

## **Investitionen in den „Goldenen Jahren“ der Weimarer Republik\***

Von Hans-Joachim Voth

Das Investitionsniveau Weimars lag deutlich unter dem des ausgehenden Kaiserreichs. Eine die achtziger Jahre durchziehende Debatte unter Wirtschaftshistorikern hat sich mit den Gründen für dieses Phänomen beschäftigt. Dabei wurde – mit weitreichenden Folgen für die politische Einschätzung Weimars – der Lohnentwicklung eine besondere Bedeutung beigemessen, da diese die Gewinnsituation von Unternehmen so nachteilig beeinflusst habe, daß es zu einer Verminderung des Investitionsvolumens gekommen sei. Kritiker dieser Sichtweise verweisen auf das überdurchschnittliche Realzinsniveau. Der Aufsatz versucht, anhand eines einfachen ökonomischen Modells die wesentlichen Faktoren des Investitionsverhaltens zu bestimmen.

### **1. Löhne, Investitionen und die Funktionsfähigkeit der Weimarer Wirtschaft**

Für Knut Borchardt ist die ungewöhnliche Härte, mit der die Weltwirtschaftskrise Deutschland traf, in ihrer Vorgeschichte begründet (*Borchardt* 1982, 176ff.). Die „Krise vor der Krise“ ist durch hohe Arbeitslosigkeit, hohe Löhne und staatlichen Interventionismus gekennzeichnet. Hatten 1910/13 Investitionen noch 16% des Bruttosozialprodukts ausgemacht, so betrug ihr Anteil 1925/29, während der sogenannten „goldenen Jahre“ der Weimarer Republik, gerade noch 10,5% (*Borchardt* 1982, 280).

Die Entwicklung der akkumulierten Reallohnposition der Arbeitnehmer stellt das Hauptargument für die These dar, daß das geringe Investitionsniveau durch zu hohe Löhne, und, dadurch verursacht, niedrige Gewinne hervorgerufen worden sei. Auch wenn Borchardt damit nicht behauptet, daß die Basis der Demokratie durch die Arbeitnehmerseite unterminiert worden sei, so hat doch diese Perspektive weitreichende Implikationen für die Einschätzung der politischen Geschichte Weimars (*Winckler* 1985, 273). Es nimmt daher nicht Wunder, daß ein Großteil der mit der „Borchardt-Kontroverse“ befaßten Literatur dem Verhältnis

---

\* Für vielfältige Ratschläge und Hinweise habe ich Tony Nicholls und James Foreman-Peck vom St. Antony's College, Oxford, zu danken. Ohne die großzügige materielle Förderung durch den DAAD wäre die Durchführung meines Projektes nicht möglich gewesen.

von Produktivitätsentwicklung und Reallöhnen nachgeht<sup>1</sup>. Methodologische Voraussetzung dieser Debatte ist, daß die Entwicklung der Unternehmensgewinne unmittelbar auf das Reallohniveau zurückzuführen war, und daß Unternehmen – aufgrund des von der Inflation verheerten Kapitalmarktes, so Borchardt – auf den Weg der Eigenfinanzierung verwiesen waren. Eine gewisse Tendenz zur monokausalen Verengung liegt somit in der mangelnden Berücksichtigung der Absatzsituation, namentlich auf den Exportmärkten. Es sei lediglich am Rande angemerkt, daß nicht durchweg mit der nötigen Deutlichkeit zwischen dem für die Profitsituation wesentlichen Produktlohn und dem für die Arbeitnehmer entscheidenden Reallohn unterschieden wurde. Die Beschäftigung mit der akkumulierten Reallohnposition scheint jedoch seit dem Beitrag Ritschls (*Ritschl* 1990) nur noch sinkenden Grenznutzen zu versprechen.

## 2. Schacht und die deutschen Zinsen – der alternative Erklärungsansatz

Opponenten der Borchardt-These verweisen auf das Zinsniveau als die eigentliche Ursache für die Investitionsschwäche Weimars (*Holtfrerich* 1990, 80). Nicht nur der Anteil der Löhne am Sozialprodukt, sondern auch der Realzinsfuß sei erheblich höher als in der unmittelbaren Vorkriegszeit gewesen, und dies habe dazu geführt, daß die Erweiterung des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks langsamer als vor dem Ersten Weltkrieg verlief.

Somit wäre die wirtschaftliche Schwäche Weimars nicht von der Arbeitnehmerseite zu verantworten, sondern eine Funktion der spezifischen Besonderheiten des deutschen Kapitalmarktes in den Zwischenkriegsjahren. Die Devisen, die zur Begleichung der Deutschland auferlegten Reparationszahlungen benötigt wurden, konnten prinzipiell entweder im Außenhandel erwirtschaftet oder durch Kapitalimport beschafft werden. De facto war für die Weimarer Republik nur letzterer Weg gangbar, da Handelshemmnisse als auch Kriegsverluste (Einziehung der deutschen Patente usw.) die Erzielung eines entsprechenden Exportüberschusses verhinderten. Erleichtert wurde die Kreditaufnahme im Ausland, insbesondere in den USA, durch das bestehende Zinsdifferenzial. So lag der Notenbankdiskont in Deutschland 1924 um 6,3% höher als in den USA, 1925 um 5,6%, 1926 um 2,9%, 1927 um 2%, 1928 um 2,5% und schließlich 1929 um 2%. Reichsbankpräsident Schacht stützte diese Tendenz – entgegen seiner Absicht – durch seine Hochzinspolitik, durch die trotz des Hereinströmens ausländischer Anleihen das Kreditvolumen stabilisiert werden sollte – ein *circulus vitiosus*<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Vgl. z.B. v. *Kruedener* 1985, *Holtfrerich* 1984.

<sup>2</sup> Müller 1973, 62 – 64.

„Wenn also die Reichsbank ihren Notenumlauf nicht erhöhen will, so ergibt sich zwingend, daß der Zufluß neuen Auslandsgeldes nicht durch Umtausch in deutsches Geld bei der Reichsbank nutzbar gemacht werden kann, es sei denn, daß gleichzeitig das Wechselportefeuille der Reichsbank zurückgeht [...]. Soll trotzdem Auslandskapital zum Umtausch gegen Banknoten hereingebracht werden, so bleibt der Reichsbank nichts anderes übrig, als durch Heraufsetzung des Diskonts [...] sich zur Aufnahme dieser Auslandsgelder Luft zu machen.“

### 3. Ein einfaches ökonometrisches Investitionsmodell

Damit ist eine klar abgegrenzte These formuliert, die sich ökonomisch überprüfen läßt. Es gilt, die jeweilige relative Bedeutung von Profiten und Löhnen für die Investitionen zu untersuchen. Dabei gehen wir davon aus, daß tatsächlich – wie von Borchardt angenommen – die Lohnentwicklung ausschlaggebend für die Gewinnsituation der Unternehmen war.

Wir verwenden eine einfache Jorgensen-Investitionsfunktion (*Fisher* 1987, 283):

$$(1) \quad I_t = e^{-rt} \cdot pr_t,$$

( $I$  = Investitionen,  $r$  = Realzinssatz,  $pr$  = Gewinne).

Die Gleichung berücksichtigt nicht die in Lamda-Termen addierten Bedingungen für den optimalen Kapitalstock, da es hier nur um die mögliche Finanzierungsform von Investitionen gehen kann.

Zum Zweck der Regressionsanalyse wird der natürliche Logarithmus von (1) gebildet:

$$(2) \quad \ln(I_t) = -r_t + \ln(pr_t).$$

Für die historischen Werte werden die üblichen Standardveröffentlichungen herangezogen<sup>3</sup>. Daten aus der Zeit nach 1936 wurden von der Untersuchung ausgeschlossen, da aufgrund der beginnenden Preiskontrolle eine Verwendung nicht sinnvoll erscheint. Als Zinsvariable wurde der jeweilige Warendiskont herangezogen, der mit Hilfe der Preisindexreihen des Statistischen Jahrbuchs um Schwankungen der Kaufkraft bereinigt wurde. Problematisch ist die geringe Datendichte. Eine Analyse des Problems aufgrund vierteljährlicher Daten muß einer späteren Untersuchung vorbehalten bleiben. Für die Jahre 1925 bis 1936 ergibt sich mit der Methode der gewöhnlichen geringsten Quadrate:

<sup>3</sup> Für Investitionen *Hoffmann* 1965, für Profitraten *E. Phelps-Browne* 1968, und für die Zinssätze *Statistisches Reichsamt* 1926 - 1936.

$$(3) \quad \ln I = 8.3530377 + 0.4097446 \ln(pr) - 0.1272427 r,$$

(6.06664)      (0.7908)      (-5.85830)

$$R^2 \text{ quer} = .844 \quad SE = 0.31984 \quad DW = 2.13.$$

In den Klammern unter den geschätzten Parametern wurden die betreffenden *t*-Statistiken angegeben.  $R^2$  quer bezeichnet das Bestimmtheitsmaß unter Berücksichtigung der Freiheitsgrade, DW die Durbin-Watson Statistik, und der Standardfehler der Regression ist unter SE angegeben.

Die Schätzgleichung ist frei von Autokorrelation, und nicht die Profitvariable, sondern allein die Zinsvariable ist – neben der Konstanten – signifikant (und zwar auf dem 1%-Niveau, Tabellenwert 3.25), während der Entwicklung der Profite keine Bedeutung für die Erklärung des Investitionsverhaltens zukommt. Damit scheidet der Ansatz der Borchardt-These aus, daß Löhne über ihren Einfluß auf Gewinne Investitionen negativ beeinflusst hätten. Auch unter der Annahme, daß die Lohnentwicklung bestimmend für die Profitrate war, spielte Investitionsfinanzierung durch Gewinne eine eher zu vernachlässigende Rolle. Borchardts These, daß aufgrund des durch die Inflation verwüsteten Kapitalmarktes Unternehmen nahezu ausschließlich auf Eigenfinanzierung zurückgegriffen hätten, wird durch die Schätzgleichung nicht bestätigt. Bestimmend war somit für das vergleichsweise niedrige Investitionsniveau der hohe Realzinssatz.

Denkbar erscheint jedoch eine Umkehr der Argumentationskette. Stellte die außergewöhnlich hohe Abhängigkeit der Investitionen vom herrschenden Realzins eine Abberation gegenüber dem Kaiserreich dar, so müßte angenommen werden, daß aufgrund unzureichender Profite Unternehmen sich auf den Weg der Kreditfinanzierung verwiesen sahen. Gegenwärtig muß eine Sachaussage hierüber einer späteren Analyse vorbehalten bleiben. Für den Fall, daß die Zinselastizität der Investitionsnachfrage in den Jahren der Weimarer Republik tatsächlich über der der Vorkriegszeit liegen sollte, wäre erneut nach Ursachen verminderter Profite zu fragen, wobei Lohndruck keineswegs auszuschließen wäre.

### **Zusammenfassung**

Der Aufsatz unternimmt eine Überprüfung der sogenannten Borchardt-These, der zufolge hohe Löhne während der Weimarer Republik das gesamtwirtschaftliche Investitionsniveau verringert haben. Dabei wird davon ausgegangen, daß Investitionsfinanzierung vorwiegend durch die Verwendung nichtausgeschütteter Gewinne der Unternehmen geschah. Mit Hilfe eines einfachen ökonometrischen Modells wird nachgewiesen, daß Zinsen, und nicht Profitraten das Investitionsverhalten bestimmten. Damit wird die ursprüngliche These Knut Borchardts widerlegt und der konkurrierende Erklärungsansatz von Carl-Ludwig Holtfrerich bestätigt.

### Summary

The article attempts to examine the so-called Borchardt-thesis, according to which investments were depressed during the Weimar Republic by excessive wages. The precondition for this view is that investments were financed through retained profits. Using a simple econometric model, it emerges that investment behaviour was determined by interest rates, and not by profits. Hence, Knut Borchardt's initial argument is refuted, while the competing explanation, proposed by Carl-Ludwig Holtfrerich, is corroborated.

### Literatur

- Borchardt, K.* (1982), *Wachstum, Krisen, Handlungsspielräume der Wirtschaftspolitik*. Göttingen.
- Fisher, D.* (1987), *Macroeconomic Theory. A Survey*. London.
- Hoffmann, W.* (1965), *Das Wachstum der deutschen Wirtschaft seit der Mitte des 19. Jahrhunderts*. Berlin. Heidelberg. New York.
- Holtfrerich, C.-L.* (1984), *Zu hohe Löhne in der Weimarer Republik? Bemerkungen zur Borchardt-These*. *Geschichte und Gesellschaft* 10, 122 - 141.
- (1990), *Economic Policy Options and the End of the Weimar Republic*, in: *Kershaw, I.* (Hrsg.), *Weimar: Why did German Democracy Fail?*. London.
- v. Kruedener, J.* (1985), *Die Überforderung der Weimarer Republik als Sozialstaat*. *Geschichte und Gesellschaft* 11, 358 - 376.
- Müller, H.* (1973), *Die Zentralbank – eine Nebenregierung. Reichsbankpräsident Hjalmar Schacht als Politiker der Weimarer Republik*. Opladen.
- Phelps-Browne, E.* (1968) et al., *A Century of Pay. The Course of Pay and Production in France, Germany, Sweden, the United Kingdom, and the United States of America, 1860 - 1960*. London. Melbourne. Toronto.
- Statistisches Reichsamt* (1926 - 1937), *Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich*. Berlin.
- Ritschl, A.* (1990), *Zu hohe Löhne in der Weimarer Republik? Eine Auseinandersetzung mit Holtfrerichs Berechnungen zur Lohnposition der Arbeiterschaft 1925 - 1932*. *Geschichte und Gesellschaft* 16, 375 - 402.
- Winkler, H.-A.* (1985), *Vorbemerkung*. *Geschichte und Gesellschaft* 11, 273 - 274.