

Albrecht O. Ritschl

Krieg, Verteilungskonflikt, Reparationen: die deutsche Inflation von 1920 bis 1923

Es ist kein Zufall, dass bereits am Anfang des Kalenderjahres der Hyperinflation von 1923 gedacht wird. Am 11. Januar 1923 begannen französische und belgische Truppen die Besetzung des Ruhrgebiets. Zwei Tage später rief Deutschland den passiven Widerstand aus. Die Löhne der streikenden Arbeiter im besetzten Gebiet wurden von der Reichsregierung übernommen. Dies und starke Produktionsausfälle markierte den Übergang von der galoppierenden Geldentwertung zur Hyperinflation. Binnen weniger Monate waren die monetären Verhältnisse außer Kontrolle. Durch den Bedarf der Notenpresse gerieten die Druckmaschinenindustrie, die Papierindustrie und das Druckereigewerbe an ihre Kapazitätsgrenzen. In der Schlussphase der Inflation ging man dazu über, Noten einseitig zu bedrucken, oder begnügte sich mit der Überstempelung zuvor ausgegebener, aber völlig entwerteter Noten. Firmen gingen von wöchentlicher zu täglicher Lohnzahlung über und weiter zur Zahlung in der Mittagspause. Zeitgenössische Fotos zeigen Arbeiterfrauen mit Leiterwagen vor den Werkstoren, um die sackweise ausgezahlten Noten zu den nächstgelegenen Läden zu karren und dort gegen knappe Waren einzutauschen, bevor das Geld am Nachmittag erneut die Hälfte seines Werts verloren hatte.

Gemeinhin hat man die Ursache der Inflation in den Ersten Weltkrieg verlegt, an dessen Ende die Preise bereits auf etwa das Fünffache des Vorkriegsniveaus gestiegen waren. Starke Geldentwertungen hatte es in allen kriegsführenden Ländern gegeben. Selbst in den USA lag der kriegsbedingte Preisauftrieb bei dem Zweieinhalbfachen, in Frankreich erhöhten sich die Preise um etwa das Vier-

fache. In Deutschland war der Kriegshaushalt vollständig über Neuverschuldung finanziert worden. In England und Frankreich lagen die Verschuldungsanteile bei etwa 80 %. Eine ältere Literatur hat darin einen Hauptgrund für die Kriegsinflation gesehen (Balderston, 1989). Doch wurden nur 15 % der Neuverschuldung durch die Notenpresse monetisiert. Ein zusätzlicher Grund für die dennoch massive Kriegsinflation lag in der Verknappung von Inputfaktoren und Nahrungsmitteln, mitverursacht durch die alliierte Blockade. Bei Kriegsende lag Deutschlands Bruttoinlandsprodukt (BIP) um mehr als 20 % unterhalb des Niveaus von 1913, die Importe waren um 40 % eingebrochen. Erklärungsbedürftig ist darum weniger die Kriegsinflation selbst als ihre Fortsetzung über die ersten Nachkriegsjahre hinaus (Ritschl, 2005).

In Westeuropa und den USA kündigte sich zwei Jahre nach dem Waffenstillstand eine schwere Nachkriegsrezession an. Zwischen 1920 und 1922 verringerte sich das britische und US-amerikanische Preisniveau um gut 40 %. In Deutschland war nach der Revolution von 1918 und den anschließenden Wirren an eine Deflationspolitik nicht zu denken. Bei Annahme der Weimarer Reichsverfassung lag das Preisniveau beim Zehnfachen von 1914. Es liegt nahe, von hier aus die Erzählung bis zur Hyperinflation linear fortzuschreiben. Allerdings ist der Zusammenhang nicht zwingend.

Deutschlands Nachkriegsinflation hatte bis dahin den Wert der Kriegverschuldung auf etwa 40 % des BIP von 1914 reduziert. Das entsprach einer Schuldenlast von etwa 50 % bis 60 % des BIP von 1920. Die Erzbergersche Steuerreform in der Weimarer Verfassung sah ein ertragsstarkes Hochsteuersystem mit einer progressiven Einkommensteuer und einer kumulativen Umsatzsteuer vor. Dieses System war auf die Finanzierung einer Staatsquote von 25 % bis 30 % des Volkseinkommens ausgelegt und hat dies nach der Währungsstabilisierung auch geleistet. Weder eine überbordende Schuldenlast noch ein unzureichendes Steuersystem können für die Inflation nach 1920 verantwortlich gemacht werden. Zumindest auf dem Papier hat es der neu errichteten Weimarer Republik an state capacity (Besley and Persson, 2009) nicht gefehlt.

Bald erwiesen sich die Steuereinnahmen als unzureichend. Das lag zum Teil an der schweren internationalen Rezession, die bei ausgeglichenen Haushalten ohne

© Der/die Autor:in 2023. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Prof. Dr. Albrecht O. Ritschl ist Professor für Wirtschaftsgeschichte an der London School of Economics and Political Science in Großbritannien.

Zweifel nach Deutschland übergeschwappt wäre. Vor allem aber erwies sich die veranlagte Einkommensbesteuerung als schwierig. Für Löhne war der Steuerabzug per Lohnsteuer eingeführt worden. Die veranlagte Einkommensteuer wurde dagegen erst mit Verzögerung eingefordert, was den Zensiten Anreize zum Zahlungsverzug in entwerteter Währung gab. Es half nicht, dass in den bürgerlichen Parteien die neue Einkommensteuer als Fortsetzung des Klassenkampfes mit finanziellen Mitteln angeprangert wurde. Das Stinnes-Legien-Abkommen nach Kriegsende ermöglichte eine De-facto-Bindung zahlreicher Lohngruppen an den neugeschaffenen Preisindex und sicherte den Lebensstandard der Arbeiterschaft (Holtfrerich, 1980). Dieses Instrument hat zweifellos zu einer Lohn-Preis-Spirale beigetragen, war aber systemrelevant zur Abwehr kommunistischer Umsturzversuche. Dieser durch Staatsverschuldung verschobene Verteilungskonflikt ist entsprechend für die erneute Inflationswelle verantwortlich gemacht worden (Alesina und Drazen, 1991). Keine der instabilen Weimarer Regierungskoalitionen besaß den politischen Rückhalt, um der Mittelschicht gegenüber das Aufbürden der neuen, höheren Steuerlasten durchzusetzen und gegenüber der Arbeiterschaft eine Stabilisierungsrezession zu riskieren, wie sie dann nach 1924 wirklich eingetreten ist.

Hinzu kam der sich verschärfende Reparationskonflikt. Das Londoner Ultimatum von 1921 enthielt eine Reparationsforderung in drei Tranchen. Zusammengefasst entsprachen sie 132 Mrd. Goldmark oder etwa 260 % des BIP von 1913. Tatsächlich verlangt wurde die Zahlung von etwa 50 Mrd. Goldmark oder 100 % des BIP von 1913. Die deutsche Seite hatte 20 Mrd. bis 30 Mrd. Goldmark angeboten, Keynes hatte die deutsche Zahlungsfähigkeit auf etwa 40 Mrd. Goldmark geschätzt. Fühlungsnahme bei großen Privatbanken über eine Kommerzialisierung durch Ausgabe einer großen Anleihe nach dem Vorbild der französischen Zahlungen an Deutschland nach 1871 ergab eine Aufnahmefähigkeit näher an 10 Mrd. Goldmark. Relativ zum BIP des Vorkriegsstandes lag das nah an den französischen Reparationen an Preußen-Deutschland, die man mit etwa 20 % bis 25 % des BIP von 1869 ansetzen darf (Ritschl, 2005). Zur Umsetzung wurde Deutschland die Zahlung von 2 Mrd. Goldmark jährlich auferlegt, zuzüglich einer Abgabe von 25 % der deutschen Exporteinnahmen. Letzteres war angesichts der internationalen Rezession und des Protektionismus in den Empfängerländern wenig realistisch. Die fixe Annuität entsprach einem Gegenwartswert von etwa 40 Mrd. Goldmark oder 80 % des BIP von 1913, ihre Begleichung einem Leistungsbilanzüberschuss von 5 %. Ohne eine scharfe Deflationspolitik zur Erzielung solcher Überschüsse, wie sie später unter Brüning zur Erfüllung des Young-Plans versucht wurde, war die Reichsbank auf Devisenankäufe im Ausland angewie-

sen (Seghezza und Morelli, 2020). Hieraus entwickelte die deutsche Seite bald die Zahlungsbilanztheorie der Inflation, wonach die Geldentwertung allein diesen Interventionen geschuldet sei.

1922 erhoben die Alliierten auf der Konferenz von Genua die Forderung nach Unabhängigkeit der Reichsbank von der Regierung, um diese Akkommodationspolitik und den Ankauf von Schatzwechseln zu beenden. Ein entsprechendes Gesetz wurde beschlossen, an der Politik der Reichsbank änderte sich dadurch nichts. Regierung und Zentralbank hielten in wortgleichen Stellungnahmen an der Zahlungsbilanzdoktrin fest. Ein neuer Zahlungsplan im Wiesbadener Abkommen desselben Jahres war Frankreichs Konzession an diese Doktrin und der Versuch, zumindest die eigenen Forderungen, wie von Keynes und anderen Sachverständigen gefordert, durch Empfang von Sachlieferungen zu befriedigen. Deutschlands Rückstand in diesen Lieferungen, der nicht monetär begründet werden konnte, war der Anlass für den französischen Einmarsch in das Ruhrgebiet.

Der Ruhrkonflikt hat beide Seiten geschwächt. Frankreich erzielte nicht die erhofften Einnahmen, sah sich hohen Besatzungsaufwendungen gegenüber und geriet in eine eigene Budgetkrise bei wiederkehrender Inflation, die erst ab 1926 gestoppt werden konnte. Deutschland erfuhr eine unkontrollierbare Beschleunigung der Inflation. Die Reichsbank verlor beim Versuch einer flankierenden Stabilisierung des Wechselkurses einen Großteil ihrer Devisen. Vermittelt durch internationale Verhandlungen hinter den Kulissen, brach Deutschland im Spätsommer 1923 den passiven Widerstand ab und signalisierte Frankreich seine Bereitschaft zu neuen Verhandlungen über ein erleichtertes Reparationsverfahren, das zuletzt in den Dawes-Plan von 1924 mündete (Schuker, 1976).

Man hat zu allen Zeiten und mit Recht die Reichsbank für ihre stabilitätswidrige Unterstützung der deutschen Konfrontationspolitik in der Reparationsfrage kritisiert, ebenso für den ausgebliebenen Versuch, etwa 1921 oder nochmals 1922, durch eigene Initiative eine Stabilisierung zu erzwingen (Ferguson, 1996). Allerdings hatte die Reichsbank nicht die alleinige Kontrolle über die Geldmenge. Noch bis nach dem Ersten Weltkrieg waren Reichskassenscheine, ein direkt vom Staat emittiertes Papiergeld, Deckungsmittel der Reichsbanknoten gewesen. Zwar war dieses Staatsgeld in der Inflation nicht weiter emittiert worden. Die Rückkehr dazu an der Reichsbank vorbei wäre allerdings durch einfachen Gesetzgebungsakt möglich gewesen. Zudem kursierte in großem Stil ungedecktes Notgeld, das von Kommunen in den französisch und britisch besetzten Gebieten ausgegeben worden war. Dieses Notgeld erschien nicht in den offiziell-

len Geldmengenausweisen der Reichsbank, wurde aber bei der Stabilisierung auf nochmals ein Drittel der offiziellen Geldbasis geschätzt. Eine Stabilisierungsinitiative der Reichsbank ohne Rückendeckung in Regierung oder Parlament vor Ende des Ruhrkonflikts wäre ein, salopp gesprochen, sportliches „counterfactual“.

Tatsächlich ergriff nach Abbruch des passiven Widerstands die Reichsbank die Initiative und kündigte das Ende ihrer Diskontierung von Schatzwechseln für den November des Jahres 1923 an. Im Unterschied zu früheren Episoden standen die Beilegung des Ruhrkonflikts und eine für Deutschland vorteilhafte Stundung der Reparationen im Raum. Die Gefahr einer monetären Dolchstoßlegende war damit gebannt.

Für die Stabilisierung standen zwei Konzepte einander entgegen. Eines war die direkte Rückkehr zum Goldstandard, denn eine vorgeblich wertbeständige Papierwährung hatte weder Anhänger noch Glaubwürdigkeit. Schwierigkeiten bot die fehlende Goldreserve. Ihr Wiederaufbau erforderte Kapitalimporte oder eine Rückkehr zur internationalen Zentralbankkooperation. Erfolgreiche Verhandlungen über eine auswärtige Stabilisierung setzten die Neuordnung der Finanzverhältnisse im Inland voraus, umgekehrt galt dasselbe. Einen Ausweg bot die Gegenkonzeption, eine wertbeständige Reserve zu schaffen, um die verbleibende Staatsverschuldung abzulösen und die Regierung mit einer Anfangsliquidität zu versorgen, ohne eine neue Inflation in anderen Geldzeichen zu starten. Eine vollständige Entwertung der Altverschuldung wie später 1948 stand nicht zur Debatte, sie hätte die vollständige Entwertung der Währung bedeutet – eine Komplikation, die 1948 durch Preiskontrollen vermieden wurde, allerdings um den Preis der Mangelwirtschaft mit schweren Versorgungslücken auch bei elementaren Gütern.

Die Lösung fand sich im Konzept der Rentenmark. Auf den landwirtschaftlichen Grundbesitz und weite Teile des gewerblichen Grundbesitzes wurde eine in Goldmark ausgedrückte Grundsuld gelegt und verbrieft. Die so geschaffenen Obligationen dienten als Deckung für die Ausgabe von Rentenmark, deren Volumen zu etwa gleichen Teilen auf Reichsbank und Reichsregierung verteilt wurde. Diese „mortgage-backed securities“ hatten allerdings nicht die besondere Ausstattung als Hypothekenspfandbriefe und kamen nicht in den Umlauf. Diese Konstruktion hatte potenziell den Charakter eines „capital levy“, der Ablösung staatlicher Verschuldung durch Besteuerung des fixen Faktors. Hierzu ist es am Ende nicht gekommen; die Rentenmark wurde vollständig zurückgekauft, sodass die Belastung des privaten Grundbesitzes nur den Charakter einer Eventualverbindlichkeit trug.

Die Konkurrenz zwischen den verschiedenen Stabilisierungskonzepten ging einher mit scharfen persönlichen Rivalitäten. Eine goldgestützte Stabilisierung war die bevorzugte Lösung weiter Teile der Sozialdemokratie, insbesondere des zeitweiligen Finanzministers Hilferding. Die Gegenkonzeption einer goldfreien, aber wertbeständigen Rentenmark wurde von Karl Helfferich vertreten, der sich mit der Zahlungsbilanztheorie der Inflation hervorgetan hatte und für einen aggressiven Nationalismus bekannt war. Während Hilferding die Geldpolitik einer neuen Goldbank anvertrauen wollte, vertrat Helfferich das Konzept einer Rentenbank. Einigkeit bestand zwischen den Rivalen allenfalls darüber, die Reichsbank in eine „bad bank“ zu verwandeln und abzuwickeln – ein Schicksal, das sie nach 1948 tatsächlich ereilt hat.

Die Aussicht auf ein Ende der Inflationsfinanzierung hat die Papiermark nicht unmittelbar stabilisiert. Im Gegenteil stürzte ihr Kurs zunächst ins Bodenlose (Webb, 1985). Durch die Ankündigung eines Politikwechsels bekam die Reichsbank aber das Heft wieder in die Hand. Ein Grund hierfür war, dass die Reichsbank die kurzfristig einzig handlungsfähige Institution war. Innerhalb der von ihr gesetzten engen Frist musste eine Lösung für ihre Reserven gefunden werden. Zudem konnten Hilferding dem bürgerlichen Publikum und Helfferich dem Ausland nicht gut als glaubwürdige Vertreter einer neuen Geldpolitik werden. Reichsbankpräsident Havenstein, der seine Position auf Lebenszeit innehatte, lehnte einen Rücktritt ab und betonte, die Situation im Griff zu haben – eine Position, die sich zuletzt als richtig erweisen sollte.

Zur Vorbereitung der Budgetkonsolidierung nach einer Stabilisierung setzte die Reichsregierung zunächst einen Währungskommissar mit außergewöhnlichen Vollmachten ein. Dem Reichstag wurde ein Ermächtigungsgesetz aufgezwungen, das unter anderem diesem Kommissar unter Gegenzeichnung durch den Finanzminister quasi-diktatorische Vollmachten in der Finanzpolitik verschaffte. Als geeigneten Kandidaten fand Reichskanzler Stresemann einen ihm aus gemeinsamer Zeit als Lobbyisten bekannten Spezialisten für PR-Arbeit, den Bankier Hjalmar Schacht. Zugleich wurde Helfferichs Projekt einer Rentenbank vorangetrieben, allerdings ohne ihm persönlich zu viel Einfluss einzuräumen. Kurz vor dem Stichtag für die Stabilisierung verstarb Havenstein; die technische Vorbereitung wurde von seinem Direktorium weitergeführt. Für die Nachfolge standen Helfferich und der damals als progressiv-liberal geltende Schacht gegeneinander. Das Reichsbankdirektorium sprach sich in einer berühmt gewordenen Entschließung einmütig gegen Schacht aus. In dieser Situation verstarb unerwartet Helfferich, was Schacht den Weg an die Spitze der Reichsbank öffnete.

Zuletzt ist die Stabilisierung ein Ineinandergreifen von nicht weniger als vier Komponenten gewesen. Helfferichs Plan einer Rentenbank wurde realisiert; die Unterlegung der noch verbliebenen Staatsschuld mit realwertgesicherten Reserven stoppte den Verfall der Papiermark und leitete die Stabilisierung ein. Hilferdings Plan einer Goldbank wurde in Gestalt der Golddiskontbank Wirklichkeit. Als Gemeinschaftsunternehmen der Reichsbank und der Bank von England sollte sie goldgesicherte Exportkredite an die deutsche Industrie vergeben, wurde aber rasch zu einer Art Special Purpose Vehicle unter Zuführung britischer Reserven, in der Transaktionen ausgeführt wurden, die der Reichsbank gesetzlich verwehrt waren. Der durch die Kooperation mit der Bank von England erzielte Vertrauensgewinn beschleunigte die Wiederauffüllung der Goldreserven der Reichsbank und ermöglichte die allmähliche Ablösung der Rentenmark. Als drittes Element ist die fiskalische Stabilisierung zu nennen (Sargent, 1982). Unter der Ägide Hans Luthers begann die Reichsregierung ein drastisches Austeritätsprogramm, das unter anderem die Entlassung von einem Drittel der Reichsbediensteten mit sich brachte. Als Ergebnis stabilisierte sich der Reichshaushalt und fiel die Kreditaufnahme auf geringfügige Werte. Das vierte Element der Stabilisierung war eine vorsichtige Verständigung mit Frankreich, einschließlich neuer Verhandlungen über einen Reparationsaufschub sowie des

französischen Verzichts auf eigene Währungsexperimente in der französisch besetzten Zone. Im Ergebnis kehrte Deutschland 1924 als erstes der größeren europäischen Länder zum Goldstandard zurück, wenngleich unter fast vollständiger Streichung der Staatsverschuldung und der auf Mark lautenden Ersparnisse.

Literatur

- Alesina, A. und A. Drazen (1991), Why Are Stabilizations Delayed?, *American Economic Review*, 81, 1170-1188.
- Balderston, T. (1989), War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918, *Economic History Review*, 62, 222-244.
- Besley, T. and T. Persson (2009), The Origins of State Capacity: Property Rights, Taxation, and Politics, *American Economic Review*, 99, 1218-1244.
- Ferguson, N. (1996), Constraints and Room for Manoeuvre in the German Inflation of the 1920s, *Economic History Review*, 49, 635-666.
- Holtfrerich, C.-L. (1980), *Die deutsche Inflation 1914-1923. Ursachen und Folgen in internationaler Perspektive*, de Gruyter.
- Ritschl, A. (2005), The Pity of Peace: Germany's War Economy, 1914-1918 and Beyond, in S. N. Broadberry und M. Harrison (Hrsg.), *The Economics of World War I*, Cambridge University Press.
- Sargent, T. (1982), The End of Four Big Inflations, in T. Sargent (Hrsg.), *Rational Expectations and Inflation*, Harper & Row.
- Schuker, S. (1976), *The End of French Predominance in Europe*, Chapel Hill, University of North Carolina Press.
- Seghezza, E. und P. Morelli (2020), Was a Sudden Stop at the Origin of German Hyperinflation?, *Financial History Review*, 27, 161-186.
- Webb, S. B. (1985), Government Debt and Inflationary Expectations as Determinants of the Money Supply in Germany, 1919-23, *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 479-492.

Title: *War, Distribution Conflict, Reparations: German Inflation from 1920 to 1923*

Abstract: *Germany's hyperinflation resulted from a confluence of several factors, all of which contributed to a temporary breakdown in state capacity and to unsustainable public sector deficits. Wartime debt deflated by 90% already in 1920. Informal wage indexation and failure to enforce collection of a new progressive income tax contributed to recurrent inflation. Unsustainable reparations were met by purchasing gold abroad, further accelerating inflation. Conflict over reparation arrears resulted in the military occupation of the Ruhr industry district in early 1923. Stabilisation occurred after informal moratoria on both international and internal conflict, allowing for budget stabilisation and a two-step currency reform, as well as a return to gold in 1924.*