> erhältlich. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung, Beratung oder individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung wieder. Die in dem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Kapitalverwaltungsgesellschaft noch deren Kooperationspartner übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder dessen Inhaltes. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden.

Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte in deutscher Sprache finden Sie auf www.universal-investment.com/media/document/Anlegerrechte.

Zudem weisen wir darauf hin, dass die Universal-Investment-Gesellschaft mbH bei Fonds für die sie als Verwaltungsgesellschaft Vorkehrungen für den Vertrieb der Fondsanteile in EU-Mitgliedstaaten getroffen hat, beschließen kann, diese gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU, insbesondere also mit Abgabe eines Pauschalangebots zum Rückkauf oder zur Rücknahme sämtlicher entsprechender Anteile, die von Anlegern in dem entsprechenden Mitgliedstaat gehalten werden, aufzuheben.