

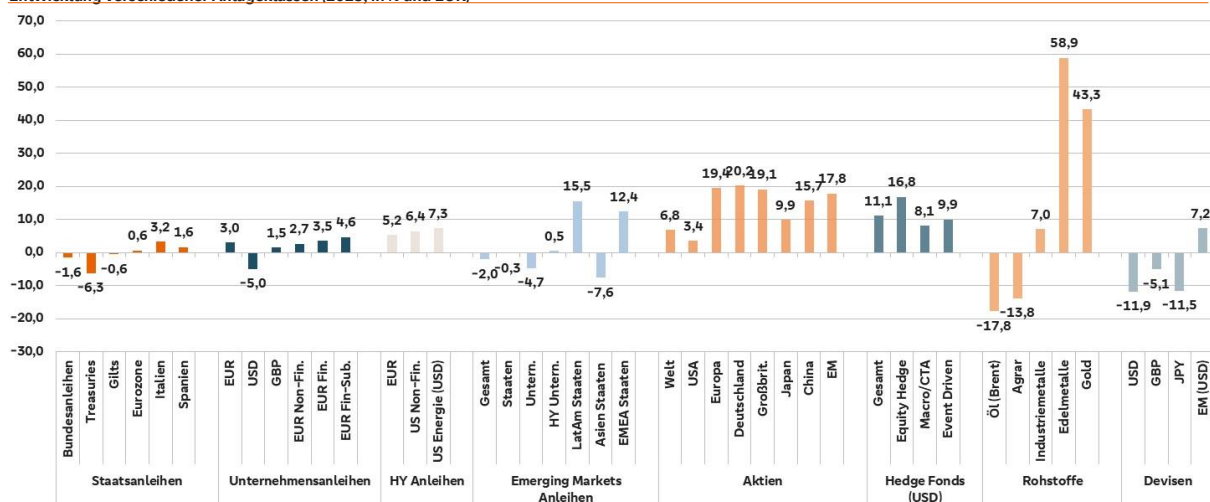
Dollar, Gold und Notenbanken – Steht die globale Währungsarchitektur vor einer Neuordnung?

Das Jahr 2025 wird als guter Jahrgang in die Kapitalmarktgeschichte eingehen. Die wesentlichen Anlageklassen trugen positiv zur Performance gemischter Anlagestrategien bei. Global waren die Aktienmärkte freundlich. Der breite MSCI World erzielte im dritten Jahr in Folge einen zweistelligen Gesamtertrag (+21,6% in US-Dollar). Europäische Aktien (gemessen am Stoxx Europe 600 Index) erreichten eine Gesamtrendite von 20,1% und konnten damit besser performen als der US-Aktienmarkt (S&P 500 Index bei 17,9% in Lokalwährung). Währungsadjustiert war der Unterschied noch größer, bereinigt um den Wechselkurseffekt verblieb aus Sicht eines Euroland-Investors von der S&P 500 Rendite im Kalenderjahr 2025 lediglich ein leichtes Plus von 3,9%. Mit der weltweit besten Performance wartete der koreanische Aktienmarkt auf. Der Kospi Index legte um 86% zu.

So war das gute Jahr allenfalls getrübt durch Belastungen aus der Wechselkursentwicklung, wenn Investoren einen hohen Anteil US-Dollar basierter Vermögenswerte im Portfolio hatten. Sehr schnell verdaut haben die Märkte den Zollschock vom April. Befürchtete Inflationsgefahren aus den Zöllen haben sich bislang nicht bestätigt. Auch das globale Wachstum bremste nicht so stark ab, wie es im Falle einer Protektionismusspirale aus Zöllen und Gegenzöllen hätte der Fall sein können.

Entwicklung verschiedener Anlageklassen in 2025

Entwicklung verschiedener Anlageklassen (2025, in % und EUR)

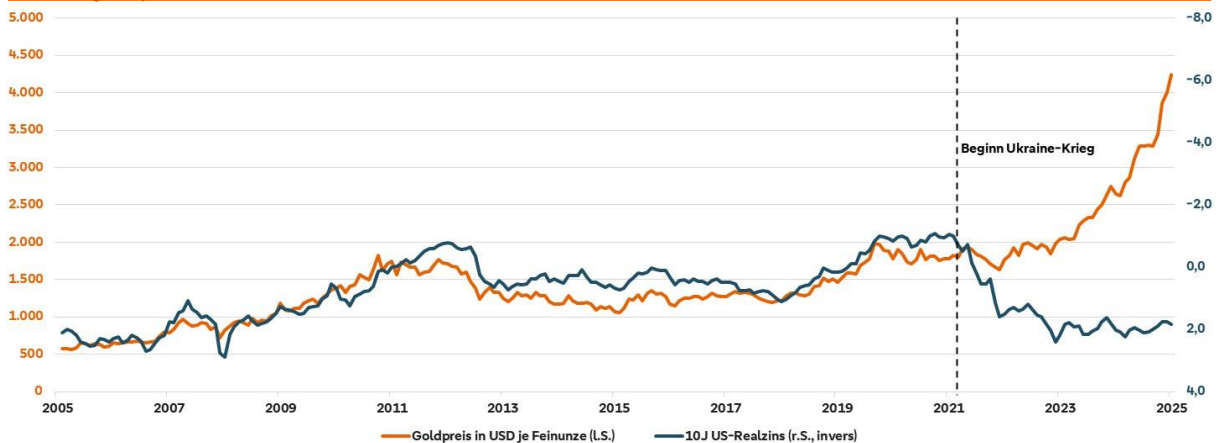


Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg; Anleihen, Hedge Fonds und Rohstoffe auf Basis Bloomberg Indizes; Aktien auf Basis MSCI Indizes; in EUR (wenn nicht anders angegeben); Stand: 31.12.2025

Als besonders herausstechend muss die Preisentwicklung von Gold vermerkt werden. Das Metall verbuchte das beste Jahresergebnis seit 1979 und ließ mit +72% andere Hauptanlageklassen weit hinter sich. Lediglich Silber erreichte mit +158% eine noch beeindruckendere Performance. Es ist kaum noch von der Hand zu weisen, dass sich die monetären Metalle seit einiger Zeit in einer grundsätzlichen Neuordnung ihrer Nachfragedynamik und ihres Preisverhaltens gegenüber Marktfaktoren befinden.

Entkoppelung von Goldpreis und Realzins

Entwicklung Goldpreis und US-Realzins



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 20 Jahre; Stand: 31.12.2025

Was befeuerte 2025 die fulminante Rallye im Goldpreis? Blickt man auf die einschlägigen Kommentare von Finanzpresse und Analysten, werden häufig nachwirkende Inflationssorgen, geopolitische Risiken, wirtschaftliche Unsicherheiten oder ein schwacher Dollarkurs angeführt. Diese Erklärungsansätze greifen vermutlich zu kurz.

Die globale Finanzarchitektur ruht seit 1971 – seit der Entkoppelung des Geldes von seiner bis dahin gültigen Basis, dem Gold – auf einem Versprechen, welches Vertrauen in die Geldfunktion von Papiergeld erfordert. Die beiden wichtigsten Geldfunktionen, Zahlungsmittel- und Wertaufbewahrungsfunktion, standen auch nach Übergang auf ein Papiergeldsystem lange nicht in Frage. Globale Ersparnisse und Überschüsse wurden selbstverständlich in „sichere“ Staatsanleihen und andere Festzins- und Nominalwerte angelegt. Insbesondere US-Staatsanleihen erfreuten sich einer beständigen Nachfrage aus Ländern und Regionen, die strukturelle Überschüsse erwirtschafteten, etwa Japan und China aus ihren exportorientierten Wirtschaftsmodellen oder Saudi-Arabien aus dem Verkauf von Rohöl („Petrodollar“). Die Werthaltigkeit dieser Anlagen wurde in Zeiten, in denen die Staatsverschuldung in westlichen Ländern allgemein noch niedrig bis moderat war und Inflationsgefahren von Notenbanken noch glaubwürdig bekämpft wurden nicht hinterfragt (etwa zu Paul Volckers Zeiten an der Spitze der US-Notenbank).

Über die Jahrzehnte stiegen Staatsausgaben und damit Defizite und Staatsschulden in vielen Ländern aber kräftig an. Spätestens mit der Finanzkrise 2008/09 setzten erste Zweifel ein, ob der gewaltige Risikotransfer der „Bankenrettung“ von privaten auf öffentliche Bilanzen nicht zu einer Überforderung der öffentlichen Finanzen und/oder zur Erosion der Wertstabilität der Währungen führen würde. Gleichzeitig haben sich die Rolle, die Selbstwahrnehmung und die Handlungsweisen vieler westlicher Notenbanken über die letzten vierzig Jahre schleichend modifiziert: Vom Währungshüter, der Inflationsgefahren erkennt und im Keim erstickt, zum Bereitsteller wachstumsfördernde Maßnahmen.

Anleger, die Rücklagen und Reserven für eine bestimmte Zeit in risikoarmen Instrumenten parken möchten, um sie zu einem späteren Zeitpunkt für Investitionen, Verbrauch oder Bedienung von Verbindlichkeiten einzusetzen, sind primär an der Kaufkraftstabilität der entsprechenden Anlagen interessiert. Über Jahrzehnte war diese Wertaufbewahrungsfunktion von Papiergeld, ob in D-Mark, Pfund, US-Dollar oder Euro, überwiegend nicht ernsthaft in Zweifel gezogen.

Unter der Ära Bernanke (US-Notenbank) und Draghi (EZB) haben die Zentralbanken mit Ankaufprogrammen, Null- und Negativzinsen und zahlreichen weit über den eigentlichen Notfall hinaus aufrechterhaltenden Notstandsmaßnahmen das Grundvertrauen in die Solidität der Währungen erodieren lassen. Im Rahmen der Covidkrise haben viele Staaten die Haushaltsdefizite erhöht. Das Zusammenspiel gewagter Geld- und Defizitpolitik mündete zusammen mit der Energiekrise in der Hochinflation der Jahre 2021-22, welche einen nachhaltigen Vertrauensverlust gegenüber der Bereitschaft zu Haushaltsdisziplin der großen westlichen Emittenten von Euro- und Dollaranleihen und in die Geldwertstabilität an sich nach sich zog.

Mit Bedenken beobachten manche Anleger, dass sich die Notenbanken teils auf ein Terrain abseits ihrer ursprünglichen Aufgabenspektren begeben haben, auch wenn diese je nach Währungsraum unterschiedlich definiert sind. Sie befürchten, dass die Zentralbanken sich im Bedarfsfall auch künftig bereitfinden könnten, Staatsdefizite zulasten der Währungsstabilität zu bedienen.

„Fool me once, shame on you. Fool me twice, shame on me.“

Englisches Sprichwort

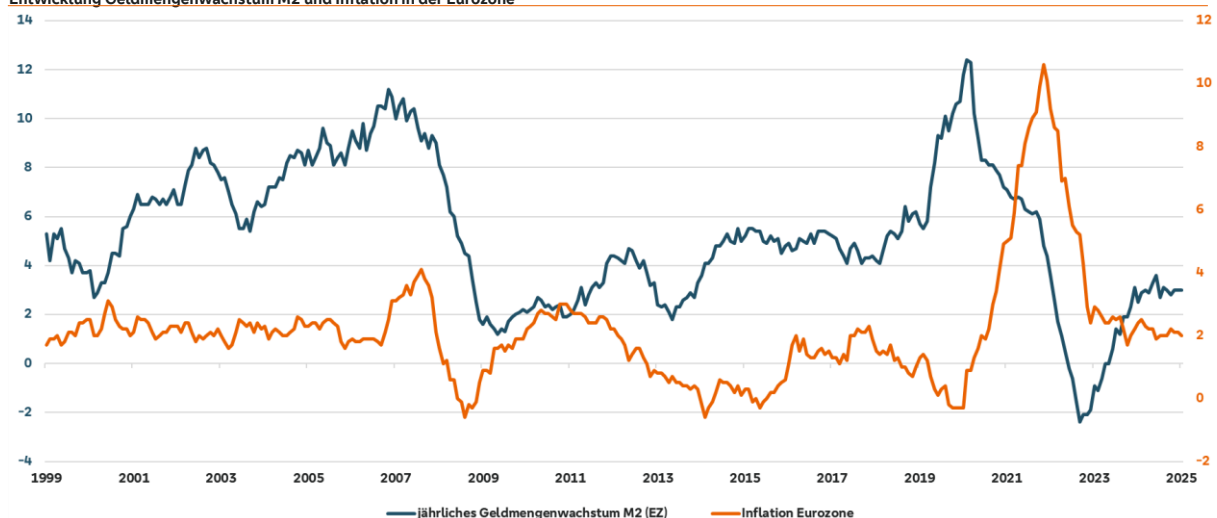
Der wiederholte Bedarfsfall kann mit Blick auf die Verschuldungsquoten vieler westlicher Staaten nicht ausgeschlossen werden. Aus den hohen Schulden resultiert für Staaten prinzipiell ein Inflationsanreiz. Denkbare Alternativen, um den Schuldenabbau zu erreichen, wären:

- Zahlungsausfall / Schuldenschnitte
- Hohes reales Wachstum
- Reformen und Sparprogramme, Rückkehr zu Haushaltsdisziplin

Für Anleger attraktiv wären auf Wachstum und Spardisziplin basierte Abbaupfade der Verschuldung. Diese Alternativwege sind bei näherer Betrachtung aber wenig wahrscheinlich.

Enger Zusammenhang zwischen Inflation und Geldmengenwachstum

Entwicklung Geldmengenwachstum M2 und Inflation in der Eurozone



Quelle: Bloomberg; seit 1999; Stand: 31.12.2025

Die Geldmengen im Dollar- und Euroraum wachsen seit Jahren deutlich oberhalb der Werte von Wertschöpfung, Verbraucherpreisen und Löhnen. Die Überforderung der öffentlichen Finanzen unterstreicht das Risiko einer Fortsetzung des Geldmengenwachstums.

Gold zeichnet sich dadurch aus, dass es nicht beliebig vermehrt werden kann. Der Zuwachs der globalen Goldmenge schwankt zwischen 1,5% und 2% pro Jahr. Das Metall zieht seine Wertbeständigkeit aus dieser Knappheit. Es ist kaufkraftbeständiges Wertaufbewahrungsmittel.

Unverändert gilt die zeitlose Aussage:

„Gold is money. Everything else is credit“.
J.P. Morgan

Investmentimplikationen: Unter der Annahme, dass Gold Geld ist, entspricht die Preisentwicklung der letzten Jahre nicht einer „Performance“, die Gold „erzielt“ oder um die es gar „zugelegt“ hat, sondern im Reziprok dem Kaufkraftverlust der jeweiligen Währung, in der die Wertentwicklung gemessen wird. Gold bleibt in sich das, was es über Jahrhunderte oder Jahrtausende war - nichtinflationierbares „Urgeld“ mit gleichbleibender Kaufkraft.

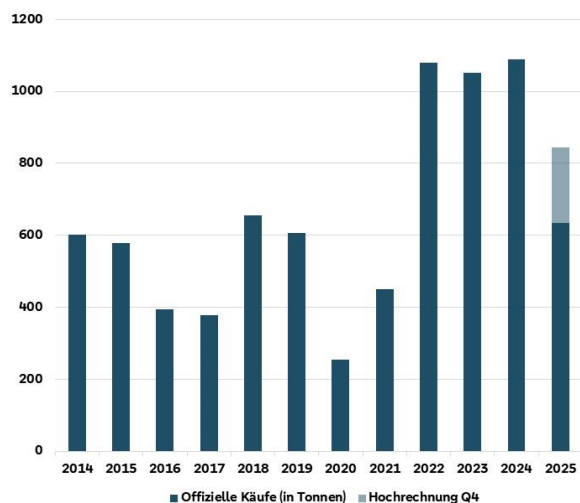
Über weite Strecken der (Geld-)Geschichte waren goldgedeckte Geldsysteme der Normalzustand. Die Entankerung des Geldes von Gold, wie seit 1971 Praxis, ist im historischen Kontext eher eine Ausnahme. Über einige Jahrzehnte hatten Ent-Monetisierung des Goldes und Papiergeldsystem das Vertrauen der globalen Kapitalmärkte. Seit dem Jahr 2022 aber lässt der Goldpreis ein Misstrauensvotum der Märkte in die Nach-Bretton Woods-Finanzordnung erahnen.

Ist die Goldpreisentwicklung die viel diskutierte De-Dollarisierung?

Beginnend im Jahr 2022 entfachte sich eine zuvor nie gekannte Nachfragedynamik von Notenbanken nach Gold. Diese zusätzliche, strukturelle Nachfrage kann als einer der Haupttreiber der Goldpreisentwicklung der letzten drei Jahre gewertet werden.

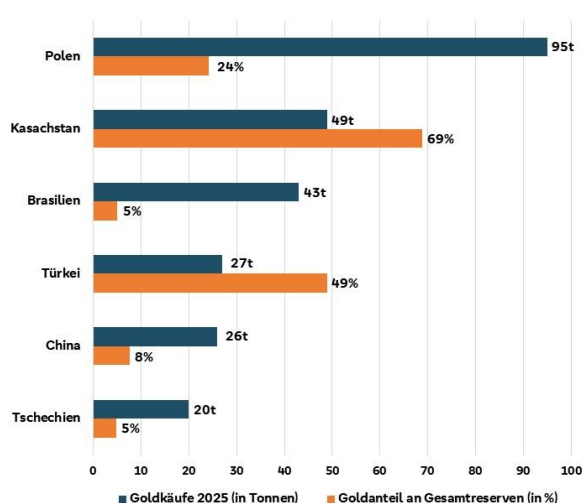
Anhaltend hohe Gold-Nachfrage durch Zentralbanken

Jährliche Goldankäufe durch Zentralbanken



Quelle: Bloomberg, IWF; Stand: 30.09.2025

Goldankäufe ausgewählter Zentralbanken in 2025



Insbesondere Notenbanken aus Schwellenländern kaufen Gold in ungeahntem Ausmaß. China wird als weit größter Ankäufer von physischem Gold auf den internationalen Märkten vermutet, belastbare Zahlen sind offiziell aber kaum erhältlich. Den offiziellen Zahlen nach waren im ersten Halbjahr 2025 die Notenbanken aus Polen, Kasachstan und der Türkei die größten Käufer von Gold. Allein Polen erwarb über das Halbjahr hinweg 67 Tonnen des Edelmetalls. Bereits 2024 lag Polen mit knapp 90 Tonnen an der Spitze der weltweiten Goldnachfrage durch Notenbanken.

Die Motivation hinter den Notenbankkäufen ist klar. Es geht um Unabhängigkeit. Die ausgeprägte Schwäche des US-Dollar im Jahr 2025 deutet auf erhebliche Kapitalabflüsse aus dem Dollarraum. Zentralbanken in Asien und anderen Schwellenländern kaufen nicht nur Gold, sie schichten vermutlich zudem aktiv US-Dollar denominated Nominalwerte in großem Stil in Gold um.

Vor 2022 investierten die Staaten mit Leistungsbilanzüberschüssen ihre Reserven vorwiegend in US-Staatsanleihen und auch in bonitätsstarke Staaten der Eurozone. Seit der Erkenntnis, dass Zugang zu und Werthaltigkeit dieser Anlagen vom Wohlwollen westlicher Staaten und politischer Großwetterlage abhängen, steht die Eignung von Staatsanleihen für viele globale Notenbanken grundsätzlich und nachvollziehbar in Frage. Seither bleiben Anlagen in Staatsanleihen vielfach aus. Ein verbleibender Markt, der über die nötige Tiefe verfügt, die gigantischen Anlagebedarfe absorbieren und substituieren zu können, ist Gold.

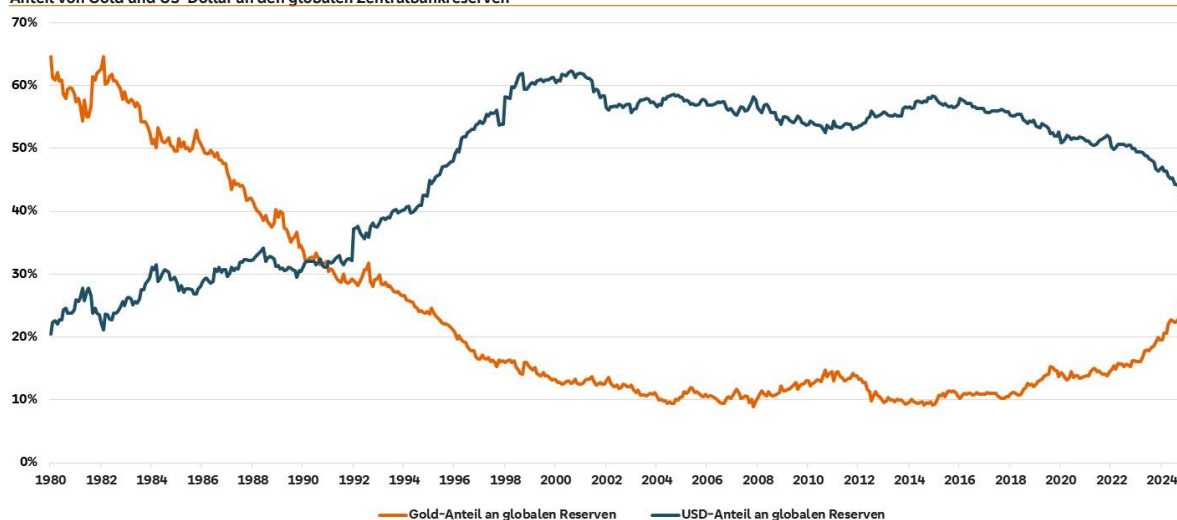
Ist mit dieser Entwicklung auch der Abgesang auf den US-Dollar eingeläutet?

Unter dem Schlagwort „De-Dollarisierung“ wird seit geraumer Zeit der Abtritt des Dollar als globale Leitwährung von der internationalen Währungsbühne diskutiert, ja geradezu heraufbeschworen. Diese Debatte mutet etwas theoretisch, zugleich teils auch weltfremd an, weil es schlicht an realistischen Alternativen mangelt, welche die Vormachtstellung des Greenbacks ernsthaft herausfordern könnten. Andere Währungsräume, wie Euro, Yen, Schweizer Franken oder Pfund haben einen viel zu kleinen Anteil an weltweiten Handels- und Transaktionsvolumina, um auf Augenhöhe mit der US-Währung sein zu können. Dem chinesischen Renminbi fehlt die Haupteigenschaft einer globalen Leitwährung, die freie Konvertierbarkeit. China bleibt absehbar ein geschlossener Währungsraum mit Kapitalverkehrskontrollen und fehlender Einbindung in die globale Zahlungs- und Abwicklungsinfrastruktur.

Unter den Papierwährungen wird so schnell keine andere Währung in der Lage sein, dem Dollar den Rang abzulaufen. Berechtigt ist hingegen die Frage, ob Gold die Vormachtstellung des Dollars als Reserveinstrument und als Anker des globalen Finanzsystems herausfordern kann.

Zentralbankreserven: Gold gewinnt an Bedeutung

Anteil von Gold und US-Dollar an den globalen Zentralbankreserven



Quelle: Bloomberg, IWF; seit 1999; Stand: 30.11.2025

Seit Jahren wird spekuliert, dass die BRICS+ Staaten eine gemeinsame goldbasierte Währung ins Leben rufen könnten. Es ist kein Geheimnis, dass vielen Schwellenländern die Abhängigkeit vom Dollar ein Dorn im Auge ist und sie sich insbesondere im Handel untereinander gern unabhängiger

von westlichen Zahlungs- und Abwicklungssystemen, wie auch von der Verrechnungswährung Dollar, aufstellen würden. Viele BRICS-Gipfel haben dazu bislang wenig Konkretes hervorgebracht, zu unterschiedlich scheinen auch die Interessenslagen der beteiligten Länder. Eine Abkoppelung der gegenseitigen Handelsbeziehungen vom Dollarsystem, die zur Verrechnung in den jeweiligen Lokalwährungen führen würde, ist langfristig aber in jedem Fall keine sinnvolle Alternative: Es ist unwahrscheinlich, dass etwa Indonesien in dem Maße indische Währung benötigt, wie es Waren nach Indien exportiert oder Südafrika Interesse an einer dauerhaften Bezahlung in Ringgit für seine Ausfuhren nach Malaysia hat. Der Bedarf für eine gemeinsame Verrechnungseinheit für den Handel der großen Schwellenländer untereinander, um sowohl Unabhängigkeit von Dollar-Risiken und westlicher Finanzinfrastruktur zu erreichen, als auch eine effiziente Handelsarchitektur zu schaffen, erscheint also nachvollziehbar und auch als wahrscheinliche Entwicklung über die kommenden Jahre.

Gold wäre ein natürlicher Kandidat als Ankerpunkt und Recheneinheit einer solchen gemeinsamen Quasi-Währung oder einem flexiblen Handelswährungsverbund, bei dem die lokalen Währungen weiterhin als inländische Zahlungsmittel bestehen bleiben würden. Denkbar wären auch Blockchain basierte Lösungen, doch wäre Gold auch kulturgeschichtlich in vielen Schwellenländern ein logischer Kern, weil es in vielen Regionen über eine lange monetäre Tradition und entsprechendes Vertrauen verfügt.

Die hohen Ankaufvolumina asiatischer Notenbanken können daher durchaus als Vorbote einer monetären Neuordnung in den Schwellenländern interpretiert werden. Würde Gold eine Rolle als remonetisierter Kern einer gemeinsamen BRICS+ Verrechnungswährung erlangen, wären die bis dahin aufgebauten Goldreserven der teilnehmenden Notenbanken von essentieller Bedeutung.

Es wäre anzunehmen, dass es im Kalkül vieler Notenbanken steht, zu Beginn eines solchen gemeinsamen Verrechnungssystems eine möglichst günstige Ausgangsposition im Sinne einer kaufkraftstarken Lokalwährung zu erreichen. Ähnlich wie zu Euro-Einführung die jeweiligen Wechselkurse zwischen Altwährung und Gemeinschaftswährung nach ökonomischen Fundamentaldaten festgelegt wurden, würden bis dahin aufgebaute Goldreserven eine zentrale Rolle in den Erstkonvertierungsverhältnissen spielen. Die rekordhohen Notenbankenkäufe, die derzeit zu beobachten sind, gleichen daher fast einem Wettlauf um eine kaufkraftstarke Ersttaxierung der lokalen Währungsreserven.

Der Abgesang auf den Dollar kommt gewiss zu früh mit Blick auf globale Handelsströme und Handelskonventionen. Im globalen Freihandel ist die Leitwährung zu tief in Prozess-, Liefer- und Zahlungsketten integriert, als dass zügig alternative Konventionen geschaffen werden könnten. Die Demission des Dollars als dominierende Transaktionswährung steht gewiss nicht unmittelbar bevor. Im monetären Raum werden aber sukzessive Fakten geschaffen. Nicht wie in der Vergangenheit durch internationale Konferenzen oder Bretton Woods Übereinkünfte, sondern durch die normative Kraft des Faktischen. Physisches Gold wandert unter hohen Transaktionsvolumina aktuell von „West nach Ost“. Die Ankäufe und addierten Goldbestände der Schwellenländer-Zentralbanken bringen Gold de facto zurück in eine monetäre Rolle. Eine schleichende Rückabwicklung der Entbindung des Geldes vom Gold nach 1971 könnte damit bereits in vollem Gange sein. Nicht durch formale Beschlüsse, sondern durch Marktbewegungen und den Preis des Goldes selbst. Im Ergebnis ist irgendwann ein Punkt erreicht, an dem die „Goldene Regel“ greift: Wer das Gold hat, macht die Regeln.

Investmentimplikationen: Zum Glück bedarf es für Anleger keiner Spekulation oder Prognose darüber, ob eine goldbasierte BRICS-Währung geschaffen wird oder nicht. Die Aufgabe von Gold im Portfolio ist anderer, geradezu gegensätzlich, nichtspekulativer Natur. Gold soll als Baustein im Portfolio die Risiken anderer Anlageklassen ausbalancieren und das hinterlegte Kapital – als Kasse-Ersatz – zuverlässig in seiner Kaufkraft schützen.

Gold ist und bleibt, was es immer war: Primär ein Wertaufbewahrungsmittel ohne Gegenparteirisiko, ohne Bonitätsrisiko, ohne Ausfallrisiko (für Notenbanken und internationale Pensionsfonds zusätzlich: ohne politisches Risiko, ohne Sanktionsrisiko). Eine Versicherung gegen Kaufkraftverlust, gegen finanzielle Repression, gegen die beliebige Ausweitung der Geldmengen, Schutz vor Null- und Negativzinsen. Erlangt es im Zuge einer möglichen Neuordnung des globalen Geldsystems künftig eine Wiederverankerung als monetäre Basis für größere Währungsräume oder Währungsverbünde, ist darin lediglich eine zusätzliche „kostenlose“ Call-Option für Anleger zu sehen, niemals aber die Begründung für eine Investition in Gold an sich.

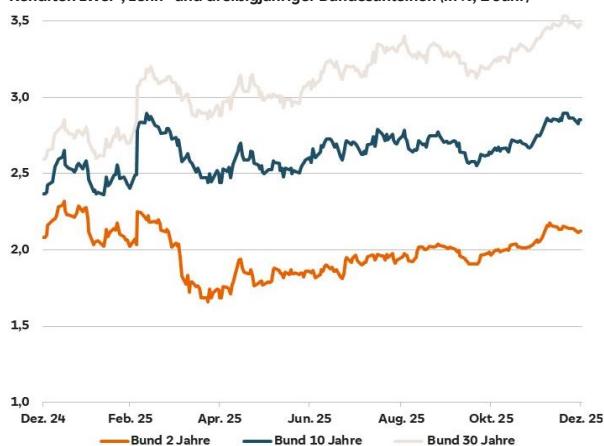
Die Frage, ob Gold nun „zu teuer“ und daher „Gewinnmitnahmen“ geboten seien, stellt sich für die meisten langfristigen Investoren, die sich bewusst für die direkte Haltung von physischem Gold entschieden haben, meist nicht. Der Rücktausch von Gold in Papierwährung setzt den Anleger schließlich neuerlich jenen Risiken aus, denen er mit der Entscheidung für Gold bewusst entgehen wollte.

Die Goldnachfrage wurde 2025 aber auch von der Investmentseite angetrieben. Die Bestände von Gold-ETFs erhöhten sich und viele institutionelle Anleger, Family Offices und Fondsmanager entdeckten Gold als sinnvolle Portfolioergänzung. Dabei können insbesondere Umschichtungen von klassischen Rentenanlagen in Gold vermutet werden. Die Enttäuschungen der Vorjahre, in denen Anleihen nicht mehr als Hedge gegen Aktienschwäche funktionierten und auch ihre Funktion als sicherer Hafen in Krisen verloren, hat bei vielen Portfolioverantwortlichen zu einem Überdenken von Rentenquoten geführt. Speziell die hohen Verluste, die Renteninvestments im Jahr 2022 infolge des Inflationsschocks erlitten, haben Marktteilnehmer veranlasst, gebotene und gerechtfertigte Rentenanteile am Gesamtvermögen einer grundsätzlichen Neubewertung zu unterziehen.

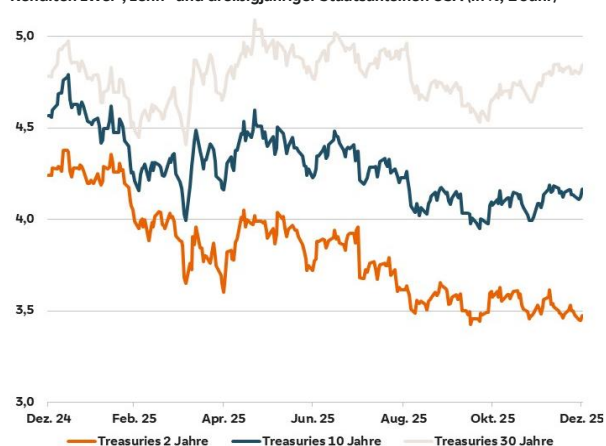
Diese Skepsis erhält zusätzliche Nahrung aus der offenkundig weiterhin hohen Bereitschaft vieler Notenbanken, sehr zügig, bei erstbestener Gelegenheit geldpolitische Lockerungen vorzunehmen und Zinsen auch dann abzusenken, wenn die Inflationsraten noch auf erhöhtem Niveau verharren. Die ihr zugeordnete Rolle als „lender of last resort“ hat sich bei allzu viele Notenbanken schleichend zum „lender of first resort“ gewandelt.

Renditen von Bundesanleihen und US-Staatsanleihen

Renditen zwei-, zehn- und dreißigjähriger Bundesanleihen (in %, 1 Jahr)



Renditen zwei-, zehn- und dreißigjähriger Staatsanleihen USA (in %, 1 Jahr)



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2025

Verständlicherweise setzen sich Anleiheinvestoren mit Investitionen in Nominalwerten Risiken aus, wenn sie davon ausgehen müssen, dass fortgesetzte oder immer wieder erhöhte Überraschungsinflation infolge zu lockerer Geldpolitik die realen Erträge ihrer Anlagen schmälert. So erklärt sich die historisch ungewöhnliche Entwicklung der letzten Monate, in denen lange Laufzeiten auf hohen Renditeniveaus verharrten, obwohl Zinssenkungen der Notenbanken zu Renditerückgängen am kurzen Ende der Laufzeitstruktur führten.

Viele Investoren trauen Staatsanleihen mit langen Laufzeiten nicht mehr im gleichen Maße wie früher und fordern nun höhere Risikoprämien ein; sowohl für die erhöhten Inflationsgefahren als auch für Bonitätsrisiken als Folge überstrapazierter Staatshaushalte. Markt- und Renditeentwicklungen bei britischen, französischen, japanischen und auch US-amerikanischen Staatsanleihen haben über die letzten Monate immer wieder gezeigt, dass in vielen westlichen Staaten, deren Bonität lange über jeden Zweifel erheben schien, die Grenzen der Schuldentragfähigkeit und auch die Grenzen der Geduld und Aufnahmebereitschaft der Rentenmärkte ausgetestet werden.

Können Notenbanken ihre Versprechen der Preisstabilität nicht mehr glaubwürdig aufrechterhalten und bleibt die Bereitschaft von Regierungen zu weitreichenden Reformen sowie Haushaltsdisziplin und Sparmaßnahmen gering, wird Vertrauen in die Werthaltigkeit langlaufender Staatsanleihen weiter schwinden und deren Kurse belasten.

Gerade in Europa scheinen Kraft und Wille zu notwendigen Reformen weiterhin kaum vorhanden. Die Reformhoffnungen in Deutschland sind nahezu vollständig verpufft, Enttäuschung und Ernüchterung macht sich breit. Die wirtschaftliche Lage ist so offensichtlich prekär, dass es an dieser Stelle dazu keiner weitergehenden Betrachtung mehr bedarf. Die Wirtschaftsforschungsinstitute rechnen selbst unter dem Einfluss der schuldenfinanzierten Staatsausgaben („Sondervermögen“) für 2026 im Mittel gerade noch mit einem Wachstum von 1%. Die Bundesrepublik befindet sich nicht nur in der schwersten Wirtschaftskrise seit 1945, sondern in einer tiefen Strukturkrise. Deren bekannte Ursachen (Bürokratie, Regulierung, Steuer- und Abgabenlast, Energiepreise, Sanktionspolitik, Fehlanreize, vernachlässigte Investitionen in Bildung, Forschung und Infrastruktur, usw.) lassen den Kapitalstock beständig weiter erodieren und führen zu dauerhafter Abwanderung von Unternehmen und Kapital sowie zu struktureller Deindustrialisierung, ohne erkennbare Konzepte, welche Alternativen an die Stelle des in Auflösung befindlichen Geschäftsmodells (Industrie, produzierendes Gewerbe) treten sollen.

Das Erklärmuster, Europa (und speziell Deutschland) habe derzeit eben ein wenig Pech, zwischen zwei Regionen (Nordamerika, China) aufgerieben zu werden, greift zwar zu kurz, die Analyse, dass Europa aktuell einem härteren Gegenwind in den internationalen Wettbewerbsbedingungen ausgesetzt ist, trifft aber freilich zu. Die USA verfolgen ihren „America first“ Ansatz sehr konsequent. Zölle, heimische Reindustrialisierungsanreize, niedrige Steuern und Energiepreise setzen kräftige wachstumsfördernde Impulse für dort beheimatete Unternehmen. Mit den Wachstumskräften, welche die USA aus dem Technologiebereich mobilisieren, verfügen sie über ein globales Alleinstellungsmerkmal. Aus der entgegengesetzten Himmelsrichtung wird China Jahr für Jahr leistungs- und wettbewerbsfähiger. Hochspezialisierte Maschinen, Anlagen und Ausrüstungsinvestitionen, die China früher von deutschen Unternehmen bezog, fertigt das Land heute selbst, oft in besserer Qualität und zu niedrigeren Preisen. Viele Erzeugnisse, die einst aus Europa eingekauft wurden, landen heute umgekehrt als hochgradig wettbewerbsfähige Exporte und Billigkonkurrenz auf den europäischen Märkten. China ist zum weltweit führenden

Exporteur von Automobilen aufgestiegen und hat dabei Japan und Deutschland hinter sich gelassen. Anders als Europa vernachlässigen die Chinesen auch nicht nötige Investitionen in die Zukunft: Mit jährlich 3,5 Mio. Absolventen in den MINT-Disziplinen bildet das Land mehr als doppelt so viele Fachkräfte der Zukunft aus wie Deutschland und die USA zusammen.

Natürlich ist der Rückbau des internationalen Freihandels Gift für Europa und die produktions- und exportbasierten Geschäftsmodelle vieler EU-Länder. Doch die Misere lediglich „unglücklichen Umständen“ oder der konsequenten Verfolgung von Eigeninteressen anderer Wirtschaftsräume anzulasten, wäre zu kurz gesprungen. Diese Argumentation gleiche einer im Rückstand befindlichen Fußballmannschaft, die den Gegner auffordert, schlechter zu spielen, damit man selbst auch einmal Gelegenheit habe, ein Tor zu erzielen.

In Teilen begann die Eintrübung der Lage der deutschen Wirtschaft bereits 2018. Seit diesem Jahr ist die Industrieproduktion rückläufig und zeigt mit fast -20% unterhalb ihres damaligen Hochs ein für ein Industrieland dramatisches Ausmaß an strukturellem Niedergang. Die Wirtschaftsleistung ist drei Jahre in Folge geschrumpft, eine Entwicklung, die es seit Bestehen der Bundesrepublik nie zuvor gab. Die Zahl der Insolvenzen stieg 2025 auf den höchsten Stand seit 2014. Über 17.000 Firmenpleiten stehen gerade einmal etwas mehr als 3.500 Neugründungen gegenüber. Bei der Insolvenzwelle spielen sicher Nachholeffekte aus der langen Phase niedriger Zinsen und der damit bewirkten „Zombifizierung“ genauso eine Rolle, wie die noch einige Zeit nachwirkenden staatlichen Coronahilfen. Doch zeigt dieser Wert, gleichsam wie jüngste Produktions-, Arbeitsmarkt- und Konsumdaten, dass ohne Wiederherstellung der Grundlagen der Wettbewerbsfähigkeit allein aus einer Verbesserung der zyklischen Daten keine grundlegende Wende zum Besseren zu erhoffen ist. Solange auf der einen Seite Exporte, Produktion, Beschäftigung im privaten Sektor und Wirtschaftsleistung schrumpfen und auf der anderen Seite Staatsausgaben, Schulden und Beschäftigung im öffentlichen Sektor steigen, liegt eines der abzustellenden Grundprobleme im Bereich des Willens und der Bereitschaft.

Die Prognose scheint dabei aktuell nicht günstig. Drei grundlegende Problemfelder stehen einer Gesundung im Wege:

- 1) mangelnde Breite und Tiefe der notwendigen Reformagenda.

Vielfach herrscht die Sichtweise vor, einige schuldenfinanzierte Fiskalprogramme könnten die Probleme beheben, man müsse nur genügend (fremdes) „Geld in die Hand nehmen“. Die Programme drohen aber absehbar zum Strohfeuer zu werden, solange sie nicht von entsprechend nötigen Strukturreformen begleitet sind.

Großen staatlichen Ausgabeprogrammen wohnt – fast schon als Normalfall – oft die Problematik inne, dass eine produktive Verwendung durch Bürokratie- und Verwaltungsaufwand, Verschwendung, mangelndes Effizienzinteresse, Korruption und Fehllenkung geschmälert wird. Auch im Falle der „Sondervermögen“ der Bundesregierung für Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben steht zu befürchten, dass nur ein überschaubarer Anteil der Milliarden sinnvolle und investive Verwendung finden wird. Vermutlich fließen die Pakete auch zu einem Großteil in konsumtive Verwendung oder Projekte, die über den regulären Haushalt hätten finanziert sein können. So errechnete das IW in Köln, dass bis 2029 fast die Hälfte der Kredite drohen zweckentfremdet zu werden, bis zu 133 Mrd. Euro wären bei genauerer Betrachtung „Mogelpackungen“, denen kein Investitionscharakter innewohnt.

2) Nichtteilnahme an KI und anderen Zukunftstechnologien

Künftiges Wachstum wird nicht durch Regulierung ermöglicht, sondern durch die Teilhabe an den Wachstumstreibern der Zukunft. Dass Europa bei KI und anderen technologischen Innovationen den Anschluss weitgehend verpasst hat, ist offenkundig.

Dabei wäre gerade die industrielle Wirtschaftsstruktur Europas prädestiniert dafür, von den Möglichkeiten der Verknüpfung von KI mit Produktionsprozessen hohes künftiges Wertschöpfungspotential zu schaffen und Technologieführerschaft zu erreichen.

Die Versäumnisse scheinen vielfach aber kaum noch aufholbar. Mit weiter verstreichender Zeit vergrößert sich die Lücke zu den führenden Anbietern und Anwendern von KI-Lösungen aus den USA. Neben Regulierung, mangelnder Kompetenzcluster und fehlender Finanzierungsstrukturen für Start-ups ist auch bei KI das Thema Energie von erheblicher Tragweite. Nicht nur die Industrie, auch KI-Anwendungen und Datacenter sind energieintensiv und damit unter hohen Strompreisen nicht zu betreiben. Die USA erreichen mit mehr als 100 Mrd. Dollar p.a. mehr als das Zehnfache der privaten Investitionen, die in Europa für KI und IT-Infrastruktur mobilisiert werden.

Forschung und Entwicklung und die Schaffung der Bildungsinfrastruktur für Spitzenforschung sind Vorbedingungen für den notwendigen Aufholprozess. Das Wachstum von morgen erfordert spezialisierte Fachkräfte, IT-affine Ingenieure und Spitzenforschung. Auch dieses Feld wurde in Europa lange vernachlässigt.

Viele Ausgabenwünsche, Zusagen und Versprechen in Westeuropa wachsen heute schneller als die Steuereinnahmen und bedeutend schneller, als es durch die noch vorhandene wirtschaftliche Leistungsfähigkeit gedeckt ist. Steuer- und Abgabelast sind bereits vielfach sehr hoch. Länder wie Großbritannien, Frankreich und Norwegen haben in ihren sich ähnlichen Versuchen „Reiche“ stärker zu besteuern, die Erfahrung gemacht, dass damit die Steuereinnahmen sinken, nicht steigen. Die Leistungsträger wandern ab, die verbliebenen Steuerzahler müssen einen höheren Anteil der Steuerlast stemmen. An dieser Stelle sei an das ökonomische Konzept der [Laffer-Curve](#) erinnert. Vielversprechende Alternativansätze wären nach dem Vorbild der Schweiz oder Singapur darin zu suchen, attraktive Bedingungen für Fachkräfte und Leistungsträger zu schaffen und diesen offen und einladend gegenüberzutreten.

3) Die institutionelle Qualität bröckelt

Ob eine Umkehr möglich ist, hängt nicht unerheblich auch an Aspekten wie Bereitschaft zu Leistungsmentalität, Rückkehr zu Leistungsprinzip und am Willen, Marktprozesse, schöpferische Zerstörung und meritokratische Positivselektionen zuzulassen. Dabei spielen gesellschaftliche Institutionen und deren Verfasstheit eine wesentliche Rolle.

Das aufschlussreiche Buch „Why Nations Fail“ der Nobelpreisträger Daron Acemoglu und James A. Robinson gibt Einblick in die typischen Faktoren hinter erfolgreichen Veränderungsprozessen in Gesellschaften und Staaten und weniger erfolgreiche Entwicklungen von politischen und wirtschaftlichen Gegebenheiten. Die zentrale These ist, dass Erfolgsfaktoren nicht von Lage, Klima, Geografie oder Kultur abhängen, sondern primär von der Qualität der Institutionen. Sollte die institutionelle Qualität in Frage gestellt werden, wird die Zielsetzung, Wachstumspfade zu reaktiveren, deutlich erschwert.

KI kein Allheilmittel

So wichtig es ist, dass Europa der Anschluss an die Technologien der Zukunft wieder gelingt, so verfehlt wäre die Sichtweise, dass damit ein Allheilmittel gefunden wäre. Marktentwicklungen, -erwartungen, -bewertungen rund um KI sind bereits sehr weit gelaufen, die erzielten Kursgewinne in den „Winner takes it all“ Geschäftsmodellen überaus spektakulär. Die Bewertungen vieler Technologieaktien werfen seit geraumer Zeit die berechtigte Frage auf, ob eine „KI-Blase“ entstanden sein könnte.

Gerade die gigantischen Investitionssummen der großen KI-Konzerne, die Jahr für Jahr weiter steigen, stellen eine einmalige Haupteigenschaft der Attraktivität von Technologieunternehmen als Kapitalanlage grundlegend unter Vorbehalt: Die vermutete, geringe Kapitalintensität verkehrt sich heute in Versorger-ähnliche, kapitalintensive Geschäftsmodelle, deren Fortexistenz von stetigen Erneuerungs- und Ausrüstungsinvestitionen abhängt. Damit befinden sich Geschäftsmodelle im Wandel. Auch die KI-Unternehmen werden nach einer gewissen Zeit auch den Nachweis erbringen müssen, dass sich die hohen Investitionen rechnen (u.a. auch unter der Nebenbedingung chinesischer Konkurrenz). Ihre Bewertungen und die hohen Erwartungen der Märkte an künftig mögliches Gewinnwachstum bieten in den meisten Fällen kaum Sicherheitsmarge für den Fall von Enttäuschungen.

„Aktien mit hoher Bewertung sind nicht automatisch Wachstumswerte.“
Campell Harvey

Aktien mit sehr ambitioniertem Bewertungsniveau

S&P 500: inflationsbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der durchschnittlichen Gewinne der letzten 10 Jahre (PE/10 Ratio)



Quelle: Robert F. Shiller, Yale Department of Economics; Zeitraum 1920 – 2025; Stand: 31.12.2025

Das sog. PE/10, also das über die Gewinne der letzten 10 Jahre geglättete, normalisierte und inflationsbereinigte KGV des S&P 500 liegt zum Jahresende 2025 bei 38,8, was dem 98,7% Perzentil in einer im Jahr 1880 beginnenden Datenreihe entspricht. Wir hatten in der Vergangenheit gute Gründe identifiziert, warum Bewertungen im Zeitablauf in einem Papiergeldsystem durchaus begründet strukturell und dauerhaft ansteigen können (Kurzzusammenfassung: Gewinne sind, wie Gold und andere Sachwerte, knappe, nicht vermehrbare Güter, anders als die Währung, in der sie denominated sind*), doch scheint auch unter dieser Prämisse das derzeit vorherrschende Bewertungsniveau strapaziert.

* Eine in diesem Kontext hochgradig relevante [Studie](#) („Financialization: How Deficits Inflate Profits and Equity Valuations“) legten im Dezember 2025 die Analysten von Research Affiliates vor. Erkenntnis: Solange hohe Staatsdefizite Konsum und weitere Finanzialisierung anheizen, erhöhen sich auch Unternehmensgewinne und Aktienmarktbewertungen direktional weiter.

Gesamthaft erwarten Analysten für den S&P 500 aber weiterhin hohes Gewinnwachstum. Für das Jahr 2026 sind etwa 16% Gewinnzuwachs prognostiziert. Sprudeln die Gewinne weiter, können in vielen Fällen die hohen Bewertungen durchaus auch unterfüttert sein, bzw. zeigte sich über die vergangenen Jahre bei vielen Unternehmen, wie mit sehr hoher Gewinndynamik auch realistisch in hohe Bewertungen hineingewachsen werden kann. Für die USA ist nach vorne blickend auch keine gesamtwirtschaftliche Abschwächung zu befürchten. Noch immer sind die Defizite hoch, wachstumsfördernde Maßnahmen in Fülle vorhanden und eine unverändert hohe Investitionsdynamik zu erwarten.

Selbst für Europa wären unter günstigen Bedingungen (stärkere Belebung der Aktivität in Deutschland als erwartet, nennenswerte Reformmaßnahmen in einzelnen Ländern oder auf EU-Ebene, erfolgreicher Abschluss von Freihandelsabkommen mit Lateinamerika und weiteren Regionen, Frieden in der Ukraine, usw.) Szenarien vorstellbar, in denen Wachstum und Marktbedingungen positiv überraschen und so Kapitalmarktrenditen zulassen, die auf Basis moderater Ausgangsbewertungen auch schnell oberhalb derzeit als realistisch erachteter Bandbreiten liegen könnten.

Optimismus schöpften die Märkte zuletzt auch aus der wieder steigenden Liquiditätszufuhr. Parallel zur allgemeinhin erwarteten Zinssenkung um 0,25% im Dezember setzte die US-Notenbank durchaus überraschend ein Ankaufprogramm für kurzfristige US-Schatzwechsel auf – ohne konkretes Enddatum kauft die Zentralbank nun wieder monatlich bis zu 40 Mrd. US-Dollar an T-Bills auf und führt den Märkten so zusätzliche Liquidität zu.

Die EZB überraschte im Dezember mit der Aussage ihres Direktoriumsmitglieds Schnabel, dass der nächste Zinsschritt nach oben gerichtet sein könnte. Die Anleihemärkte reagierten darauf überraschend heftig mit nennenswerten Renditeausweitungen. Die Geldmärkte preisen für 2026 auch tatsächlich leicht steigende Kurzfristzinsen ein. Allerdings haben zuletzt unterhalb der Erwartungen liegende Inflationsraten zum Jahresende 2025 den Zinsausblick wieder etwas entspannen können, sodass Vieles für unveränderte EZB-Zinsen im Jahr 2026 spricht.

Generell bleibt der Preisdruck in der Eurozone mit schwachem Wachstum und niedrigen Energiepreisen zunächst auch weiter gedämpft. Preistreibende Sondereffekte resultieren zunächst nur aus steigenden Co2-Abgaben und dem erhöhten Mindestlohn in Deutschland. Auch die US-Zölle entfalten netto weiterhin eine disinflationäre Wirkung in der Eurozone, weil geringere Warenexporte und zusätzliche chinesische Einfuhren angebotserhöhend und damit preissenkend wirken.

Das Umfeld niedrigerer Energiepreise könnte anhalten. Noch ist es zu früh, um genau abschätzen zu können wie die Interventionen der USA in Venezuela, dem Land mit den weltweit größten Ölreserven, aber aktuell kaum vorhandener tatsächlicher Förderung, auf die Angebotsdynamik am Ölmarkt wirken wird. Wie schnell die Förderung in Anbetracht der maroden Infrastruktur und jahrelanger Unterinvestitionen aktiviert werden kann, ist derzeit noch mit begrenzter Informationsgüte versehen. Sicher scheint aber, dass über die kommenden Jahre deutlich mehr Angebot auf den Markt gelangen könnte, als es unter Beibehalt des Maduro-Status-Quo der Fall gewesen wäre.

Im Rentenbereich sind die Risikoaufschläge in nahezu allen mit Bonitätsrisiken verbundenen Segmenten eng und gehen im historischen Vergleich mit einer unterdurchschnittlichen Risikokompensation einher. Verbleibende Möglichkeiten für Anleiheinvestoren lassen sich primär in Lokalwährungsanleihen ausgewählter Schwellenländer identifizieren.

In Zusammenfassung der betrachteten Aspekte kommen wir zu einigen Thesen und Grundannahmen für das Kapitalmarktjahr 2026:

- Staatsverschuldung und Defizite bleiben hoch, daraus resultieren Gefahren fiskalischer Dominanz und finanzieller Repression – folglich scheint eine Präferenz von Sachwerten gegenüber Nominalwerten ratsam
- Im Rentenbereich bevorzugen wir kurze und mittlere Laufzeiten gegenüber sehr langen Zinsbindungsrisiken
- Dabei bevorzugen wir in der Neuanlage unverändert inflationsindexierte Anleihen gegenüber nominalen Anleihen
- In einer Reihe von Schwellenländern verteidigen die Notenbanken hohe, positive Realzinsen. In einem Kapitalmarktumfeld, in dem sich Risikoprämien global vielfach eher am unteren Ende der historischen Spannen bewegen, bietet das Segment von EM-Lokalwährungsanleihen damit ansprechende Anlageopportunitäten
- Weltweite Ersparnisse und Überschüsse werden weiterhin eine robuste Nachfrage nach Gold und Silber auslösen. Die Metalle substituieren mit veränderter Risikolandschaft von Anleihen in vielen Portfolien zunehmend Rentenanlagen
- Gold gleicht die schleichende Erosion der Kaufkraft von Nominalwerten aus, die Preisentwicklung der letzten Jahre ist die folgerichtige und erwartbare Reaktion auf die Verwässerung und Angebotsausweitungen der globalen Papiergeldwährungen
- Aktien qualitativ hochwertiger Unternehmen rechtfertigen im Portfolio weiterhin moderate Übergewichtungen, speziell gegenüber Anleihen

Unverändert gilt der Grundsatz, in der Portfoliokonstruktion keine allzu einseitigen Positionierungen zu wählen oder gar konzentrierte Wetten auf den Eintritt bzw. Nichteintritt bestimmter Ereignisse zu fahren. Makroökonomische Entwicklungen und Zins- oder Währungsbewegungen sind nicht zuverlässig prognostizierbar. Es ist daher ratsam, in einem Anlageportfolio stets Risikoprämien investiert zu halten, die von unterschiedlichen Bedingungen – Wachstum und Kontraktion, steigenden und fallenden Zinsen, Inflation und Deflation – profitieren können.

BKC Treuhand Portfolio

Taktische Asset Allocation BKC Treuhand Portfolio (Stand: 31.12.2025)

Assetklasse	Neutrale Gewichtung	Aktuelles Gewicht
Renten	70,0%	55,8%
Aktien	15,0%	19,9%
Alternative Anlagen, Cash	15,0%	24,3%

Das BKC Treuhand Portfolio beschloss das Jahr 2025 mit einem Gesamtertrag von 9,31% (Vorjahr: 9,37%). Für die Möglichkeiten eines „defensiven Mischfonds“ liegt die Jahresrendite damit sicherlich etwas oberhalb der langfristig realistisch erzielbaren Durchschnittskorridore.

Jahresbetrachtungen greifen ohnehin stets zu kurz. Ob ein Investmentziel erfolgreich erreicht und der Managementauftrag damit erwartungsgemäß umgesetzt wurde, lässt sich nur in Mehrjahresbetrachtungen über einen vollständigen Investmentzyklus hinweg seriös beurteilen. Wir sehen den realen Kapitalerhalt (gemessen an der Inflationsrate in Deutschland) als primäres Managementziel des Fonds und als Hauptinteresse unserer Anleger an.

Kaufkrafterhalt über einen Kapitalmarktzyklus als übergeordnetes Anlageziel

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%	✗
12/2017-12/2024	16,84%	2,25%	23,74%	3,09%	✗
12/2018-12/2025	31,84%	4,03%	24,57%	3,19%	✓

Definition

- Primäres Anlageziel des Fonds ist der Kaufkrafterhalt über einen vollständigen Kapitalmarktzyklus hinweg
 - Ein Kapitalmarktzyklus umfasst typischerweise einen Zeitraum von 5-7 Jahren, in dem unterschiedliche Investitionsbedingungen vorherrschen (steigende und fallende Zinsen, gesamtwirtschaftliche Expansion und Kontraktion, steigende und fallende Unternehmensgewinne, inflationäre und disinflationäre Preise)
- Als weiteres Anlageziel soll das BKC Treuhand Portfolio über einen vollständigen Marktzyklus hinweg – nach Kosten – die Rendite einer reinen Geldmarktanlage übertreffen. Als defensiver Mischfonds soll dieses Ziel mit begrenzten Risiken erreicht werden können
- In Zeitperioden, die „Jahrhundertereignisse“ umfassen (wie das Jahr 2022 mit starkem Zinsanstieg und Korrelationen der Anlageklassen außerhalb historischer und statistischer Norm), kann das Anlageziel „Kapitalerhalt über 5-7 Jahre“ verfehlt werden – hier arbeiten aber die weitere Haltedauer und das Wertaufholungspotential aus Buy-and-Hold Strategien für den Anleger
- Die Ausschüttungen des Fonds erfolgen ausschließlich aus den ordentlichen Nettoerträgen, eine Entnahme aus der Substanz ist ausgeschlossen

Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 04.01.2010 (Fondsaufgabe) – 31.12.2025; Inflation = Verbraucherpreisindex des Statistischen Bundesamtes

Wir betrachten unsere Mission als erfolgreich, wenn es gelingt, im BKC Treuhand Portfolio investiertes Vermögen über einen rollierenden 7-Jahres-Zyklus in seiner Kaufkraft zu erhalten. Wie ambitioniert es tatsächlich ist, über lange Anlagezeiträume Kapital real zu erhalten, hatten wir in vergangenen Berichten wiederholt dargelegt. Nach den sehr guten Erträgen der Jahre 2024 und 2025 ist der Kapitalerhalt mit einer im Jahr 2018 getätigten und bis 2025 gehaltenen Ausgangsinvestition nun wieder gelungen.

Zwischenzeitlich standen auch im BKC Treuhand Portfolio drei rollierende 7-Jahres Perioden zu Buche, in denen dieses Ziel nicht erreicht werden konnte. In diesen Zeitperioden wog das [Jahrhundertereignis](#) des Jahres 2022, in dem sowohl Aktien als auch Renten deutlich negative Ergebnisse zu einer gemischten Anlagestrategie beisteuerten, zu schwer. Ein Ausnahmejahr wie 2022, außerhalb jeder statistischen Norm, ist zum Glück selten. Einmal eingetreten, eröffnen sich auch wieder Chancen nach vorne, wie die guten Folgejahre bestätigen. Vielfach führen Bereinigungen zu attraktiven Neuanlagemöglichkeiten, welche die Basis für ansprechende Anlagerenditen nach heftigen Kurskorrekturen sind.

Im Falle der drei rollierenden Perioden, in denen der Fonds den Kapitalerhalt nicht erreichen konnte, kam zum Schadensjahr 2022 erschwerend der Umstand hinzu, dass die Bedingungen zu Beginn der Anlageperioden schlicht keine ausreichende Risikokompensation boten. Gerade in den Jahren 2015 und 2016 war durch die Markteingriffe der Notenbanken bereits eine weitreichende Risikokompression in vollem Gange, die zu einem wenig ansprechenden Mix aus sehr niedrigen Zinsen und sehr niedrigen Risikoprämien bei risikobehafteten Anlagen (Unternehmensanleihen, Aktien, usw.) führte. Insofern kamen die in den Folgejahren enttäuschenden Anlageergebnisse (auch unter Ausklammerung des Extremjahres 2022) nicht ganz überraschend. Uns langjährig verbundene Anleger erinnern sich sicherlich an unsere Warnung vor den „7 mageren Jahren“, die seinerzeit hin und wieder belächelt wurde, letztlich aber doch Realität wurde.

Das Jahresergebnis 2025 bringt die langjährige Durchschnittsperformance des BKC Treuhand Portfolios (4,03% über 7 Jahre p.a.) wieder näher an das Mittel der an sich zu erwartenden Anlageergebnisse einer defensiven Mischstrategie.

Zum Fondsergebnis hatten Edelmetalle – die wohlweislich seit vielen Jahren im Fonds als fester Grundpfeiler installiert sind – 2025 einen erheblichen Beitrag. Generell war das Segment der alternativen Anlagen im abgelaufenen Kalenderjahr Hauptträger der Performance. Sie addierten +7,40% zum Fondsergebnis hinzu. Aktien- (+1,17%) und Rentenportfolio (+1,27%) erzielten ebenfalls positive Performancebeiträge. Das „Bilderbuchjahr“, in dem sich alle Anlageklassen von ihrer freundlichen Seite zeigten, wurde auch im Fonds lediglich vom negativen Währungsbeitrag in Höhe von -1,60% getrübt. Der schwache Dollar, aber auch mit ihm traditionell hoch korrelierte Fremdwährungen belasteten das sonst gute Ergebnis leicht.

Die Quartalsbilanz für das 4. Quartal 2025 zeigt ein Ergebnis nach Kosten von +3,73%. Auch im Schlussquartal hatten alle drei Anlageklassen einen positiven Beitrag: Aktien steuerten +0,42% bei, Renten +0,30% und Alternative konnten das Fondsergebnis um +3,15% verbessern. Allein Silber hatte mit +1,45% einen höheren Quartalsbeitrag als Aktien und Renten zusammen. Gold addierte +1,19% zur Quartalsperformance, weitere +0,18% konnten aus einer kleinen Position in physischem Platin erzielt werden.

Das Rentenportfolio stand phasenweise unter Druck aus anziehenden Renditen im Zuge der Neukalibrierung von Euro-Zinsersparungen des Marktes für 2026. Eine neuerlich starke Spreadperformance von Unternehmensanleihen und die solide Wertentwicklung in vielen Schwellenländeranleihen konnten den Zinsdruck aber neuerlich überkompensieren. Besonders nennenswerte Beiträge zur Rentenperformance steuerten südafrikanische Lokalwährungsanleihen bei. Aber auch Peru, Polen und Mexiko hatten in Kombination aus Zins- und Währungsbewegung deutlich positive Ergebnisbeiträge. Im Quartal haben wir an vielen ansprechenden Neuemissionsgelegenheiten teilgenommen, unsere Positionen in tschechischen Staatsanleihen weiter ausgebaut und inflationsindexierte Anleihen weiter erhöht. Zum Jahresschluss weist das Rentenportfolio eine Endfälligkeitsrendite von 3,66% bei einer Duration von 5,87 und einem Durchschnittsrating von A- auf.

Im Aktienportfolio zeigten sich Unternehmen im Bereich Roh- und Grundstoffe stark (z.B. Boliden und Wheaton Precious Metals), auch skandinavische Finanzwerte und der Technologiesektor (ASML, Broadcom) stützten die Quartalsperformance. Negative Beiträge im Quartal resultierten aus Wolters Kluwer und Iron Mountain.

Alternative Anlagen konnten in nahezu allen Strategierichtungen positiv beitragen. Edelmetalle, Cat Bonds und Absolute Return Strategien waren im Quartal klar im Plus.

Mit gesamthaft engen Risikoprämien und in vielen Segmenten bereits sehr weit an das obere Ende historischer Spannen gelaufener Bewertungen wird das Kapitalmarktjahr 2026 sicherlich schwieriger zu navigieren sein als die Vorjahre. Mögliche positive Wachstumsüberraschungen könnten in einigen Anlagesegmenten vermutlich noch einmal Rückenwind verleihen, doch erwarten wir, dass im neuen Jahr mehr Augenmerk auf kluger Einzelwertselektion und überlegter Ausgestaltung relativer Prämien liegen wird. Anspruch und Ziel des langfristigen Kapitalerhalts sind im Management des Fonds unverändert im engen Fokus. Gleichzeitig soll sich der Fonds stets robust gegenüber einer weiten Bandbreite unterschiedlich vorherrschender Marktbedingungen verhalten.

Für Ihr fortgesetztes Vertrauen bedanken wir uns. Ihnen und Ihren Familien wünschen wir für das Jahr 2026 alles Gute und Gottes reichen Segen.

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

News zum Fonds

BKC Treuhand Portfolio: Weiter 5/5 Morningstars über 10 Jahre und in der Gesamtbetrachtung



Morningstar
Rating
10 Year



© 2025 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.

Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2025

Die beiden ausschüttenden Anteilsklassen des BKC Treuhand Portfolios zahlen den Anlegern für das Geschäftsjahr 2025 wie gehabt die **ordentlichen Nettoerträge** aus, **voraussichtlich 2,54 Euro je Anteil (Anteilklasse I) bzw. 2,36 Euro je Anteil (Anteilklasse S)**. Die Auszahlungen erfolgen zum **16. Februar 2026 (Valuta 18. Februar)**.

Handelsblatt: „Welche Stiftungsfonds für risikoarme Investments geeignet sind“

Das Handelsblatt berichtete am 14.11.2025 über die jährliche Stiftungsfondsstudie von Fondsconsult. Das Analysehaus hat die Renditen, Ausschüttungen und Kosten von mehr als zwei Dutzend für Privatanleger offenen Stiftungsfonds untersucht. Das BKC Treuhand Portfolio liegt dabei auf Platz 3 der besten defensiven Stiftungsfonds.

[Link zum Online-Artikel auf handelsblatt.com](#)

Fondsvolumen übersteigt erstmals 500 Mio. EUR

Kursgewinne und Nettomittelzuflüsse haben das **Fondsvolumen** im abgelaufenen Quartal erstmals über die Marke von **500 Mio. EUR** steigen lassen. Investierte Anleger profitieren dadurch noch einmal leicht von einer **um 0,01 Prozentpunkte reduzierten Verwaltungsgebühr**.

Pax-BKC AM auf den Fondskongressen 2026 in Mannheim (28./29. Januar) und Wien (04./05. März)

Ende Januar war das Asset Management erneut mit einem Stand und mehreren Mitarbeitern auf dem diesjährigen **FONDS professionell KONGRESS in Mannheim** vertreten. Am Messestand konnten die zahlreichen Besucher mit uns ins Gespräch kommen und sich über das BKC Treuhand Portfolio, die weitere Publikumsfondspalette und das fusionierte Haus informieren. Gut besucht war auch der Vortrag von Bernhard Matthes am zweiten Kongresstag.



Auch laden wir Sie herzlich ein, das Pax-BKC Asset Management **am 04./05. März** auf dem **FONDS professionell KONGRESS in Wien** zu besuchen.

An **Stand 68** können Sie sich im Gespräch mit unseren Fondsmanagern Bernhard Matthes und Jan Engelke aus erster Hand darüber informieren, wie wir das Kapital unserer Anleger im aktuellen Umfeld schützen und mehren wollen.

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

"Yale-Endowment als Multi-Asset Vorbild"

Donnerstag, 05. März um 11:10 Uhr
in Saal 3

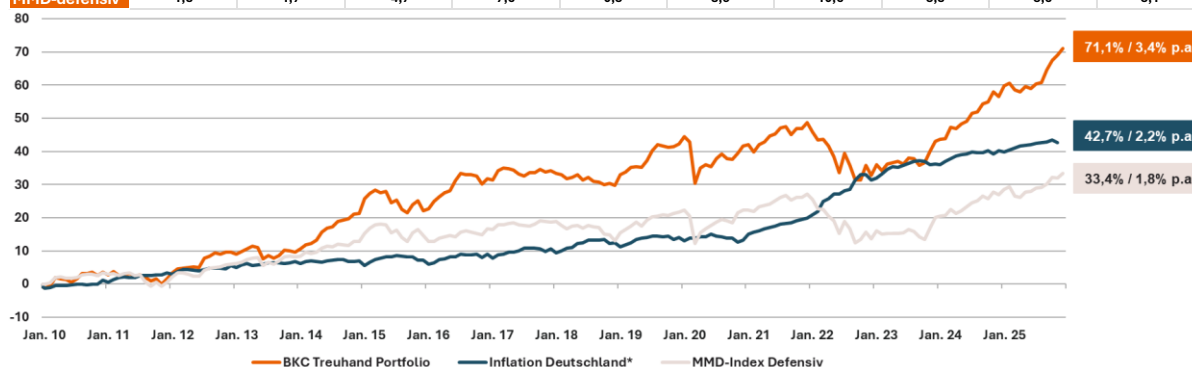
Falls Sie kurzfristig noch Interesse an einer **Gästekarte** für den Fondskongress haben, melden Sie sich gerne bei uns. Einige wenige Restkarten sind noch zu vergeben.

Wir freuen uns auf Sie!

Performanceentwicklung BKC Treuhand Portfolio

Gesamtertrag in %

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fonds	7,9	1,8	-3,2	9,6	-0,5	5,1	-10,7	7,7	9,4	9,3
Inflation	1,6	1,5	1,7	1,5	-0,7	5,7	8,6	3,5	3,1	2,0
MMD-defensiv	1,8	1,7	-4,7	7,6	0,5	3,9	-10,6	5,8	5,6	5,1



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 Fondsperserformance gemäß BVI-Methode ist die prozentuale Änderung des Anteilswertes zwischen Beginn und Ende des Berechnungszeitraums. Dabei wird von der Wiederanlage evtl. Ausschüttungen ausgegangen. Die historische Wertentwicklung wurde in Euro berechnet. Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Der MMD-Index Defensiv listet (Stand 31.07.2024) 328 Vergleichsfonds des BKC Treuhand Portfolios. Die Vergleichsfonds finden sich unter assetstandard.com/fondsfinder

*HVPI Statistisches Bundesamt

Quelle: Bloomberg, Universal Investment, Asset Standard/MMD, eigene Berechnungen; Datenbasis: BKC Treuhand Portfolio Anteilklasse I; Stand: 31.12.2025 (BKC Treuhand Portfolio & MMD-Index Defensiv), 30.11.2025 (Inflation Deutschland)

	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 Offenlegungsverordnung (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
Erwerbsbeschränkungen	keine	keine	erwerbbar von steuerbegünstigten Anlegern im Sinne von § 5 Abs. 2 der Besonderen Anlagebedingungen***	keine
laufende Kosten	0,68%	0,68%	0,68%	1,35%
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: 31.12.2025)

12/2024 – 12/2025	12/2023 – 12/2024	12/2022 – 12/2023	12/2021 – 12/2022	12/2020 – 12/2021
+9,3%	+9,4%	+7,7%	-10,7%	+5,1%

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 Anteilpreise. Verkaufsunterlagen (Verkaufsprospekte, das PRIIP-Basisinformationsblatt, Jahres- und Halbjahresberichte) werden ab dem Aufgatedatum 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.