

# Reichsbankpolitik 1918-1923 zwischen Zahlungsbilanz- und Quantitätstheorie\*

Von Carl-Ludwig Holtfrerich

Es wird die Frage untersucht, ob die Reichsbank entsprechend ihren öffentlichen Verlautbarungen tatsächlich die Bedeutung der Geldmenge für den Inflationsprozeß verkannt hat.

## I.

Mit zwei Theorien stritten Wissenschaftler und Politiker um die Erklärung der deutschen Geldentwertung schon während des ersten Weltkrieges, besonders aber in den Nachkriegsjahren: Die Vertreter der Zahlungsbilanztheorie sahen die Hauptursache des fallenden Außen- und Binnenwerts der Reichsmark in der passiven deutschen Handels- und Zahlungsbilanz; die Vertreter der Quantitätstheorie machten demgegenüber die fortgesetzte Vermehrung der Geldmenge, insbesondere wegen der Defizitfinanzierung des Reichshaushalts über die Notenpresse, für den Entwertungsprozeß verantwortlich (K. Hardach 1974, ausführlich Ellis 1937). Die Reichsbank wird auf Grund ihrer Öffentlichkeitsarbeit während der Inflationsjahre bis heute allgemein als Vertreter der Zahlungsbilanztheorie dargestellt<sup>1</sup>. Die Zuordnung der Reichsbank zu dieser theoretischen Position werde ich im wesentlichen anhand vertraulicher Schreiben der Reichsbankleitung an Reichsregierung und Reichspräsidenten einer kritischen Prüfung unterziehen<sup>2</sup>.

---

\* Für Kritik an einem früheren Entwurf dieses Aufsatzes danke ich K. Borchardt, R. Dumke, W. Fischer, R. Fremdling, G. Hardach, G. Hohorst und K. Kaufhold.

<sup>1</sup> Veit (1969), S. 520, Hahn (1963), S. 16 ff., Bresciani-Turoni (1968), S. 42, Eynern (1928), S. 71, Eucken (1923), S. 5 f., D'Abernon (1930), S. 314 - 320. Lansburgh (1924), S. 36 f., räumt zwar ein, daß die Reichsbank in ihrem im Mai 1921 veröffentlichten Jahresbericht für 1920 erstmals die übermäßige Ausdehnung des Geldumlaufs als die Hauptursache „zunehmender Geldentwertung und Valutaverschlechterung“ zutreffend dargestellt habe, macht ihr jedoch zum Vorwurf, daß sie es angeblich „niemals zu einem Widerspruch der Bank gegen die Reichsfinanzpolitik oder gar zu einer Weigerung, fernerhin Reichsschatzwechsel zu diskontieren“, habe kommen lassen.

<sup>2</sup> Ich stütze mich dabei auf Akten der Reichskanzlei (Bestand R 43 I) und des Reichsfinanzministeriums (Bestand R 2) im Bundesarchiv Koblenz, in denen sich nur ein kleiner Teil der Korrespondenz zwischen Reichsbank und Reichsregierung für die Jahre nach dem ersten Weltkrieg findet. Die umfangreichen

Die Untersuchung gliedert sich in folgende Abschnitte:

- II. Eine kurze Zusammenfassung der wichtigsten institutionellen Charakteristika der Inflationsperiode, besonders hinsichtlich der Stellung der Reichsbank.
- III. Darstellung und Kritik der Zahlungsbilanz- und Quantitätstheorie.
- IV. Darstellung und Einordnung der Argumentation der Reichsbank gegenüber der Reichsregierung einerseits und der Öffentlichkeit andererseits.
- V. Die „Logik“ der Reichsbankpolitik vor dem Hintergrund konkurrierender wirtschaftspolitischer Zielvorstellungen.

## II.

Als Präventivmaßnahme gegen den befürchteten „Run“ auf die nationalen Goldvorräte bei Kriegsausbruch hob die Reichsregierung, wie praktisch alle kriegsteilnehmenden Staaten, im August 1914 die Goldeinlösungspflicht für Reichsbanknoten auf (*Die Reichsbank* 1925, S. 39 ff., *Pfleiderer* 1976, S. 157 ff.). Die Reichsbank wurde ermächtigt, neben den privaten Handelswechseln auch Reichswechsel und -schatzanweisungen zu diskontieren sowie in die Dritteldeckung ihrer Noten neben dem Gold (und einem geringen Betrag an Reichskassenscheinen) nunmehr auch die Kreditscheine der neu geschaffenen Darlehnskassen einzubeziehen. Die Darlehnskassen waren der Reichsbank selbst unterstellt und dienten der Förderung des Lombardkredits, auf den die Privatwirtschaft nunmehr angewiesen war, soweit ihre traditionellen Kreditmärkte vom Reich in Anspruch genommen wurden. Damit war die „goldene Bremse an der Kreditmaschine“ (*Schumpeter* 1927) gelöst, die einer inflationären Ausnutzung des Notenbankkredits durch den Staat für die Zwecke der Kriegsfinanzierung hätte entgegenstehen können.

Die Geschäftsführung der Reichsbank unterstand zwar seit Gründung der Reichsbank im Jahre 1875 gesetzlich der Aufsicht und Kontrolle der Reichsregierung. Der Reichskanzler konnte als oberster Dienstherr der Reichsbank Weisungen erteilen (*Lotz* 1888, S. 242 f.). Solange jedoch die umlaufenden Noten zu einem Drittel in Gold und fast der ganze Rest mit privaten Handelswechseln gedeckt sein mußten, hatte die Abhängigkeit der Reichsbank von der Reichsregierung weniger Bedeutung als die gemeinsame Verpflichtung beider Instanzen, die Dritteldeckungsvorschrift zu wahren.

---

Reichsbankbestände (vgl. *Metchies* 1968, S. 387 - 391) befinden sich in der DDR und waren mir, wie anderen Forschern aus dem Westen, bisher nicht zugänglich.

Die Reichsbank betätigte sich während der Kriegsjahre als „Hausbank“ der Reichsregierung (*Die Reichsbank* 1925, S. 41, Lotz 1927). Sie finanzierte Kriegsausgaben vor durch Übernahme kurzfristiger Schatzanweisungen, der sogenannten schwebenden Schulden des Reiches. Gleichzeitig leitete sie die Kampagnen in der Öffentlichkeit für die Platzierung der Krieganleihen, aus deren Aufkommen die schwebenden Schulden des Reiches — besonders seit der Erhöhung der Kriegsanstrengungen entsprechend dem Hindenburgprogramm in der zweiten Kriegshälfte — nur teilweise getilgt werden konnten. Da ein steigender Teil der kurzfristigen Schulden des Reiches auch nicht am privaten Geldmarkt unterzubringen war, sondern im Portefeuille der Reichsbank verblieb, wuchs das Geldvolumen der Reichsbank (Banknoten und Reichsbankdepositen) beträchtlich an<sup>3</sup>:

Juli	1914	4,2 Mrd. Mark
August	1914	6,7 Mrd. Mark
Juli	1915	7,2 Mrd. Mark
Juli	1916	9,4 Mrd. Mark
Juli	1917	14,7 Mrd. Mark
Juli	1918	21,2 Mrd. Mark
Oktober	1918	27,4 Mrd. Mark

Während der vier Kriegsjahre zeigten sich in Deutschland wie in allen am Krieg beteiligten Ländern Symptome der Inflation (*G. Hardach* 1973, S. 183 f., *Brown* 1940, *League of Nations* 1925):

- zum einen in Form von binnenländischen Preissteigerungen für Güter und Dienste oder — soweit die Preise kontrolliert waren — in Knappheitserscheinungen,
- zum andern in einer niedrigen Bewertung der binnenländischen Währung an den Devisenbörsen in neutralen Goldstandardländern, während die Wechselkurse auf den inländischen Devisenmärkten durch Devisenbewirtschaftung auf einem höheren Niveau gehalten wurden.

Nach Ende des Krieges war die deutsche Öffentlichkeit nicht mehr bereit, Staatsanleihen zu zeichnen<sup>4</sup>. Die Finanzierung von Staatsausgaben durch Unterbringung kurzfristiger Reichsschatzanweisungen bei der Reichsbank ging jedoch weiter. Die Reichsregierung sah sich aus politischen und sozialen Erwägungen außerstande, ihre Ausgaben zu drosseln, wollte sie die junge Demokratie nicht durch eine Wirtschaftskrise gefährden (*Witt* 1974, S. 411). Die Verteilung der Ausgaben wurde

<sup>3</sup> Die Daten beziehen sich jeweils auf das Monatsende und sind den Wochenübersichten in den jährlichen Verwaltungsberichten der Reichsbank entnommen. Vgl. auch: Statistisches Reichsamt (1925).

<sup>4</sup> Der einzige Versuch des Reiches mit der Sparprämienanleihe von 1919 erwies sich wegen der allgemeinen politischen und wirtschaftlichen Unsicherheit als Fehlschlag (*Hesse* 1938, S. 137).

bestimmt von den Folgelasten des Krieges: den internationalen Verpflichtungen aus dem Waffenstillstands- und Friedensvertrag, der Kriegsopferversorgung im Inland, dem Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft, der notwendigen Ernährung der Bevölkerung, der Rohstoffbeschaffung und der Schaffung von Arbeitsplätzen für die vom Militärdienst und der Kriegsindustrie freigesetzten Arbeitskräfte.

War in den Jahren zuvor zugunsten des Reiches von der Notenbank geschöpftes Geld über die Kriegsanleihen zum Teil wieder aus dem Verkehr zur Notenbank zurückgeholt worden, so entfiel mit dem Kriegsende dieser zumindest teilweise stabilisierende Rückfluß. Ein im Vergleich zu den Kriegsjahren stärkeres Wachstum des Geldvolumens trat nun ein, das 1923 in einer Flut wertlosen Papiers aus den Reichsbankdruckereien endete. Der Umlauf an Reichsbanknoten plus Reichsbankdepositen stieg in den Nachkriegsjahren folgendermaßen (vgl. Fußnote 3 auf S. 195).

November 1918	29,3 Mrd. Mark
November 1919	43,0 Mrd. Mark
November 1920	71,6 Mrd. Mark
November 1921	126,3 Mrd. Mark
November 1922	995,1 Mrd. Mark
November 1923	774,3 x 10 <sup>18</sup> Mrd. Mark

Der Diskontsatz der Reichsbank lag während des Krieges und in den Nachkriegsjahren bis Juli 1922 bei 5 %. Er wurde bis zum Jahresende 1922 in kleinen Schritten auf 10 % erhöht und erreichte erst auf dem Höhepunkt der Inflation im Herbst 1923 90 %. Bis Juli 1922 beruhte die Vermehrung der Geldmenge fast ausschließlich auf der Übernahme von Schatzanweisungen des Reiches in das Portefeuille der Reichsbank. Danach betrieb die Reichsbank einen verstärkten Ankauf privater Handelswechsel zusätzlich zu der fortlaufenden Diskontierung von Reichsschatzanweisungen (Zahlen in *Graham* 1930, S. 61 ff.). Diese Geldmengenexpansion sahen die Quantitätstheoretiker als die Hauptursache zunächst der inneren und als Folge davon der äußeren Entwertung der deutschen Währung an.

Die genauen Zahlen sind umstritten, jedoch gilt es als sicher, daß die deutsche Handelsbilanz während der Kriegs- und Nachkriegsjahre beträchtliche Defizite aufwies. *Meerwarth* (1924, S. 17, 20) hat das Handelsbilanzdefizit für die Zeit vom 1. August 1914 bis Ende Dezember 1918 mit rund 15 Mrd. und für die Jahre 1919 - 1922 mit 11 Mrd. Goldmark angegeben. Kompensierende Aktivposten in der Dienstleistungsbilanz waren entfallen, so z. B. die Zinszahlungen aus ausländischen Kapitalanlagen und Frachteinnahmen aus dem Seetransportgeschäft. Auf der Passivseite der deutschen Zahlungsbilanz waren nach Kriegsende Forderungen des Auslands aus dem Versailler Vertrag hinzugetreten. Diese

Defizite in der Leistungsbilanz hatten die Zahlungsbilanztheoretiker im Auge, wenn sie die Entwicklung der Wechselkurse und schließlich des inländischen Preisniveaus aus der Lage der Zahlungsbilanz erklären wollten.

### III.

Im Zentrum der geldtheoretischen und politischen Debatte während der Inflationsjahre in Deutschland<sup>5</sup> stand die Frage, ob nach der Aufhebung des Goldstandards die Geldmenge für das Fallen des Wechselkurses der Mark (und als Folge davon für die Erhöhung des Preisniveaus in Deutschland) eine aktive oder passive Rolle spielte, mit anderen Worten, ob die steigende Geldmenge Ursache oder Wirkung des Entwertungsprozesses war. Dieses Thema war bereits ein Jahrhundert früher Gegenstand der sog. Bullionkontroverse in England gewesen<sup>6</sup>. *Walter Eucken* (1923, S. 8, 38) — selbst ein Vertreter der Quantitätstheorie — benutzte zur Verdeutlichung der Erklärungszusammenhänge für den deutschen Fall folgende Darstellung, in der die kausalen Verknüpfungen jeweils durch Pfeile gekennzeichnet sind (s. Übersicht S. 198).

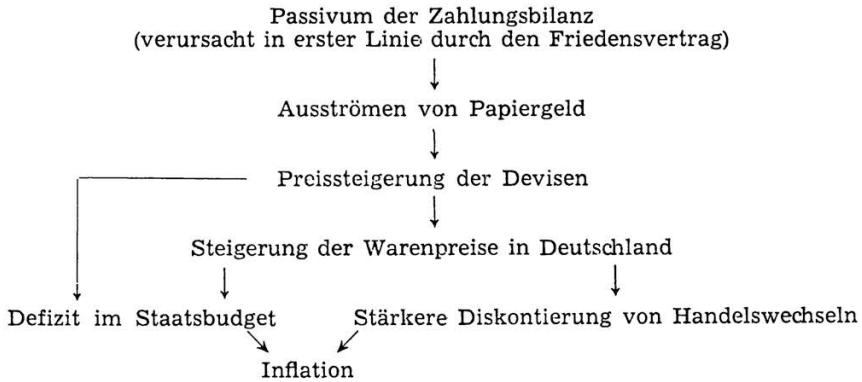
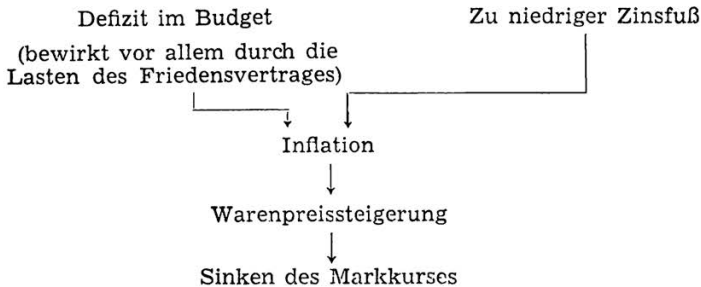
Ausgangspunkt der Zahlungsbilanztheoretiker<sup>7</sup> ist die Betrachtung *realwirtschaftlicher* Vorgänge in der Produktion und Verteilung von Gütern und Leistungen. Die Zahlungsbilanztheorie sieht zwar den Wechselkurs als den Preis an, der das Angebot und die Nachfrage nach Devisen monetär zum Ausgleich bringt. Aber zur Erklärung von Wechsel-

<sup>5</sup> Es sei auf die äußerst spannende und die Positionen klärende Debatte zwischen Vertretern der Zahlungsbilanz- und der Quantitätstheorie in den „Verhandlungen der Sozialisierungskommission über die Reparationsfragen“ (Bd. I, 1921, S. 147 - 162, Sitzung vom 13. Juli 1921) verwiesen. Vgl. auch *Laursen and Pedersen* (1964), S. 30 - 41: „Debate on the Causes of the German Inflation.“

<sup>6</sup> Hier ging es um die Erklärung des Fallens der britischen Wechselkurse gegenüber Währungen auf Metallgrundlage bzw. dem Edelmetall (bullion) selbst während der Periode der Inkonvertibilität des Pfundes von 1797 - 1821. Vgl. hierzu *Viner* (1937), S. 119 - 209, *Angell* (1926), S. 40 - 79, *Forstmann* (1956), S. 238 - 253. Davon zu unterscheiden ist der Streit zwischen der Currency und Banking School, in dem es um die Ausgestaltung der Geldpolitik bei *Konvertibilität* ging, wobei beide Seiten eine Grenze für die Geldschöpfung grundsätzlich als notwendig anerkannten, nämlich in Form der Metalldeckung der Währung. Der Streit konzentrierte sich im wesentlichen darauf, wie die Metalldeckung der Banknoten angesichts der kurzfristigen Schwankungen in der Geldnachfrage der Wirtschaft (nicht des Staates) ausgestaltet werden sollte. Vgl. *Viner* (1937), S. 223, auch *Hoffmann* (1907), S. 101 - 146, *Rist* (1940), S. 203 - 229.

Die Banking-Theorie, die eine elastische Anpassung des Geldangebots an kurzfristige Schwankungen in der Geldnachfrage befürwortet, hatte sich in Deutschland bei Theoretikern und Praktikern fast vollständig durchgesetzt, vgl. *Patschan* (1929).

<sup>7</sup> Ausführliche Darstellungen der Zahlungsbilanztheorie finden sich in den Werken ihrer wissenschaftlichen Hauptvertreter in Deutschland: *Bonn* (1922), *Helfferrich* (1897) und *Helfferrich* (1923), S. 644 ff. Zu einer Beurteilung *Helfferrichs* als Persönlichkeit vgl. *Williamson* (1971). Sowohl *Bonn* wie *Helfferrich*

**Zahlungsbilanztheorie****Quantitätstheorie**

Anmerkung: Es ist zu beachten, daß *Eucken* — entsprechend der ursprünglichen Wortbedeutung und dem damals allgemein üblichen Gebrauch des Wortes — unter „Inflation“ die Aufblähung der Geldmenge (mit der möglichen Folge von Preissteigerungen) und nicht den Anstieg des Preisniveaus selbst verstand.

waren bezeichnenderweise — wie seinerzeit die Vertreter der Zahlungsbilanztheorie in der Bullionkontroverse in England — auch mit praktischen Aufgaben in der Politik befaßt: *Helferich* während des Krieges als Staatssekretär im Finanzministerium, anschließend als deutschnationaler Abgeordneter im Reichstag; *Bonn* in den Nachkriegsjahren als finanzpolitischer Berater der Regierung. Beispiele dafür, wie die Zahlungsbilanztheorie die Argumentation der deutschen Regierung gegenüber den Alliierten dominierte: *Rathenau* (1922), S. 10 ff., 35 sowie: *Statistisches Reichsamt* (1923), S. 22 ff. Ob man dieser Theorie generell „wissenschaftlichen Charakter“ absprechen sollte, wie *Czada* (1973), S. 10 es tut, mag dahingestellt bleiben, besonders nachdem sich in der wirtschaftlichen Wirklichkeit zunehmend die Inelastizitäten gezeigt haben, die der Zahlungsbilanztheorie als Annahme zugrunde liegen. Man wird *Czada* aber zustimmen müssen, daß sie von den Politikern vor allem wegen ihres „rechtfertigenden Charakters“ für die deutsche Wirtschaftspolitik vertreten worden ist. Jedoch standen auch die alliierten Regierungen auf dem Boden der Zahlungsbilanztheorie, als sie 1924 im Dawes-Plan die Notwendigkeit eines sog. Transferschutzes für die deutschen Reparationsverpflichtungen anerkannten.

kursbewegungen werden die Positionen auf der Angebots- und Nachfrageseite des Devisenmarktes betrachtet, die praktisch unabhängig von der Höhe des Wechselkurses anfallen und einen von der realen Seite der Wirtschaft vorgegebenen Bedarf darstellen. Ergibt sich hier eine Übernachfrage nach Devisen, steigt der Preis für ausländische Währung und induziert Anpassungen in den Leistungsströmen, besonders aber Kapitalimporte, die den Ausgleich auf dem Devisenmarkt herbeiführen.

Im Zusammenhang mit der Erklärung der deutschen Geldentwertung waren folgende Ansichten typisch: Die deutsche Wirtschaft benötige zur Auslastung ihrer industriellen Kapazitäten einen bestimmten Rohstoffimport, die Bevölkerung eine bestimmte Nahrungsmittelmenge. Beides könne — soweit nicht im Inland vorhanden — nur durch Importe beschafft werden und zwar jeweils unabhängig vom Preis. Dadurch sei eine bestimmte Nachfrage nach Devisen vorgegeben, die je nach den Ausfuhrchancen nicht immer durch Exportdevisen gedeckt werden könne. So sei die deutsche Handelsbilanz im ersten Weltkrieg notwendigerweise deswegen defizitär gewesen, weil traditionelle Exportmärkte entfallen seien, gleichzeitig aber der Bedarf an Lebensmitteln und Rohstoffimporten unvermindert fortbestanden habe. Nach dem Krieg sei durch die Abtretung rohstoffreicher Gebiete und durch die Reparations Sachlieferungen ein zusätzlicher Einfuhrbedarf und damit eine zusätzliche Nachfrage nach Devisen entstanden. Weiterhin sei die Devisennachfrage durch die Deutschland auferlegten Reparationsverpflichtungen gesteigert worden. Auch diese Beträge müßten ebenso wie die Zinszahlungen für Devisenschulden an das Ausland am Devisenmarkt unabhängig von den jeweiligen Kosten in inländischer Währung gedeckt werden. Dieser gesteigerten Devisennachfrage stehe ein verringertes Angebot an Devisen aus den traditionellen Quellen gegenüber. Der Versailler Vertrag sehe eine handelspolitische Benachteiligung Deutschlands vor<sup>8</sup>. Traditionelle Devisenbringer wie die Handelsmarine und die deutschen Kapitalanlagen im Ausland seien beschlagnahmt. Auch die internationalen Finanzmärkte verweigerten die Placierung langfristiger deutscher Anleihen. Die existierende Lücke könne nur dadurch geschlossen werden, daß Ausländer zur Hergabe von Devisen durch fortgesetzte Übernahme deutschen Papiergeldes (Banknoten, Bankguthaben, Schuldverschreibungen, Buchschulden) veranlaßt würden, mit anderen Worten, kurzfristigen Kredit gewährten. Dieser kurzfristige Kredit hänge jedoch wie ein Damoklesschwert über der deutschen Währung. Insoweit das Ausland das Vertrauen in die zukünftige Stabilität der Mark verliere und für seine Mark-

---

<sup>8</sup> Das deutsche Reich war zur Gewährung der einseitigen Meistbegünstigung verpflichtet und mußte zollfreie Einfuhren aus den abgetretenen Gebieten (Elsaß-Lothringen und Saar) zulassen. Erst für 1925 war die Wiedergewinnung der handelspolitischen Autonomie vorgesehen.

bestände Devisen fordere, sei eine Preissteigerung der Devisen, der Importwaren und über die Produktionskosten schließlich des gesamten inländischen Güterangebotes die Folge. Dadurch aber werde der Staatshaushalt sowohl zur Bewältigung der binnenwirtschaftlichen Aufgaben wie zur Finanzierung der Auslandstransfers mit zusätzlichen Ausgaben belastet und zur Defizitfinanzierung und verstärkten Inanspruchnahme der Geldschöpfungsmöglichkeiten bei der Notenbank gezwungen. Ebenso trete die Privatwirtschaft zur Bewältigung ihrer Umsätze mit steigenden Kreditansprüchen an die Banken heran. Damit der Staat seine Aufgaben erfüllen könne und um Störungen des Wirtschaftslebens zu vermeiden, sei die Notenbank gezwungen, diesen Ansprüchen nachzugeben. Die Geldmengensteigerung sei daher eine Folge und nicht die Ursache des Wechselkursverfalls und der Preissteigerungen.

Die Zahlungsbilanztheoretiker sahen also die Notenbank in einer dienenden Funktion, nämlich einen vorgegebenen „Bedarf“ mit Kaufkraft auszustatten, und gerade dann mit zusätzlicher Kaufkraft, wenn die Preise gestiegen waren. Die Zahlungsbilanztheoretiker rechtfertigten ihre Position mit dem Argument, der größte Teil der Devisennachfrage sei preisunelastisch, und hielten es für eine Illusion, daß man durch Verknappung der Geldmenge im Inland niedrigere Preise durchsetzen und dadurch die Einfuhr drosseln und die Ausfuhr steigern könnte. „Wir haben gar nicht die elastische Wirtschaft, die bei diesen Theorien vorausgesetzt wird“, argumentierte *J. M. Bonn* im März 1922 gegen die Quantitätstheorie (Verhandlungen der Sozialisierungskommission 1922, S. 13). Die Zahlungsbilanztheoretiker ließen also Raum für die Berücksichtigung von institutionellen Eigenarten wie Lohn- und Preisstarrheiten, die sich mit zunehmender Stärke gewerkschaftlicher Organisationen und der besonders im deutschen Fall stark entwickelten Monopolisierung und Kartellierung der Produktion im 20. Jahrhundert durchgesetzt hatten. Auch die handelspolitischen Beschränkungen, mit denen sich die Reparationsgläubiger gegen die für die Transferierung der Reparationen auf die Dauer unerläßlichen deutschen Exportsteigerungen wehrten, stellten ein zusätzliches Element der Inelastizität dar. Derartige Inflexibilitäten aber leiten die Wirkung einer kontraktiven Geldpolitik vom monetären Bereich (Preisniveau) auf die reale Sphäre der Produktion (Kapazitätsauslastung, Beschäftigung) um. Hinzu kommt, daß in einem demokratisch organisierten Staat diese Inelastizitäten und die damit verbundenen Folgen einer kontraktiven Politik für Wachstum und Beschäftigung einen wichtigeren Stellenwert erhalten, da Regierungsmehrheiten gefährdet sind, wenn nicht ein bestimmter realer Bedarf der Wirtschaft und der Bevölkerung zwecks Sicherung von Wachstum, Vollbeschäftigung und eines angemessenen Lebensstandards mit Kaufkraft ausgestattet wird. Auf Grund dieser Überlegungen konnte in den Jahren



nach dem ersten Weltkrieg der Versuch einer deflationären Anpassung der deutschen Wirtschaft zur Erzwingung einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz auf stabilem Wechselkursniveau als sowohl wirtschaftlich wie politisch außerordentlich kostspielig erscheinen.

Das Argument der Zahlungsbilanztheoretiker vom „Bedarf“ des Staates und der Wirtschaft an Geld zur Wahrnehmung bestimmter Aufgaben im Bereich der realen Produktion und Verteilung von Gütern kann auch als Klammerausdruck angesehen werden für das, was heute neben der Preis- und/oder Wechselkursstabilität ausdrücklich zum Aufgabenkatalog der Wirtschaftspolitik gehört: nämlich reales Wachstum der Wirtschaft und vor allem Vollbeschäftigung. Argumentierten Zahlungsbilanztheoretiker gegen die Verknappung der Geldversorgung der Wirtschaft mit einem „Bedarf“, der unbedingt befriedigt werden müsse, so kann das als ein Votum angesehen werden über wirtschaftspolitische Prioritäten, über den Rang, den die Preis- und/oder Wechselkursstabilität gegenüber anderen wirtschaftspolitischen Aufgaben einnehmen sollte. Das, was von den Zahlungsbilanztheoretikern als „unabweislicher Bedarf“ eingestuft wurde und nach ihrer Meinung von der Notenbank mit Kaufkraft auszustatten war, faßte all die Ansprüche an die Wirtschaftspolitik zusammen, die die „reale Sphäre“ der Produktion betrafen und vor der Stabilität im monetären Bereich rangieren sollten. Als Beispiel sei die Argumentation des Zahlungsbilanztheoretikers *F. Bendixen* (1919, S. 12 f.) aus dem Jahr 1919 angeführt:

„Kein Wunder, wenn von allen Seiten der Ruf ertönt, Abbau der Löhne, Abbau der Preise sei das dringendste Gebot der Wirtschaftspolitik . . . Selbst wenn es ausführbar wäre, so müßten die ernstesten Bedenken dagegen sprechen. Das Gebot der Stunde ist nicht irgendeine vorherbestimmte Preis- und Lohnhöhe, sondern angestrengteste Produktivität der gesamten Volkswirtschaft, und jede Preis- und Lohnhöhe, die diesen Zustand schafft oder befördert, muß uns willkommen sein . . . Arbeitslosigkeit und Mangel sind ein viel zu teurer Preis für die Herstellung der Valuta.“

Demgegenüber betrachteten die Vertreter der Quantitätstheorie<sup>9</sup> ausschließlich die Wirkungen der Geldmenge auf das Preisniveau und vernachlässigten die Effekte, die Geldmengenvariationen auf die reale Sphäre der Produktion haben. Sie leugneten die Existenz eines „starrten Bedarfs“ und sahen die Verantwortung für die Geldentwertung allein bei der Kaufkraftschöpfung. „Wer das Gegenteil annimmt, müßte auch annehmen, daß in einem Land die Preise deshalb steigen, weil viel bedürftige Leute darin leben. In Wirklichkeit werden die Preise in einem

<sup>9</sup> Zu den Hauptvertretern der Quantitätstheorie in Deutschland gehörten neben *Eucken* der Schwede *Gustav Cassel* (1918) und (1925) sowie *Mises* (1912) und (1923), *Schlesinger* (1916), *Lansburgh* (1924), *Pohle* (1919) und (1920), *Hahn* (1920/21 und (1924), weitere Vertreter siehe *Ellis* (1937).

solchen Land erst dann steigen, wenn die Bedürftigen dadurch, daß man sie mit Kaufkraft versieht, zahlungsfähig geworden sind“ (*Hahn* 1963, S. 18). Deshalb sei auch die passive Handelsbilanz und das Fallen der Wechselkurse nicht die Ursache, sondern die Folge einer übermäßigen Kaufkraftschöpfung und der Preissteigerungen im Innern. Stabilitätspolitik müsse daher damit beginnen, die Quellen der Geldmengensteigerung im Inland zu stopfen, also das Defizit im Budget zu beseitigen — jedenfalls soweit es über die Notenpresse finanziert wird — und mit Hilfe der Zinspolitik die private Nachfrage nach Notenbankkredit einzudämmen. Die Geldversorgung der Wirtschaft kontrolliere das Niveau, auf dem sich ein prinzipiell unendlicher Bedarf kaufkräftig entfalten könne, und auf diese Weise sowohl das Preisniveau als auch die Nachfrage nach Devisen oder Importgütern, mithin die Lage der Zahlungsbilanz und der Wechselkurse.

Die Quantitätstheoretiker setzten damit eine insgesamt elastische und in der Produktionsstruktur anpassungsfähige Wirtschaft voraus. Für sie wurde die Frage, welche Effekte die Geldmengenpolitik auf die Auslastung des Produktionsapparates und damit auf Beschäftigungsgrad, Wachstum und Realeinkommensniveau der Bevölkerung hat — ebenso wie in der klassischen Ökonomie bei *Ricardo* oder *Say* —, nicht zum Problem erhoben. In einer Art eindimensionaler Betrachtung wurde die Stabilisierung der Wirtschaft im monetären Bereich in den Mittelpunkt gerückt ohne Rücksicht auf die gesellschaftlichen Kosten, die durch Probleme in der realen Sphäre der Produktion entstehen. Quantitätstheoretiker gaben damit indirekt einem Votum dafür Ausdruck, daß in ihrer wirtschaftspolitischen Prioritätenskala Preis- bzw. Wechselkursstabilität an erster Stelle rangiert und daß sie die Kosten einer Politik der „Geldwertstabilisierung auf Biegen und Brechen“ nicht so hoch bewerten wie die Vorteile der Preis- oder Wechselkursstabilität.

Somit war die Entscheidung für eine der beiden theoretischen Erklärungen der Geldentwertung von den persönlichen oder gesellschaftlichen Werthaltungen<sup>10</sup> abhängig, die den Rang der Erhaltung der Währungs-

---

<sup>10</sup> Auf die Bedeutung der Werthaltungen im Wettbewerb verschiedener Theorien hat *Kuhn* (1970), S. 199 f., folgendermaßen hingewiesen: „Debates over theory-choice cannot be cast in a form that fully resembles logical or mathematical proof . . . That debate is about premises, and its recourse is to persuasion as a prelude to the possibility of proof. Nothing about that relatively familiar thesis implies either that there are no good reasons for being persuaded . . . What it should suggest, however, is that such reasons function as values and that they can thus be differently applied, individually and collectively, by men who concur in honoring them. If two men disagree, for example, about the relative fruitfulness of their theories, or if they agree about that but disagree about the relative importance of fruitfulness, and say, scope in reaching a choice, neither can be convicted of a mistake, nor is either being unscientific. There is no neutral algorithm for theory-choice, no system-

stabilität unter den verschiedenen Aufgaben der Wirtschaftspolitik bestimmten. Während die Quantitätstheoretiker die Geldpolitik praktisch ausschließlich in den Dienst der Wechselkurs- oder Preisstabilität stellten, erkannten Zahlungsbilanztheoretiker auch andere wirtschaftspolitische Ziele an, auf die die Geldpolitik Rücksicht zu nehmen hatte. Für sie gab es also Zielkonflikte, in denen die Preis- oder Wechselkursstabilität gelegentlich hinter anderen Zielsetzungen zurücktreten mußte.

#### IV.

Während des ersten Weltkrieges hatte die Reichsbank in ihren veröffentlichten Jahresberichten das Fallen der deutschen Wechselkurse den kriegsbedingten Behinderungen des deutschen Handels- und Zahlungsverkehrs mit dem Ausland zugerechnet. So sei unter den Positionen, die das Devisenangebot ausmachten, die deutsche Warenausfuhr „schwer beeinträchtigt, das Seetransportgeschäft nach Übersee lahmgelegt und ein großer Teil unserer Auslandsforderungen sowie unsere Kapitalanlagen im Auslande gesperrt, während die Einfuhr von Lebensmitteln und Rohstoffen sich fortdauernd in gewissem Umfange als nötig erwies“ (Verwaltungsbericht 1915, S. 4). Die Vermehrung des Zahlungsmittelumschlages führte sie auf einen „Bedarf“ zurück, der als Folge der Ausdehnung des Wirtschaftsgebietes, der starken Bargeldverwendung, dem spekulativen Horten von Bargeld und — last but not least — der „allgemeinen Preissteigerung“ entstanden sei (Verwaltungsbericht 1916, S. 9). Damit hatte sich die Reichsbank auf den Boden der Zahlungsbilanztheorie gestellt. In den Inflationsjahren nach dem Krieg blieb sie in ihren Verwaltungsberichten bei dieser Erklärung, wobei sie für die Verschlechterung der Wechselkurse zusätzlich die Reparationsverpflichtungen Deutschlands verantwortlich machte. Unter den Elementen des „Bedarfs“ an Zahlungsmitteln standen nunmehr Preis- und Lohnsteigerungen, Schleichhandel, Geldexport zur Bezahlung der Wareneinfuhr und zwecks Kapitalflucht, sowie in steigendem Maße die unerwünschte, aber unvermeidbare Ausdehnung der schwebenden Schuld des Reiches — besonders seit dem Londoner Zahlungsplan im Zusammenhang mit den deutschen Verpflichtungen aus dem Versailler Vertrag — im Vordergrund (Verwaltungsberichte 1919 - 1923).

Erweckt die Reichsbank hier den Eindruck, als sähe sie die primäre Ursache für die deutsche Geldentwertung in handels- und reparationspolitischen Maßnahmen des Auslandes, die die deutsche Zahlungsbilanz belasten und durch binnenwirtschaftliche Maßnahmen nicht zu beseitigen seien, so ergibt sich ein anderes Bild aus ihrem vertraulichen Brief-

---

atic decision procedure which, properly applied, must lead each individual in the group to the same decision.“

wechsel mit der Reichsregierung. Hier basierten Argumentation und wirtschaftspolitische Empfehlung auf der Quantitätstheorie: Die Reichsbank sah die Hauptgefahr für die deutsche Währung im Inland und zwar in der Finanzpolitik des Reiches. Bereits einige Monate vor Kriegsende machte die Reichsbank in einem Brief an den Reichskanzler auf die Gefahr für die deutsche Währung aufmerksam, die von der „schwebenden Schuld“ des Reiches ausging. Diese wurde auf 50 - 60 Mrd. Mark geschätzt. Die Reichsbank forderte die Reichsregierung nachdrücklich dazu auf, das weitere Anwachsen der „schwebenden Schulden“ zu stoppen und nach Beendigung des Krieges für einen möglichst schnellen Abbau zu sorgen, und zwar durch finanzpolitische Maßnahmen. Neben der Ausgabeneinschränkung sei „das Wichtigste die Beschaffung so stark und bald fließender Reichseinnahmen, daß aus ihnen alle Ausgaben für Verzinsung der Reichsschuld, für Zahlung aller Renten an Hinterbliebene und Beschädigte, für sämtliche sonstigen Reichsbedürfnisse volle Deckung finden können“. Hoffnungen, die schwebenden Schulden im Falle eines deutschen Sieges mit Reparationsforderungen an das Ausland abtragen zu können, zerstörte sie mit dem Hinweis: „Sollte eine solche Entschädigung erlangt werden, so wird sie überdies günstigstenfalls lediglich einen mäßigen Teil jener 50 bis 60 Milliarden Mark abdecken“ (Bundesarchiv Koblenz [im folgenden zitiert als BA] R 2/1894. Brief des Reichsbankdirektoriums an den Reichskanzler vom 29. Juli 1918).

Nach dem Kriege wurden die jährlichen Verwaltungsberichte der Reichsbank jeweils mit einem vertraulichen Begleitbericht dem Reichspräsidenten über den Reichskanzler zugeleitet. Die Begleitberichte sollten die Ausführungen des Verwaltungsberichts kurz zusammenfassen, erläutern und „unter Umständen durch Mitteilungen ergänzen, die aus überwiegenden Gründen in den für die Öffentlichkeit bestimmten Verwaltungsbericht nicht wohl aufgenommen werden konnten.“ (BA R 43 I/638 Bd. 1, Blatt 25. Brief des Reichsbankdirektoriums an den Reichskanzler vom 30. März 1919.) So benutzte die Reichsbank diese Schreiben auch für wirtschaftspolitische Empfehlungen an die Regierung. Der erste Begleitbericht dieser Art datiert vom 31. März 1919 (Ebenda, Blatt 26 ff.). Aus ihm geht hervor, daß die Reichsbank die Ursachen der Entwertung der Mark im Ausland zum einen in der unsicheren innen- und außenpolitischen Lage, zum andern aber im Anwachsen der schwebenden Schuld des Reiches und der damit zusammenhängenden „andauernden Vermehrung der papiernen Zahlungsmittel“ sah. Eine Reform der Reichsfinanzpolitik und einen Verzicht des Reiches auf Notenbankkredit bezeichnete sie als „wesentliche Vorbedingung“ für eine Wiedergesundung von Wirtschaft und Währung in Deutschland. Selbst die Unterzeichnung (am 28. Juni 1919) des im Verwaltungsbericht als „unerfüllbar“ (Verwaltungsbericht 1919, S. 3) bezeichneten Versailler Vertrages

ließ jene Haltung der Reichsbank gegenüber der Reichsfinanzpolitik unverändert bestehen. In zwei fast beschwörenden Briefen im Juli 1919 brachte die Reichsbank ihre quantitätstheoretische Einschätzung der Geldentwertung am klarsten zum Ausdruck (BA R 43 I/2391 und R 2/1894. Briefe des Reichsbankdirektoriums an den Reichsfinanzminister vom 1. und 14. Juli 1919). Sie sah im Anwachsen der „schwebenden Schuld“ des Reiches die Ursache des erhöhten Geldumlaufs und darin wiederum die Ursache für „die schon jetzt so starke Entwertung der deutschen Valuta“. Sie forderte die Reichsregierung wiederum zur Sparsamkeit bei den Ausgaben und zur Durchführung eines Steuerprogramms auf, das die Finanzierung aller Reichsausgaben ohne Rückgriff auf die Notenpresse ermöglichen sollte. Die bestehenden schwebenden Schulden sollten durch Anleiheoperationen bzw. Sondersteuern konsolidiert werden. Diese Vorschläge waren verbunden mit einer offenen Drohung der Reichsbank, die unbegrenzte Übernahme von Reichsschatzanweisungen in Zukunft einzustellen. Der tatsächliche Wert dieser Drohung allerdings konnte nicht anders als gering eingeschätzt werden: Angesichts der erwähnten Abhängigkeit der Reichsbank von der Reichsregierung mußte beiden Seiten klar sein, daß die Reichsbank praktisch nicht in der Lage gewesen wäre, ihren Worten auch Taten folgen zu lassen. Im Begleitbericht, mit dem die Reichsbank im April 1920 ihren Verwaltungsbericht für 1919 an den Reichskanzler und Reichspräsidenten übersandte, wird wiederum das „unausgesetzte Wachsen des Papiergeldumlaufs“ auf Grund der Defizitwirtschaft des Reiches als Hauptursache der äußeren und inneren Geldentwertung herausgestellt. Erneut werden finanzpolitische Maßnahmen zum Ausgleich des Budgets und zum Abbau der schwebenden Schulden — als Bedingung einer Verbesserung der Währungsverhältnisse — empfohlen. (BA R 43 I/638 Bd. 1. Brief des Reichsbankdirektoriums an den Reichspräsidenten vom 6. April 1920.)

Im Jahre 1921 lassen sich erstmals einige wichtige Akzentverschiebungen in der Haltung der Reichsbank feststellen, deren Ursache im politischen Tauziehen um die Durchführung des Versailler Vertrages zu liegen scheint. Im Versailler Vertrag war die endgültige Festsetzung der Reparationsschuld Deutschlands bis spätestens zum 1. Mai 1921 vertagt worden. Als die deutsche Regierung bei den Verhandlungen in London im März 1921 auf die Forderungen der Alliierten nicht eingehen wollte, wurden Sanktionen angedroht, die schließlich Ende des Monats in der Besetzung der Rheinhäfen Düsseldorf, Duisburg und Ruhrort durch französische Truppen endeten. Die Alliierten entschieden über die Höhe der deutschen Schuld nun ohne Beteiligung Deutschlands und zwangen das Reich unter Androhung einer Besetzung des Ruhrgebietes zur Annahme des sog. Londoner Ultimatums vom 5. Mai 1921. Die Reparationsschuld wurde auf 132 Mrd. Goldmark fixiert, wichtiger aber: das Reich

sollte Annuitäten in Höhe von 2 Mrd. Goldmark plus 26 % des jährlichen Wertes der deutschen Ausfuhr leisten, nach den damaligen Verhältnissen also mindestens 3,5 Mrd. Goldmark jährlich. Etwa gleichzeitig wurde ein großer Teil des oberschlesischen Industriegebietes von polnischen Freischärlern besetzt. Er ging dem deutschen Wirtschaftsgebiet später endgültig verloren, nachdem eine alliierte Kommission, trotz eines insgesamt für Deutschland günstigen Abstimmungsergebnisses unter der gesamten oberschlesischen Bevölkerung, die Teilung des Industriegebietes beschloß (Heiber 1969, S. 93 f.).

Der damalige Reichspräsident Havenstein hatte noch vor diesen Eingriffen in das deutsche Wirtschaftsleben anlässlich einer Besprechung über die Reparationsfrage im Auswärtigen Amt am 24. Januar 1921 erklärt, er halte „die Zahlung von 3 Milliarden im Jahr für völlig unmöglich“<sup>11</sup>. Daß die tatsächliche Forderung von mindestens 3,5 Mrd. Goldmark nicht ohne Einfluß auf die währungspolitischen Empfehlungen der Reichsbank bleiben konnte, liegt unter diesen Umständen auf der Hand. So bezeichnete die Reichsbank in einem vertraulichen Schreiben vom 21. Mai 1921 an Reichsregierung und Reichspräsident die außerordentliche Zunahme der schwebenden Schuld des Reiches erneut als „äußerst bedenklich“, sah jedoch keine konkreten Möglichkeiten mehr zur Konsolidierung der Währungsverhältnisse. Stattdessen nannte sie neben der Stilllegung der Notenpresse die Verbesserung der Handelsbilanz und die Begrenzung der Kriegsentschädigung als „Grundbedingung“ für eine Währungsstabilisierung (BA R 43 I/638, Bd. 1, Blatt 171 - 175). Damit hat die Reichsbank auch in der internen Diskussion eine teilweise Schwenkung zum zahlungsbilanztheoretischen Standpunkt vollzogen. Gleichzeitig stellte sie in dem am 14. Mai 1921 publizierten Verwaltungsbericht

---

<sup>11</sup> BA R 2/3216. Zum deutschen Widerstand gegen Reparationsforderungen in dieser Höhe mag auch die Tatsache beigetragen haben, daß bedeutende Finanzsachverständige im Ausland den Transfer für unmöglich oder schädlich hielten. Vgl. z. B. Keynes (1920) sowie (1922), Williams (1922), Moulton and McGuire (1923).

Speziell im Jahr 1921 kam erschwerend hinzu, daß bei anhaltender Konjunktur in Deutschland eine Depression im Ausland eingetreten war, die die Voraussetzungen für das Gelingen des Reparationstransfers zusätzlich verschlechterte. Die genau umgekehrte Konstellation wäre von der Transfer-situation her erforderlich gewesen.

Die Frage, ob die Reparationsforderungen tatsächlich für die deutsche Volkswirtschaft unzumutbar hoch waren und selbst bei bestem Willen der deutschen Seite nicht hätten aufgebracht und transferiert werden können, erscheint mir allerdings weniger wichtig als die simple Feststellung Schumpeters über die noch niedrigeren Forderungen nach dem Dawes-Plan, daß der „Tribut für Deutschland *moralisch* und für die Empfängerländer *wirtschaftlich* unannehmbar war“ und daß „es völlig klar ist, daß, wirtschaftlich betrachtet, der Dawes-Tribut bloß eine ‚Provision‘ gewesen wäre, die Deutschland für die industrielle Eroberung der besseren Hälfte der Welt bezahlt hätte.“ (1961, Bd. 2, S. 723 f.)

für das Jahr 1920 erstmals die Defizitwirtschaft des Reiches als die Hauptursache der Geldentwertung heraus, bezeichnete sie jedoch wegen „der starken Verschlechterung der Finanzlagen des Reiches“ als „unvermeidbar“ (Verwaltungsbericht 1920, S. 3). Hier findet eine teilweise Schwenkung zum quantitativ-theoretischen Standpunkt statt. Es ist bezeichnend, daß nunmehr bis in das Jahr 1923 hinein die Beurteilung der Wirtschafts- und Währungsentwicklung in den Verwaltungsberichten einerseits und in den vertraulichen Schreiben an die Reichsregierung andererseits praktisch keine wesentlichen Unterschiede mehr aufwies. So galt im Jahre 1922 sowohl in den veröffentlichten wie in den vertraulichen Berichten die Kontrolle der schwebenden Reichsschuld als der Schlüssel zur Kontrolle der Inflation. Das Reich könne jedoch erst dann auf diese „äußerst schädigende Finanzierungsmethode“ verzichten, wenn „die Reparationsverpflichtungen eine Herabminderung auf ein der steuerlichen Leistungsfähigkeit der Bevölkerung entsprechendes Maß erfahren“. (Verwaltungsbericht 1921, S. 5. Ähnlich: BA R 43 I/638, Bd. 1, Blatt 222 - 223.) Mit anderen Worten: die Reichsbank sah ein Junktim zwischen der Lösung des deutschen Währungsproblems und einer Ermäßigung der Reparationsforderungen, an dem sie auch noch in der Periode der Hyperinflation festhielt. So urteilte sie noch in ihrem Schreiben vom 30. Mai 1923 an den Reichspräsidenten über die Voraussetzungen der Stabilisierung, daß erst eine „tatsächlich erfolgte oder in bestimmte Aussicht gerückte Abänderung des Versailler Vertrages einen Ausgleich der Zahlungsbilanz und des inneren Reichshaushaltes ermöglicht. (BA R 43 I/638, Bd. 1, Blatt 269 - 270.)

Es erscheint mir müßig, darüber zu streiten, ob die Reichsbank nach 1921 die Inflation geplant herbeigeführt oder nur hingenommen hat<sup>12</sup>. Tatsache ist, sie hat ihre Widerstände gegen die inflationäre Reichsfinanzpolitik nach den geschilderten Ereignissen des Jahres 1921 aufgegeben. Das wird auch an zwei institutionellen Veränderungen sichtbar:

- Die Novelle zum Reichsbankgesetz vom 9. Mai 1921 setzte die Dritteldeckungsvorschrift für Reichsbanknoten — die 1914 nicht abgeschafft, sondern nur aufgeweicht worden war — bis zum 31. Dezember 1923 außer Kraft (Die Reichsbank 1925, S. 99 f.). Diese Gesetzesänderung ist nach Abstimmung der Reichsregierung mit der Reichsbank zustande gekommen und ein Indiz dafür, daß sich beide Seiten mit einem Fortschreiten der Inflation nunmehr abgefunden haben.

---

<sup>12</sup> Besonders französische Politiker bezeichneten die Inflation als ein geplantes Manöver Deutschlands mit dem Zweck, die Zahlungsunfähigkeit Deutschlands zu demonstrieren. Vgl. *Bergmann* (1927), S. 148, 198, *Schuker* (1976), S. 178 f. Demgegenüber behaupten *Laursen* and *Pedersen* (1964), S. 123: "The inflation in Germany until 1923 was not the result of a policy, but rather a lack of policy."

- Die Reichsbank nahm am 1. Juni 1921 den Ankauf von Goldmünzen aus der Bevölkerung unter Zahlung eines Agios auf, d. h. „sie erkennt erstmals offiziell die Inflation an“ (*Schacht* 1928, S. 31).

Nachdem die Reichsbank auf Drängen der alliierten Regierungen durch das sogenannte Autonomiegesetz vom 26. Mai 1922 ihre Unabhängigkeit von den Weisungen der Regierung erlangt hatte und damit in der Lage war, auch gegen den Willen des Reiches der Geldmengenexpansion einen Riegel vorzuschieben, machte sie von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch. Anstelle einer Verringerung des Inflationstempos, die sich die Alliierten von der Autonomie der Reichsbank erhofft hatten, trat seit Juli 1922 eine Beschleunigung ein. Selbst noch auf dem Höhepunkt der Inflation, im August 1923, gab die Reichsbank den Kreditanforderungen des Staates nach, obwohl sie als Folge davon „eine gewaltige neue, das bisherige Maß weit übersteigende Zunahme der Inflation“ erwartete; aber sie könne sich „der Überzeugung nicht verschließen, daß es sich hier um die Erfüllung von Staatsnotwendigkeiten handelt“. (BA R 43 I/632, Brief Reichsbankdirektorium an den Finanzminister vom 23. August 1923.)

Diese chronologische Schilderung der Stellungnahmen der Reichsbank zur Inflation 1918 – 1923 läßt sich folgendermaßen zusammenfassen: Die Reichsbank hat die deutsche Inflation während und nach dem Ersten Weltkrieg nicht monokausal betrachtet<sup>13</sup>. Das gab ihr die Möglichkeit, die

<sup>13</sup> Auch *Czada* (1973), S. 11, schlägt nach Darstellung unterschiedlicher Erklärungsansätze moderner Inflationstheorien vor, „von vornherein auf eine monokausale Deutung der Ereignisse zu verzichten.“ Vgl. auch: *Wu* (1939), S. 267: „... causes and effects are, as already indicated, often confused and reciprocal ... causal sequence should be further distinguished from actual sequence. In the real world the actual course is governed by various causes.“ Ich möchte hinzufügen: Es ist der Zweck der Theoriebildung, aus der Vielfalt von Einflußbeziehungen in der Realität die entscheidenden Einflußfaktoren für die Erklärung eines Phänomens herauszupräparieren. Sozialwissenschaftliche Theorien sollen gesellschaftliche Strukturen und Prozesse erklären, sind aber selbst Mittel der ideologischen Auseinandersetzung zwischen gesellschaftlichen Gruppen zur Beeinflussung dieser Strukturen und Prozesse im jeweiligen Interesse. Die Durchsetzung einer Theorie gegenüber einer anderen beruht daher weniger auf einer Überlegenheit in ihrem logischen Aufbau, als in einem Werturteil über die Wichtigkeit des Explanandums und über die sozialen Prioritäten, die die Scheidung der Einflußbeziehungen in Ursachen und Folgen sowie der Einflußfaktoren in das „*ceteris paribus*“-Lager auf der einen und in die unabhängigen Variablen auf der anderen Seite bestimmen. Unter den Folgen und im „*ceteris-paribus*“-Lager finden sich alle die Erscheinungen bzw. Faktoren, die dem direkten Zugriff politischer Entscheidungen entzogen bleiben sollen. Das Angebot an erklärenden Variablen ist dann ein Votum darüber, auf welchen Gebieten politische Aktivitäten zur Beeinflussung gesellschaftlicher Strukturen und Prozesse ansetzen sollten, nicht so sehr, weil nur mit diesen Mitteln Ergebnisse im Hinblick auf bestimmte beabsichtigte Änderungen zu erzielen sind, sondern weil hier Beeinflussungsmöglichkeiten vorliegen, die mit der Verteidigung bestimmter Interessen in der Gesellschaft nicht in Konflikt geraten. Die Auseinandersetzungen zwi-



Gewichtung der verursachenden Faktoren je nach dem Adressaten ihrer Darstellung und auch nach den Perioden der Inflation zu verschieben, ohne allzu viel an Kontinuität der Beurteilung aufzugeben. Die Reichsbankleitung hat jedoch mindestens seit 1918 die primäre Ursache der Inflation in der Geldmengensteigerung gesehen, die durch das Anwachsen der kurzfristigen Schuldscheine des Reiches im Portefeuille der Reichsbank ausgelöst wurde. Sie war also in erster Linie Vertreterin der Quantitätstheorie. Bis 1921 hat sie in den vertraulichen Schreiben die Reichsregierung energisch — teils sogar unter Androhung der Verweigerung weiteren Kredits — zu einer Beendigung der inflationären Schuldenwirtschaft aufgefordert. Demgegenüber vertrat sie in ihren für die Öffentlichkeit bestimmten Verwaltungsberichten bis zum Londoner Ultimatum (5. Mai 1921) vorwiegend Elemente der Zahlungsbilanztheorie zur Erklärung der äußeren und inneren Geldentwertung. Danach stellte sie jedoch auch in ihren Verwaltungsberichten die Erhöhung der schwebenden Schuld des Reiches als die wichtigste Ursache für die Erhöhung der Geldmenge heraus, sah sie jedoch wegen der Reparationspolitik der Alliierten als „unvermeidbar“ an. Das war die Linie, die nun sowohl intern gegenüber der Reichsregierung wie extern gegenüber der Öffentlichkeit mit nur geringen Abweichungen vertreten wurde. Dementsprechend gab es in den Jahren von 1921 bis 1923 auch keine Hinweise mehr auf eine Opposition der Reichsbank gegen das weitere Anschwellen der schwebenden Schuld des Reiches in ihrem Portefeuille, jedoch zahlreiche Erklärungen, daß eine Ordnung der Reichsfinanzen nur dann möglich wäre, wenn sich die Alliierten zu einer Verbesserung der Zahlungsbedingungen für die deutschen Reparationsverpflichtungen bereitfänden. Diese Haltung blieb von der auf Drängen der Alliierten im Mai 1922 eingeführten Autonomie der Reichsbank unbeeinflusst.

## V.

Abschließend möchte ich auf zwei Fragen eingehen, die mit der Schilderung der unterschiedlichen Positionen aufgeworfen sind, die die Reichsbank gegenüber dem Inflationsproblem während der Jahre 1918 - 1923 bezogen hat:

1. Womit ist der Unterschied zu erklären, der in den Jahren 1918 - 1920 zwischen der Darstellung der Inflationsursachen in den publizierten Jahresberichten der Reichsbank einerseits und ihren vertraulichen Stellungnahmen andererseits festzustellen ist?

---

schen Quantitäts- und Zahlungsbilanztheoretikern scheint mir hierfür ein Paradebeispiel zu sein. Sie sind weniger ein Streit um absolute Wahrheiten als ein Ergebnis unterschiedlicher Bewertungen der sozialen Kosten, die mit den durch die Theorien jeweils nahegelegten politischen Eingriffen zur Bekämpfung der Inflation verbunden sind.

2. Worin liegt die *wirtschaftspolitische* Logik für die *Haltungsänderung* der Reichsbank gegenüber der Reichsfinanzpolitik nach dem Londoner Ultimatum? Diese Frage führt den mehr theoretischen Abschnitt III mit dem eher deskriptiven Abschnitt IV zusammen.

Meine Antwort auf die erste Frage lautet zusammengefaßt: Öffentliche Erklärungen von Seiten wirtschaftspolitischer Organe sind nicht nur *Aussagen über* die wirtschaftliche Lage und ihre Ursachen, sondern immer auch *Mittel zur* Beeinflussung der weiteren Entwicklung. Eine Notenbank z. B. beeinflußt mit ihren Stellungnahmen in der Öffentlichkeit Erwartungshaltungen über die zukünftige Entwicklung, die ihrerseits die konkreten Handlungen der Wirtschaftssubjekte und auf diese Weise die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung verändern. Mit einer frühzeitigen Betonung der binnenwirtschaftlichen Inflationsursachen auch in der Öffentlichkeit hätte die Reichsbank möglicherweise das Vertrauen in die deutsche Währung zusätzlich erschüttert. Von der Erhaltung einer gewissen Vertrauensbasis in die zukünftige Stabilität der deutschen Währung hing aber die Geldnachfrage des In- und Auslandes ab, die kurzfristig bei gegebener Inflationsquelle (Reichshaushaltsdefizite bestimmten das Geldangebot) praktisch zur ausschlaggebenden Determinante des Preisniveaus wurde. Der zahlungsbilanztheoretische Erklärungsansatz koppelte die Entwicklung des Geldwertes in Deutschland in den Nachkriegsjahren praktisch an das Verhalten des Auslandes in der Reparationsfrage. Eine vorwiegend zahlungsbilanztheoretische Erklärung der Geldentwertung in der Öffentlichkeit konnte daher die Nachfrage nach Geld anregen oder stabilisieren und auf diese Weise Preissteigerungen dämpfen, solange Hoffnungen auf eine Entlastung der deutschen Zahlungsbilanz von übermäßigen Reparationsforderungen wachgehalten werden konnten. Die zahlungsbilanztheoretische Argumentation der Reichsbank in der Öffentlichkeit kann insofern als der Versuch interpretiert werden, über die Geldnachfrage den Preisauftrieb zu bremsen, während die gleichzeitige quantitätstheoretische Argumentation gegenüber der Reichsregierung den Versuch darstellt, die Preissteigerungen vom Geldangebot her zu bekämpfen.

Nun zur zweiten Frage nach der wirtschaftspolitischen Logik des Positionswechsels der Reichsbank gegenüber dem Inflationsproblem im Jahre 1921. Ich habe bereits darauf hingewiesen, daß die Entscheidung darüber, ob die Wirtschaftspolitik ihre gesamten wirtschaftspolitischen Möglichkeiten für die Stabilisierung des Preis- und/oder Wechselkursniveaus ausschöpfen sollte, immer auch unter Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten zu bewerten ist. Das Einschwenken einer inflationären Wirtschaft auf einen Stabilitätskurs ist mit einem deflationären Prozeß verbunden, der Kosten in der realen Sphäre der Produktion (Wachstum,

Beschäftigung) verursacht, und zwar — wie oben ausgeführt — um so höhere Kosten, je stärker die Wirtschaft von Preisinelastizitäten durchsetzt ist. Die Reichsbank muß bis zum Londoner Zahlungsplan vom Mai 1921 die Kosten einer restriktiven Finanzpolitik zur Stabilisierung der deutschen Währung als geringer angesehen haben als den Nutzen einer Rückkehr zu stabilen Währungsverhältnissen. Dabei hat sie offensichtlich über das Ausmaß der späteren jährlichen deutschen Reparationsleistungen Vorstellungen gehabt und mit Beträgen kalkuliert, die unter den rd. 3,5 Mrd. Goldmark lagen, die das Reich nach dem Londoner Zahlungsplan vom Mai 1921 jährlich mindestens leisten sollte.

Wie bereits erörtert, hängt das Ausmaß der Deflation, das zur Stabilisierung der Wechselkurse erforderlich ist, auch von der Höhe der Auslandsforderungen ab. Werden diese z. B. durch die Reparationsforderungen erhöht, so muß das Inlandspreisniveau um so stärker gedrückt werden, um bei gegebenem Wechselkurs den Auslandstransfer über die Leistungsströme zu erzwingen. Auch die 1921 stattfindende Deflation der Weltmarktpreise bedeutete real eine Steigerung einer monetär festgelegten deutschen Reparationsverpflichtung. Die von den Alliierten 1921 geforderten Annuitäten haben nun offensichtlich im Urteil der Reichsbank die Kosten einer Währungsstabilisierung in Form von Wachstumsstörungen und Unterbeschäftigung gegenüber früheren Vorstellungen derart in die Höhe getrieben, daß sie den Nutzen stabiler Währungsverhältnisse selbst in den Augen einer im allgemeinen konservativen Institution, wie der Notenbank, überstiegen. Im Urteil der Reichsbank waren diese Kosten mit dem Ende „jede(r) staatliche(n) Ordnung und Wirtschaftsführung“ identisch (Verwaltungsbericht 1921, S. 4). Vergleicht man im Rückblick die verheerenden wirtschaftlichen, sozialen und politischen Auswirkungen der Deflation in Deutschland 1929 - 1933 mit den unmittelbaren Folgen der Hyperinflation, so erscheint dieser Kalkül der Reichsbank Ergebnis eines durchaus soliden Urteilsvermögens. Die Reichsbank hat insofern wesentlich dazu beigetragen, „daß die ‚große Inflation‘ das parlamentarische System für die Zeit der Weimarer Republik gesichert hat“ (Haller 1976, S. 151).

### Zusammenfassung

Nach den wichtigsten währungspolitischen Charakteristika der Inflationsperiode 1914 - 1923 in Deutschland werden die beiden damals rivalisierenden Erklärungsansätze vorgestellt. Sie werden auf eine jeweils unterschiedliche Einschätzung zum einen der Elastizität der Wirtschaft, zum anderen der wirtschaftspolitischen Prioritätensetzung zurückgeführt. Die Reichsbank verzichtete jedoch auf monokausale Erklärungen. Sie vertrat bis 1921 gegenüber der Reichsregierung vor allem quantitativ-theoretische Ansichten, während sie in der Öffentlichkeit vorwiegend zahlungsbilanztheoretisch argumentierte. Diese

differenzierten Stellungnahmen werden als das Bemühen der Reichsbank interpretiert, die Entwertung sowohl vom Geldangebot (Reichshaushaltsdefizite) wie von der Geldnachfrage her zu bekämpfen. Nach der Festsetzung der Reparationsschuld Deutschlands im Mai 1921 gelangte die Reichsbank zu einer anderen Einschätzung der Kosten im Vergleich zum Nutzen einer Stabilisierungspolitik: Sie gab ihren Widerstand gegen die Inflation weitgehend auf.

### Summary

After summarizing the salient monetary characteristics of the German inflation of 1914 - 1923, the author presents the two current interpretations of the problem: the balance-of-payments- and the quantity-theories. He shows that they are deduced from different assumptions about the degree of elasticity of the economy and about priorities of economic policy goals. The Reichsbank did not rely on mono-causal explanations. Until 1921, the Bank argued mainly from the premise of the quantity theory vis-à-vis the government, but from the balance-of-payments theory to the public. This is explained by a dual effort of the Reichsbank to fight the inflation: via the money supply and via the money demand. After Germany's reparation bill had been fixed in May 1921, the Reichsbank valued further resistance to inflation as too costly.

### Literatur

- Angell, J.* (1926), *The Theory of International Prices*, Cambridge, Mass. 1926.
- Bendixen, F.* (1919), *Kriegsanleihen und Finanznot. Zwei finanzpolitische Vorschläge*, Jena 1919.
- Bergmann, C.* (1927), *The History of Reparations*, Boston and New York 1927.
- Bonn, M. J.* (1922), *Die Stabilisierung der Mark*, Berlin 1922.
- Bresciani-Turroni, C.* (1968), *The Economics of Inflation. A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*, 3rd Ed. London 1968.
- Brown, W. A.* (1940), *The International Gold Standard Reinterpreted 1914 - 1934*, 2 Bde., New York 1940.
- Cassel, G.* (1918), *Theoretische Sozialökonomie*, Leipzig 1918.
- (1925), *Das Geldwesen nach 1914*, Leipzig 1925.
- Czada, P.* (1973), *Ursachen und Folgen der großen Inflation*, *Schriften des Vereins für Socialpolitik*, N. F. 73 (1973).
- D'Abernon, V.* (1930), *German Currency: Its Collapse and Recovery, 1920 - 26*, in: *V. D'Abernon, The Diary of an Ambassador, Vol. 2: Rapallo to Dawes 1922 - 24*, New York 1930.
- Ellis, H. S.* (1937), *German Monetary Theory 1905 - 1933*, Cambridge, Mass. 1937.
- Eucken, W.* (1923), *Kritische Betrachtungen zum deutschen Geldproblem*, Jena 1923.
- Eynern, G. von* (1928), *Die Reichsbank. Probleme des deutschen Zentralnoteninstituts in geschichtlicher Darstellung*, Jena 1928.
- Forstmann, A.* (1956), *Die Grundlagen der Außenwirtschaftstheorie*, Berlin 1956.
- Graham, F. D.* (1930), *Exchange, Prices and Production in Hyper-Inflation Germany 1920 - 1923*, Princeton 1930.

- Hahn, L. A.* (1920/21), Handelsbilanz, Zahlungsbilanz, Valuta, Güterpreise, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik 48 (1920/21), S. 596 - 614.
- (1924), Geld und Kredit, Tübingen 1924.
- (1963), Fünfzig Jahre zwischen Inflation und Deflation, Tübingen 1963.
- Haller, H.* (1976), Die Rolle der Staatsfinanzen für den Inflationsprozeß, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975, Frankfurt 1976.
- Hardach, G.* (1973), Der Erste Weltkrieg 1914 - 1918, München 1973.
- Hardach, K.* (1974), Zur zeitgenössischen Debatte der Nationalökonominnen über die Ursachen der deutschen Nachkriegsinflation, in: H. Mommsen u. a. (Hrsg.), Industrielles System und politische Entwicklung in der Weimarer Republik, Düsseldorf 1974, S. 368 - 375.
- Helfferrich, K.* (1897), Außenhandel und Valutaschwankungen, Schmollers Jahrbuch 21 (1897), S. 353 - 409.
- (1923), Das Geld, 6. Aufl., Leipzig 1923.
- Heiber, H.* (1969), Die Republik von Weimar, 4. Aufl., München 1969.
- Hesse, F.* (1938), Die deutsche Wirtschaftslage von 1914 - 1923. Krieg, Geldblähe und Wechsellagen, Jena 1938.
- Hoffmann, F.* (1907), Kritische Dogmengeschichte der Geldwerttheorien, Leipzig 1907.
- Keynes, J. M.* (1920), Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages, München und Leipzig 1920.
- (1922), Revision des Friedensvertrages, München 1922.
- Kuhn, T. S.* (1970), The Structure of Scientific Revolutions, 2 nd Ed., Chicago 1970.
- Lansburgh, A.* (1924), Die Politik der Reichsbank und die Reichsschatzanweisungen nach dem Kriege, Schriften des Vereins für Socialpolitik 166 II (1924).
- Laursen, K. and J. Pedersen* (1964), The German Inflation 1918 - 1923, Amsterdam 1964.
- League of Nations* (1925), Memorandum on Currency and Central Banks 1913 - 1924, 2 Bde., Genf 1925.
- Lotz, W.* (1888), Geschichte und Kritik des deutschen Bankgesetzes vom 14. März 1875, Leipzig 1888.
- (1927), Die deutsche Staatsfinanzwirtschaft im Kriege, Stuttgart 1927.
- Meerwarth, R.* (1924), Über die deutsche Zahlungsbilanz, Schriften des Vereins für Socialpolitik 167 I (1924).
- Metschies, K.* (1968), Der Bestand „Deutsche Reichsbank“, Volkswirtschaftliche und Statistische Abteilung, im Deutschen Zentralarchiv Potsdam, Historische Abteilung I, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte (1968 III), S. 387 - 391.
- Mises, L.* (1912), Theorie des Geldes und der Umlaufmittel, München 1912.
- (1923), Die geldtheoretische Seite des Stabilisierungsproblems, Schriften des Vereins für Socialpolitik 164 II (1923).
- Moulton, H. G. and C. E. McGuire* (1923), Germany's Capacity to Pay. A Study of the Reparation Problem, New York 1923.
- Patschan, H.* (1929), Die Entwicklung der Bankingtheorie in Deutschland. Ein dogmenkritischer Beitrag, Diss. Freiburg 1929.

- Pfleiderer, O.* (1976), Die Reichsbank in der Zeit der großen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975, Frankfurt 1976.
- Pohle, L.* (1919), Das Problem der Valutaentwertung, Dresden 1919.
- (1920), Geldentwertung, Valutafrage und Währungsreform, Leipzig 1920.
- Rathenau, W.* (1922), Cannes und Genua, Berlin 1922.
- Die Reichsbank 1901 - 1925*, Berlin 1925.
- Rist, C.* (1940), History of Monetary and Credit Theory from John Law to the Present Day, New York 1940.
- Schacht, H.* (1928), Die Stabilisierung der Mark, Berlin und Leipzig 1928.
- Schlesinger, K.* (1916), Die Veränderungen des Geldwertes im Kriege, Wien 1916.
- Schuker, S. A.* (1976), The End of French Predominance in Europe. The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan, Chapel Hill, N. C. 1976.
- Schumpeter, J.* (1927), Die goldene Bremse an der Kreditmaschine, Leipzig 1927. Wiederabgedruckt in: E. Schneider und A. Spiethoff (Hrsg.), Aufsätze zur ökonomischen Theorie, Tübingen 1952.
- Schumpeter, J. A.* (1961), Konjunkturzyklen. Eine theoretische, historische und statistische Analyse des kapitalistischen Prozesses, 2 Bde., Göttingen 1961.
- Statistisches Reichsamt* (1923), Deutschlands Wirtschaftslage unter den Nachwirkungen des Weltkrieges, Berlin 1923.
- (1925), Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 - 1923, Berlin 1925 (Sonderheft 1 zu Wirtschaft und Statistik).
- Veit, O.* (1969), Grundriß der Währungspolitik, 3. Aufl., Frankfurt 1969.
- Viner, J.* (1937), Studies in the Theory of International Trade, New York and London 1937.
- Verhandlungen der Sozialisierungskommission über die Reparationsfragen, Bd. III: Stabilisierung der Währung, Berlin 1922.
- Verhandlungen der Sozialisierungskommission über die Reparationsfragen, Bd. I, Berlin 1921.
- Verwaltungsberichte der Reichsbank für die Jahre 1914 - 1923, Berlin.
- Williams, J. M.* (1922), German Foreign Trade and Reparation Payments, Quarterly Journal of Economics 36 (1922).
- Williamson, J. G.* (1971), Karl Helfferich 1872 - 1924. Economist, Financier, Politician, Princeton 1971.
- Witt, P. C.* (1974), Finanzpolitik und sozialer Wandel in Krieg und Inflation 1918 - 1924, in: H. Mommsen u. a. (Hrsg.), Industrielles System und politische Entwicklung in der Weimarer Republik, Düsseldorf 1974.
- Wu, C.* (1939), An Outline of International Price Theories, London 1939.