

MEINUNG

## Korrelation des Monats: Folgerungen der Weimarer Hyperinflation für heute

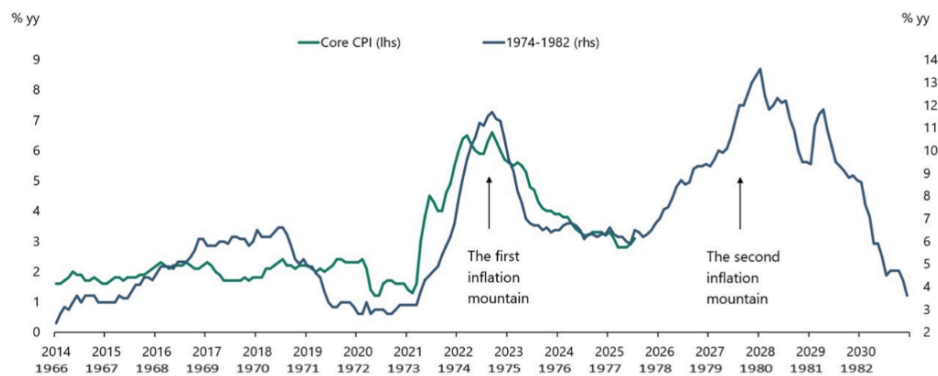
Bei der Teuerungsentwicklung sind die Parallelen zu den Siebzigerjahren zu auffällig, als dass sie leicht abgetan werden könnten. Doch was würde ein neuerlicher Inflationsschub bedeuten? Ein Blick auf die Weimarer Hyperinflation lässt Folgerungen für heute zu.

Jürg Lutz

06.11.2025, 03.44 Uhr

Sie erinnern sich vielleicht an die auffällige Korrelation des Inflationsverlaufs der USA von heute mit jenem der Siebzigerjahre:

Will we see a repeat of 2021 and the 1970s?



Quelle: Torsten Slok, Apollo

Damals war die zweite Teuerungseruption noch grösser als die erste, und eine Wiederholung der Geschichte heute würde zu einem **Massaker** an den Zins- und in der Folge unweigerlich auch an den Aktienmärkten führen. Grund genug, sich Gedanken zu machen über die Konsequenzen und Wahrscheinlichkeit einer Wiederholung.

Obwohl das Szenario eines Ölembargos wie in den Siebzigerjahren nicht auszuschliessen ist, erscheint es unwahrscheinlich, weshalb ich letzten Monat die in meinen Augen wesentlich interessantere Analogie mit der legendären Hyperinflation aus der Zeit der Weimarer Republik 1922/23 aufgenommen habe.

Im Teil I: «Was die Weimarer Hyperinflation mit heute verbindet» bin ich auf die **Voraussetzungen** des Entstehens einer Hyperinflation eingegangen, die da waren: Krieg (Erster Weltkrieg), Finanzierung dieses Kriegs mit Anleihen, Kassierung des Goldstandards, Aufblähung der Geldmenge, dirigistische Massnahmen zur Unterdrückung des Inflationspotenzials, Versailles-Reparationen, Karma, Innenpolitik, politische Morde, das Schleifen der Produktivität, das Opfern der Währung und die monetäre Finanzierung des Exzesses durch die Notenbank.

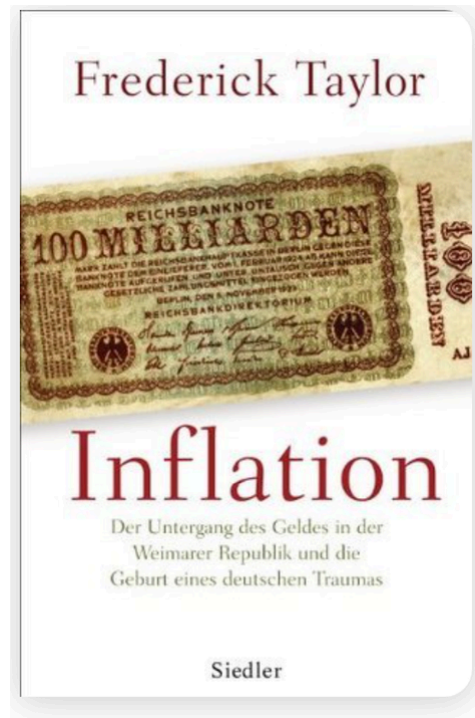
In diesem **zweiten Teil** geht es nun um die Folgerungen aus der Analyse dieses Jahrhundertereignisses für heute. Wiederum verwende ich für Zitate das hervorragende Werk von Frederick Taylor (vgl. Bild rechts).

**Im November 1923 wurde der gordische Knoten zerschlagen.** Nachdem die Hyperinflation den maximalen Schaden für die

grösstmögliche Zahl an Menschen in Deutschland verursacht hatte, in einem Zeitpunkt, in dem fast alle alles verloren hatten, erhielt die einzige denkbare Lösung ihr kurzes Zeitfenster, und es ist der deutschen Politik hoch anzurechnen, dass sie gegen jeden Widerstand von links und rechts entschlossen handelte.

Die mit diktatorischen Mitteln ausgestattete Regierung schuf die **Rentenmark**, die anders als die Papiermark durch reale Vermögenswerte gedeckt war. Gleichzeitig stellte die Regierung unter Reichskanzler Gustav **Stresemann**, Reichsfinanzminister Hans **Luther** und dem neuen Reichswährungskommissar Hjalmar **Schacht** die exzessive Geldvermehrung ein und stabilisierte die Staatsfinanzen (u.a. durch Steuerreformen und Haushaltsdisziplin). Das Vertrauen in das Geld wurde so wieder hergestellt. Die Teuerung vererbte fast unmittelbar.

**Die «Schönheit» der Lösung ist geradezu betörend:** Die deutsche Valuta war in der Vorkriegszeit bei 4.2 Mark pro Dollar fixiert. Während der Hyperinflation verpuffte ihr Aussenwert, unmittelbar vor Errichtung der Rentenmark lag der Kurs bei etwa 4 Billionen Papiermark pro Dollar. Am Tag der Lancierung der Rentenmark fixierte Deutschland die wertlose Papiermark



Inflation: Der Untergang des Geldes in der Weimarer Republik und die Geburt eines deutschen Traumas, 2013, Siedler Verlag.

bei 4.2 Billionen pro Dollar und definierte die neue Rentenmark bei 1 Billion Papiermark.

Damit notierte die neue Währung wieder bei 4.2 Rentenmark pro Dollar, identisch wie vor dem Krieg – psychologisch brilliant. Die Rentenmark startete mit dem alten, gesunden Wechselkurs. Damit dieser Bestand hatte, wurde die Geldmenge strikt begrenzt und durch reale Werte gedeckt. Die Rentenbank garantierte den Wert durch Hypotheken auf Land und Industrie. Es war ein Vabanquespiel, aber es gelang. Das Vertrauen kehrte zurück, ohne dass Goldreserven nötig waren.

Und was geschah mit den Schulden des deutschen Staates an seine Bürger? Durch den Umtauschkurs der neuen Rentenmark zur alten Papiermark von 1:1'000'000'000'000 konnte Deutschland seine gewaltige Inlandschuld durch die Zahlung von sage und schreibe 15.4 Pfennig begleichen!

Oder anders gesagt: Deutschland hatte sich mit einem Ruck aller inländischen Schulden entledigt. Die Kehrseite: Die treuen Sparer und Investoren, die an ihr Land geglaubt und es finanziert hatten, waren enteignet. Bestohlen. Betrogen.

Womit wir zur ersten Folgerung der Weimar-Hyperinflation kommen:

## **Inflation ist asozial**

Inflation ist ein Prozess, der oft unbemerkt, aber stetig eine massive **Umverteilung** bewirkt. Sie schafft **Gewinner und Verlierer**. Irritierend ist, dass die Verfechter von Schuldenwirtschaft und Inflationierung in erster Linie gerade

ihre eigentliche Klientel über den Tisch ziehen und ihr die Kaufkraft entziehen. Oft sind es die Verlierer, die keine Lobby haben, schon gar nicht in der Politik.

Auf der Gewinnerseite hingegen ist der Organisationsgrad deutlich höher: Gewinne sind weniger diffus als Verluste, leichter zurechen- und vereinnahmbar und damit wesentlich motivierender für Lobbyarbeit. Die Hyperinflation in der Weimarer Republik ist ein Extremfall. Sie illustriert jedoch in einzigartiger Deutlichkeit die Mechanismen und Folgen von Inflation für unterschiedliche Bevölkerungsgruppen – Effekte, die **auch in Zeiten moderater Inflation wirksam sind**, nur eben weniger sichtbar.

Schauen wir uns zuerst die **Verlierer** an:

**Der deutsche Mittelstand** wurde finanziell ausgelöscht. Wir reden von Beamten, Lehrern, Juristen, Akademikern, Pfarrern, Schriftstellern. Das Bildungsbürgertum, die klassische Elite. *«Diese Standesgenossen (..) hatten sich immer auf vermeintliche sichere Anlagen, wie deutsche Staatsanleihen, Sparbriefe und Rentenpapiere verlassen, deren Zinsen ihnen halfen, ihren Lebensstil aufrechtzuerhalten.»* Sie waren die Käufer der Kriegsanleihen. Sie *«liess der deutsche Staat vollkommen im Stich, und dies offenbar in voller Absicht.»* Sie begannen, sich als *«intellektuelles Proletariat»* zu verstehen. Wundert es da, dass sie in Scharen zu den Nazis überliefen?

Vielen **Rentnern** blieb nur ein Ausweg: der Suizid. Wohl gab es Bemühungen, die Renten der Preisentwicklung anzugleichen, aber das Rennen war schon am Start verloren. Sowohl Ersparnisse wie Einkommen waren nominell definiert und

erlitten in der Hyperinflation realen Schiffbruch. Die Anekdoten in der deutschen Literatur hierzu sind erschütternd.

Die meisten **Arbeiter** wurden nicht um ihre Ersparnisse gebracht, weil sie keine hatten. Trotzdem waren sie ebenfalls Opfer der Hyperinflation. Die Geldentwertung brachte Hunger, Krankheit und Armut. Die Arbeiterschaft war mobiler als die Rentner, sie wurde zuerst monatlich, dann wöchentlich und schliesslich tageweise bezahlt, damit sie die Kaufkraft im Teufelskreis der Hyperinflation durch sofortigen Umtausch in reale Gegenstände wie Lebensmittel mindestens teilweise erhalten konnte. Die Kindersterblichkeit stieg dennoch deutlich an. Gibt es ein besseres Argument gegen das asoziale Spiel mit Inflation?

Und nun ein Blick auf die **Gewinner**:

Jede Person mit **realem Vermögen, nominellen Schulden** und **Verstand** wurde reich. Ob es Rüstungsfabrikanten waren, Grundeigentümer oder geschickte Aktionäre, die am besten mit Fremdfinanzierung hantierten: Ihnen fiel das Glück gleich doppelt in den Schoß, und zwar durch Vermögenszuwachs bei gleichzeitiger Auslöschung der Schulden.

In jedem Zeitalter des Umbruchs, der explosiven Umverteilung gibt es eine kleine Clique von Leuten, die durch Umsicht, Antizipation, Glück und Realisierungswillen die sich bietenden Chancen am Schopf packen und aktiv Reichtum anhäufen können. Seien es Handwerker, Schwarzmarkthändler, Spekulanten, Improvisateure, die *«Beweglichen und Gerissenen»*, Leute mit speziellen Fähigkeiten und Talenten. *«Den Jungen, Flinken ging es gut. Über Nacht wurden sie frei, reich, unabhängig. Es*

*war eine Lage, in der Geistesträgheit und Verlass auf frühere Erfahrung mit Hunger und Tod bestraft, aber Impulshandeln und schnelles Erfassen einer neuen Lage mit plötzlichem ungeheurem Reichtum belohnt wurde.»*

Bei den **Bauern** war die Sachlage nicht so klar. Sie litten nicht unter Hunger, und sie konnten ihre Frischware zu immer höheren Preisen verkaufen, die Preiselastizität der Nachfrage nach ihren Produkten war gering. Einige Bauern wurden reich. Doch was nützte das, wenn der ausgehungerte Mob den Acker plünderte? *«Privilegiert, aber nicht risikofrei»*, schreibt Taylor dazu.

Und dann gab es die Kleinstgruppen ultimativer Gewinner, darunter die **Drucker**: *«Neben der zentralen Reichsdruckerei in Berlin waren 130 weitere Druckereien damit beschäftigt, den schier unendlichen Bedarf an Papiergeld zu befriedigen»*. Und die **Banken**: Um die panische, ja wahnsinnige Tauschaktivität der Menschen bewältigen zu können – die Geldumlaufgeschwindigkeit war in die Stratosphäre gestiegen, Bargeld war die sprichwörtliche heiße Kartoffel – wurden am Laufmeter Bankfilialen eröffnet. *«Die Deutsche Bank, die 1913 nur fünfzehn Filialen besessen hatte, verfügte elf Jahre später über ein Netz von 142 Niederlassungen»*. Dies alles, ohne einen realen Mehrwert zu kreieren, sondern nur zur Bedienung eines besinnungslosen Rennens. So wurden in Deutschland allein im Jahr 1923 über 400 neue Banken gegründet! Bullshit-Jobs sind definitiv nicht eine Erfindung unserer Zeit.

Zum Schluss der überraschende Gewinner: der **Staat**. Ein Zitat aus dem Buch von Lord John Maynard Keynes: *«Durch fortgesetzte Inflation können Regierungen sich insgeheim und unbeachtet einen wesentlichen Teil des Vermögens ihrer Untertanen*

*aneignen.*» Und der Staat tut das immer, wenn man ihn lässt. Bis heute.

## **Da erstaunt die starke Lobby pro Inflation heutzutage**

Ohne Notenbanken keine Inflation. Es muss nicht gleich die monetäre Finanzierung der Staatsschulden sein wie in Weimar. Heute sehen die Notenbanker der Welt 2% Inflation als «Sweet Spot» an. Warum? Weil ein «bisschen» Inflation die Wirtschaft schmiert?

Das ändert nichts daran, dass in zwanzig Jahren ein Drittel der Kaufkraft flöten geht. Der Mechanismus der Inflation, der im Falle Weimars ins grelle Scheinwerferlicht gezerrt wurde, ist auch bei 2% wirksam. Der Sparer in Nominalwerten wird enteignet, der Schuldenmacher belohnt. Die Armen werden ärmer, die Aktienbesitzer (vielleicht) reicher. Besonders asozial wird es, wenn die Zinsen immer weiter gesenkt werden in Phasen, in denen wegen einer Liquiditätsfalle die Inflation nur aufgebaut wird, aber (noch) nicht steigt und damit Ressourcenverschwendung begünstigt wird.

Dauerhaft zu tiefe Zinsen sorgen für Blasen an den Finanzmärkten. Die Aufräumarbeiten bei der Beseitigung der Schäden nach deren Platzen lässt die Staatsschulden steigen, was wiederum den Ruf nach Inflationierung ertönen lässt. Ein Teufelskreis.

Absurderweise werden die Notenbanken für ihr Krisenmanagement regelmässig gelobt. Es sind aber die Krisen, die sie selber verursacht haben. Und trotzdem fordern gewisse

«Ökonomen» eine Erhöhung der Inflationsziele und eine Beseitigung («Modernisierung») der Schuldenbremsen (wo sie noch existieren), in der (naiven) Hoffnung auf staatliche Investitionen. Wer glaubt, dass Staaten mit mehr Geld mehr investieren, erhält in Deutschland gerade wieder Anschauungsunterricht.

## Die Produktivität entscheidet

Ein wichtiger, wenn auch weniger bekannter Aspekt der Weimarer Hyperinflation ist die Produktivität bzw. die Opferung derselben nach dem Ersten Weltkrieg. Gesundes Wirtschaftswachstum und tiefe Inflation sind nur möglich mit Produktivitätsfortschritten. Nur was verdient wird, kann verteilt werden, ohne Schulden zu machen. Die deutschen Politiker in Kollusion mit Arbeitnehmervertretern und Industrie setzten auf Vollbeschäftigung und Achtstundentag ohne Lohnkürzungen, ferner auf Tarifverträge und Arbeiterausschüsse – alles ohne Aussicht auf sinnvollen Einsatz der Arbeiter angesichts des fehlenden Zugangs zu Ressourcen und der Besetzung des Rheinlands durch Frankreich.

Die viel zu hohen Löhne wurden von den Unternehmen flugs mit Preiserhöhungen kompensiert, die Inflation verfestigte und beschleunigte sich und bildete den Keim der Hyperinflation. Unnötig zu erwähnen, dass der Staatsapparat massiv aufgebläht wurde.

Erinnert Sie dies nicht auch an das heutige Europa, Schweiz inbegriffen? Wachsender Staat, zunehmende Bürokratie, Bullshit-Jobs durch Regulierung, Paralyisierung des Arbeitsmarkts? 1923 hatte die Regierung die Kraft, endlich gegenzusteuern, nachdem es eigentlich zu spät war: «Das

*Kabinettt nutzte seine Vollmachten umgehend, um die Arbeitslosenhilfe zu reformieren (..) und eine grosse Zahl von Reichsbeamten zu entlassen, bis zu 25 Prozent. (..) die liberale <Vossische Zeitung> bezeichnete die Kabinettsbeschlüsse als Massnahmen zur Wiederherstellung der Produktivität».*

## **Weimar und heute**

Hohe Schulden, der Wille zur Inflationierung, steigende Sozialkosten, Kollusion der Notenbanken mit Regierung und Industrie, Währungspolitik – vieles, was nach dem Ersten Weltkrieg in Deutschland aktuell war, ist es auch heute. Die faktische Aufgabe der Unabhängigkeit der Notenbanken ist nur ein sichtbares Zeichen eines Trends, der sich bereits in Bewegung gesetzt zu haben scheint.

### **«Weimar Light»?**

Die langfristigen Zinsen in Hochschuldenländern steigen. Die Marktteilnehmer ahnen, dass das deutsche Inflationierungsprotokoll in einigen Ländern wieder zum Zuge kommt.

Es beginnt mit dem politischen Druck auf die Notenbanken, die Zinsen zu senken, selbst wenn die Inflation nicht besiegt ist. Zusätzlich wird versucht, die Zinskurve zu drücken, mittels eigenartiger Neufinanzierungen (mehr Kurzläufer, weniger Langläufer), bald wohl wieder mit Wertpapierkäufen durch die Notenbanken, mit der Schaffung künstlicher Nachfrage nach Staatsschulden (Stablecoins), mit der Regulierung der Banken, damit sie Regierungspapiere kaufen (Belehungsregeln) und mit der offenen Schwächung der eigenen Währung («Mar-a-Lago») –

alles mit dem Ziel, Verteilungskämpfen bei steigenden Zinsausgaben im Staatsbudget aus dem Weg zu gehen.

In seiner finalen Form bedeutet dies: **Zinskurvenkontrolle**.  
Merken Sie sich das Wort. Es könnte das Buzzword der kommenden Jahre werden. Es ist ein Ritt auf Messers Schneide. Fallende Zinsen, steigende Inflationserwartungen und Kapitalkontrollen sind der perfekte Mix für einen Währungscrash. Die Weimarer Hyperinflation wurde nur möglich, weil das **Vertrauen** verloren ging.

Und damit sind wir bei der Ausgangsfrage: das Zauberwort heisst Vertrauen. Ein neuerlicher Vertrauensverlust würde das Szenario der Siebzigerjahre mit einem zweiten Inflationsbuckel möglich, ja wahrscheinlich machen. Überlegen Sie sich, ob Sie zu den Gewinnern oder zu den Verlierern gehören würden. Anhaltspunkte bietet die faszinierende, im kollektiven Gedächtnis verbliebene Episode der Weimarer Hyperinflation. Lesen Sie das Buch von Frederick Taylor.

Aktuell bieten Fremdwährungen hohe Nominalzinsaufschläge zum Franken. Überlegen Sie sich aber genau, ob Sie das Währungsrisiko von Hochschuldenländern wirklich eingehen wollen.

P.S. Währungen kommen und gehen. Ein Ostdeutscher oder eine Ostdeutsche, die 1910 geboren und neunzig Jahre alt wurde, hätte theoretisch mit sieben verschiedenen Währungen haushalten müssen: Goldmark (bis 1914), Papiermark (1914 bis 1923), Rentenmark (1923 und 1924), Reichsmark (1924 bis 1948), Ostmark (1948 bis 1990), Deutsche Mark (1948 bis 1999) und Euro (ab 1999).

## Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

---

**MEINUNG****Befindet sich Private Debt in einer Blase?**

Bisher handelte es sich bei Private Debt um eine exotische Nische ohne Spillover-Risiken. Das könnte sich mit dem Einstieg der Kleinanleger ändern. Und zwar Big Time.

Jürg Lutz 08.10.2025

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Was die Weimarer Hyperinflation mit heute verbindet**

Derzeit liegt die Angst vor einem erneuten Inflationsanstieg wie in den Siebzigerjahren in der Luft. Die heutige Lage erinnert aber auch an die Weimarer Hyperinflation vor etwas über hundert Jahren. Im ersten von zwei Teilen geht es um die Voraussetzungen dafür.

Jürg Lutz 23.09.2025

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Kommt es zur Amazonisierung der Kreditvergabe?**

Private-Debt-Industrie und Banken dringen zunehmend in das Geschäftsfeld des anderen ein. Das wirft die Frage auf, wer sich bei der Kreditvergabe durchsetzt. Es wird grosse Gewinner und Verlierer geben.

Jürg Lutz 14.08.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.