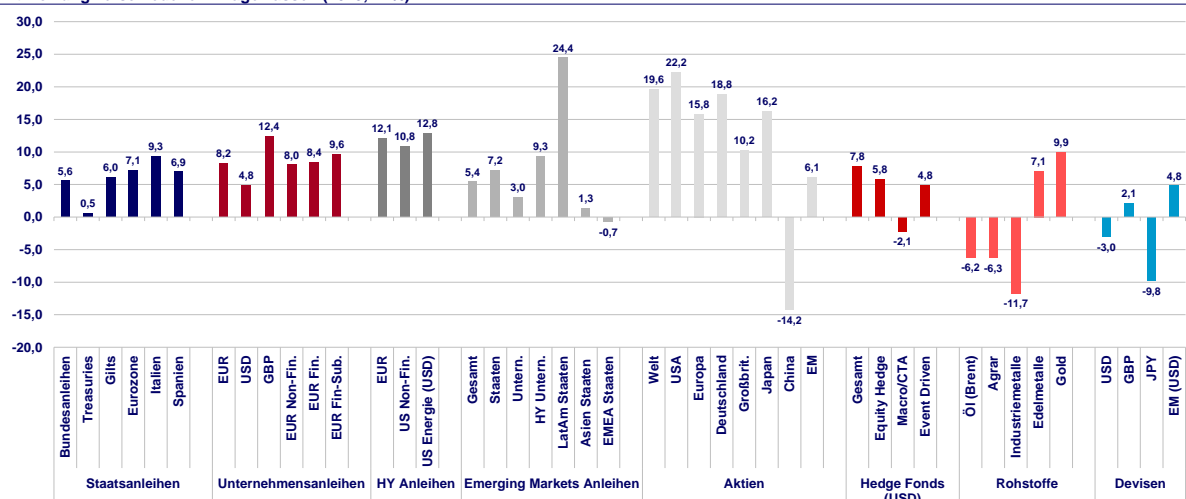


Der reale Kapitalerhalt und seine Feinde

Die Erwartungen an das Kapitalmarktjahr 2023 waren vor zwölf Monaten mehrheitlich gedämpft. Negative Konjunkturaussichten und ein ganzes Sortiment ungünstiger Risiken waren dem Anschein nach denkbar schlechte Voraussetzungen für ertragreiche Investitionen. Wie so oft, kam es aber anders. In nahezu allen Anlageklassen verbuchten Anleger 2023 üppige Zugewinne.

Marktüberblick: Entwicklung verschiedener Assetklassen in 2023

Entwicklung verschiedener Anlageklassen (2023, in %)



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Anleihen, Rohstoffe und Hedgefonds auf Basis Bloomberg Indizes; Aktien auf Basis MSCI Indizes; Angaben in %; Die historische Wertentwicklung wurde in Euro berechnet.
Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 31.12.2022 – 31.12.2023

Im Kern haben zwei wesentliche Entwicklungen die positive Marktstimmung getragen: Über das Jahr hinweg hielt sich speziell die US-Wirtschaft sehr viel robuster als ihr zugetraut worden war. Die boomende Konjunktur in den Vereinigten Staaten stützte sich auf die noch immer nachwirkende Überschussliquidität der Corona-Pakete und auf die extremen Fiskaldefizite der Biden-Administration. Außerdem heizten im 4. Quartal 2023 Zinssenkungserwartungen in nahezu allen Anlageklassen eine wahrhaft fiebrige Rallye an.

Gegenteilig zur eher vorsichtigen Positionierung vor einem Jahr wähen sich viele Anleger zum Jahresbeginn 2024 nun in der besten aller Welten. Ihre Erwartungen sind mehrheitlich:

- Die großen Wirtschaftsräume vermeiden eine Rezession, es kommt zu einem „soft landing“
- Die Inflation ist eingedämmt und fällt weiter auf 2%
- Der Zinsanhebungszyklus der Notenbanken ist daher abgeschlossen und fallende Inflationsraten erlauben 2024 eine weitgehende geldpolitische Lockerung

- Die Gewinnsituation der Unternehmen bleibt komfortabel, steigende Gewinne verhelfen den Aktienmärkten 2024 zu weiteren Kursrekorden

In besonders euphorische Stimmung versetzten sich die Marktteilnehmer zuletzt durch ihre eigenen Zinserwartungen. Für das laufende Jahr sind starke Zinssenkungen der Notenbanken eingepreist, die, so das Kalkül, die Preise für Vermögenswerte befeuern werden. Aktuell (Mitte Januar 2024) erwarten die Märkte den Leitzins der US-Notenbank zum Jahresende bei nur noch 3,90% (aktuell 5,50%) und den Einlagenzins der EZB bei 2,50% (aktuell 4,00%). Tatsächlich hat Fed-Chef Powell im Dezember quasi vor diesen Markterwartungen kapituliert und sich in seinen Ausführungen den Zinshoffnungen nicht mehr entgegengestellt. Es scheint, der Markt habe den Notenbanken einmal mehr seinen Willen aufgezwungen.

Die hoffnungsfrohen Erwartungen der Anleger ignorieren aber drei wesentliche Faktoren:

- Das gesamthaft freundliche Kapitalmarktjahr 2023 wurde wesentlich erkaufte durch nicht wiederholbare (bzw. nur unter hohen Folgekosten und Nebenwirkungen wiederholbare) Maßnahmen, insbesondere durch das sehr weite US-Fiskaldefizit – die Märkte schreiben aber die konjunkturelle Ist-Situation ohne diese Überlegung nach vorne fort
- Die optimistischen Erwartungen sind in sich widersprüchlich: Die starken Zinssenkungserwartungen scheinen nur dann realistisch, wenn eine spürbare konjunkturelle Abkühlung mit rezessiven Elementen und merklichen Bremsspuren am Arbeitsmarkt eintritt. In einem solchen Szenario wäre aber nicht mit steigenden Unternehmensgewinnen zu rechnen. Nahezu alle Rezessionen der letzten 70 Jahre gingen auch mit teils schweren Gewinnrezessionen einher.
- Derzeit mehren sich die Signale für eine deutliche Abkühlung im Jahr 2024. Das Ausbleiben der 2023 allgemein hin erwarteten Rezession ist keine Garantie dafür, dass auch im laufenden Jahr weiterhin mit günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu rechnen ist.

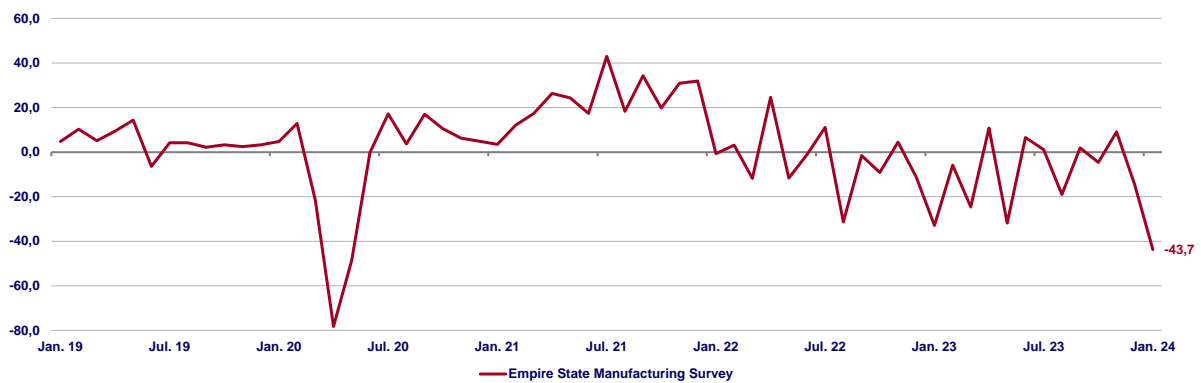
Eine ganze Reihe von ernstzunehmenden Warnsignalen stört das Bild der unbegrenzten Zuversicht:

- Konjunktursensible, frühzyklische Marktpreise tendieren zuletzt zu ausgeprägter Schwäche; u.a.
 - Rohöl
 - Kupfer („Dr. Copper“)
 - Kospi Index (südkoreanische Aktien als frühzyklischer Exportmarkt)
 - Australischer Dollar (als Maßstab für Rohstoffnachfrage und Risikofreude)
 - Die relative Stärke zyklischer Aktiensektoren (Finanzen, Technologie, Industrie) zu defensiven Sektoren (Konsum, Gesundheit, Versorger)
- Die für die Richtung der Wirtschaft stets informativen „Leading Indicators“ in den USA sind weiter im Rückgang, eine Bodenbildung ist nicht erkennbar
- Der ISM-Index und seine Teilkomponenten signalisieren eine bevorstehende Rezession
- Die anhaltende Inversion der Zinskurven war in der Vergangenheit immer ein treffsicherer Indikator für nachfolgende Rezessionen
- Der Empire State Index, wichtigster Frühindikator der New York Fed, verzeichnete mit jüngster Veröffentlichung einen starken Rückgang und liegt auf vergleichbarem Niveau wie zur globalen Finanzkrise und zur Corona-Krise

- Viele gleichlaufende realwirtschaftliche Datenpunkte in den USA bestätigen zunehmenden Stress bei Unternehmen und Konsumenten (Zahlungsverzug bei Konsumentenkrediten, Kreditkartennutzung, Kreditausfallraten, Insolvenzen, usw.)
- Die Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung in Europa und China bleiben desolat, beide Wirtschaftsräume fallen als konjunkturbelebende Regionen weiter aus

Geschäftsklima USA

Empire State Index



Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 5 Jahre; Stand: 15.01.2024

So spricht einiges dafür, dass die für 2023 weithin erwartete Rezession mit Zeitverzug im aktuellen Jahr eintreten könnte. Die Risiken für Konjunkturüberraschungen gegenüber den Konsenserwartungen liegen klar auf der Unterseite. Die Markterwartungen – gerade seitens der Aktienmärkte – sind in diesem Fall dann zu optimistisch. Für die unverändert hohen Gewinnerwartungen besteht im Verfehlungsfall keinerlei Sicherheitsmarge aus den vorherrschenden Bewertungen. Die Märkte sind teuer und insbesondere wirken die „Mag 7“ (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta Platforms, Tesla) nach ihrer spektakulären Outperformance des Jahres 2023 verwundbar. Gerade bei den hochkapitalisierten Technologieunternehmen ist schwer vorstellbar, wie von aktuellen Bewertungen aus ansprechende bzw. überhaupt positive Gesamterträge möglich sein können. Unser Branchenkollege Louis Gave formulierte kürzlich treffend im [Interview](#) mit der NZZ, die „Mag7“ seien „overloved, overowned, overvalued“, das genaue Gegenteil also eines Value-Investments.

Bewertungsniveaus deutlich über ihren historischen Mittelwerten

USA: Verhältnis von Gesammarktkapitalisierung zu Bruttowertschöpfung ("Buffett Indikator")



Quelle: Bloomberg; Federal Reserve of St. Louis; Zeitraum: 31.03.1947 – 31.12.2023

Viele Anleger haben aber inzwischen konzentrierte Positionen in genau diesen Aktien. Der Trend zum passiven, preisindifferenten Anlageverhalten verstärkt die einseitige Marktausrichtung und erhöht das Risiko für plötzliche, heftige Korrekturereignisse. Die Geschichte zeigt: Aktienmärkte können sich über recht lange Zeiträume hinweg von als realistisch anzunehmenden Bewertungsspannen entkoppeln. Die Geschichte zeigt aber auch: Früher oder später erfolgt eine Rückkehr zum Mittel, so wie es auch in Folge der Überbewertungsblasen der „Nifty Fifty“, im Falle japanischer Aktien in den 1980er Jahren oder im Beispiel der Technologieblase 1999 zu beobachten war.

Das geglättete, normalisierte Kurs-Gewinn-Verhältnis des US-Aktienmarktes auf Basis der Gewinne der letzten 10 Jahre („PE 10“) lag zum Jahresende 2023 bei 31,5. Dieser Wert repräsentiert in einer 1870 beginnenden [Zeitreihe](#) das 96. Perzentil der Ausprägungen. Nur in 4% der historischen Datenpunkte war der Aktienmarkt höher bewertet als heute. Die Preise von Vermögenswerten können zeitweise ansteigen, weil sich ihre Bewertungen ausweiten. Darin liegt aber kein nachhaltiger Effekt. Dauerhaft kann der Wert eines Vermögenswerts nicht stärker wachsen, als die von ihm produzierten Cashflows. Daher bedarf es eben schon einer realwirtschaftlichen Unterstützung, um für Aktien auf den aktuell herrschenden Ausgangsbewertungen positive Ertragsersparungen skizzieren zu können. Dabei gilt es zu bedenken, dass auch die Gewinnmargen der Unternehmen bereits am oberen Ende der historisch beobachteten Ausprägungen liegen.

Bewertungspositive Bestbedingungen, wie sie zwischen 1980 und 2021 vorherrschten, scheinen auch nicht wiederholbar. Der über diesen Zeitraum stark abwärts gerichtete Zinstrend erklärt in der Rückschau sicherlich einen hohen Anteil der Zugewinne in vielen Vermögenspreisen und in Bewertungsausweitungen. Hingegen mussten Anleger in der Zeit von 1968 bis 1980 unter steigenden Zinsen und hoher Inflation sehr viel Schwankung an den Aktienmärkten erdulden, ohne überhaupt eine Risikokompensation vereinnahmen zu können.

Oft ist das Argument zu hören, der Arbeitsmarkt in den USA sei noch immer robust und der Verbraucher damit fortgesetzt konsumfreudig. Zuletzt war dieser Zusammenhang auch weiterhin gegeben, die Einzelhandelsumsätze in den USA waren stabil. Vermutlich speiste sich aber ein hoher Anteil der privaten Konsumausgaben noch immer aus den Überschussersparnissen der Jahre 2020-21, die nun endgültig aufgebraucht sind. Der Arbeitsmarkt selbst ist ein stark nachlaufender Indikator, dem in der Vorschau eine nicht allzu hohe Bedeutung beigemessen werden sollte.

Zu Beginn des Jahres 2024 ist auch zu konstatieren, dass Anlegerstimmung und Anlegerpositionierung, gemessen an einer Reihe von Sentiment-, umfragebasierten und markttechnischen Indikatoren, von ausgeprägtem Optimismus gekennzeichnet sind. Einseitige, überoptimistische Ausrichtung und Zuversicht ließen in der Vergangenheit oft Raum für Enttäuschungen. Die bullische Grundstimmung der Anleger blendet dabei ebenso wie die ihr nachfolgende Risikobereitschaft zu stark die Risiken aus den zeitversetzt zu erwartenden Nachwirkungen der geldpolitischen Straffung aus. Gleichmaßen sind verbleibenden Inflationsrisiken, die zu (gegenüber den Erwartungen) weniger starken Zinssenkungen führen könnten und geopolitische Risiken aus den zahlreichen globalen Brandherden aktuell nicht hinreichend gepreist.

So scheint unserer Beobachtung nach die Verteilung möglicher Kapitalmarktszenarien zumindest auf die kurze Frist nicht sehr stark zugunsten risikofreudig positionierter Anleger geneigt zu sein. Doch wollen wir einräumen, dass die auf der Oberseite liegenden Überraschungen des Jahres 2023 durchaus auch eine Wiederholung und Fortsetzung finden könnten. Gerade im US-Wahljahr 2024 kann unterstellt werden, dass die amtierende Administration ein Interesse daran hat, im Rahmen der verbleibenden Möglichkeiten weiteren Konjunkturstimulus anzubieten. Die anhaltend konjunkturbelebende Wirkung des Inflation Reduction Acts sollte ebenfalls nicht unterschätzt werden.

Im besten Falle signalisiert die ungewöhnlich lange Zinskurveninversion, dass der Kurzfristzins zu hoch liegt und die Notenbanken tatsächlich großen Spielraum für Zinssenkungen haben, ohne dass diese Lockerung eine Reaktion auf einen scharfen konjunkturellen Abschwung sein muss. Auch an den Rentenmärkten bestehen sehr weitgehende Erwartungen für das Jahr 2024. Das gepreiste Ausmaß an Zinssenkungen lässt Raum für Enttäuschungen.

Es ist in Erinnerung zu rufen, dass kaum eine Prognose so systematisch falsch liegt, wie die Zinserwartungen von „Experten“. Bis vor 2 Jahren wurden die Zinssteigerungserwartungen der Volkswirte und Analysten durch die Realität wiederholt und anhaltend nach unten untertroffen. Seit etwa 2 Jahren verschätzen sich die Prognosen in die andere Richtung. Eine zuverlässige Gesetzmäßigkeit der Kapitalmärkte lautet: Wenn sich alle einig sind, passiert meistens etwas anderes. Die sehr ausgeprägte Konsenserwartung fallender Zinsen mahnt daher zur Vorsicht.

Sollte 2024 tatsächlich im Zeichen fortgesetzt positiver Konjunkturüberraschungen stehen, sind die Anleihemärkte verwundbar. Die globale Bondrallye ist im 4. Quartal 2023 sehr weit gelaufen, der Überbietungswettbewerb der Märkte hinsichtlich noch extremerer Zinssenkungserwartungen kannte kaum Grenzen. Viele Anleihesegmente hatten im November 2023 die beste Monatsperformance in mehr als 40 Jahren. Es erstaunt, dass die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen zum Jahresende 2023 gerade mal einen Basispunkt Differenz im Vergleich zum Stand per Jahresende 2022 aufweist. Zum Ultimo 2022 lag der Zinssatz bei 3,87%, 2023 bei 3,88% - nachdem Treasuries im Oktober 2023 noch um die 5%-Marke handelten. 10-jährige Bunds schlossen das Jahr 2023 gar deutlich niedriger. Ihre Rendite lag zum Jahresende bei 2,02% - im Vorjahr noch bei 2,57%. Gleichzeitig signalisieren auch an den Bondmärkten stark rückläufige Risikoaufschläge bei Unternehmens- und Hochzinsanleihen ungezügelter Konjunkturoptimismus.

Die verbalen Signale der Notenbanken bestätigen aber derzeit die Zinshoffnungen der Bondmärkte. Ungeachtet verbleibender Inflationsrisiken scheint in den Zentralbanken wenig Bereitschaft zu bestehen, über längere Zeit hinweg und auch präventiv straffe Finanzierungsbedingungen durchzuhalten. Die Geldpolitik kommt den Begehrlichkeiten der Märkte sehr früh entgegen, diese verlassen sich auf den weiterhin intakten „Fed Put“, der, so die Annahme, mit erheblichen Lockerungen greift, sollte es konjunkturell ungemütlich werden.

Für höhere Zinsen spricht auch der hohe Angebotsdruck bei US-Staatsanleihen. Der hohe Refinanzierungsbedarf für die Bedienung der nahezu absurden Fiskaldefizite trifft dabei auf strukturell geschwächte Nachfrage aus dem Ausland in Folge der Sanktionspolitik und der Abwendung früherer Käufer, etwa aus China und Saudi-Arabien. Die Grundausrichtung der US-Fiskalpolitik dürfte mit derzeit möglichen und wahrscheinlichen Ergebnissen der

Präsidentenwahl im November 2024 auch danach stark expansiv ausgerichtet bleiben bzw. könnte sogar noch extremer werden. Auch wenn die nun erhöhten Ausgangsrenditen von Anleihen vielfach einen komfortablen Sicherheitspuffer für den Fall wieder ansteigender Zinsen verschaffen, sollten Anleger das Risikoszenario steigender Zinsen nicht vollständig außer Acht lassen.

Eine robustere Konjunktur könnte auch die Verlangsamung des Inflationsdrucks bremsen. Aktuell deuten viele vorlaufende Preisdaten und insbesondere das schrumpfende Geldangebot auf fortgesetzt disinflationäre Entwicklungen hin. Die Echtzeitmessung des Datendienstes „Truflation“ bestätigt den geringen Teuerungsdruck.

„Truflation“ - Echtzeitmessung der US Inflation mit über 10 Mio. Datenpunkten

Inflationsmessung USA (jährliche Veränderung in %) nach Truflation Methodik



Quelle: www.truflation.com; Stand: 15.01.2024

Speziell die US-Inflationsraten unterliegen mit ihrer hohen Gewichtung der Wohnkosten und deren speziellen Messverfahren einer nahezu garantierten weiteren Abwärtsentwicklung für die kommenden Monate. Erfahrungsgemäß folgt die zur Messung herangezogene Kennzahl „Owner’s Equivalent Rent“ den Immobilienpreisen zuverlässig mit einem bestimmten Zeitverzug. Die deutlich gefallen Hauspreise sprechen daher für eine weitere Deflationierung der Wohnkosten. Dass die US-Inflation im aktuellen Jahr trotz anspruchsvollerer Basiseffekte im Zielband von 2% landen kann, scheint möglich.

In Europa und speziell in Deutschland drohen wohl eher keine Konjunkturüberraschungen auf der Oberseite. Die schwache Wirtschaftsentwicklung stützt dabei rückläufige Inflationsraten. In Deutschland lag die Inflation 2023 noch immer stark erhöht bei 5,9% nach 6,9% im Schnitt des Jahres 2022. Im neuen Jahr greifen in Deutschland eine Reihe teuerungstreibender, politisch verursachter Sondereffekte wie höhere Co2-Abgaben, höhere LKW-Maut, Plastikabgaben und höhere Bürokratiekosten durch Lieferkettengesetze. All diese Abgaben dürften indirekt ihren Weg in höhere Güterpreise finden. Auch die angespannte geopolitische Situation könnte sich als preistreibend erweisen. Gerade die nötigen Umwege für Schiffsfracht um das Kap der Guten Hoffnung in Folge der Nichtpassierbarkeit des Roten Meeres nach den Raketenbeschüssen aus dem Jemen verdoppeln vielfach die Frachtkosten für Waren. Umgekehrt zeigen auch in Deutschland vorlaufende Preisdaten aktuell noch stark deflationäre Tendenz. So lagen die Importpreise zuletzt bei -9,0% im Jahresvergleich, die Produzentenpreise gingen mit -7,9% zurück.

Die strukturelle Wirtschaftsschwäche in Deutschland und Europa, die in unseren vergangenen Kommentaren bereits hinreichend thematisiert wurde, spricht (wie auch vermutlich engere Fiskaldefizite) im direkten Vergleich zu den USA für künftig tendenziell niedrigere Inflationsraten. Anders als die realwirtschaftlichen Kapitalflüsse, die stark Dollar-positiv wirken (Stichwort Abwanderung der Industrie von Europa in die USA), könnte dieser Effekt den Euro-Wechselkurs stärken. Eine Umkehrbewegung oder zumindest Bereitschaft zur Prüfung der in Europa eingeschlagenen Irrwege ist weiter nicht in Sicht. Besonders alarmieren muss die Gleichgültigkeit, mit der inzwischen die miserablen Ergebnisse der kürzlich veröffentlichten Pisa-Studie hingenommen wird. Solange kein Wille erkennbar ist, die Voraussetzung wiederherzustellen, um auf die Erfolgsspur von Wachstum und Wohlstand zurückzukehren, bleiben Deutschland und Europa sichere Underperformer im internationalen Standortwettbewerb mit entsprechenden Folgen für die aus europäischen Vermögenswerten erzielbaren Risikoprämien. Speziell der fahrlässige Umgang mit dem einzigen „Rohstoff“ Bildung, die Toleranz gegenüber leistungsfeindlichen Einstellungen und Werten, die Vernachlässigung der Potentiale im Bereich Naturwissenschaften und Grundlagenforschung führt zu einem immer weiteren Abfall gegenüber Regionen (etwa in Asien), in denen Leistungsprinzip und Wettbewerb inzwischen einen kulturell höheren Stellenwert genießen.

Gekoppelt mit grundlegend falschen Richtungsentscheidungen in Energiepolitik und Schlüsselindustrien scheint ein weiterer Niedergang der deutschen Industrie kaum vermeidbar. Im Ergebnis werden in vielen Branchen bestenfalls einige Spezialisierungen erfolgreich überleben können. Die Entwicklung der italienischen Automobilindustrie dient als Anschauungsbeispiel für einen möglichen Fortgang des Industriezweigs in Deutschland. Italienische Automobilhersteller lieferten im Jahr 2000 noch 1,42 Mio. Fahrzeuge aus. 2023 waren es gerade noch 415.000 – davon ein beträchtlicher Anteil in Nischensegmenten. Die Zurückdrängung privatwirtschaftlicher Initiative und die Ausweitung von staatlichem Dirigismus vergiften – wenn sie lange genug auf ein Land einwirken können – schleichend die Erfolgsvoraussetzungen für Wachstum, Wohlstand und Freiheit. Kaum ein anderes Land wüsste von dieser Erfahrung besser zu zeugen als Argentinien. Einst eines der wohlhabendsten Länder der Welt, zerrütteten Jahrzehnte des Staatssozialismus den Kapitalstock und zerstörten die Leistungsfähigkeit der Wirtschaftsstrukturen. Die anekdotischen Ergebnisse der jahrzehntelang geduldeten Misswirtschaft erinnern vielfach an vergleichbare Berichte aus Griechenland zum Zeitpunkt der Überschuldungskrise im Jahr 2010. In Argentinien leben heute 5 Mio. Menschen von staatlicher Unterstützung, 2002 waren es gerade einmal 172.000. Die Inflationsrate liegt seit geraumer Zeit bei über 100%, zuletzt bei 211%. Die staatliche Bahngesellschaft bewirtschaftet laut Bloomberg 5.000 Kilometer Streckennetz (1945 waren es noch 46.000 km) mit mehr Mitarbeitern als die US-amerikanische Amtrak, die 36.000 Kilometer befährt. Im Ergebnis ist in Argentinien eine wahre Rosskur, an der sich der neugewählte Präsident Javier Milei versucht, nicht nur nötig sondern wohl die einzig verbleibende Option, um die Wirtschaft wieder auf Kurs zu bringen. Mit sehr weitreichenden Sparmaßnahmen (vor allem auch im Regierungsapparat selbst, Milei reiste zum Weltwirtschaftsforum nach [Davos](#) per Linienflug an und streicht die Zahl der Ministerien um die Hälfte zusammen) steht das Land vor einem interessanten Feldversuch, der zeigen wird, ob und wie schnell ein weitreichender liberaler Reformkurs die Schäden der Interventions- und Staatswirtschaftsjahrzehnte heilen kann und ob die zunächst unvermeidlichen Behandlungsschmerzen einer solchen Therapie gleichzeitig die soziale Kohäsion im Land erhalten kann.

BKC Treuhand Portfolio: Performance, Positionierung (+Exkurs: Aufgabe)

Nach dem [Schreckensjahr](#) und [Jahrhundertereignis](#) 2022 zeigte sich die Wertentwicklung in unserem BKC Treuhand Portfolio im Jahr 2023 auch wieder deutlich versöhnlicher. Mit einem Gesamtertrag von +7,7% für das Jahr 2023 lag das Ergebnis im Rahmen der aus dem Fondskonzept heraus realistisch erreichbaren Teilhabe an Entwicklungen einzelner im Fonds investierter Kapitalmarktpremien. Für Anleger, die Neuanlagen unmittelbar auf dem Hoch des Kapitalmarktzyklus zur Jahreswende 2021/22 getätigt haben, sind die Verluste des Jahres 2022 (-10,7%) noch nicht wieder aufgeholt. Anleger, die mit ratierlichen Neuanlagen arbeiten, blicken hingegen vielfach auf rollierend ausgeglichene Gesamtergebnisse, auch über den jüngeren Anlagehorizont.

Gerade nach dem Jahr 2022 erreichten uns verschiedentlich Nachfragen zu Wertentwicklung und Risikoverhalten des Fonds, die teils eine weite Bandbreite an Erwartungshaltungen einzelner Anleger erkennen ließen. Wie in vielen individuellen Gesprächen über die letzten Monate, kann daher sicherlich auch an dieser Stelle eine Einordnung hilfreich sein, was der Fonds leisten kann und was nicht. Konzeptionelle Aufgabe und Zielstellung des BKC Treuhand Portfolios ist es,

- mit begrenzten Risiken
- den realen Kapitalerhalt
- über einen vollständigen Investmentzyklus hinweg

erreichen zu können.

Die formale Anlagestrategie des Fonds formuliert das Ziel, die Rendite einer reinen Geldmarktanlage zu übertreffen. Unter der Annahme, dass kurzfristige Geldmarktanlagen unter Normalbedingungen (die faktisch über die letzten Jahre nicht bestanden haben) in etwa die laufende Inflationsrate abbilden, kann als indirektes und maximal mögliches Anlageziel der reale Kapitalerhalt nach Kosten impliziert werden.

Aus dieser Definition ergibt sich im Umkehrschluss auch, was nicht Aufgabe und Zielstellung sein kann – zum Beispiel ist es nicht realistisch, wenn Investitionen in diesen Fonds mit der Erwartung erfolgen, dass *keine* Risiken (Schwankungsrisiko, Zinsrisiko, Konjunkturrisiko, geopolitisches Risiko, Währungsrisiko, usw.) eingegangen werden. Genauso wenig realistisch ist die Vorstellung, dass der Kapitalerhalt ausnahmslos in jedem einzelnen Kalenderjahr erreicht wird. Wir betrachten einen vollständigen Kapitalmarktzyklus als einen Zeitraum, der verschiedene, voneinander unterscheidbare Phasen von Konjunktur- (Auf-/Abschwung), Zins- und Gewinnzyklus umfasst. Obwohl für den entsprechend korrespondierenden Zeitraum keine allgemeinverbindliche Legaldefinition besteht, würden wir davon ausgehen, dass sich ein solcher Zyklus über mindestens 5-7 Jahre hinweg erstrecken müsste. Für diesen Zeitraum und eine entsprechende Haltedauer formuliert der Fonds den Anspruch, den Kapitalerhalt – gemessen an der inländischen Inflationsrate – erreichen zu können. Für eine kürzere Haltedauer ist diese Aufgabenstellung in Anbetracht üblicher Schwankungen am Kapitalmarkt schlicht nicht realistisch.

BKC Treuhand Portfolio: Performance vs. Inflation über Kapitalmarktzyklen hinweg

Kapitalmarktzyklus (7 Jahre)	BKC Treuhand Portfolio Gesamt	BKC Treuhand Portfolio p.a.	Inflation Gesamt	Inflation p.a.	Kapitalerhalt erreicht
01/2010 - 12/2016	31,75%	4,02%	8,88%	1,22%	✓
12/2010 - 12/2017	29,51%	3,76%	8,88%	1,22%	✓
12/2011 - 12/2018	27,78%	3,56%	8,60%	1,19%	✓
12/2012 - 12/2019	29,77%	3,79%	8,11%	1,12%	✓
12/2013 - 12/2020	29,14%	3,72%	6,28%	0,87%	✓
12/2014 - 12/2021	22,64%	2,96%	11,38%	1,55%	✓
12/2015 - 12/2022	8,80%	1,21%	20,04%	2,64%	✗
12/2016 - 12/2023	8,63%	1,19%	22,80%	2,98%	✗

Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 04.01.2010 (Fondsaufgabe) - 31.12.2023; Inflation = Verbraucherpreisindex des Statistischen Bundesamtes

Über die Historie des Fonds konnte die Zielstellung mehrheitlich erreicht werden, jedoch zeigen die beiden jüngsten 7-Jahres-Halteperioden die Verfehlung des realen Kapitalerhalts. Beide Zeitabschnitte beinhalten das Ausnahmejahr 2022, welches für nahezu jedes Multi-Asset-Portfolio ein Extremereignis war. Der Zinsanstieg des Jahres 2022 resultierte für die allermeisten gemischten Anlagestrategien im schlechtesten Ergebnis in mindestens 100 Jahren verfügbarer Daten. So wird es für die meisten Anlagezeiträume, die das Jahr 2022 umfassen, deutlich schwerer sein, den realen Kapitalerhalt zu bewerkstelligen als unter Normalbedingungen. Die Bereinigungen des Jahres 2022 bieten aber nach vorne gerichtet und mit verbleibendem Wertaufholungspotential (aus dem Halten von Anleihen bis Laufzeitende) wieder durchaus günstigere Chancenverteilungen.

Mit einer Wertentwicklung von 5,38% war das 4. Quartal 2023 dann auch der stärkste 3-Monats-Zeitraum des Fonds seit Auflage im Jahr 2010. Das Quartalsergebnis veranschaulicht einerseits das Wertaufholungspotential einer wohldiversifizierten Anlagestrategie nach schwierigen Marktphasen, beleuchtet andererseits aber auch die Gefahr, zum denkbar ungünstigsten Zeitpunkt „aus dem Markt“ (z.B. in kurzfristigen Geldmarkt- oder Festgeldanlagen) zu sein.

Einige Anleger haben 2023 Anteile am BKC Treuhand Portfolio zurückgegeben oder dem Fonds den Rücken gekehrt. Das Fondsvermögen ist über das Jahr hinweg dennoch von 359 Mio. Euro auf knapp 393 Mio. Euro angewachsen – unseren investierten und neuen Anlegern gilt unser herzlicher Dank für das Vertrauen. Die Motive der Anleger, die sich 2023 verabschiedet haben, sind unterschiedlich und entziehen sich oft auch unserer Kenntnis. Nachvollziehbare Gründe sind Liquiditätsbedarf und Neuordnungen der Vermögensstruktur. Bedauerlich ist, wenn die Ursprungsinvestition auf unrealistischen Erwartungen basierte oder zum eigentlich angemessenen Anlagehorizont abweichende Fristigkeiten bestanden, die wir mit diesem Fonds nicht bedienen können und wollen. Besonders problematisch aber wirken vermeidbare, verhaltensorientierte Handlungen, die nahezu eine Garantie dafür sind, dass langfristige Anlageziele nicht mehr erreicht werden können: Immer dann, wenn die Anlegerpsychologie dazu verleitet, zwischenzeitliche Schwankung durch Verkauf in einen dauerhaften Verlust zu wandeln, wird nachfolgendes Wertaufholungspotential unwiederbringlich aufgegeben. Ein langfristiges Anlageziel erreichen zu können, setzt das Investiert-Bleiben voraus, auch und gerade nach Zeitperioden, in denen das Periodenergebnis eines Vermögenswerts unterhalb des für den vollständigen Anlagezeitraum zu erwartenden Ertrags gelegen hat.

Oft fallen Investmenterträge am Markt und jene, die im Anlegerportfolio tatsächlich realisiert werden, auseinander. Grund dafür sind oft unglückliche Timing-Entscheidungen. Anleger neigen mitunter gerade in den risikoreichsten Phasen mit überschwänglicher Stimmung und hohen Bewertungen dazu, den optisch ansprechenden Renditen der Vergangenheit nachzujagen. Umgekehrt verlässt viele Anleger in chancenreichen Phasen nach Kursrückschlägen der Mut. Dieses gerade entgegengesetzte Handeln zum eigentlich richtigen Rezept „Sei gierig, wenn andere ängstlich sind und ängstlich, wenn andere gierig sind“ scheint eine Konstante der Anlegerpsychologie. Einst als strategisch richtig erkannte Anlageparameter hektisch auf die Entwicklungen der vergangenen Monate anzupassen, ist stets Zeichen eines zu stark prozyklischen und/oder emotional getriebenen Verhaltens. Davor schützen kann ein stärker regelbasiertes Vorgehen, etwa durch konsequentes Festhalten an in Anlagerichtlinien definierten Quoten oder etwa ratierlichen Neuinvestitionen.

Wirtschafts- und Kapitalmarktzyklen bewegen sich im Auf und Ab der fest mit dem Papiergeldsystem und seiner unbegrenzten Geldmengenausweitung verwachsenen Boom- und-Bust-Phasen. „Sieben fetten Jahren“ des Überflusses folgen „sieben magere Jahre“ mit Dürre und Hungersnot. Eine wesentliche Erkenntnis aus der alten biblischen Botschaft zu natürlichen Zyklen ist das Prinzip der Vorsorge und der Rückstellung von (Ernte-)Erträgen.

Gerade Anleger, die dieses Prinzip in den letzten Jahren ausgeblendet hatten, waren mit Blick auf die Verwüstungen, die das Jahrhundertereignis 2022 in den Erträgen von Mischportfolien hinterlassen hat, vielfach ernüchert. Wir hatten über die letzten Jahre wiederholt gewarnt, dass die Exzesse der Notenbankpolitik nachfolgend „sieben magere Jahre“ im Portfolio unausweichlich erscheinen lassen. Die künstlich befeuerten Überrenditen von Aktien, Renten und anderen Vermögenswerten in einem Mischportfolio der Jahre 2012-2021 stellten aus der Zukunft geborgte Erträge dar. Anlageergebnisse lagen stetig oberhalb des aus Fundamentaldaten erklärbaren Niveaus, weil Risikoprämien gedrückt blieben und Vermögenspreise umgekehrt künstlich erhöht waren. Die früher oder später nötige Korrektur der „fetten Jahre“ zeigte sich dann im Jahr 2022 mit dem eisigen Wind der Realzinsnormalisierung.

Entwicklung der Realzinsen

Renditeentwicklung zehnjähriger inflationsgeschützter Bundesanleihen (in %)



Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 31.12.2013 – 31.12.2023

Erwartungsgemäß konnte der Prozess der Realzinsnormalisierung nicht ohne Schmerzen einhergehen – sichtbar in den Verwerfungen von Marktpreisen nahezu aller Anlageklassen. Der so wichtige Realzins unterliegt nun aktuell nicht länger der Abwärtsmanipulation, sondern darf

schrittweise ein freies Marktgleichgewicht finden. Der zuvor herrschende, unnatürliche Zustand des Negativzinses ist beendet. In ihm bestand eine widernatürliche Zeitpräferenz, gerade so, als ob jemand einen „Spatz auf dem Dach“ höher schätzte als „eine Taube in der Hand“. Heute sind normalisierte Investitionsbedingungen weitgehend wiederhergestellt, die investiert gebliebenen Anlegern nach vorne blickend wieder deutlich verbesserte Ertragsaussichten ermöglichen.

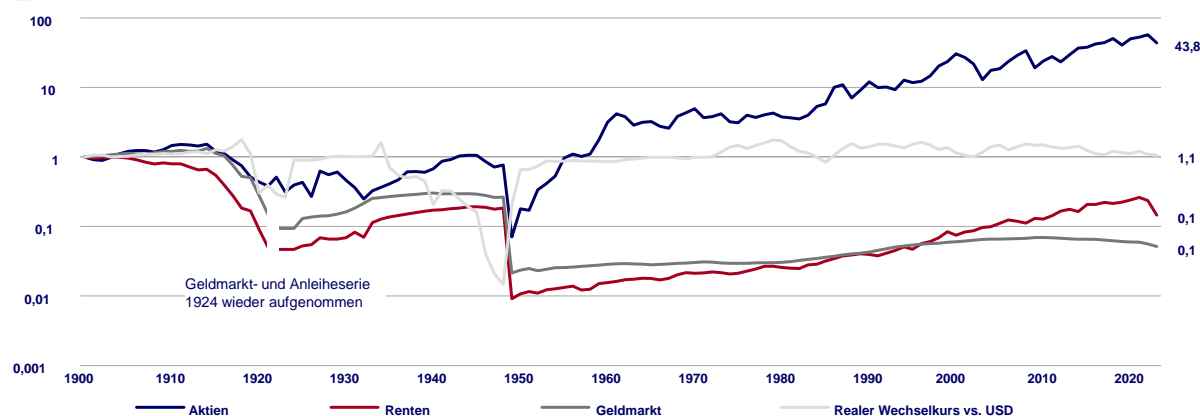
Unsere empirischen Arbeiten zeigen, dass künftig erzielbare Anlagerenditen in praktisch allen Anlageklassen stark vom vorherrschenden Realzinsniveau abhängen: Hohe, positive Realzinsen gehen einher mit nachfolgend ansprechenden Anlageergebnissen. Niedrige oder gar negative Realzinsen sind eine faktische Garantie für nachfolgend enttäuschende Portfolioerträge. Die Bewertungen von heute sind die Renditen von morgen.

Heute herrschen wieder positive Realzinsen vor und gerade die Renditen am Rentenmarkt ermöglichen auch mit vertretbaren Bonitäts- und Durationsrisiken wieder den realen Kapitalerhalt auf Basis der aktuell messbaren marktbasierenden Inflationserwartungen. Doch selbst über einen hinreichend langen Anlagehorizont und vollständigen Kapitalmarktzyklus hinweg ist der reale Kapitalerhalt mit begrenzten Risiken (auch im Sinne begrenzter Schwankungen als Merkmal eines *defensiven* Mischfonds) kein Selbstläufer.

Auf einige Investoren wirkt das Anlageziel des „bloßen“ Kapitalerhalts gar unambitioniert. Tatsächlich aber ist das Erreichen des realen Kapitalerhalts über lange Zeiträume hinweg durchaus keine triviale Aufgabe. Die Historie ist dabei eindeutig: Der Vermögenserhalt hat viele Feinde. Steuern, staatliche Ein- und Übergriffe in Eigentumsrechte, Kriege, Inflation, Währungsreformen, falsche Anlagen, Kosten der Vermögensbewirtschaftung und vermeidbare, verhaltensorientierte Fehler sind mögliche Quellen von Vermögensschäden, die dem Kapitalerhalt entgegenwirken. Besonders in Deutschland bedarf es keines gesonderten Nachweises, welches hohe Schadenspotential ungünstige externe Anlagebedingungen über die vergangenen 120 Jahre haben konnten. Anleger vermeintlich sicherer Staatsanleihen hatten hierzulande gleich mehrfach die Gelegenheit zu Totalverlusten (u.a. Kriegsanleihen des Kaiserreiches, Hyperinflation 1923, Währungsreform 1949). Die Marktentwicklung des Jahres 2022 zeigt, dass es noch nicht einmal solcher Extremrisiken bedarf, um die Eignung von Anleihen als werterhaltendes Anlageinstrument stark zu gefährden.

Der dauerhafte (reale) Kapitalverlust als das entscheidende Risiko für langfristige Anleger

Realer Ertrag deutscher Vermögensanlagen 1900-2022



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Copyright © 2023 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, London Business School

Speziell in den Jahren vor 2022 wurden vorsätzlich Bedingungen geschaffen, die den realen Kapitalerhalt mit Anleihen allein quasi verunmöglichten. Die aggressive Nullzins- und Negativzinspolitik der Notenbanken ließ die Wahl zwischen gesichert negativen Erträgen in Anleihen hoher Bonität oder der Option auf marginal positive Erträge in Festzinspapieren mit deutlich erhöhten Bonitäts- und Zinsrisiken oder gar in spekulativen Anlagen. Auch wir sahen uns in der Bewirtschaftung des Rentenportfolios in den Negativzinsjahren 2015-2021 dazu gezwungen, erhöhte Risiken einzugehen. Nicht alle davon – speziell im Bereich der Kreditrisiken - erwiesen sich im Rückblick als werthaltig. Die Alternative wäre jedoch vielfach die Akzeptanz negativer Einstandsrenditen gewesen, eine Vorgehensweise, die sich nicht mit unserem Grundprinzip der Vermeidung negativer Realzinsen vereinbaren ließ und unserer Einschätzung nach auch nicht in Einklang mit der treuhänderischen Verantwortung in der Verwaltung von Kapitalvermögen steht.

Für einen defensiven Mischfonds, dessen Grundkonzept eine „neutrale“ Rentenquote von 70% vorsieht, sind Anlagebedingungen wie sie in den Extrem- und Casinojahren bis 2021 vorherrschten, natürlich nicht dazu geeignet, sich den Auswirkungen eines nachfolgenden Realzinsschocks entziehen zu können. Zwar haben wir in der Vergangenheit die Risiken korrekt identifiziert („[Mit weniger Renten in das Jahr 2021](#)“, „[Kräftiger Gegenwind voraus](#)“) und im Rahmen der Möglichkeiten sowohl die Rentenquote deutlich abgesenkt als aktiv nach Substituten (Gold, Fremdwährungen, höher verzinsliche Rentensegmente, inflationsindexierte Anleihen, usw.) gesucht, doch ist ein überwiegend rentenbetontes Anlagekonzept gegenüber Verwerfungen der Zinslandschaft definitionsgemäß negativ ausgesetzt, wenn es darum geht Vermögen real erhalten zu können.

Zum Erreichen des realen Kapitalerhalts über längere Anlagezeiträume können inflationsindexierte Anleihen beitragen. Gerade Anleger mit langlaufenden, inflationsreagiblen Verbindlichkeiten finden in Realzinsanleihen ein sinnvolles und grundsätzlich anlegerfreundliches Instrument, welches sehr viel stärker als Nominalanleihen gleichgerichtete Interessen zwischen Emittenten (Staaten) und Anlegern herstellt. Noch im letzten [Quartalsbericht](#) hatte ich argumentiert, Staatsschulden sollten – um den Staaten den Inflationsanreiz zu nehmen – grundsätzlich oder zumindest in hohem Maße inflationsindexiert ausgestaltet sein. Zwischenzeitlich ist – zumindest in Deutschland – das genaue Gegenteil passiert: Überraschend verkündete der Bund den Rückzug aus dem Segment inflationsgeschützter Anleihen, obwohl vor noch wenigen Jahren Ausbau und Pflege dieses international etablierten Rentensegments zugesagt worden waren. Ein dicker Hund, zugleich aber auch ein unmissverständliches Signal an die Anleger: Nur dann, wenn es ins eigene Kalkül passt, emittiert der Staat inflationsindexiert. Wird mit niedriger Inflation gerechnet, ist die Refinanzierung über die niedrigverzinslichen Anleihen günstig erreichbar. Erwartet man hingegen über längere Zeiträume hinweg erhöhte Inflationsraten, welche die Bedienung der inflationsindexierten Staatsschulden verteuern, wird die Neuausgabe verweigert.

So setzt sich die Entscheidung der Bundesrepublik dem Verdacht aus, dass überhöhte Staatsausgaben künftig vorsätzlich durch Inflation teilfinanziert werden sollen. Solange inflationsindexierte Anleihen einen nennenswerten Anteil am Gesamtvolumen der Staatsschulden haben, geht davon eine disziplinierende Wirkung aus: Staaten werden zu ordnungsgemäßer Haushaltsführung ermutigt.

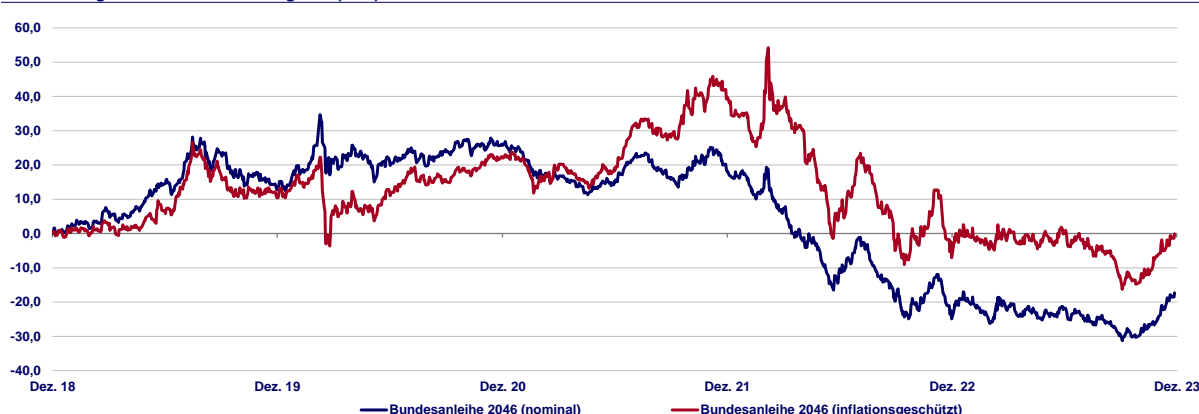
Inflationsindexierte Anleihen gleichen ihrer Konstruktion nach einer „Kaskoversicherung mit Selbstbeteiligung“: Im Schadensfall trägt der „Verursacher“ einen Teil der Kosten. Das führt zu stärker gleichgerichteten Interessen zwischen beiden Vertragsparteien. Fällt nun die „Selbstbeteiligung“ weg, ist ein anderes Risikoverhalten zu erwarten. Gerade nach dem erfolgten Schadensfall der Vorjahre - der seit 2021 spürbar erhöhten Verbraucherpreise als Folge einer von Staaten und Notenbanken „organisierten Inflation“ - drängt sich die Wahrnehmung auf, dass sich der Staat aus der Verantwortung schleicht und die Folgekosten auf die Leidtragenden, die Investoren, abwälzt. So geht im Werkzeugkasten des Kapitalerhalts künftig ein zentrales Selbstverteidigungsinstrument gegen die Inflationspolitik verloren.

Bereits investierte Inhaber von Realzinsanleihen profitieren: Am Tag der Ankündigung der Einstellung von Neuemissionen verteuerten sich die ausstehenden Bundesanleihen mit Inflationskomponente deutlich. Sie werden künftig mit einer Knappheitsprämie versehen sein. Für neue Anleger hingegen verteuert sich der Zugang zu hochwertigem Inflationsschutz.

Zur Einordnung sei ergänzt, dass inflationsgeschützte Anleihen freilich kein perfektes Selbstverteidigungsinstrument sind. Sehr viel stärker als vollständig „ungeschützte“ (nominale) Anleihen bieten sie zwar eine höhere Aussicht auf Kapitalerhalt, doch sind sie grundsätzlich ebenfalls Zins- und Bonitätsrisiken ausgesetzt. Dem scharfen Zinsanstieg im Jahr 2022 konnten sich auch Realzinsanleihen nicht entziehen.

Performance (inflationsgeschützter) Bundesanleihen

Gesamtertrag Bundesanleihen im Vergleich (in %)



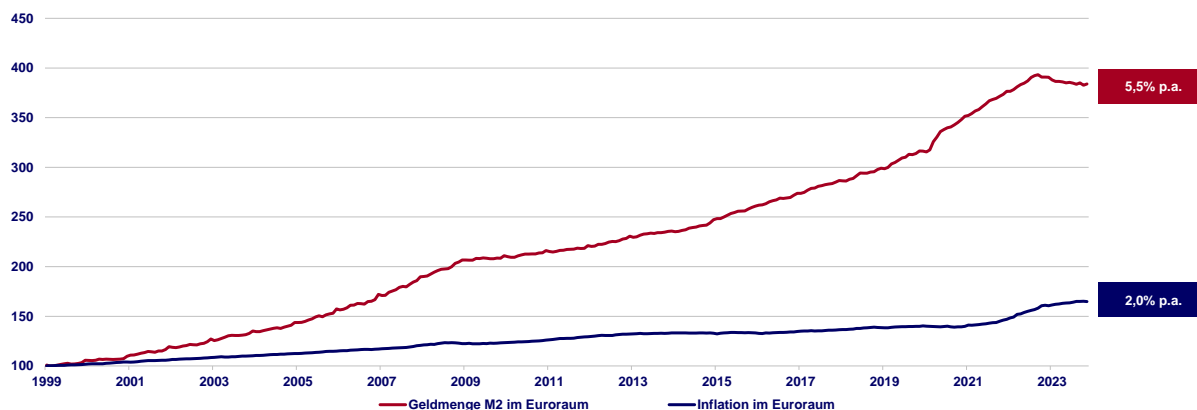
Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Quelle: Bloomberg; Gesamtertrag in EUR; Zeitraum: 31.12.2018 – 31.12.2023

So war der Gesamtertrag der längsten ausstehenden Laufzeit inflationsindexierter Bundesanleihen mit Fälligkeit im Jahr 2046 über die vergangenen fünf Jahre mit -3,4% ebenfalls negativ, aber deutlich besser als die Gesamterträge von -19,3%, die in einer laufzeitgleichen Nominalanleihe der Bundesrepublik erzielt worden wäre.

Eine weitere die Schutzwirkung einschränkende Eigenschaft findet sich bei Realzinsanleihen in der Tatsache, dass Anleger „lediglich“ Anspruch auf den Ausgleich der Verbraucherpreis-inflation haben, die über einen jeweils in den Bondprospekten hinterlegten Kaufkraftindex über die Laufzeit der Anleihe hinweg vergütet wird. Damit geht aber eben kein Ausgleich des ökonomisch erlittenen Kaufkraftverlusts einher.

Die „wahre Inflation“ liegt bei nahe 6% - für den realen Vermögenserhalt bildet dieser Wert daher die eigentliche Referenzgröße

Entwicklung von Geldmenge und Inflation seit Euroeinführung (indiziert; 01.01.1999 = 100)



Quelle: Bloomberg; monatliche Werte; Zeitraum: Januar 1999 – November 2023

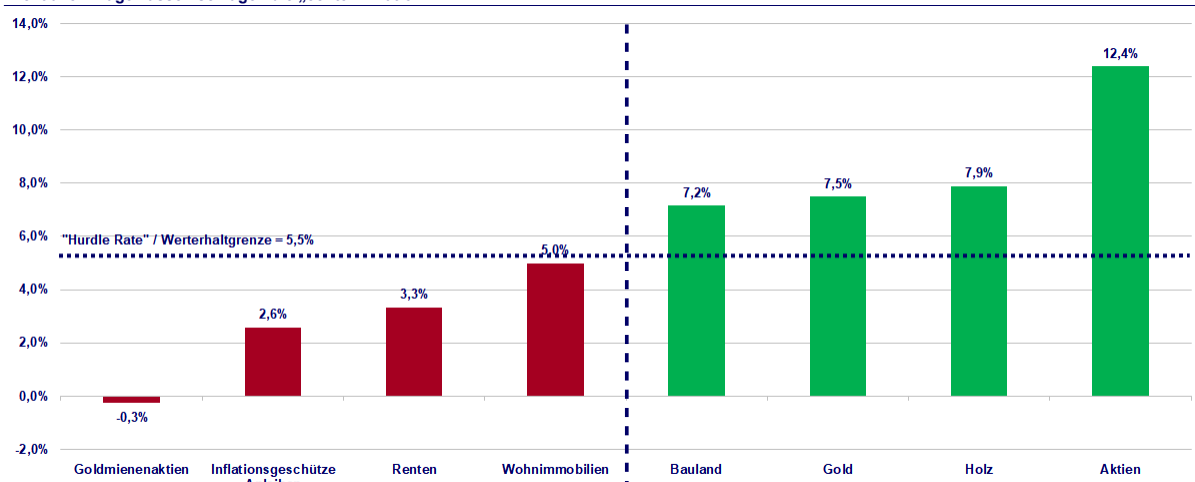
Die zentrale Unterscheidung zwischen offiziell ausgewiesener Verbraucherpreisinflation und zuvor herbeigeführter Geldmengeninflation zeigt sich im Ausmaß der beiden Kennzahlen seit Euroeinführung. Während die Verbraucherpreise in der Eurozone (als Folge und Symptom der zuvor herbeigeführten Geldmengenerhöhung) im Schnitt um etwas mehr als 2% p.a. angestiegen sind, liegt der eigentliche, nämlich ökonomisch erlittene, Kaufkraftverlust deutlich höher bei 5,5% p.a., dem Wert, mit dem die Notenbank die ausstehende Geldmenge verwässert und damit Kaufkraft beschädigt.

Die von den Statistikbehörden ausgewiesene Verbraucherpreisinflation unterzeichnet die tatsächliche, „ökonomische“ Inflation in gleich mehrfacher Weise. Methodische Mängel führen zu einer Untererfassung von Preissteigerungen. Beispielhaft finden vermeintliche „Qualitätsverbesserungen“ preissteigerungs-dämpfenden Eingang in die Preismessung, während Qualitätsverschlechterungen (z.B. minderwertigere Verpackungen, ausbleibende Reinigungen von Hotelzimmern aus „Umweltschutzgründen“, Verschlechterungen der Servicequalität) und die Effekte der „Shrinkflation“ (geringere Packungsgrößen und Füllmengen bei gleichem Preis) keine Anrechnung finden.

Viele von Ihnen, liebe Leser, werden aus eigener Erfahrung bestätigen können, dass die Gewichtungen der Warenkörbe zur Inflationsmessung nicht unbedingt repräsentativ für Kaufhäufigkeiten und Budgetwirksamkeit Ihrer Ausgaben sind, weder im privaten Bereich noch in Funktion Ihres geschäftlichen Verantwortungsbereichs. Löhne, Kosten im Gesundheitswesen, kommunale Abgaben und Gebühren, Versicherungsprämien oder Baukosten verteuern sich erfahrungsgemäß deutlich rasanter als die geglätteten Verbraucherpreisindizes. Vor allem aber bleiben die Preissteigerungen von Vermögenswerten wie Grundstücken, Immobilien oder Aktien in den Verbraucherpreisindizes unberücksichtigt. Die Vermögenspreis-inflation entzieht aber ebenfalls Kaufkraft und verdient gerade bei am Kapitalerhalt interessierten Kapitalanlegern besondere Aufmerksamkeit. Die alleinige Berücksichtigung der offiziellen Verbraucherpreise reicht nicht aus, um das wahre, vollständige Ausmaß der Inflation zu erfassen.

Wertentwicklung seit 2008: Welche Anlageklassen erreichen den realen Kapitalerhalt?

Nicht alle Anlageklassen schlagen die „echte“ Inflation



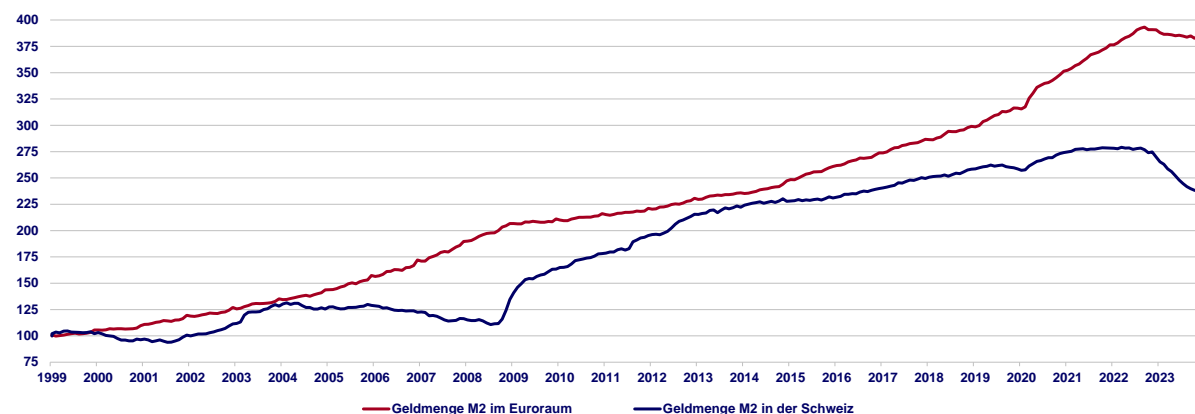
Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
 Goldminenaktien = NYSE Arca Exchange Gold BUGS Index EUR; Renten = IBOXX Euro Overall TR Index EUR; Wohnimmobilien = Häuserpreisindex DE; Inflationsgeschützte Anleihen = Bloomberg Global Inflation-Linked TR Index Value USD; Bauland = Preisindex für Bauland DE; Holz = FTSE NAREIT Timber REITs TR Index USD; Gold = Spot Preis EUR; Aktien = MSCI World TR Index EUR; Quelle: Bloomberg (Goldminenaktien, Renten, Inflationsgeschützte Anleihen, Holz, Gold, Aktien), Destatis (Wohnimmobilien, Bauland); Zeitraum: 31.08.2008 - 31.12.2023

Als „reale“ Hürde für das tatsächliche Erreichen des ökonomischen Kapitalerhalts sollten sich Anleger gedanklich stärker an der Geldmengeninflation orientieren als an den Inflationszahlen der Statistikbehörden. Damit liegt der Anspruch an die ökonomische Widerstandsfähigkeit einzelner Vermögenswerte gegenüber der Geldmengeninflation noch höher. Hier findet sich auch die Erklärung, warum inflationsindexierte Anleihen allein nicht in der Lage sind, Geldmengeninflation auszugleichen und den Kapitalerhalt zu erreichen. Sie gewähren lediglich Anspruch auf Ausgleich der (niedrigeren) Verbraucherpreisinflation, übersetzen aber nicht die Geldmengenverwässerung der Notenbanken in reale Preiszuwächse. Diese Aufgabe erfüllen Gold und Aktien historisch sehr viel zuverlässiger.

Das Geldmengenwachstum eines Währungsraums kann stets als das gegenüber den offiziell ausgewiesenen Inflationsraten zuverlässigere Maß für Kaufkraftverlust gelten. Das unterschiedliche Tempo der Geldmengenausweitung zwischen verschiedenen Währungsräumen erklärt auch die resultierende Bepreisung der jeweiligen Wechselkurse der Währungen untereinander. Die kontinuierliche Abwertung der argentinischen oder türkischen Landeswährung liegt in der lokalen Geldmengeninflation begründet. Umgekehrt genießen stärker auf Geldwertstabilität orientierte Regionen eine relative Aufwertung ihrer Währungen.

Deutlich geringere Ausweitung der Geldmenge in der Schweiz im Vergleich zur Eurozone

Geldmengenentwicklung Eurozone und Schweiz seit Euroeinführung (1999 = 100)



Quelle: Bloomberg; monatliche Werte; Zeitraum: Januar 1999 – November 2023

Die Schweiz betreibt als eines der wenigen verbliebenen, der Stabilitätskultur zuzurechnenden Länder eine größere Zurückhaltung in der aktiven Geldmengenausweitung. Insbesondere ist zu sehen, dass die Eidgenossen dem unrühmlichen Beispiel anderer westlicher Notenbanken nicht gefolgt sind und in den Jahren 2020-2021 nicht im unüberlegten Corona-Reflex sämtliche Schleusen geöffnet haben. Zudem ist seit 2022 eine deutliche Rückführung der Geldmenge zu verzeichnen.

Mit besserer institutioneller Qualität und ohne ausufernde Staatsdefizite bestehen in der Schweiz für Vermögensinhaber damit grundsätzlich bessere Voraussetzungen dafür, den Kapitalerhalt erreichen zu können. Über den stetig aufwertenden Wechselkurs des Schweizer Frankens erhöhen sie zudem ihre Kaufkraft gegenüber Waren und Dienstleistungen und eben auch Vermögenswerten aus der Eurozone.

Kontinuierlicher Aufwertungstrend des Schweizer Franken gegenüber dem Euro

Wechselkursentwicklung CHF/EUR seit Euroeinführung



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 01.01.1999 – 31.12.2023

Umgekehrt erleiden in Euroland ansässige Inhaber Euro-denominierter Vermögenswerte und Einkommen beständig an Kaufkraft gegenüber in Schweizer Franken zu erwerbenden Waren und Dienstleistungen. Die Kaufkraft des Euros erwirbt im Zeitverlauf weniger Skiurlaub in den Alpen, weniger Erschwinglichkeit hochwertiger Schweizer Erzeugnisse und weniger Schweizer Vermögenswerte.

Die Schweiz bildet eine Ausnahme. Seit 1971, dem Zeitpunkt der Entankerung des Geldes von seiner Basis, dem Gold, ist in nahezu allen westlichen Währungsräumen eine immer rücksichtslosere Ausweitung von Staatsdefiziten und Geldmengen zu verzeichnen. Die nachfolgende Inflation wird – selbst, wenn sie nicht die sehr hohen Werte wie zuletzt erreicht – zum geduldeten Dauerzustand und nagt damit beständig an der Werthaltigkeit von Vermögen. Für Vermögensinhaber ist die Erkenntnis essenziell, dass sie mit der Konstruktionsweise des heute vorherrschenden Papiergeldsystems einer Dauerquelle der realen Währungsentwertung ausgesetzt sind und so eine fortwährende Kaufkraftbeschädigung erleiden. Die fortgesetzte finanzielle Repression kann auch auf optisch höherem nominalen Zinsniveau genauso schädlich wirken wie bei nominal geringen oder gar negativen Zinsen, wenn die Inflation beständig oberhalb erzielbarer Anlagerenditen liegt oder regelmäßig herbeigeführte Inflationsüberraschungen für einen wiederkehrenden Vermögenstransfer von Kapitaleignern zu Staat und Schuldern sorgen. Der Staat hat als Hauptprofiteuer der Inflation einen hohen Anreiz diesen Mechanismus wirken zu lassen, die Notenbanken bedienen in den meisten

Währungsräumen vorrangig jene Interessen von Staaten und Finanzsystem. Im Ergebnis stehen abweichende Interessenslagen zwischen Wohlfahrtsstaat und Vermögensinhaber, die auf eine abweichende Zeitpräferenz zurückgehen: Staatliche Akteure agieren mit hektischer Kurzfristigkeit und suchen möglichst schnell die Bedarfe ihrer Interessengruppen zu bedienen bzw. Zustimmung zu erkaufen. Daraus resultiert ein Inflationsinteresse. Verwalter gewachsener Vermögen haben eine längerfristige Perspektive, ihr Interesse gilt dem Kaufkraftverlust und der Vermeidung des Vermögenstransfers durch finanzielle Repression.

Eine kaum überraschende Binsenweisheit ist, dass sich Anleger mit Eigentumsrechten vielfach besser gegen diese asymmetrische Interessenlage schützen können als mit Festzinsanlagen. Gold, Immobilien und Aktien waren in der Historie vielfach überlegene Vermögenswerte, um Kapital über lange Zeiträume hinweg zuverlässig erhalten zu können.

Anders als Anleihen überdauern Aktien dem Grundsatz nach auch die meisten Extremrisiken, wie Hyperinflation, Krieg, Staatspleiten oder Währungsreformen. Leidlich gegen politisch mandatierte Expropriation sind sie freilich nicht immun. Unternehmensvermögen und Aktienkapital im östlichen Teil Deutschlands war nach 1945 meist unwiederbringlich verloren. Im Normalfall erleiden auch Aktien unter widrigen Bedingungen, wie Weltwirtschaftskrise, Hyperinflation und Depression, teils erhebliche Kursrückschläge. Doch sie überleben (wenn nicht alle, so doch der überwiegende Anteil in einem wohldiversifizierten Portfolio) und können nach überstandener Krise ihre Funktion als Partizipationsschein an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung wieder aufnehmen, während Anleihen in der Geschichte oft als Totalverlust ausgebucht werden mussten.

Langfristig sind Aktien gewiss die liquide Anlageklasse, die am allerbesten in der Lage ist, Vermögen real zu erhalten. Über sehr lange Zeitreihen dokumentieren sie ihre Eignung, im Mittel Anlageergebnisse oberhalb der Geldentwertung zu erzielen. Doch auch für Aktien ist ein Wort der Warnung angebracht. Die Anlageergebnisse klaffen auch über lange Zeiträume je nach Anlagedomizil stark auseinander. Das informative Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023 weist für den Zeitraum von 1900 bis 2022 eine mittlere reale „Weltaktienrendite“ von 5% p.a. aus. Einige Länder mit historisch hoher Stabilität, starken Institutionen, einem starken Rechtsrahmen und Schutz von Eigentumsrechten wie die USA (6,4%) oder Großbritannien (5,3%) lieferten Ergebnisse oberhalb des globalen Mittels. Andere Länder, in denen sich Anleger starken politischen Disruptionen ausgesetzt sahen, oder mit geringerer institutioneller Qualität erreichten hingegen unterdurchschnittliche Ergebnisse, wie Spanien (3,4%), Deutschland (3,1%), Italien (2,1%) oder Österreich (0,9%). Der gleiche Effekt ist auch in Regionen mit kürzerer verfügbarer Datenhistorie dokumentiert: Argentinische Aktien verzeichneten von 1960 bis 2022 reale Zuwächse von lediglich 3,1%, China von 3,3%, während Anleger in Chile 11,8% und in Südkorea und Hong Kong jeweils 8,5% vereinnahmen konnten.

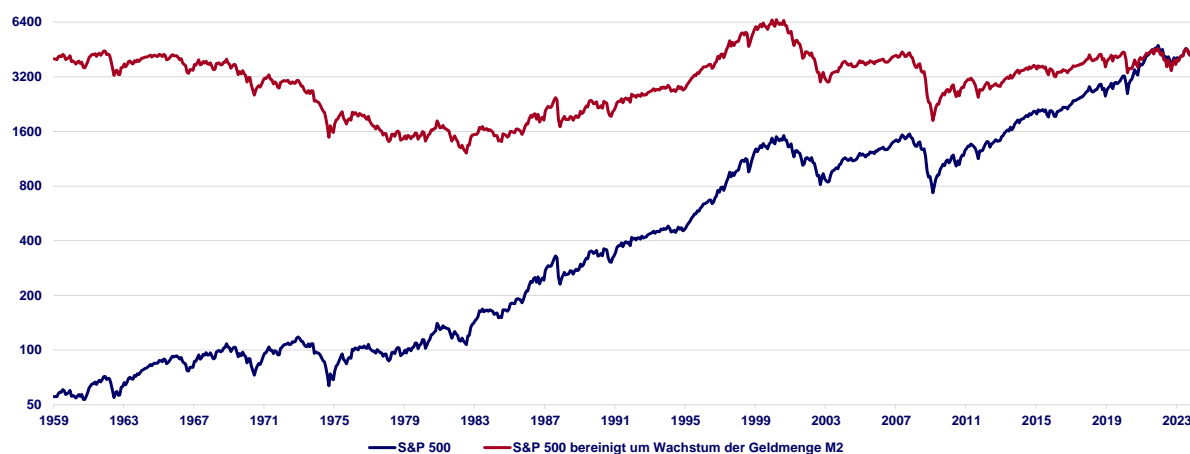
Ergänzend dazu spielt der Zeitfaktor eine wichtige Rolle. Wie vorstehend genannt, hatten Aktienanleger von Mitte der 1960er Jahre bis 1980 wenig Freude an ihren Investments. Prominent deklarierte ein führendes Anlegermagazin 1979 auf der Titelseite den „Tod der Aktie“. Der S&P 500 erzielte von August 1971 (dem Zeitpunkt der Auflösung der Goldbindung des US-Dollars) bis Jahresende 2023 einen Gesamtertrag von nominal 10,8% p.a. – je nach tatsächlichem Anlagezeitraum konnten Anleger aber auch lediglich -0,48% p.a. (Januar 2000-Dezember 2009) oder umgekehrt (Januar 2013-Dezember 2023) +13,9% vereinnahmen.

Diese und andere langfristige Auswertungen greifen stets auf verfügbare Indexdaten zu. Damit verbunden ist die Annahme, dass Anleger stets und dauerhaft in einem Gesamtindex investiert sind, um diese Erträge erzielen zu können. Ein tatsächliches Aktienportfolio dürfte in aller Regel nach Selektionsfehlern und Kosten niedrigere Erträge erzielen. Anhaltspunkte dafür finden sich in den Arbeiten von Prof. Hendrik Bessembinder, dessen [Research](#) an der Arizona State University zeigt, dass seit 1926 in einem breiten Aktienuniversum lediglich 4% der Aktien überhaupt wertschöpfend waren. Haben Anleger diese nicht im Portfolio, realisieren sie zwangsläufig dem Index unterlegene Anlageergebnisse. Der Großteil börsennotierter Unternehmen stiftet demnach keinen Beitrag zum Vermögenserhalt. Der Effekt akzentuiert sich weiter über den sog. *Survivorship bias* – das bedeutet Indexdaten sind frei von gescheiterten (insolventen, aufgelösten, aufgekauften) Unternehmen, deren Minderrendite wohl aber bei jenen Anlegern wirksam wird, die diese Unternehmen tatsächlich im Portfolio gehalten haben.

Selbst für den US-Aktienmarkt, der sicherlich im globalen Vergleich mit den überlegensten Anlageergebnissen aufwarten kann, zeigt eine weitere Betrachtung wie immens schwierig der ökonomische Kapitalerhalt über lange Zeiträume ist. Deflationiert man den S&P 500 beginnend in den 1950er Jahren mit der seitdem erfolgten Geldmengenausweitung M2, bleibt wenig reale Wertschöpfung übrig. Verknappt kann die Aussage gelten: Die nominalen Zugewinne des S&P 500 sind überwiegend Inflation.

Reduziert um die Geldmengenausweitung, verbleiben beim S&P 500 nur moderate Gewinne

Kursentwicklung: S&P 500 und S&P 500 bereinigt um Geldmengenwachstum



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 01.01.1959 – 31.12.2023; monatliche Daten; logarithmische Skalierung

Diese Überlegungen zeigen im Ansatz, wie schwer der Vermögenserhalt – auch über lange Zeiträume - ist. Aus unserer Sicht ist der reale Kapitalerhalt bereits das Maximum dessen, was langfristig realistisch erreichbar ist. Darüber hinaus gehende Anlageziele erfordern Timing-Entscheidungen (deren Wahrscheinlichkeit dauerhaft richtig zu liegen gering ist) oder eine überlegene Prognosefähigkeit hinsichtlich der Entwicklung sowohl externer Einflüsse (wie Zinsen, Konjunktur, Wechselkurse) als auch zugleich der relativen Wertentwicklung einzelner Vermögenswerte in Reaktion auf diese zuvor korrekt prognostizierten Entwicklungen. Wir haben aus unserer Skepsis gegenüber der Erfolgswahrscheinlichkeit solcher Übungen nie ein Geheimnis gemacht. Sie sind aus unserer Sicht oft näher am Horoskop als an einer wissenschaftlich fundierten Übung.

Die prognosefreie Bewirtschaftung eines Vermögens mit einem bewährten Konzept bleibt unserer Einschätzung nach der überlegene Investmentansatz.

Wer auf den Wind achtet, der sät nicht, und wer auf die Wolken sieht, der erntet nicht.

Prediger 11,4

Die übermäßige Beschäftigung mit nötigen Vorbedingungen die vermeintlich erfüllt sein müssen, um bestimmte Investitionen tätigen zu können, führt zu vorhersehbaren, verhaltensorientierten Anlagefehlern. Wer sich in Abhängigkeit von Prognosen begibt, wird selten den richtigen Wind und die richtigen Bedingungen vorfinden, um eine komfortable Anlageentscheidung treffen zu können. Zudem wird der Anlageerfolg in einem solchen Vorgehen von Faktoren abhängig, über die keine oder kaum Kontrolle besteht. Die fragwürdigen empirischen Erfolgsausweise der Prognostiker führen bislang im breiten Markt aber zu keinem Überdenken dieser weithin praktizierten Herangehensweise. So wie in den Supermarktregalen das Weihnachtsgebäck jedes Jahr früher ausgelegt wird, lancieren die Auguren und Chefvolkswirte ihre Prognosen und Erwartungen zu Zinsen und Aktienkursen jedes Jahr früher. Besonders gut war der Nutzen dieser Proklamationen im letzten Jahr zu beobachten. Bereits Anfang November 2023 wagten sich viele Banken und Researchhäuser mit ihren Jahresenderwartungen für 2024 an die Öffentlichkeit. Bereits im Dezember 2023 waren viele dieser Kursziele schon von der Realität übertroffen. So halten wir es eher mit der Weisheit des großen, im Januar 2024 verstorbenen Franz Beckenbauers:

„Es gibt nur eine Möglichkeit: Sieg, Unentschieden, oder Niederlage“

Franz Beckenbauer

Viele der getätigten und selbstbewusst vorgetragenen Prognosen setzen Wissen voraus, welches die Ersteller realistisch nicht systematisch haben können. Der überlegenere Ansatz ruht in einem Vorgehen, wie wir ihn auch im BKC Treuhand Portfolio praktizieren, welches Fakten den Vorrang vor Meinungen einräumt:

- Regelbasiertes Konzept, dessen Anlageerfolg nicht vom Eintreten von Prognosen und Schätzungen abhängt
- Aufrechterhalten bestimmter Grundprinzipien, u.a. Bestehen auf einer Sicherheitsmarge, kein Erwerb negativer Realrenditen, Anspruch an Unternehmen stets die Kapitalkosten zu verdienen
- Geduld, Langfristigkeit, Prinzip der ruhigen Hand
- Suchen von gut kompensierten Risiken, Vermeiden von schlecht kompensierten Risiken
- Reales Denken statt nominalen Denkens

Wir orientieren uns daher an jener Vorgehensweise, wie sie das Buch Prediger weiter vorschlägt:

„Am Morgen säe deinen Samen, und am Abend lass deine Hand nicht ruhen; denn du weißt nicht, ob dieses oder jenes gedeihen wird, oder ob beides zugleich gut wird.“
Prediger 11,6

Statt beständig nach Wind und Wolken zu schauen oder gar den Niederschlag im nächsten Sommer zu prognostizieren, wollen wir im Portfolio Risikoprämien säen, die untereinander möglichst unabhängig sind, zugleich aber in sich wertvolles Saatgut darstellen, das zu kräftigen Ernteerträgen heranreifen kann.

Im Aktienportfolio bedeutet das etwa, dass wir an dividendenstarken Substanzwerten festhalten, deren Bewertungen fortgesetzt die nötigen Gesamterträge liefern können. Besonderes Gewicht fällt dabei der Dividendenqualität zu. Wir bevorzugen Unternehmen, die über lange Zeiträume bewiesen haben, dass ihr Geschäftsmodell eine hohe Dividendenkontinuität und Dividendensteigerungspotential ermöglicht. Aktien wie etwa General Mills, die Investoren seit 124 Jahren ohne Unterbrechung Dividende zahlen, sind Grundpfeiler einer auf den langfristigen realen Kapitalerhalt ausgerichteten Aktienstrategie. Eine hohe Dividendenqualität zeigt sich auch, wenn es Unternehmen gelingt, durch einen vollständigen Zyklus hinweg und durch externe Schocks hindurch die Dividendenzahlung mindestens stabil zu halten. Aktien, die keine Dividende zahlen, finden sich nicht im Aktienbestand des BKC Treuhand Portfolios. Allein aus diesem Grund meiden wir die aktuell umjubelten, weiterhin aber hoch bewerteten „Mag7“ und vergleichbare Technologiewerte. Die Aktienquote bleibt aktuell weiter auf neutralem Niveau. Wir würden gerne eine gesamthafte Bewertungskorrektur am Markt sehen, bevor wir eine konstruktivere Positionierung einnehmen.

Taktische Asset Allocation BKC Treuhand Portfolio

Assetklasse	Neutrale Gewichtung	Aktuelles Gewicht
Renten	70,0%	59,0%
Aktien	15,0%	14,8%
Alternative Anlagen, Cash	15,0%	26,2%

Stand: 18.01.2024

Im Rentenportfolio haben wir im 4. Quartal 2023 vereinzelte Aufstockungen vorgenommen. Neuinvestitionen erfolgten in Euro-Unternehmensanleihen hoher Qualität, einzelnen osteuropäischen Staatsanleihen und in inflationsindexierten Bundesanleihen. Einige Käufe haben wir dabei aus einer geringfügigen Reduzierung der Goldquote finanziert.

Eine Einwertung dazu ist angemessen: Gold wird immer ein fester Grundpfeiler in der Architektur des BKC Treuhand Portfolios sein. Wie kaum ein anderer Vermögenswert es leisten kann, adressiert das Edelmetall das Anlageziel des realen Kapitalerhalts im größtmöglichen Maß. Gold erhält [dokumentiert](#) über lange Zeiträume Kaufkraft, weil es die monetäre Inflation der Geldmengen ausgleicht. Es kann zwar keine realen *Zuwächse* bieten und auch keine Zahlungsströme, doch ist die reale Kaufkraft von Gold über Jahrhunderte hinweg einzigartig stabil.

Die Gewichtung der Goldposition im Portfolio muss sich aber fortlaufend auch an der relativen Attraktivität konkurrierender Anlageklassen messen. Über die Casino- und Negativzinsjahre hinweg hatten wir die Goldposition bewusst höher gewichtet, auch als Substitut für Kassehaltung, für kurzlaufende Anleihen und für unter Normalbedingungen verfügbares, von 2015 bis 2021 aber nicht mehr erreichbares Festzinseinkommen generell. Die Extrembedingungen dieser Jahre sind nun nicht mehr präsent. Auch Zinsanlagen ermöglichen wieder einen angemessenen Gesamtertrag. Im 4. Quartal 2023 haben wir in nochmals kräftig steigende Realzinsen hinein bewusst Goldquoten moderat abgebaut, um Zinseinkommen aufzubauen. Wir erwarten von Gold auch weiterhin wertvolle Portfoliobeiträge, typischerweise ist das Metall in Zinssenkungszyklen, wie sie der Markt aktuell erwartet, gut unterstützt. Strukturell unterstützt ist Gold von hohen Defiziten in den Staatshaushalten, die eine fortgesetzte Monetarisierung der Staatsschulden durch die Notenbanken erfordern. Erstaunlich ist die anhaltende Entkoppelung des Goldpreises von den Realzinsen, einem sonst über lange Zeiten hinweg stabilem Zusammenhang. Der Goldpreis hält sich derzeit auf einem deutlich höheren Niveau, als es die Realzinsen vermuten lassen würden. Im Portfolio halten wir unverändert auch physisches Silber und physisches Platin, welches im direkten Vergleich zu Gold historisch sehr günstig notiert.

Vollständig abgebaut haben wir im 4. Quartal eine enttäuschende Position in Wandelanleihen. Wichtige Performancetreiber im Schlussquartal waren, wie über das Gesamtjahr hinweg, die herausragenden Ergebnisse bei CAT-Bonds (mit Jahresperformances von teils mehr als 14%) und einmal mehr eine Vielzahl von Schwellenländeranleihen. Die Anleihemärkte etwa in Brasilien, Mexiko, Kolumbien oder Chile bieten auch weiterhin eine ansprechende Vergütung der Risiken. Auch in Osteuropa hat die folgerichtige Erholung nach den über Gebühr stattgefundenen Ausverkäufen des Jahres 2022 in einigen Fällen noch weiteren Raum.

Für Ihr fortgesetztes Vertrauen bedanken wir uns ausdrücklich, wünschen Ihnen im Jahr 2024 Gottes reichen Segen und freuen uns auf den persönlichen Austausch mit Ihnen.

Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter BKC Asset Management



Kontakt:

Bernhard Matthes, CFA

Bereichsleiter Asset Management

Bank für Kirche und Caritas eG

Telefon: 05251 121-2741

E-Mail: bernhard.matthes@bkc-paderborn.de

News zum Fonds

Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2023

Die beiden ausschüttenden Anteilklassen des BKC Treuhand Portfolios zahlen den Anlegern per 15. Februar 2024 die ordentlichen Nettoerträge für das Geschäftsjahr 2023 aus, voraussichtlich 1,85 Euro je Anteil (Anteilkategorie S) bzw. 1,99 Euro je Anteil (Anteilkategorie I).

BKC AM auf dem kommenden Fondskongress in Mannheim (24./25. Januar 2024)

Wir laden Sie herzlich ein, das **BKC Asset Management** am **24./25. Januar** auf dem **FONDS professionell KONGRESS in Mannheim** zu besuchen.

An **Stand 222 (Ebene 2)** können Sie sich im Gespräch mit unseren Fondsmanagern aus erster Hand darüber informieren, wie wir das Kapital unserer Anleger auch im Umfeld noch immer erhöhter Inflationsraten und nachlassender Wirtschaftsdynamik langfristig schützen wollen.

Besonders hingewiesen sei auf den **Vortrag von Bernhard Matthes**, Bereichsleiter BKC Asset Management und Fondsmanager des BKC Treuhand Portfolios:

"Multi-Asset nach Yale-DNA statt Aktien-Renten-Monokultur

Donnerstag, 25. Januar um 11:10 Uhr
in Saal 11

Wir freuen uns auf Sie!

Falls Sie kurzfristig noch Interesse an einer Gästekarte für den Fondskongress haben, melden Sie sich gerne bei uns. Einige wenige Restkarten sind noch zu vergeben.

ChampionsView mit Fondsmanager Marian Heller

Im Gespräch mit Malte Dreher, Herausgeber von DAS INVESTMENT und dem private banking Magazin, erläutert unser Portfoliomanager Marian Heller die Chancen von Nischenmärkten und unseren Ansatz, auch abseits eingetretener Pfade zu gehen.

[Zum vollständigen Video-Interview](#)

Erneute Auszeichnung für das BKC Treuhand Portfolio

Bei der von FondsConsult durchgeführten „Stiftungsfonds Studie 2023“ hat das BKC Treuhand Portfolio erneut hervorragend abgeschlossen. Mit der Note 1,7 (Gut+) lag der defensive Mischfonds in der Endabrechnung auf dem dritten Platz des Gesamtrankings.

[Zu den Ergebnissen der Stiftungsfondsstudie 2023](#)



Die Bank von Mensch zu Mensch



Fondsdaten BKC Treuhand Portfolio

	I-Tranche	T-Tranche	S-Tranche
WKN/ISIN:	A0YFQ9 / DE000A0YFQ92	A141VM / DE000A141VM3	A2H5XV / DE000A2H5XV2
Auflegungsdatum:	04.01.2010	21.03.2016	25.01.2018
Ertragsverwendung:	ausschüttend (Mitte Feb.)	thesaurierend	ausschüttend (Mitte Feb.)
Vertriebszulassung:	Deutschland, Österreich	Deutschland	Deutschland
Erwerbsbeschränkung:	keine	keine	nur erwerbbar von steuerbegünstigten Anlegern im Sinne von § 5 Abs. 2 der Besonderen Anlagebedingungen*
Kapitalverwaltungsgesellschaft:	Universal-Investment-Gesellschaft mbH		
Vewahrstelle:	DZ Bank AG		
Fondsberater:	Bank für Kirche und Caritas eG		
Fondskategorie:	Mischfonds, defensiv, internationale Ausrichtung		
Benchmark:	12-Monats-Euribor, zzgl. 70 Basispunkte**		
Fondsgeschäftsjahr:	01.01. bis 31.12.		
Ausgabeaufschlag:	bis zu 2,00%***		
Laufende Kosten:	0,69%	0,69%	0,69%

* Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftigen Änderungen unterliegen.

** Ab 21.01.2014; Benchmark vom 04.01.2010-21.01.2014: 70% iBoxx EUR Overall TR; 15% DJ Sustainability World (EUR); 15% 1-Monats-Euribor

*** Der Ausgabeaufschlag bzw. die 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.

Performance (vergangene 12-Monats-Zeiträume)

+7,7%	(31.12.2022 - 31.12.2023)
-10,7%	(31.12.2021 - 31.12.2022)
+5,1%	(31.12.2020 - 31.12.2021)
-0,5%	(31.12.2019 - 31.12.2020)
+9,6%	(31.12.2018 - 31.12.2019)

Quelle: Universal Investment; Stand: 31.12.2023

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
- Defensiver 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 Gesamtpersformance auf kurze, mittlere und lange Zeiträume möglich. Es ist auch eine negative Wertentwicklung bis zum Totalverlust des eigenen Kapitals möglich.

Weitere Informationen über den BKC Treuhand Portfolio finden Sie hier: www.bkc-am.de

Disclaimer:

Dieses Dokument wurde von der Bank für Kirche und Caritas erstellt, unterliegt ihrem Urheberrecht und ist ausschließlich zur aktuellen Information ihrer Kunden bestimmt. Jede darüberhinausgehende Nutzung oder Weitergabe bedarf unserer schriftlichen Genehmigung sowie der Beachtung der gültigen Rechtsvorschriften. Es handelt sich hier weder um ein Angebot zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren noch um eine Bewertung oder Analyse. Die komprimierten Informationen entsprechen nicht zwangsläufig denen anderer Anbieter. Wir haben diese Informationen aus zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne die Informationen selbst zu verifizieren und können deshalb die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit nicht zusichern. Die Informationen sind datumsbezogen und nicht als Basis für eine Investitionsentscheidung geeignet. Diesbezüglich beraten wir Sie gern.

Wichtiger Hinweis zu Risiken von Anlageprodukten:

Bei der vorliegenden Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung i. S.d. §63 Absatz 6 S.1 WpHG. Ausführliche produktspezifische Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken des Fonds entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt und den Anlagebedingungen, die wir Ihnen kostenlos zur Verfügung stellen. 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.

Die Verkaufsunterlagen (Verkaufsprospekte, das PRIIP- Basisinformationsblatt, Jahres- und Halbjahresberichte) sind kostenlos in deutscher Sprache bei der Bank für Kirche und Caritas sowie über den Fondsselektor unter <https://fondsfinder.universal-investment.com/de> erhältlich. Die Inhalte dieser Information stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch 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