WORLDVIEW · MAKRO & STRATEGIE · JUNI 2026

Inflation als Regimerisiko: warum *reale Kaufkraft* wieder im Mittelpunkt steht

Eine Perspektive für Pensionsfonds, Family Offices und Stiftungen mit langfristigem Vermögen. Nicht über die Inflation des nächsten Quartals, sondern über die Frage, ob das Portfolio robust ist, wenn die kommenden zehn Jahre wesentlich anders verlaufen als die vergangenen zehn.

2,6%

EZB-Prognose der Inflation im Euroraum (HVPI) für 2026; rund 2% in 2027–2028

EZB, Macroeconomic projections, März 2026

4,0%

OECD-Prognose der G20-Inflation 2026, +1,2 Pp nach dem Energieschock

OECD, Economic Outlook Interim Report, März 2026

1,1%

IWF-Prognose des Wachstums im Euroraum 2026, gesenkt von 1,4%

IWF, Regional Economic Outlook Europe, April 2026

KURZ GEFASST

Das Regime, auf dem Portfolios aufgebaut sind, gerät unter Druck

Vier Jahrzehnte lang teilten die meisten institutionellen Portfolios eine stille Konstruktionsannahme: niedrige und stabile Inflation, fallende Zinsen, fortschreitende Globalisierung und eine verlässliche negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen. In dieser Welt funktionierte der klassische 60/40-Mix, weil Anleihen stiegen, wenn Aktien fielen.

Das Basisszenario der Zentralbanken bleibt moderat. Doch die höhere Wahrscheinlichkeit von Inflation macht es notwendig, den Asset-Mix entsprechend anzupassen, mit mehr Raum für alternative, reale Anlagen. Für Pensionsfonds, Family Offices und Stiftungen berührt das den Kern ihres Auftrags — den Erhalt realer Kaufkraft über einen langen Horizont. Ein Portfolio, das nominal positiv rentiert, kann real dennoch Kaufkraft verlieren. Und wenn Inflation zum gemeinsamen Risikofaktor wird, bietet traditionelle Streuung weniger Schutz als angenommen.

WorldView betrachtet Inflation daher nicht als kurzfristige Prognose, sondern als Regimerisiko. Die relevante Frage ist nicht, ob die Inflation im nächsten Quartal 2,0% oder 2,6% beträgt, sondern ob das Portfolio über mehrere Inflationsregime hinweg robust genug ist.

01 — WARUM DAS WICHTIG IST

Inflation als strategische Frage

Inflation wird oft als makroökonomische Kennzahl diskutiert: eine monatliche Messung, eine Abweichung von einem Ziel, ein Input für den Zinsentscheid. Für langfristige Anleger ist das eine zu enge Sicht.

Für einen Pensionsfonds, ein Family Office oder eine Stiftung mit dauerhaftem Vermögen ist Inflation kein Datenpunkt, sondern eine Verpflichtung. Der Auftrag lautet selten, „eine nominale Rendite zu erzielen“. Der Auftrag ist, Kaufkraft zu erhalten: die Rentenambition der Versicherten, das generationenübergreifende Vermögen einer Familie oder die jährliche Ausgabenkraft, mit der eine Stiftung ihren Zweck finanziert.

Viele Portfolios sind implizit für eine bestimmte Welt konstruiert — niedrig, vorhersehbar, fallende Zinsen. Die strategisch entscheidende Frage ist daher nicht nur „Wie lautet unsere

Inflationserwartung?“, sondern „Wie verhält sich unser Portfolio über verschiedene Inflationsregime hinweg — und akzeptieren wir diese Ergebnisse bewusst?“

02 — REGIME-DENKEN

Von vorübergehender Inflation zum Regimerisiko

Es ist sinnvoll, drei Begriffe zu trennen. **Zyklische Inflation** ist vorübergehend und bewegt sich mit der Konjunktur; Abwarten ist dann oft die richtige Politik. **Struktureller Inflationsdruck** ist hartnäckiger und entsteht aus Angebotsfaktoren, Kostenniveaus und politischen Anreizen, die nicht von selbst verschwinden. **Regimewechsel** ist der weiteste Begriff: nicht das Inflationsniveau in einem einzelnen Jahr, sondern eine Verschiebung darin, wie sich Wirtschaft und Märkte verhalten — in der durchschnittlichen Inflation, in ihrer Volatilität und, entscheidend für Portfolios, in den Korrelationen zwischen Anlageklassen.

Das Basisszenario bleibt moderat. Doch die Risikobalance hat sich verschoben. Die jüngsten Revisionen verdeutlichen das: Nach dem energiegetriebenen Angebotsschock rund um den Konflikt im Nahen Osten hob die OECD die G20-Inflation für 2026 um 1,2 Prozentpunkte auf 4,0% an, mit 2,7% in 2027. Der IWF senkte das Wachstum im Euroraum für 2026 auf rund 1,1%, eben wegen desselben Schocks.

> *Die Lehre ist nicht, dass hohe Inflation unvermeidlich ist. Die Lehre ist, dass Anleger nicht nur für das wahrscheinlichste Szenario optimieren, sondern auch robust gegenüber Szenarien mit hartnäckigerer Inflation, höheren Zinsen oder finanzieller Repression sein müssen.*

03 — DIE KRÄFTE

Sechs strukturelle Inflationskräfte

Sechs Kräfte, die — einzeln moderat, aber zusammen verstärkend — die Risikoverteilung asymmetrischer machen. Keine davon ist eine Prognose; jede ist eine Richtung, in die sich das Risiko verschoben hat.

01

Schulden und Haushaltsdefizite

Die westliche Staatsverschuldung liegt strukturell bei oder über 100% des BIP, mit Haushaltsdefiziten von 3–6% pro Jahr. Steigt der Realzins, nehmen die Finanzierungslasten zu; der politisch einfachste Weg ist dann oft, Inflation zu tolerieren statt scharf zu konsolidieren — unterstützt durch eine akkommodierende Geldpolitik. Ein verbleibender Weg ist die monetäre Finanzierung, bei der die Zentralbank Staatsschulden aufkauft: das mindert den Finanzierungsdruck, setzt jedoch die Trennung von Fiskal- und Geldpolitik, und damit die faktische geldpolitische Unabhängigkeit, unter Druck.

Implikation: nominale langlaufende Staatsanleihen tragen ein größeres Zinsrisiko; die Annahme, Anleihen seien ein sicherer Hafen, gehört auf den Prüfstand.

02

Energie und Rohstoffe

Der Zugang zu günstiger Energie in Europa ist strukturell eingeschränkter; die Transformation ist rohstoffintensiv. Höhere Kosten bei Energie, Transport, Verpackung und Dünger schlagen auf die Verbraucherpreise durch.

Implikation: gezieltes Exposure in reale Anlagen und Energie kann die Empfindlichkeit gegenüber angebotsgetriebener Inflation verringern — ohne Garantie in jedem Szenario.

03

Geopolitische Fragmentierung und Krieg

Historisch steigt die Inflation rund um große Konflikte häufig — durch höhere Staatsausgaben, Knappheit, Energiepreise und gestörten Handel.

Implikation: geopolitische Schocks gehören ausdrücklich in den Stresstest, nicht nur als Tail-Risiko.

04

Verteidigung und öffentliche Investitionen

Strukturell höhere Verteidigungsbudgets und öffentliche Investitionen sind teils schuldenfinanziert und nicht produktivitätssteigernd; das erhöht die Defizite und kann den Preisdruck verstärken.

Implikation: die Kombination aus höheren Defiziten und hartnäckiger Inflation stärkt das Argument für reale statt rein nominale Renditeziele.

05

Deglobalisierung und Reshoring

Die Optimierung von Lieferketten auf niedrigste Kosten weicht der Robustheit: Nähe, Duplizierung, Lagerhaltung. Resilienz ist wertvoll, aber selten günstig.

Implikation: ein Teil der disinflationären Kraft der Globalisierung fällt weg; Unternehmen mit Preissetzungsmacht werden relativ attraktiver.

06

Arbeitsmarkt und demografische Alterung

Die Alterung verknappt das Arbeitsangebot in weiten Teilen Europas, was die Verhandlungsposition der Beschäftigten strukturell stärken kann. Keine automatische Lohn-Preis-Spirale, aber eine geringere Wahrscheinlichkeit anhaltend sehr niedriger Lohninflation.

Implikation: Margendruck in arbeitsintensiven Sektoren verdient Beachtung bei der Aktienauswahl.

04 — PORTFOLIO-WIRKUNG

Warum dies traditionelle Portfolios trifft

Der erste Effekt wird am meisten unterschätzt: **eine nominal positive Rendite kann real negativ sein.** Ein Portfolio mit 4% Rendite wirkt gesund — bis die Inflation 5% beträgt. Wer an einem nominalen Index gemessen wird, kann Outperformance ausweisen, während das Vermögen real an Kaufkraft verliert.

Der zweite Effekt betrifft **Anleihen.** Im vorigen Regime fielen die Zinsen, wenn das Wachstum enttäuschte, und Anleihekurse stiegen im Stress. Steigen Inflation und Zinsen jedoch gemeinsam, schützen nominale Anleihen weniger, und die negative Korrelation mit Aktien kann sich abschwächen oder umkehren.

Der dritte Effekt betrifft **Aktien**: höhere Diskontierungssätze drücken die Bewertungen, besonders bei Wachstumsaktien, während Margendruck entsteht, wenn Kosten schneller steigen, als Unternehmen sie weitergeben können. Der vierte betrifft **Privatmärkte und Immobilien**, empfindlich gegenüber Refinanzierungskosten durch ihre Roll-over-Struktur, gegenüber Bewertungsanpassungen und gegenüber Liquidität.

Der übergeordnete Punkt: **traditionelle Streuung funktioniert weniger gut, wenn Inflation zum gemeinsamen Risikofaktor wird.** Wenn ein einzelner Faktor gleichzeitig auf Anleihen, Aktien und Privatmärkte wirkt, korrelieren traditionelle Anlagen stärker, statt zu diversifizieren.

Pensionsfonds

Unter der solidarischen Beitragsregelung der WTP (dem neuen niederländischen Rentensystem) hat jede Kohorte ihren eigenen Topf, und die Projektionsrendite überträgt die Zinsen direkt in die laufende Auszahlung. Der Arbeitgeber hat sich aus dem Anlagerisiko zurückgezogen; der Erhalt der Kaufkraft wird zu einer direkten Verantwortung gegenüber den Versicherten statt zu einer kollektiven Pufferdiskussion.

Family Offices

Es geht um generationenübergreifenden Vermögenserhalt — Kapitalerhalt nach Inflation und nach Steuern, über mehrere Generationen hinweg.

Gemeinnützige Stiftungen (ANBI)

Die Kontinuität des Auftrags hängt von der jährlichen Ausgabenkraft ab. Ein realer Kaufkraftverlust übersetzt sich direkt in weniger Budget für den Satzungszweck — in einer Zeit verschärfter Prüfung, wie Renditeprognosen begründet werden.

05 — SZENARIOANALYSE

Vier Regime als Denkrahmen

Die folgenden vier Regime bilden unseren Denkrahmen, mit einer indikativen Wahrscheinlichkeitseinschätzung. Ziel ist es, das Portfolio gegen jedes Szenario zu prüfen und die Ergebnisse bewusst zu akzeptieren. Die genannten Wahrscheinlichkeiten sind eine subjektive Einschätzung von WorldView — kein Marktkonsens und nicht aus den angeführten Quellen abgeleitet.

WACHSTUM: HOCH → NIEDRIG

1 Normalisierung 20% Hohes Wachstum, niedrige Inflation. Inflation zurück auf ~2%; Zentralbanken behalten Spielraum.	**2 Überhitzung** 25% Hohes Wachstum, hohe Inflation. Hartnäckige 3–4%; Zinsen länger höher.
4 Finanzielle Repression 35% Niedriges Wachstum, hohe Schulden. Nominale Zinsen künstlich niedrig gehalten, um Schulden zu finanzieren.	**3 Stagflation** 20% Niedriges Wachstum, hohe Inflation. Das schwierigste Regime für einen klassischen Mix.

INFLATION: NIEDRIG → HOCH

Indikative Positionierung; finanzielle Repression ist vor allem durch negative Realzinsen gekennzeichnet.

1 · Rückkehr zu 2% — 20%

Inflation normalisiert sich, Wachstum erholt sich, Zentralbanken behalten Spielraum.

AKTIEN	Rückenwind durch fallende Diskontierungssätze; Rendite wachstumsgetrieben.
ANLEIHEN	Diversifikation kehrt zurück; die Funktion als sicherer Hafen wirkt.
PRIVAT	Refinanzierung entspannt sich; Bewertungen stabilisieren sich.
KAUFKRAFT	Erhalten.

Implikation: ein klassischer Mix genügt weitgehend.

2 · Hartnäckige 3–4% — 25%

Inflation bleibt strukturell über dem Ziel; Zinsen länger höher.

AKTIEN	Druck auf Bewertungsmultiplikatoren; Preissetzungsmacht entscheidet.
ANLEIHEN	Realrendite unter Druck; kürzere Duration relativ besser.
PRIVAT	Refinanzierungskosten und Bewertungen unter Druck.
KAUFKRAFT	Allmähliche Erosion ohne expliziten Schutz.

Implikation: explizite Inflationskopplung ergänzen.

3 · Stagflation — 20%

Höhere Inflation kombiniert mit niedrigem oder negativem Wachstum.

AKTIEN	Margendruck und Bewertungsdruck zugleich.
ANLEIHEN	Das schwerste Szenario für nominale Anleihen.
PRIVAT	Liquidität und Bewertung anfällig.
KAUFKRAFT	Erhebliche Erosion.

Implikation: reale Anlagen und Kapitalschutz erhalten Priorität.

4 · Fiskalische Dominanz / Repression — 35%

Inflation hoch, nominale Zinsen künstlich niedrig gehalten (Yield Curve Control).

AKTIEN	Uneinheitlich; reale Anlagen und Preissetzungsmacht relativ besser.
ANLEIHEN	Strukturell negative Realzinsen; nominale Anleihen erodieren real.
PRIVAT	Indexierte Immobilien/Infrastruktur relativ besser; Liquidität bleibt ein Aufmerksamkeitspunkt.
KAUFKRAFT	Bewusste, politisch getriebene Erosion von Schulden und Ersparnissen.

Implikation: ein reales Renditeziel und Inflationskopplung sind unerlässlich.

06 — IN DER PRAXIS

Was Inflationsschutz *ist* und *nicht* ist

Inflationsschutz ist kein Produkt, das man kauft. Es ist eine Eigenschaft, die man in die Portfoliokonstruktion einbaut. Einige Bausteine, jeder mit Nuancen:

- **Inflationsindexierte Anleihen** — koppeln direkt an Preissteigerungen, schneiden aber in einem normalisierenden Regime schlechter ab.
- **Kürzere Duration** — verringert die Empfindlichkeit gegenüber steigenden Zinsen, auf Kosten der Rendite bei fallenden Zinsen.

- **Qualitätsaktien mit Preissetzungsmacht** — können Kosten weitergeben; die Auswahl ist entscheidend.
- **Infrastruktur & reale Anlagen** — oft vertragliche oder regulierte Inflationsindexierung und stabile Cashflows.
- **Rohstoffe und Energie-Exposure** — dämpfen angebotsgetriebene Inflation, sind aber volatil.
- **Immobilien mit Inflationsindexierung** — schützen teilweise, tragen aber Refinanzierungsrisiko.
- **Liquidität und Währungsmanagement** — in Stressregimen eigenständige Renditefaktoren, kein Restposten.
- **Dynamische Allokation & Szenarioanalyse** — der Unterschied zwischen einem statischen Mix und einem Portfolio, das sich anpasst.

Das ehrliche Bild: keine einzelne Anlageklasse schützt perfekt gegen alle Inflationsszenarien. Schutz entsteht durch Kombination und Kalibrierung — also durch Konstruktion, mit einem realen Renditeziel (CPI+) statt eines rein nominalen.

07 — UNSER ANSATZ

Die WorldView-Sicht

WorldView sieht Inflation nicht als kurzfristige Prognose, sondern als strategisches Regimerisiko. Der Fokus liegt auf dem Erhalt realer Kaufkraft über den Horizont, der für unsere Auftraggeber wirklich zählt.

Kern unseres Ansatzes ist ein Portfolio mit einem integrierten, expliziten Inflationsziel — kalibriert auf die Ausgabenregel und das Risikobudget des Anlegers und gegen mehrere Regime geprüft, statt für eine einzige Erwartung optimiert.

Wir behaupten nicht, dass irgendein Ansatz Inflation beseitigt. Wir helfen institutionellen Anlegern jedoch zu beurteilen, ob ihr Portfolio über mehrere Inflationsszenarien hinweg ausreichend robust ist und welche Anpassungen diese Robustheit erhöhen — einschließlich der Ergebnisse, die sie damit bewusst akzeptieren.

08 — FAZIT

Die richtige Frage

Inflation muss nicht in die 1970er Jahre zurückkehren, um strategisch relevant zu sein. Selbst anhaltende Inflation von 3 bis 4% kann über einen langen Horizont die reale Kaufkraft, die Verpflichtungsstruktur und die Angemessenheit eines Portfolios grundlegend beeinflussen.

Für langfristige Anleger lautet die eigentliche Frage daher nicht, ob die Inflation im nächsten Quartal 2,0% oder 2,6% beträgt. Die Frage ist, ob das Portfolio robust genug ist, wenn die kommenden zehn Jahre wesentlich anders ausfallen als die vergangenen zehn.

— — DAS GESPRÄCH

Prüfen, ob Ihr Portfolio für ein anderes Regime bereit ist

Wir sprechen gern mit Ihrem Vorstand oder Anlageausschuss — nicht als Verkaufsgespräch, sondern als gemeinsame Prüfung der Robustheit Ihres Portfolios über verschiedene Inflationsregime hinweg.

Pensionsfonds

Unter der WTP werden Zins- und Inflationsrisiko für die Versicherten direkter spürbar. Wir prüfen gern, wie robust Ihr Portfolio über die Inflationsregime hinweg ist — als Grundlage für die Vorstandsdiskussion.

Family Offices

Generationenübergreifender Vermögenserhalt beginnt mit realer Rendite nach Inflation und Steuern. Wir besprechen, wie sich ein reales Renditeziel zu Ihrer aktuellen Allokation verhält.

Gemeinnützige Stiftungen (ANBI)

Ihre Ausgabenkraft ist Ihr Auftrag. Wir denken gern mit Ihnen über die Angemessenheit Ihres Portfolios für den langfristigen Kaufkrafterhalt nach.

Ein Kennenlernen vereinbaren

Frits Fiene
CEO / CIO · WorldView Investment Management

ff@worldviewim.com · +31 6 27 39 19 59 · +420 602 418 918

QUELLEN

EZB, Macroeconomic projections for the euro area, März 2026 · IWF, Regional Economic Outlook Europe, April 2026 · OECD, Economic Outlook Interim Report, März 2026 · BIZ, Annual Economic Report 2025 · CEPR/VoxEU, inflation in the aftermath of wars and pandemics · Eurostat, HVPI-Daten · IWF Fiscal Monitor / OECD Schulden- und Fiskaldaten.

Ausschließlich bestimmt für professionelle und institutionelle Anleger im Sinne des niederländischen Wertpapieraufsichtsgesetzes (Wft). Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. WorldView Investment Management ist bei der Tschechischen Nationalbank und der niederländischen AFM registriert, unterliegt jedoch nicht deren Aufsicht. Ein CPI+-Ziel ist ein Ziel, keine Garantie; die genannten Szenarien und Ergebnisse sind illustrativ und modellbasiert. Anlagen sind mit Risiken verbunden. Ergebnisse der Vergangenheit bieten keine Garantie für die Zukunft.