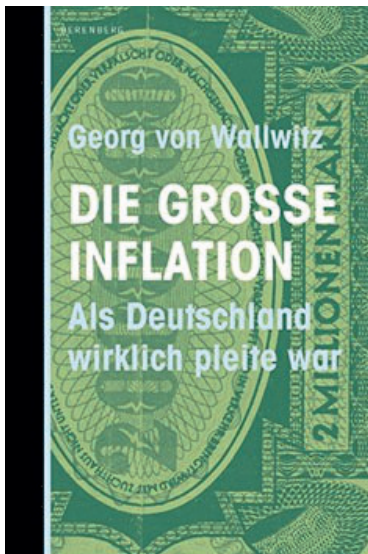


Die Große Inflation

#152 / 4. November 2021
 von Dr. Georg von Wallwitz, CFA

Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich, so sagt es ein altes Sprichwort. Demnach gibt es keine Parallelen mit, sondern nur Lehren aus der Geschichte. Das macht es für uns Heutige aber nicht einfacher, denn so einfach es ist, eine Parallele zu bestimmen, so schwierig ist es, die richtigen Lehren zu ziehen.



Frisch erschienen: Mein neues Buch zur großen Inflation 1923 und deren Nachwirkungen bis heute.

Derzeit werden die Märkte von einer nagenden Inflationsangst durchgeschüttelt. Da es keine kohärente und umfassende Theorie der Preissteigerungen gibt, ist der Blick in die Vergangenheit an dieser Stelle besonders verlockend. Und in der Tat hält insbesondere der Blick auf die Geschichte der Großen Inflation von 1923, die sich den Deutschen tief in das finanzielle Gedächtnis eingegraben hat, aufschlussreiches Anschauungsmaterial bereit. In dieser Hinsicht ist es hoffentlich erhellend, was in meinem neuen Buch über die Hyperinflation in Deutschland zwischen den Kriegen steht, das in diesen unsicheren Tagen im Berenberg-Verlag erschienen ist¹.

Die äußeren Umstände vor 100 Jahren sind mit den heutigen kaum zu vergleichen. Damals hatte Deutschland einen Weltkrieg verloren, den es mit Schulden bei der eigenen Bevölkerung finanziert hatte. Hinzu kamen nun noch gewaltige Reparationsforderungen der Alliierten, die in Fremdwährung zu begleichen waren, sowie hohe Sozialleistungen für die Veteranen, Invaliden, Witwen und Waisen. Als wäre das nicht genug, mussten wichtige Industriegebiete an Polen und Frankreich abgetreten und die Handelsflotte abgegeben werden (der größte Teil an Großbritannien). Durch eine Blockade wurde die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit weiter eingeschränkt.

In dieser Gemengelage aus hohen (Auslands)verpflichtungen und deutlich eingeschränkter wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit standen der jungen Weimarer Republik keine guten Optionen zur Verfügung.

Der Staat versuchte bald alles, um an Geld zu kommen. Der Finanzminister Mathias Erzberger zog eine große Reform durch, der wir

¹ Hier findet sich eine Besprechung des Buchs im Deutschlandfunk: [deutschlandfunkkultur.de](https://www.deutschlandfunkkultur.de)

*Die Große Inflation**Börsenblatt #152 / 4. November 2021*

unser heutiges Steuersystem zu verdanken haben. Es wurde eine Vermögensteuer eingeführt (zusätzlich zu den ohnehin besteuerten Kriegsgewinnen), die aber fast nichts brachte, denn die vermögenden Schichten schöpften ihr ganzes kreatives Potenzial bei deren Vermeidung aus. Preiskontrollen sollten die aufkeimende Inflation deckeln, wurden aber von Schiebern und Schmugglern leichtfüßig umgangen. Bei jeder Wendung der Geschichte zeigte der Staat erneut seine Hilflosigkeit. Und die Vertreter von Partikularinteressen gewannen die Oberhand, um ihren eigenen Vorteil zu finden.

Die Geschichte der deutschen Inflation ist so spannend, nicht nur weil sie (Spoiler Alert) mit dem gewaltsamen Tod fast aller Protagonisten zwischen 1922 und 1924 endet, sondern auch weil sie eine Reihe von Lehren für die Gegenwart bereithält, die über die üblichen Modelle der Zentralbanken hinausgreifen und die darauf hindeuten, dass die Zeit der harmlosen Inflationsraten sich auf mittlere Sicht dem Ende zuneigt.

Viele Faktoren haben zu den niedrigen Inflationsraten der letzten 30 Jahre beigetragen. Die Globalisierung machte die Produktion von Waren und manchen Dienstleistungen billiger. Die Gewerkschaften verloren an Macht und Einfluss, sodass die Löhne in den entwickelten Ländern gedeckelt blieben. Die Rolle des Staates schrumpfte. Der technische Fortschritt senkte die Kosten teilweise dramatisch. Die Zentralbanken waren unabhängig und glaubwürdig und es gelang ihnen, die Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau zu verankern.

Von diesen dämpfenden Faktoren ist nicht mehr viel übriggeblieben. Einzig die Digitalisierung wirkt nach wie vor kostensenkend. Die Wertschöpfungsketten werden in Zukunft regionaler und sich über eine größere Zahl verschiedener Zulieferer erstrecken. Die Rolle des Staates wird größer und damit die Ineffizienzen. Der Staat nimmt nun zwar mehr Geld in die Hand, aber er tut es oft mit einer Geld-spielt-keine-Rolle-Mentalität und nicht aus einer Position der Stärke heraus: Weder wagt er es, den Rentnern die Wahrheiten der Demographie zuzumuten, noch kann oder will er die Steuern entscheidend erhöhen. Also macht er Schulden. Die Verschuldung macht es den Zentralbanken wiederum unmöglich, die Zinsen spürbar zu erhöhen, wollen sie nicht die Zahlungsfähigkeit der Regierungen gefährden. Darunter leidet ihre Glaubwürdigkeit und die Verankerung der Inflationserwartungen (Ökonomen sprechen von einem Regime der fiskalischen Dominanz, das erfahrungsgemäß selten ein gutes Ende nimmt).

Tatsächlich sehen wir den Inflationsdruck heute überall: Bei allen, die tatsächlich Dinge bewegen müssen, nicht nur Nullen und Einsen. Google und Microsoft stehen besser da als Amazon und Apple (die Gegenstände verkaufen und daher auf Lieferketten angewiesen sind). Die Banken haben sehr solide Zahlen gebracht, aber die Industrie von ABB bis BASF warnt vor schwächeren Gewinnen auf Grund steigender Preise und knapper Rohstoffe. Der Druck wird sich in Löhnen niederschlagen, denn die Gewerkschaften haben im nächsten Jahr die Preissteigerungen des

*Die Große Inflation**Börsenblatt #152 / 4. November 2021*

letzten im Blick. In einer Reihe von Bereichen, wie etwa beim Wohnen, ist die Inflation noch nicht angekommen, aber man kann damit rechnen, dass sie dort bald sichtbar wird.

Auf mittlere Sicht ist also mit höheren Inflationsraten (aber nicht mit einer galoppierenden Inflation) zu rechnen, auch wenn es die Modelle der Zentralbanken noch nicht hergeben. Ein Blick in die Geschichtsbücher ist manchmal viel wert, denn wie vor 100 Jahren ist die kommende Inflation kein unvermeidbares Schicksal, sondern der Weg des geringsten Widerstandes für die Politik.

Wo sollte der Investor in einer Zeit höherer Inflationsraten sein Geld anlegen? In der Vergangenheit haben niedrig bewertete „Value“-Aktien und Rohstoffwerte in inflationären Phasen besser abgeschnitten als die meist hoch bewerteten Wachstumstitel. In der Regel können solche Unternehmen ihre Preise in dieser Zeit anheben und sie besitzen meist anfassbare Vermögenswerte wie Fabriken und Immobilien, deren Wert bei steigenden Preisen zunehmen dürfte. Im Gegensatz dazu sind Wachstumswerte, bei denen die Anleger von einem raschen Anstieg der Gewinne ausgehen, stärker von den Entwicklungen in der fernerer Zukunft abhängig – die künftigen Gewinne sind in einer Zeit hoher Inflation aber weniger Wert als die von heute.

Investoren sind also gut beraten, bei Unternehmen, die extrem hoch bewertet sind, vorsichtig zu sein. Allerdings sind die großen Tech-Firmen wie Apple, Google oder Facebook, die allgemein als die Flaggschiffe der Digitalisierung und des Wachstums gelten, kaum höher bewertet als der Markt insgesamt. Es ist also fraglich, ob auch diesmal Value besser abschneidet als Growth.

Und Investitionen in andere Anlageklassen? Immobilien sind ebenfalls hoch bewertet, auf sie trifft dieselbe Risikowarnung zu wie auf Wachstumsaktien. Energie und Rohstoffwerte? Sie sind derart volatil, dass sie als Schutzpatron der Inflationsbefürchter kaum taugen.

Ein gut diversifiziertes Portfolio aus Aktien bleibt nach wie vor die effizienteste Absicherung gegen den Kaufkraftverlust durch Inflation. Das war auch in der Zeit der übelsten Inflation der Geschichte nicht anders. Der Aktienindex des Statistischen Reichsamts stieg, in Goldmark berechnet, von Januar 1920 bis Januar 1924 von 10,7 auf 35,7². Wer sagt, dass sich in Zeiten steigender Preise nicht auch goldwertes Geld verdienen lässt? ■

DISCLAIMER

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH.

Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.

² https://de.wikipedia.org/wiki/Aktienindex_des_Statistischen_Reichsamtes