

Reichsbankpolitik und wirtschaftliche Entwicklung 1924 - 1931*

Von Gerd Hardach, Regensburg

I.

Diese Arbeit soll verschiedene Aspekte der wirtschaftlichen Entwicklung in der Weimarer Zeit systematisch darstellen und einen neuen Interpretationsversuch vorstellen. Die zentrale These ist, daß Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und außenwirtschaftliche Situation wesentlich durch die Politik der Reichsbank bestimmt wurden. Daß ein Zusammenhang bestand, wird in den verschiedenen Arbeiten zur wirtschaftlichen Entwicklung¹, zur außenwirtschaftlichen Situation einschließlich des Reparationsproblems², zum Bankwesen³ und zur Reichsbankpolitik⁴ deutlich. Die vorherrschende These scheint aber, soweit erkennbar, eher umgekehrt zu sein, daß nämlich die durch Krieg und Inflation herbeigeführte innerwirtschaftliche Situation und die internationalen Wirtschaftsbeziehungen die Aktionsfähigkeit der Reichsbank „paralysierten“⁵.

II.

Die Jahre nach 1924 galten den Zeitgenossen im allgemeinen, soweit man jedenfalls die ökonomische Literatur als repräsentativ ansehen kann, als eine Zeit rascher Erholung nach Kriegs- und Inflations-

* Für ihre freundliche Hilfe in verschiedenen Stadien der Arbeit danke ich Professor Dr. Peter Bernholz, meinen Kollegen Dipl.-Kfm. Ulrich Fink und Dipl.-Volkswirt Michael Ledig, ebenso den Damen und Herren des Bundesarchivs.

¹ Dietmar Keese: Die volkswirtschaftlichen Gesamtgrößen für das Deutsche Reich 1925—1936. In: Werner Conze und Hans Raupach (Hrsg.): Die Staats- und Wirtschaftskrise des Deutschen Reiches, 1929—1933. Stuttgart 1967. — Horst Mendershausen: Two Postwar Recoveries in Germany. Amsterdam 1955.

² Rolf Lücke: Von der Stabilisierung zur Krise. Zürich 1958. — Gerhard Kroll: Von der Weltwirtschaftskrise zur Staatskonjunktur. Berlin 1958.

³ Neben dem zitierten Buch von Lücke insbesondere Karl Erich Born: Die deutsche Bankenkrise 1931. Finanzen und Politik. München 1967. — Rudolf Stucken: Die deutsche Bankenkrise 1931. Kredit und Kapital, I (1968).

⁴ Eine kurze Übersicht gibt Karl R. Bopp: Die Politik der Reichsbank seit der Stabilisierung. Weltw. Archiv, Bd. 42 (1935 II); im übrigen Rudolf Stucken: Deutsche Geld- und Kreditpolitik 1914—1963. 3. Aufl. Tübingen 1964.

⁵ Insbesondere Stucken: Geld- und Kreditpolitik, a.a.O., S. 70 ff. und Lücke: a.a.O., S. 214 f.

wirren. Der Dawes-Plan, so *Stolper*, „leitete eine Zeit der Erholung ein, für deren Breite und Kraft man in Deutschland kein Vorbild hatte“⁶. Dieses Bild ist im Grundsätzlichen bisher nicht revidiert worden, obwohl unter einzelnen Aspekten Einschränkungen vorgenommen wurden.

Erstens: Die Ausgangslage war offensichtlich besser, als meist angenommen. Die Inflationsjahre waren gewiß alles andere als normale wirtschaftliche Zeiten, aber genauere Betrachtung zeigt, daß sich hinter dem Währungsverfall und den sozio-ökonomischen Umschichtungen eine beachtliche wirtschaftliche Expansion, besonders hinsichtlich der Kapitalakkumulation, vollzog⁷. Diese Tatsache wurde früher z. T. übersehen, z. T. dadurch relativiert, daß man das akkumulierte Kapital als „fehlgeleitet“ und „ineffizient“ ansah⁸. Ebenso wenig wie die Inflation kann aber die nachfolgende Stabilisierungskrise über die normale Leistungsfähigkeit des Faktors Kapital Auskunft geben⁹.

Zweitens: Die hohen Auslandskredite und der Verlauf der Weltwirtschaftskrise gaben Anlaß zu der Frage, ob es sich bei der wirtschaftlichen Entwicklung der zwanziger Jahre in Deutschland um eine Blüte oder nicht vielmehr um eine Scheinblüte, eine „Konjunktur auf Borg“¹⁰ gehandelt habe. Die Krise, so wird argumentiert, war schon in den Ausgangsbedingungen angelegt: „Das Jahr 1924, welches nach der schlimmen Zeit des Krieges und der Inflation die Stabilisierung zu bringen schien und daher von der politischen Geschichte und der Wirtschaftsgeschichte einhellig als verheißungsvoller Neubeginn betrachtet wird, sollte durch eine Reihe von Entscheidungen jenseits des Atlantiks die Weichen in eine Richtung stellen, wo als erstes fünf Blütejahre trügerisch am Wege lagen“¹¹.

Drittens: Im Vergleich zur zweiten Nachkriegserholung nach 1945 war die wirtschaftliche Entwicklung nach 1924 bescheiden¹². In den fünfziger Jahren war das wirtschaftliche Wachstum schneller, es hielt

⁶ Gustav *Stolper*, Karl *Häuser*, Knut *Borchardt*: *Deutsche Wirtschaft seit 1870*. 2. Aufl. Tübingen 1964. S. 113. — Ähnlich *Kroll*: a.a.O., S. 29.

⁷ Jørgen *Pedersen*, Karsten *Laursen*: *The German Inflation 1918—1923*. Amsterdam 1964.

⁸ Insbesondere Costantino *Bresciani-Turroni*: *The Economics of Inflation*. London 1937. — Carl *Schmidt*: *German Business Cycles 1924—1933*. New York 1934.

⁹ Vgl. *Pedersen*, *Laursen*: a.a.O., S. 124 f.

¹⁰ Zu diesem Begriff vgl. *Kroll*: a.a.O., S. 30 ff. — In einer neuen Interpretation spricht von einer Scheinblüte Paul Christoph *Martin* (*Die deutsche Wirtschaftsentwicklung vor der Weltwirtschaftskrise unter dem Einfluß der Monopolisierung und der amerikanischen Wirtschaftspolitik*. Diss. Bonn 1966).

¹¹ *Martin*: a.a.O., S. 102.

¹² Vgl. Tabelle 1 (S. 565).

länger an, und insbesondere wurde die anfänglich recht hohe Arbeitslosigkeit beseitigt, was in der Weimarer Republik nach der Inflation nicht mehr gelang. In der Weimarer Zeit handelte es sich um einen Wieder-Aufbau im engeren Sinne, d. h. auf dem Höhepunkt der wirtschaftlichen Entwicklung wurde etwa der Lebensstandard der Vorkriegszeit erreicht¹³; dagegen fand in den fünfziger Jahren eine echte Expansion der ökonomischen Möglichkeiten statt. Nach diesem Maß würde man also nicht nach den Bedingungen der Expansion in den zwanziger Jahren fragen, sondern nach den Ursachen, die das Wachstum bremsen.

Nach beiden Weltkriegen lassen die Währungsverhältnisse es schwierig erscheinen, das Volkseinkommen der ersten Nachkriegsjahre zu berechnen. Die Währungsstabilisierung erfolgte nach dem Ersten Weltkrieg im fünften Friedensjahr (1923), nach dem Zweiten Weltkrieg im dritten Friedensjahr (1948). Der erste Nachkriegsaufschwung war im zehnten Friedensjahr gebrochen (1928), der zweite Nachkriegsaufschwung dauert bislang an — sofern dieser Begriff überhaupt noch sinnvoll ist.

Tabelle 1

Wachstum des Sozialproduktes zu Marktpreisen
(in konstanten Preisen)¹⁴ (NSP und BSP)
und Arbeitslosenquote (in Prozent)¹⁵ (A)

	NSP	A		BSP	A
1924	o. A.	13,5	1951	1,11	9,0
1925	o. A.	6,7	1952	1,09	8,4
1926	0,99	18,1	1953	1,08	7,5
1927	1,14	8,8	1954	1,07	7,0
1928	1,02	8,4	1955	1,12	5,1
1929	0,96	13,1	1956	1,07	4,0
1930	0,95	22,2	1957	1,06	3,7
1931	0,89	33,7	1958	1,03	3,7

¹³ Das reale Pro-Kopf-Einkommen wird für 1911/13 auf 728 Mark, für 1925/29 auf 696 Mark geschätzt. Vgl. Walther G. Hoffmann, J. Heinz Müller: Das deutsche Volkseinkommen 1851—1957. Tübingen 1959. S. 14.

¹⁴ 1925—31 Nettosozialprodukt, nach: W. G. Hoffmann / F. Grumbach / H. Hesse: Das Wachstum der deutschen Wirtschaft seit der Mitte des 19. Jahrhunderts. Berlin/Heidelberg/New York 1965. S. 827 f. — 1951—58 Bruttosozialprodukt, nach: W. Vogt: Wachstumszyklen der westdeutschen Wirtschaft. Tübingen 1968. S. 16.

¹⁵ Für 1951/58 Vogt: a.a.O., S. 16. — Für 1924/31 Statistische Jahrbücher für das Deutsche Reich 1930, S. 320; 1931, S. 311; 1932, S. 303. — Die Arbeitslosenziffern beziehen sich auf Gewerkschaftsmitglieder; nach Mendershausen (a.a.O., S. 50) sind sie vermutlich zu hoch.

Die Arbeitslosigkeit, die in der Inflation bis zu dem Zeitpunkt, an dem das Geld seine Tauschfunktion völlig einbüßte, einen relativ niedrigen Stand erreicht hatte¹⁶, blieb in den zwanziger Jahren durchweg hoch. Man kann durchaus dem Urteil zustimmen, daß eine Wirtschaft, der es Jahr für Jahr nicht annähernd gelingt, Vollbeschäftigung zu erreichen, nicht voreilig als erholt bezeichnet werden sollte¹⁷. In den insgesamt 109 Monaten von April 1924 bis April 1933 sank die Zahl der Arbeitslosen nur in vier Monaten unter 500 000¹⁸.

Verschiedene Berechnungen für den Ausnutzungsgrad des Sachkapitals zeigen, daß der Produktionsfaktor Kapital ebenfalls „unterbeschäftigt“ war, auch in den Expansionsjahren bestanden noch Kapazitätsreserven.

Tabelle 2

Ausnutzung des Sachkapitals (Maximum = 100)¹⁹

	Schätzung von <i>Mester</i>	Schätzung von <i>Krengel</i>
1925	95,1	74,5
1926	82,4	72,0
1927	89,4	88,8
1928	89,6	85,7
1929	88,0	85,9
1930	76,5	74,1
1931	63,4	59,4

Wenn man die Möglichkeiten wirtschaftlicher Expansion erörtert, ist schließlich auch das Preisniveau von Bedeutung. Der Index der Großhandelspreise wies jährliche Steigerungen von 3 Prozent (1925) und 2 Prozent (1927, 1928) auf, die aber durch Senkungen in den anderen Jahren kompensiert wurden, so daß das Preisniveau 1929 auf dem Stand von 1924 war und in der Krise deutlich sank.

¹⁶ Pedersen, Laursen: a.a.O., S. 76, 78.

¹⁷ Schmidt: a.a.O., S. 106.

¹⁸ Schmidt: a.a.O., S. 106.

¹⁹ A. F. Mester: Eine Zeitreihe der Ausnutzung des Sachkapitalbestandes 1925 bis 1938 und 1950 bis 1957. IFO-Studien, Bd. 7 (1961), S. 81. — Rolf Krengel: Die Entwicklung des Anlagevermögens der westdeutschen Industrie von 1924 bis 1955. In: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (Hrsg.): Wirtschaftsforschung und Wirtschaftsführung, Festgabe für Ferdinand Friedensburg. Berlin 1956. S. 87.

Tabelle 3

Index der Großhandelspreise²⁰

	Niveau (1913 = 100)	Wachstum (p_t/p_{t-1})
1924	137,3	—
1925	141,8	1,03
1926	134,4	0,95
1927	137,6	1,02
1928	140,0	1,02
1929	137,2	0,98
1930	124,6	0,91
1931	110,9	0,89

Wachstumsimpulse erwartet man von den Investitionen und den Exporten einer Volkswirtschaft. Das durchschnittliche Niveau der Investitionen (die konjunkturellen Schwankungen sollen außer Betracht bleiben) in den zwanziger Jahren war nach heutigen, aber auch nach damaligen Maßstäben niedrig: *Schumpeter* z. B. diagnostizierte für die wirtschaftliche Entwicklung der zwanziger Jahre „impoverishment, excess consumption, and interference of taxation with the formation of capital“²¹.

Tabelle 4

Anteile am Bruttosozialprodukt (Prozent)²²

	Privater Konsum	Staatl. Konsum	Brutto- invest.	Außen- beitrag
1925	73,6	11,1	18,2	— 2,8
1926	74,2	11,7	12,4	+ 1,7
1927	72,4	10,3	20,3	— 3,1
1928	72,0	11,1	18,3	— 1,3
1929	75,0	11,6	13,5	— 0,2
1930	77,1	12,8	8,6	+ 1,4
1931	81,3	13,5	2,1	+ 3,2

Zusätzlich wachstumshemmend mußte in der unterbeschäftigten Wirtschaft der anhaltende Importüberschuß wirken²³.

²⁰ Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1932, S. 256.

²¹ Joseph A. *Schumpeter*: Business Cycles. A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process. New York, London 1939. S. 722, Anm. 1.

²² Quellen wie oben, Anm. 14.

²³ Vgl. unten, S. 572.

Nicht nur *Schumpeter*, sondern die zeitgenössischen Beobachter ganz allgemein sahen das Haupthindernis der wirtschaftlichen Entwicklung „in der Kapitalarmut der Wirtschaft und dem unzureichenden Ausmaß sowie dem zu langsamen Fortschritt der Kapitalneubildung“²⁴. Ebenso einhellig war die Meinung, daß die Verminderung des privaten und öffentlichen Verbrauches Voraussetzung für eine größere Akkumulation sei²⁵. Man kann hier noch einmal auf *Schumpeter* verweisen, der bei aller Anerkennung der sozialen Berechtigung von privaten und öffentlichen Konsumausgaben doch auf deren ökonomische Schädlichkeit glaubt hinweisen zu müssen: „Analysis of the expenditure thus financed undoubtedly reveals admirable cultural and social achievements, eminently productive of economic and super-economic values, in comparison with which the costs might even be called moderate. In particular, there is much to be said, in terms of beauty as well as in terms of welfare, against the desperate financial position into which the big cities maneuvered themselves. But neither that cultural aspect nor the various deficits as such are pertinent to our subject. The important thing is the unavoidable inference that we have here a case of an excess consumption by public bodies, including excesses all over the economic system, withdrawing capital from industry, or preventing its being built up“²⁶.

Nun müssen Konsum- und Investitionsquote, zusammen mit dem „Außenbeitrag“, sich notwendig zu 100 ergänzen, ohne daß damit etwas über den Kausalzusammenhang gesagt ist. Mit gutem Grund kann man daher die der „traditionellen“ Auffassung entgegengesetzte These vertreten, daß der „zu hohe“ Konsum nur eine Folge der „zu niedrigen“ Investitionen war. Höhere Investitionen waren ja real durchaus möglich, sie hätten die Verteilungsquote (= Einkommen der privaten Haushalte in Relation zum Volkseinkommen zu Faktorkosten) gesenkt und damit, da die Konsumquote in Relation zum verteilten Einkommen als etwa konstant angenommen werden kann, den Anteil des Konsums am Bruttosozialprodukt vermindert²⁷. Es entspricht dieser Hypothese, daß die Verteilungsquote in den Expansionsjahren 1925 und 1927 vergleichsweise niedrig war und daß die Schwankungen der Konsumquote (in Relation zum Bruttosozialprodukt) geringer werden, wenn man sie mit der Verteilungsquote gewichtet.

²⁴ Verhandlungen des VII. Allgemeinen Deutschen Bankiertages, 9. bis 11. September in Köln. Berlin 1928. S. 66.

²⁵ Verhandlungen des VII. Allg. Dt. Bankiertages, a.a.O., S. 66.

²⁶ *Schumpeter*: a.a.O., 2. Bd., S. 717.

²⁷ Vgl. Erich Preiser: Multiplikatorprozeß und dynamischer Unternehmervorgewinn. In: Erich Preiser: Bildung und Verteilung des Volkseinkommens. Göttingen 1957.

Tabelle 5

Verteilungsquote und gewichtete Konsumquote²⁸

	Verteilungsquote	Konsumquote
1925	96,1	76,6
1926	96,1	77,2
1927	95,4	75,9
1928	95,8	75,1
1929	96,7	77,5
1930	97,7	78,9
1931	102,1	79,6

Dieser Zusammenhang wurde von *Kroll* und im Anschluß daran von *Martin* nicht bedacht, die beide davon ausgehen, daß durch die unverteiltten Gewinne der Kapitalgesellschaften in erhöhtem Maße Kaufkraft aus dem Kreislauf abgezogen wurde, so daß die investitionsgeneigten Unternehmer und öffentlichen Körperschaften sich zusätzlich verschulden mußten; diese kumulierende Verschuldung sei dann der eigentliche Grund der Krise: „Bricht die zusätzliche Kaufkraftbeschaffung dann einmal aus irgendwelchen Gründen ab, ist die Wirtschaftskrise nicht zu vermeiden²⁹.“ Genau das Gegenteil dürfte zutreffen: Hohe unverteiltte Gewinne pflegen mit wirtschaftlicher Expansion einherzugehen, wie das Beispiel der Bundesrepublik in den fünfziger Jahren zeigt. Dagegen war der „Monopolgrad“ im verteilungstheoretischen Sinn in den zwanziger Jahren trotz der beträchtlichen Konzentration und Kartellierung niedrig³⁰.

Man kann annehmen, daß die öffentlichen Investitionen bis an die Grenze des Möglichen vorangetrieben wurden, so daß das Interesse sich auf die Bestimmungsgründe der privaten Investitionstätigkeit konzentrieren kann. *Prion* schätzte für die Zeit vor dem Ersten Weltkrieg die durchschnittliche Rentabilität je nach Industriezweig auf 6 bis 8 Prozent, gegenüber einem Zinssatz von 5 bis 6 Prozent³¹. Die Rentabilitätserwartungen dürften in den zwanziger Jahren kaum höher gewesen sein, man sieht also, wie sehr das hohe Zinsniveau die Investitionstätigkeit gebremst haben muß: Denn eine Erhöhung der durchschnittlichen Rentabilität war *ceteris paribus* nur durch Verzicht auf beträchtliche „marginale“ Investitionen erreichbar. Die in

²⁸ Berechnet nach *Hoffmann, Müller*: a.a.O., S. 56. 1931 sind die unverteiltten Einkommen der Kapitalgesellschaften negativ.

²⁹ *Martin*: a.a.O., S. 9.

³⁰ *Hoffmann, Grumbach, Hesse*: a.a.O., S. 509. Monopolgrad berechnet als Anteil der Kapitaleinkommen am Volkseinkommen zu Faktorkosten.

³¹ *Willi Prion*: Kreditpolitik. Aufsätze und Reden. Berlin 1926. S. 170.

den zwanziger Jahren oft beschworene „Kapitalarmut“ der deutschen Wirtschaft³² war nicht ein Mangel an Sachkapital oder an „Sparwillen“, sondern ein Problem der Kreditknappheit, das zwangsläufig auf die Politik der Zentralbank verweist: Bei gegebenen (Brutto-)Gewinnerwartungen beeinflußt die Zentralbank die Investitionstätigkeit über das Zinsniveau und die Liquidität der Wirtschaft.

Nach dem Dawes-Plan war der Reichsbank ein Mindestdiskontsatz von 5 Prozent vorgeschrieben, in der erklärten Absicht, die wirtschaftliche Entwicklung zu dämpfen und damit den Reparationstransfer zu erleichtern³³. Aber dieser Mindestdiskont wurde nur in der ersten Hälfte des Jahres 1927 wahrgenommen, im übrigen lag der Diskont bis zur Krise beträchtlich höher.

Reichsbank-Diskont im Jahresdurchschnitt³⁴

1924	10,00 %
1925	9,15 %
1926	6,74 %
1927	5,82 %
1928	7,00 %
1929	7,11 %
1930	4,93 %
1931	6,91 %

Das Zinsniveau in Deutschland war entsprechend hoch. Auslandskredite konnten den restriktiven Effekt des hohen Zinsniveaus zwar mindern, aber nicht annähernd kompensieren, da aus institutionellen Gründen nur ein Teil der inländischen Nachfrage Zugang zu ausländischen Geld- und Kapitalmärkten hatte.

Schacht hat zwar selbst auf das Problem der anhaltenden Arbeitslosigkeit hingewiesen³⁵, als Ziel der Reichsbankpolitik waren Wirtschaftswachstum und Beschäftigung aber nur Anfang 1924 relevant. Damals hatte die Reichsbank durch relativ großzügige Kreditgewährung den Aufschwung nach der Stabilisierungskrise erleichtert, und der Verwaltungsbericht für 1924 setzte neben die „Sorge um die Aufrechterhaltung der Währung“ ein konkurrierendes Ziel: „Auf der anderen Seite hatte die Kreditpolitik darauf Rücksicht zu nehmen, daß bei der herrschenden Kapitalknappheit die Fortführung der Wirt-

³² Vgl. Karl *Diehl* (Hrsg.): *Wirkungen und Ursachen des hohen Zinsfußes in Deutschland*. Jena 1932. — Erich *Welter*: *Die Ursachen des Kapitalmangels in Deutschland*. Tübingen 1931.

³³ *Lüke*: a.a.O., S. 215.

³⁴ Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1932.

³⁵ Vgl. Hjalmar *Schacht*: *Das Ende der Reparationen*. Oldenburg 1931. S. 194.

schaft ohne Unterstützung fast ausgeschlossen war³⁶.“ Möglicherweise erfolgte die Kreditexpansion bereits mit schlechtem Gewissen, *Schacht* selbst jedenfalls entschuldigte sich später, er habe die Kreditausweitung unabsichtlich geschehen lassen, weil die zahlreichen internationalen Besprechungen ihn in jener Zeit hinderten, die innerdeutsche Entwicklung mit der nötigen Aufmerksamkeit zu verfolgen³⁷. Der Kreditstopp vom April 1924 setzte dann auf längere Zeit hinaus jeder konjunkturstützenden Politik ein Ende. Zwar wurde die Kreditbeschränkung allmählich etwas gelockert³⁸, aber die Expansion ab Ende 1924 beruhte ganz eindeutig auf der Unterwanderung der Reichsbankpolitik durch die einströmenden Auslandskredite³⁹. Die Diskontsenkung von 10 auf 9 Prozent hatte wegen der fortdauernden Kreditkontingentierung keine Bedeutung. Obwohl die Reichsregierung wiederholt auf eine Erleichterung der Kreditbedingungen drängte⁴⁰ und sich im Sommer 1925 ein Wendepunkt der Konjunktur abzeichnete⁴¹, hielt *Schacht* weiterhin eine restriktive Politik ausdrücklich für notwendig⁴², und erst im Dezember 1925 wurde die Kreditrationierung aufgehoben⁴³. Auch in den folgenden Rezessionsmonaten folgte die Reichsbank der Konjunkturentwicklung nur zögernd und rein konstatierend; wie *Schmitt* bemerkt, „machte die Reichsbank nicht den geringsten Versuch, die Depression durch entsprechende Kreditpolitik abzukürzen“⁴⁴.

Bis zu der 1928 einsetzenden Rezession war die Auslandsverschuldung zum dominierenden Problem geworden, so daß die Reichsbank

³⁶ Verwaltungsbericht der Reichsbank für 1924. S. 3.

³⁷ *Schacht*: Die Stabilisierung der Mark. Stuttgart, Berlin, Leipzig 1927. S. 115. — Vgl. auch Karl-Bernhard *Netzband*, Hans-Peter *Widmaier*: Währungs- und Finanzpolitik der Ära Luther, 1923–1925. Basel 1964. S. 57.

³⁸ Verwaltungsbericht der Reichsbank für 1925. — Vgl. auch *Bopp*: a.a.O., S. 473 f.

³⁹ Von Ende April 1924 bis Ende November 1925 nahmen bei der Reichsbank die Wirtschaftskredite (Wechsel- und Lombardkredite) um 320 Mill. RM, der (ausgewiesene) Gold- und Devisenbestand um 1 168 Mill. RM zu. Vgl. *Institut für Konjunkturforschung* (Hrsg.): Konjunkturstatistisches Handbuch. Berlin 1933. S. 149. Das Problem wurde zwischen Reichsbank und Reichsregierung in gemeinsamen Besprechungen am 17. April 1925, 14. August 1925, 5. Dezember 1925 erörtert. Die entsprechenden Protokolle sind im Bundesarchiv Koblenz vorhanden (Bestand R 43 I/634).

⁴⁰ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 17. 4. 1925 und 14. 8. 1925, BA. (= Bundesarchiv) R 43 I/634.

⁴¹ Konjunkturstatistisches Handbuch 1933, a.a.O., S. 15, 24, 41 f. für monatliche Zahlen über Beschäftigung und Produktion.

⁴² Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 14. 8. 1925, BA. R 43 I/634. — Vgl. auch entsprechende Ausführungen von *Schacht* auf dem VI. Allgemeinen Deutschen Bankiertag, 14. bis 16. September 1925 in Berlin (Verhandlungen des VI. Allg. Deutschen Bankiertages. Berlin, Leipzig 1925. S. 17 f.).

⁴³ *Bopp*: a.a.O., S. 474.

⁴⁴ Alfons *Schmitt*: Kreditpolitik und Konjunkturpolitik in Theorie und Praxis. Jena 1932. S. 100.

sich genötigt sah, trotz rückläufiger Konjunktur 1930 und 1931 den Diskontsatz nicht unwesentlich zu erhöhen — wie man weiß, letztlich doch erfolglos⁴⁵.

Die Politik der Reichsbank, ebenso wie das überwiegende Interesse der Zeitgenossen, war nicht auf die wirtschaftliche Entwicklung, sondern auf die Währungsstabilität gerichtet⁴⁶.

III.

1. Dem Sinne des Dawes-Planes nach hätte Deutschland Exportüberschüsse erzielen sollen, um damit seine Reparationen zu zahlen⁴⁷. Tatsächlich wies die Zahlungsbilanz von 1924 bis einschließlich 1930 einen Importüberschuß von insgesamt 5 117 Mill. RM, Reparationszahlungen von 10 146 Mill. RM und Gold- und Devisenzugänge von 2 107 Mill. RM auf, diesen Saldo mußten rechnerisch notwendig (von der Existenz ungeklärter Posten abgesehen) Kapitalimporte von insgesamt 17 370 Mill. RM ausgleichen.

Tabelle 6

Zahlungsbilanz 1924—1931 (Mill. RM)⁴⁸

	Leistungs- bilanz	Repara- tionen	Gold und Devisen	Kapital- import
1924	— 1383	— 281	— 1255	+ 2919
1925	— 1988	— 1057	— 90	+ 3135
1926	+ 1152	— 1191	— 568	+ 607
1927	— 2660	— 1584	+ 452	+ 3792
1928	— 1202	— 1990	— 931	+ 4123
1929	— 132	— 2337	+ 165	+ 2304
1930	+ 1096	— 1706	+ 120	+ 490
1931	+ 2028	— 988	+ 1653	— 2693

Die Kapitalbewegung wird in der Zahlungsbilanzstatistik aufgegliedert in langfristige und kurzfristige Kapitalbewegung und in einen Restposten. Dieser besteht aus der „sonstigen Bewegung ausländischer

⁴⁵ Vgl. *Born*: Die deutsche Bankenkrise 1931, a.a.O.

⁴⁶ „Zwar war die Behauptung der Parität nicht immer das einzige Ziel der Reichsbankpolitik, doch wurde jedes andere Ziel zurückgestellt, sofern sich aus seiner Verfolgung eine Erschütterung der Parität ergeben hätte.“ (*Bopp*: a.a.O., S. 460 f.)

⁴⁷ Vgl. dazu *Lüke*: a.a.O., S. 55 ff.

⁴⁸ Die deutsche Zahlungsbilanz der Jahre 1924—1933. Wirtschaft und Statistik, Sonderheft 14. Berlin 1934.

Anlagen in Deutschland, bzw. deutscher Auslandsanlagen“, darunter der Rückfluß gehamsterter Devisen (1924: 1 000 Mill. RM, 1925: 200 Mill. RM) und die Freigabe deutschen Eigentums in den USA (1928 bis 1931 insgesamt 879 Mill. RM), außerdem aus der „nicht aufgliederbaren Kapitalbewegung“, die man im wesentlichen der kurzfristigen Kapitalbewegung zurechnen kann⁴⁹.

Tabelle 7

Aufgliederung des Saldos der Kapitalbilanz⁵⁰

	kurzfristig	langfristig	Restposten
1924	506	1000	1413
1925	107	1124	1904
1926	147	1376	— 916
1927	1779	1765	248
1928	1335	1698	1090
1929	765	414	1115
1930	117	805	— 432
1931	477	— 85	— 3085

Die Tabelle zeigt nur die Salden der Kapitalbilanz, so daß man nicht sieht, daß Kapital in beiden Richtungen geflossen ist. Die wichtigsten Posten des Kapitalexportes waren der Erwerb ausländischer Effekten (1927—1930 insgesamt 4 402 Mill. RM) und die kurzfristigen Auslandsanlagen der Banken (1927—1930 insgesamt 1 570 Mill. RM), schließlich auch die in ihrer Höhe schwer feststellbare, im Restposten enthaltene „Kapitalflucht“, insbesondere 1931⁵¹.

Die Exporte von Waren und Diensten stiegen kontinuierlich bis 1929, die Exportquote nahm auch in der Krise noch zu. Die Importe änderten sich deutlich mit dem Konjunkturverlauf. Die Zahlungsdefizite hatten eine wachsende Belastung der Bilanz durch Zinsen zur Folge, die 1924 noch knapp aktive „Zinsbilanz“ war 1931 mit 1,2 Mrd. RM passiv.

⁴⁹ Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft: Die deutsche Zahlungsbilanz. Berlin 1930, S. 145.

⁵⁰ Zusammengestellt nach: Die deutsche Zahlungsbilanz der Jahre 1924—1933, a.a.O.

⁵¹ Die Auffassungen über die Höhe der „Kapitalflucht“ gehen weit auseinander, je nachdem, ob es sich um ausländische oder deutsche Schätzungen handelt. Nach Lücke war die Kapitalflucht nicht sehr groß (a.a.O., S. 277).

Tabelle 8

Außenhandel und Zinsbilanz⁵² (Mill. RM)

	Export	Import	Saldo der Zinsbilanz
1924	8 563	10 105	+ 159
1925	10 602	12 584	— 6
1926	11 893	10 568	— 173
1927	12 660	14 975	— 345
1928	14 262	14 901	— 563
1929	15 889	15 221	— 800
1930	14 016	11 920	— 1 000
1931	11 249	8 021	— 1 200

Durch den Anstieg des Preisniveaus in Expansionsjahren wurden Exporte relativ erschwert und Importe bevorzugt, ab 1929 wirkte der umgekehrte Mechanismus. Darüber hinaus versuchten die Unternehmer, bei sinkender Beschäftigung den Export zu steigern, um den Rückgang der Binnennachfrage zu kompensieren: 1926 und 1929 nahmen bei sinkendem Bruttosozialprodukt die Exporte zu⁵³. Da Export- und Importquote sich also gegenläufig änderten, weist die zusammengefaßte Quote des Außenbeitrages besonders starke Veränderungen auf.

Das Hauptproblem stellen die Kapitalimporte dar, oder, wie man ebenso gut sagen kann, die Auslandskredite, denn Beteiligungen spielten eine verhältnismäßig geringe Rolle⁵⁴. Die Entwicklung der Auslandsverschuldung wurde statistisch zunächst nur unzulänglich verfolgt, obwohl die Reichsbank sich seit Oktober 1924 um Unterlagen für eine Statistik der Auslandskredite bemühte⁵⁵. Erst seit 1927 wurden von den größeren Banken Zahlen über deren kurzfristige Auslandsverschuldung vorgelegt⁵⁶. Die langfristigen Anleihen waren be-

⁵² Die deutsche Zahlungsbilanz der Jahre 1924—1933, a.a.O. Export und Import von Waren und Diensten, aber ohne Zinsen.

⁵³ Vgl. oben, S. 565.

⁵⁴ *Untersuchungsausschuß für das Bankwesen* (Hrsg.): Untersuchung des Bankwesens. 2. Bd. Berlin 1933/34. S. 462 f. Diese Bestandsaufnahme hat die von *Schacht* schon früher geäußerte Ansicht, daß die direkten Beteiligungen gering waren, bestätigt. — Vgl. *Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft* (= *Enquête-Ausschuß*): Die Reichsbank. Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Geld-, Kredit- und Finanzwesen (V. Unterausschuß). Berlin 1929. S. 171.

⁵⁵ *Schacht*: Stabilisierung der Mark, a.a.O., S. 170.

⁵⁶ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 20. 6. 1928, BA. R 48 I/635.

kannt, außerdem konnte man indirekt aus der Außenhandelsstatistik, der Devisenbewegung und dem Reparationstransfer auf den Netto-Kapitalimport schließen; die Schätzungen waren allerdings im allgemeinen zu niedrig. Für Ende 1925 nahm *Schacht* eine Auslandsverschuldung von 3,1—3,4 Mrd. RM an, während nach der später erstellten Zahlungsbilanz die Kapitalimporte 1924/25 zusammen 4,9 Mrd. RM (einschließlich der Restposten, aber ohne den Rückfluß gehamsterter Noten) betrugen⁵⁷. Ende Oktober 1927 schätzte Wirtschaftsminister *Curtius* die Auslandsverschuldung auf 8,4 Mrd. RM; nach der Zahlungsbilanz-Statistik betrugen die Kapitalimporte bis dahin 9,3 Mrd. RM⁵⁸. Die Ende 1930 mit 25,3—25,8 Mrd. RM brutto bzw. 15,6 bis 16,1 Mrd. RM netto ermittelte Auslandsverschuldung stellte also in dieser Höhe eine Überraschung dar⁵⁹.

Das beträchtliche Zinsgefälle zum Ausland ist ein hinreichender Grund für die Kapitalbewegungen. Der Enquête-Ausschuß stellte seinerzeit fest: „Die starke Diskrepanz zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage in den Jahren nach der Stabilisierung bewirkte, daß die Zinsspanne zwischen deutschen und ausländischen Geldsätzen fast ausnahmslos hoch war, so daß diese Jahre durch einen starken Zustrom von Auslandsanleihen charakterisiert waren⁶⁰.“ Man kann ergänzend darauf hinweisen, daß der Nachfrage eine große Bereitschaft zur Kreditthergabe, insbesondere in den USA, entsprach⁶¹.

Die Auslandskredite galten allgemein als erwünscht und notwendig; dies läßt sich mit einer Vielzahl von Zitaten belegen⁶². Wichtig ist, daß auch die Reichsbank und speziell *Schacht* keineswegs grundsätzlich ge-

⁵⁷ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 5. 12. 1925, BA. R 43 I/634. — Die deutsche Zahlungsbilanz der Jahre 1924—1933, a.a.O.

⁵⁸ Sitzung des Haushaltsausschusses des Reichstages vom 27. 10. 1927, zitiert nach dem Bericht des Kommissars bei der Reichsbank vom 7. 12. 1927, BA. R 43 I/635.

⁵⁹ *Untersuchungsausschuß für das Bankwesen* (Hrsg.): Untersuchung des Bankwesens, a.a.O., S. 462 f. — Nach dem Layton-Bericht betrugen die gesamten Auslandsanlagen Deutschlands Ende 1930 9,7 Mrd. RM. (*Layton-Bericht*: Das Basler Gutachten über die deutsche Wirtschaftskrise. Bericht des auf Empfehlung der Londoner Konferenz von 1931 ernannten Sachverständigen-Ausschusses der B. I. Z. Frankfurt 1931.) — Vgl. auch *Lüke*: a.a.O., S. 231.

⁶⁰ *Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft*: Der Bankkredit. Verhandlungen und Berichte des Unterausschusses für Geld-, Kredit- und Finanzwesen (V. Unterausschuß). Berlin 1930. S. 80.

⁶¹ Vgl. Robert A. Gordon: *Business Fluctuations*. 2. Aufl. New York 1961 (Reprint Tokyo 1964). S. 420. — *Lüke*: a.a.O., S. 228.

⁶² Rede des Reichswirtschaftsministers im Haushaltsausschuß des Reichstages am 15. 4. 1925: „... daß wir für die nächste Zeit noch in erheblichem Umfange auf das Hereinströmen ausländischen Kapitals angewiesen bleiben“. Zitiert in der Sitzung des Zentrallausschusses der Reichsbank am 28. 7. 1925, BA. R 43 I/640. — Vgl. auch: Stellungnahme von v. Bissing in *Untersuchungsausschuß für das Bankwesen* (Hrsg.): Untersuchung des Bankwesens: a.a.O., Bd. 1, S. 73 ff. Verhandlungen des VI. Allg. Dt. Bankiertages, a.a.O., S. 157. — Verhandlungen des VII. Allg. Dt. Bankiertages, a.a.O., S. 165 und 187. — *Schmidt*: a.a.O., S. 75. — *Adolf Weber*: Vorwort zu: Aus-

gen Auslandskredite waren. Im Verwaltungsbericht der Reichsbank für 1924 heißt es: „Über die Bedeutung, welche der Zufluß ausländischen Kapitals in dieser Form für den Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft haben mußte, kann kein Zweifel bestehen⁶³.“ Gegenüber der Regierung äußerte *Schacht* 1925, daß Deutschland noch „mindestens für eine Reihe von Jahren“ auf Auslandskredite angewiesen sei; und: „Ebenso ist ganz zweifellos, daß die bisher hereingenommenen Auslandskredite zu einer Erhöhung der Produktion der deutschen Wirtschaft geführt haben. Die Umstellung in der Industrie, die Modernisierung namentlich in der westlichen Industrie, ist m. E. nur möglich gewesen durch die Inanspruchnahme dieser ausländischen Kredite⁶⁴.“ Bei aller grundsätzlichen Übereinstimmung gab es aber ernste Differenzen hinsichtlich des Ausmaßes und der Art der Verschuldung. Die Reichsbank äußerte schon frühzeitig Bedenken gegen die schnelle Zunahme der Kredite⁶⁵. Ihre Bedenken bezogen sich auf die Währungsstabilität, die Verwendung der Kredite und ihre reparationspolitische Bedeutung⁶⁶. Währungspolitische Bedenken erhob nicht allein die Reichsbank. Wirtschaftsminister *Neuhaus* warnte schon im April 1925, daß die hohen Auslandskredite die Währung gefährden können, ganz abgesehen davon, daß sie die Zahlungsbilanz unnötig mit Zinsverpflichtungen belasten⁶⁷. Im August 1925 fragte Innenminister *Schiele* bei einer Besprechung mit Vertretern der Reichsbank: „Wenn der Fall sich ergibt — und ich sehe mit großer Besorgnis die Dinge so kommen —, daß die Kreditierung vom Ausland sich erheblich einschränkt . . . : Wie ist für diese Entwicklung seitens der Reichsbank vorgesorgt?“ Daraufhin *Schacht*: Am wichtigsten seien Stabilität und deshalb eine Politik der Verständigung, „weil wir bei einem Zusammenbruch dieser Politik selbstverständlich ganz auf uns allein angewiesen sind. Wir könnten die in das Land geflossenen ausländischen Kredite überhaupt nicht zurückzahlen. Unsere Währung würde vollständig zusammenbrechen. Wir würden vielleicht wieder zu einem Hilfsmittel à la Rentenmarkwährung greifen müssen⁶⁸.“ *Schacht* hat

landsanleihen und Reparationen. Jena 1929. — Costantino *Bresciani-Turroni*: Inductive Verification of the Theory of International Payments. Cairo o. J. (Egyptian University, Publications of the Faculty of Law, No. 1).

⁶³ Verwaltungsbericht der Reichsbank für 1924, S. 7. — Vgl. auch *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 169.

⁶⁴ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 14. 8. 1925, BA. R 43 I/634.

⁶⁵ Verwaltungsberichte der Reichsbank für 1924, 1925. — *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 169.

⁶⁶ *Schacht*: Die Stabilisierung der Mark, a.a.O., S. 172.

⁶⁷ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 17. 4. 1925, BA. R 43 I/634.

⁶⁸ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 14. 8. 1925, BA. R 43 I/634.

seine Warnungen nicht nur in kleinem Kreis, sondern wiederholt auch in der Öffentlichkeit geäußert, was ihm bei einer späteren Gelegenheit Reichskanzler *Marx* ausdrücklich bestätigte: „Ich glaube, gerade was die Frage der Auslandsanleihen angeht, so dürfen wir es dem Herrn Reichsbankpräsidenten als ein besonderes Verdienst anrechnen, daß er schon sehr frühzeitig auf die große Gefahr aufmerksam gemacht hat, die aus einem Übermaß dieser Anleihen zweifellos hervorgeht⁶⁹.“ Daß die Warnungen angebracht waren, hat sich 1931 bestätigt; ob sie eine angemessene Politik darstellten, ist eine andere Frage.

Eine heftige Kontroverse ergab sich aus der Ansicht der Reichsbank, Auslandskredite sollten nur zu „produktiven“ Zwecken aufgenommen werden. Als Maß für die Produktivität sollte einmal die Zusammensetzung der Einfuhr aus Investitionsgütern („produktiv“) und Konsumgütern („unproduktiv“) gelten, nach einem anderen Ansatz die unmittelbare Zweckbestimmung der Kredite: Als produktiv in diesem Sinne galten Anleihen von Unternehmungen, die überwiegend für den Export arbeiteten, und — weniger einsichtig — landwirtschaftliche Anleihen; als unproduktiv in höchstem Maße galten die kommunalen Anleihen. *Schachts* Polemik gegen „zu große“ öffentliche, insbesondere kommunale Ausgaben, in der er sich mit dem Reparationsagenten einig wußte, ist bekannt und von verschiedenen Autoren übernommen worden⁷⁰. Nach *Schachts* Meinung war es der relativ leichte Zugang zu Auslandskrediten, der die Gemeinden und Länder zur Ausdehnung ihrer Tätigkeit ermutigte⁷¹. Die Position der Reichsbank hinsichtlich der „Produktivität“ der Auslandskredite wurde von manchem geteilt, war aber trotzdem, wie schon bald nachgewiesen wurde, nicht halt-

⁶⁹ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 13. 4. 1928, BA. R 43 1/635. — Vgl. auch *Lüke*: a.a.O., S. 235 ff. — *Hans Luther*: Vor dem Abgrund. 1930—1933. Reichsbankpräsident in Krisenzeiten. Mit einer Einführung von *Edgar Salin*. Berlin 1965. S. 64. — *Stucken*: a.a.O., S. 74 f.

⁷⁰ Vgl. z. B. C. R. S. *Harris* (Germany's Foreign Debt, London 1935. S. 4): Auslandskredite wurden nicht nur für produktive Zwecke gebraucht, sondern „also in no small measure to the financing of public amenities, many of them an extravagant nature“. — *Stucken* (a.a.O., S. 76) meint, man hätte rechtzeitig Schluß machen müssen „mit der Aufblähung der öffentlichen Leistungen und Ausgaben, mit der Erhöhung der Löhne und Sozialbeiträge, den großzügigen öffentlichen Bauten usw.“. — *Kroll* (a.a.O., S. 36) übernimmt *Schachts* Polemik ohne weiteres als zutreffend. — *Lüke* (a.a.O., S. 215) meint ebenfalls: „Die deutsche Verantwortung lag daher zur Hauptsache in der Verwendung dieser Auslandsgelder, die unbestritten zu viel für die Verbesserung des Lebensstandards und zu wenig für wirklich produktive Zwecke benutzt wurden.“ Die Äußerungen zeigen, wie sehr sich im ökonomischen Denken das Funktionieren des kapitalistischen Marktmodells gegenüber der Bedürfnisbefriedigung als Zweck verselbständigen kann; denn daß öffentliche Ausgaben und Lebensstandard hoch oder gar „zu hoch“ waren, dürfte zahlenmäßig schwer zu belegen sein.

⁷¹ Vgl. *Georg Bernhard*: Die Liquiditätsstörungen und die Krise des deutschen Bankwesens. Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, 67 (1932), S. 330.

bar⁷². Die eventuelle Rückzahlbarkeit der Kredite konnte nur durch die Exportfähigkeit der Wirtschaft insgesamt, nicht aber durch eine Punkt-für-Punkt-Bindung an bestimmte Zwecke oder bestimmte Importgüter gewährleistet werden. Nach einer neueren Studie über Kapitalbewegungen im 19. und 20. Jahrhundert haben sich im allgemeinen gerade die nicht unmittelbar auf den Export gerichteten Auslandsinvestitionen in der Infrastruktur als erfolgreich erwiesen: „... the kind of investment which has proved most successful for both borrowers and lenders is clearly the economic overhead investment in transportation, communication, or the public utility type of capital expenditure⁷³.“

Um ihre Politik gegenüber den Auslandskrediten durchzusetzen, benutzte die Reichsbank verschiedene Instrumente. 1. Zur Beschränkung der öffentlichen Anleihen wurde auf Betreiben der Reichsbank bereits im Dezember die „Beratungsstelle für Auslandskredite“ eingerichtet. Von 1925 bis 1928 wurden Anträge in Höhe von 3,7 Mrd. RM begutachtet, davon 2,5 Mrd. RM (67,3 %) genehmigt; im einzelnen wurden landwirtschaftliche Anleihen zu 97,5 %, staatliche Anleihen zu 92,0 %, Anleihen für industrielle Unternehmungen mit öffentlicher Garantie zu 87,9 % und kommunale Anleihen zu 45,6 % genehmigt⁷⁴. Die Beratungsstelle wollte eine gewisse Beschränkung der Auslandsanleihen und ihre Verwendung zu „produktiven“ Zwecken erreichen; die Zahlen täuschen aber: Tatsächlich wurde weder das eine noch das andere erreicht. Die Verdrängung der Kommunen von den ausländischen Kapitalmärkten hatte lediglich zur Folge, daß sie sich verstärkt an den Inlandsmarkt wandten, dort das Zinsniveau in die Höhe trieben und damit zusätzliche Kapitalimporte induzierten. Da diese Kapitalimporte dann zumindest teilweise kurzfristig waren, wirkte die Tätigkeit der Beratungsstelle sich sogar eher nachteilig aus: „Schacht hatte tatsächlich vermieden, daß die deutschen Gemeinden und die deutschen Unternehmen zu billigen Sätzen langfristige Kapitalanlagen bekamen. Er hatte dagegen aber geradezu bewirkt, daß den deutschen Banken formell kurzfristige Mittel zu viel höheren Zinsen in erheblichen Mengen zufließen⁷⁵.“

⁷² Vgl. insbesondere Hellmut Kasch: Reichsbank und deutsche Nachkriegsschuldung unter besonderer Berücksichtigung des öffentlichen Kredits. Diss. Göttingen 1931.

⁷³ Douglas North: International Capital Movements in Historical Perspective. In: Raymond F. Mikesell (Hrsg.): U.S. Private and Government Investment Abroad. Eugene (Oregon) 1962. S. 32.

⁷⁴ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 81 ff.

⁷⁵ Bernhard: Die Liquiditätsstörungen, a.a.O., S. 332. — *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 88 f.

2. Während die Tätigkeit der Beratungsstelle in erster Linie der Kontrolle der öffentlichen Finanzgebarung dienen sollte, wurden ab Ende 1926 Versuche unternommen, die gesamte Auslandsverschuldung zu drosseln. Als erstes wurde im August 1926 die starre Dollarnotiz, die die Reichsbank seit 1924 aufrechterhalten hatte, aufgegeben, was sich speziell gegen die kurzfristige Geldhereinnahme der Banken richtete. Die Reichsbank ließ die Wechselkurse in der Folge zeitweilig an die Goldpunkte gehen, um die Banken auf das Kursrisiko aufmerksam zu machen; eine nachhaltige Wirkung hat diese Maßnahme, soweit man sehen kann, nicht erzielt, offensichtlich war die Differenz zwischen den Goldpunkten (etwa 1 0/0) nicht groß genug⁷⁶. Ebenfalls im Dezember wurde auf Betreiben der Reichsbank die Befreiung der im Ausland emittierten deutschen Anleihen von der Kapitalertragsteuer aufgehoben⁷⁷. Der wichtigste Schritt war dann die Herabsetzung des Diskontsatzes von 6 auf 5 Prozent im Januar 1927. In der Erklärung des Reichsbankpräsidenten vor dem Zentralausschuß heißt es dazu: „Die Herabsetzung wird die Anziehungskraft des deutschen Marktes für Auslandsgelder kurzfristigen Charakters herabmindern; hiermit wird das deutsche Wirtschaftsleben noch mehr als bisher auf die Notwendigkeit heimischer Kapitalbildung und zweckmäßigster heimischer Kapitalnutzung verwiesen“⁷⁸.

Die Aufhebung der Steuerbefreiung sollte die langfristigen, die Diskontsenkung die kurzfristigen Kapitalimporte reduzieren, beide Maßnahmen gehörten also zusammen. Da die Zinsspanne gegenüber dem Ausland Ursache der Kapitalimporte war, hätte es von Anfang an nahegelegen, gegen zu hohe Kapitalimporte durch Zinssenkungen anzugehen. Wirtschaftsminister *Neuhaus* forderte die Reichsbank schon Anfang 1925 auf, die Kreditbedingungen zu erleichtern, „um dadurch den Zustrom ausländischer Kredite, soweit er über die auszugleichende Passivität hinausgeht, zu verringern“⁷⁹. Anfang 1926 drängte die Reichs-

⁷⁶ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 7. 3. 1927, BA. R 43 I/635. Bericht der Reichsbank an die Reichsregierung vom 7. 2. 1929, BA. R 43 I/636. Nach diesem Schritt hätte es nahegelegen, zur Beeinflussung der kurzfristigen Kapitalimporte gezielte Devisentermingeschäfte vorzunehmen; aber diese Möglichkeit wurde nicht wahrgenommen, die Reichsbank stellte das Devisentermingeschäft im Oktober 1924 ein, „nachdem es schon längere Zeit hindurch eine besondere Bedeutung nicht mehr gehabt hatte“ (Verwaltungsbericht der Reichsbank für 1924, S. 7), und hat es nicht wieder aufgenommen.

⁷⁷ Bericht des Kommissars bei der Reichsbank vom 7. 12. 1927, BA. R 43 I/635.

⁷⁸ Sitzung des Zentralausschusses der Reichsbank am 11. 1. 1927, zit. nach: *Schmitt*: a.a.O., S. 138. — *Schacht* stellte an anderer Stelle fest, daß die Devisensituation bei der Diskontsenkung keine Rolle gespielt habe, diese sei vielmehr aus Geldmarktrücksichten vorgenommen worden (vgl. *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 196 f.). Die zitierte Äußerung vor dem Zentralausschuß zeigt aber m. E., daß die Auswirkungen der Diskontsenkung auf den Kapitalimport deutlich gesehen wurden und zumindest als Nebeneffekt auch beabsichtigt waren.

⁷⁹ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 17. 4. 1925, BA. R 43 I/634.

regierung erneut auf eine Diskontsenkung: „Die ausländische Kreditzufuhr ist besser durch inländische Zinssenkung zu unterbinden als durch Überwachung des Kreditnehmers. Wenn das Ausland Geld in Deutschland investieren will, so soll es, falls es mit niedrigeren Zinsen sich nicht begnügt, Aktienpakete u. dgl. kaufen⁸⁰.“ Unter den Bedingungen des Gold-Devisen-Standards waren der Reichsbank natürlich Grenzen gesetzt: Bei sinkendem Zins würde sie stärker beansprucht, außerdem würde sich ein Teil der vorher im Ausland befriedigten Kreditnachfrage auf die Reichsbank richten, und gleichzeitig würde ihr Gold- und Devisenvorrat langsamer wachsen oder gar sinken; die Reichsbank hat daher aus (zu großer) Vorsicht lange gezögert, die Zinspolitik anzuwenden⁸¹.

Tabelle 9

Kapitalimport und Reichsbankbeanspruchung (Mill. RM)⁸²

im Quartal	Kapitalimport	davon: langfr.	davon: kurzfr.	Zunahme der Wechsel- u. Lombardkred.
1926/IV	790	401	389	387
1927/I	420	88	332	131
1927/II	1153	89	1064	597
1927/III	1357	670	687	258

Die Diskontsenkung war zunächst ein Erfolg, es wurden kurzfristige Auslandsgelder abgezogen, die Reichsbank gab bis Ende Februar 480 Mill. RM an Devisen ab⁸³. Ab März jedoch nahmen die kurzfristigen Kapitalimporte wieder stark zu. Dafür gab es mehrere Gründe: Das Zinsniveau stieg an, z. B. Tagesgeld von 5,48 % im Januar auf 7,00 % im März 1927⁸⁴; das Angebot verschob sich nach der Aufhebung der Steuerbefreiung von langfristigen zu kurzfristigen Krediten, und die Börse zog zunehmend kurzfristige Auslandsgelder an sich⁸⁵. Bei einem derartigen Ineinandergreifen ist es schwer, die Bedeutung der einzelnen Faktoren zu isolieren. Nach Ansicht der Reichsbank war die

⁸⁰ Notiz zur Reichsbank-Besprechung für den Reichskanzler, 12. 2. 1926, BA. R 43 I/635, und Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 15. 2. 1926, BA. R 43 I/645.

⁸¹ Bopp: a.a.O., S. 449 f.

⁸² Konjunkturstatistisches Handbuch 1933; a.a.O., S. 149. Wechsel- und Lombardkredite der Reichsbank, ohne Privatnotenbanken.

⁸³ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 7. 3. 1927, BA. R 43 I/635.

⁸⁴ Konjunkturstatistisches Handbuch 1933, a.a.O., S. 127.

⁸⁵ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 66 f.

Börsenspekulation der wichtigste Grund für das — von ihr nach der Diskontsenkung nicht erwartete — neue Anwachsen der kurzfristigen Kapitalimporte, sie sah ein Problem der Kreditverteilung, nicht aber der Kreditversorgung insgesamt⁸⁶. „Die Konsequenz dieser Auffassung war der bekannte Versuch vom 13. Mai 1927, die Kredite umzuschichten, der Börse zu nehmen, was nicht der Börse war, und dafür der ‚produktiven Wirtschaft‘ das Ihrige zu geben⁸⁷.“ Der Kern der Maßnahme bestand darin, daß die Reichsbank den Banken mitteilte, „daß in Zukunft bei der Bemessung der den Banken einzuräumenden Diskontkredite das Verhältnis ihrer Kassenbestände und Giro Guthaben zu ihren Gesamtverpflichtungen als Maßstab gelten würde“⁸⁸. Die Banken mußten, um ihre Liquidität zu verbessern, bestimmte Anlagen liquidieren, und zwar nach der unmißverständlichen Empfehlung des Reichsbankpräsidenten speziell die Börsenkredite. Kapital zu „produktiven Zwecken“ konnte dadurch allerdings nicht frei werden, da die Umverteilungstheorie der Reichsbank auf falschen Voraussetzungen beruhte; wenn die Börse ausländische Kredite an sich zog, so erhielten die bisherigen Effektenbesitzer dafür liquide Mittel, die Börse kann kein Kapital „binden“⁸⁹. In Wirklichkeit lag kein Problem der Kreditverteilung vor, sondern die Kreditnachfrage stieg, weil höhere Investitionen geplant wurden. Die Reichsbank wurde daher auch nach dem Börseneingriff vom Mai verstärkt in Anspruch genommen, so daß das sinkende Deckungsverhältnis im Juni 1927 eine Heraufsetzung des Diskontsatzes erzwang. Die Entwicklung wurde möglicherweise dadurch

⁸⁶ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 67 und 197 ff. — Vgl. auch *Schmitt*: a.a.O., S. 142 ff.

⁸⁷ *Schmitt*: a.a.O., S. 143. — Ausführlich dazu: Bernhard Benning: Der „Schwarze Freitag“. Eine Untersuchung des Börseneingriffes vom 13. Mai 1927. Jena 1929. — Ernst Dürr hat diese Maßnahme neuerdings als Versuch einer Restriktionspolitik interpretiert und schließt: „Der restriktive Eingriff der Reichsbank hatte also sein kreditpolitisches Ziel erreicht“ (Wirkungsanalyse der monetären Konjunkturpolitik. Frankfurt 1966. S. 132). Diese Interpretation, und deshalb auch der Schluß, die Politik sei erfolgreich gewesen, sind falsch: Die Reichsbank wollte ganz offensichtlich nicht einen restriktiven Effekt erzielen, sondern wollte die Kredite „umverteilen“. Dies geht ganz deutlich aus einem Interview *Schachts* hervor: „... die Reichsbank fühlte und fühlt sich durchaus in der Lage, den aus der regulären produktiven Wirtschaft, aus Landwirtschaft, Industrie und Handel an sie herantretenden Wechseldiskontwünschen in vollem Umfange auch mit einem fünfprozentigen Diskont gerecht zu werden. Es zeigte sich, daß der Geldanspruch in erster Linie nicht aus der produktiven Wirtschaft, sondern aus den Kreditansprüchen der Effektenkäufe herrührte. Eine Diskonterhöhung war infolgedessen im Interesse der Wirtschaft nicht nur nicht geboten, sondern sie würde eine ganz ungerechtfertigte Mehrbelastung der Wirtschaft gebracht haben.“ Berliner Lokalanzeiger, 14. 5. 1927, Morgenausgabe. Zitiert nach: *Schmitt*: a.a.O., S. 142.

⁸⁸ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 67.

⁸⁹ Dieser Punkt war in der zeitgenössischen Literatur durchaus umstritten, so daß die irtümliche Ansicht der Reichsbank schon erklärlich ist. Vgl. *Schmitt*: a.a.O., S. 152 ff.

beschleunigt, daß der Reparationsagent im Mai 1927 Transferierungen vornahm⁹⁰.

Damit sich nach der Diskonterhöhung das Verhältnis nicht noch stärker zugunsten der kurzfristigen Auslandskredite verschob, wurde die im Dezember aufgehobene Steuerbefreiung der Auslandsanleihen im Juni 1927 faktisch wieder eingeführt; Tabelle 9 läßt die darauf folgende Änderung in der Zusammensetzung des Kapitalimportes deutlich erkennen⁹¹.

Die Entwicklung im ersten Halbjahr 1927 ist gewiß kein Beweis dafür, daß die Diskontpolitik gegenüber den Auslandskrediten nicht anwendbar war⁹². Es zeigte sich lediglich, daß die Bedingungen des Gold-Devisen-Standards der Diskontpolitik Grenzen setzten, was ohne weiteres klar ist. Daß die Grenzen relativ schnell erreicht wurden, lag einmal daran, daß die Diskontsenkung in einen ausgeprägten Aufschwung hinein vorgenommen wurde⁹³, und daran, daß gleichzeitig die langfristigen Kapitalimporte stark reduziert wurden. Der Spielraum, den die Devisenreserven boten, hätte sehr viel früher genutzt werden müssen, und es wäre besser gewesen, gezielt gegen die kurzfristigen Kredite vorzugehen, statt gegen die langfristige Verschuldung, gegen die währungspolitisch kaum Bedenken bestanden⁹⁴.

Daß eine Auslandsverschuldung in der bekannten Höhe nicht zwangsläufig war, zeigt sich schon daran, daß nur der geringere Teil

⁹⁰ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 103.

⁹¹ Bericht des Kommissars bei der Reichsbank vom 7. 12. 1927, BA. R 43 I/635.

⁹² Eine gegenteilige Meinung vertritt *Stucken* (a.a.O., S. 75.).

⁹³ Vgl. dazu *Schmitt*: a.a.O., S. 134 ff.

⁹⁴ Auf den wichtigsten Unterschied zwischen langfristiger und kurzfristiger Verschuldung hat insbesondere Adolf Weber hingewiesen: „Man weiß — bei langfristigen Krediten wenigstens — genau wann Zinsen zu leisten sind und Rückzahlung erforderlich ist ... Schwieriger sieht es in der Hinsicht mit kurzfristigen Krediten aus, die allerdings plötzlich in größerem Maße zurückgefordert werden können.“ (Adolf Weber: *Hat Schacht recht? Die Abhängigkeit der deutschen Volkswirtschaft vom Ausland*. München 1928. S. 15 f. Hervorhebung vom Verf.) — Dagegen stellte *Schacht* neuerdings die überraschende These auf: „Nicht die kurzfristigen ausländischen Kredite waren das Bedenkliche an der Situation der zwanziger Jahre, sondern die Höhe der langfristigen Anleihen. Tilgung und Verzinsung der kurzfristigen Kredite waren in der Kalkulation des Außenhandelsgeschäftes berücksichtigt. Sie kamen in ausländischer Valuta zurück. Die langfristigen Anleihen, deren Erlös in inländischen Anlagen oder in Reparationszahlungen verschwand, hingen dagegen in der Luft.“ (Hjalmar Schacht: *Magie des Geldes. Schwund oder Bestand der Mark*. Düsseldorf/Wien 1966. S. 227.) Das ist schon deswegen wenig überzeugend, weil nur der kleinere Teil der kurzfristigen Auslandskredite der Außenhandelsfinanzierung diente. — Daß die Reichsbank einseitig gegen die langfristigen Kredite vorging (und damit die kurzfristige Verschuldung geradezu begünstigte), wurde in den zwanziger Jahren damit begründet, daß es gegenüber den kurzfristigen Krediten unter den Bedingungen des Gold-Devisen-Standards keine Einwirkungsmöglichkeiten gebe. Vgl. Schreiben der Reichsbank an den Reichskanzler vom 27. 6. 1927, BA. R 43 I/641.

der Kapitalimporte einen Importüberschuß, der größere Teil den Reparationstransfer finanzierte⁹⁵.

Der wichtigste Punkt des Dawes-Planes bestand in der Trennung von Aufbringung und Transfer der Reparationen. Das Reich hatte seine Verpflichtungen mit der Überweisung an den Reparationsagenten erfüllt, und dieser hatte den Transfer, soweit er ohne Gefährdung der Währung möglich war, zu besorgen⁹⁶. Die interne Aufbringung sollte den Deflationsdruck hervorbringen, der als Ausgangspunkt für den „realen“ Transfer notwendig war.

Die Aufbringung aus der Industriebelastung und aus den Reichsbahneinnahmen wirkte tatsächlich deflationär, nicht dagegen die Aufbringung aus dem Reichshaushalt, da dieser entgegen den Erwartungen des Dawes-Planes insgesamt und in den einzelnen Rechnungsjahren defizitär war⁹⁷. Allerdings bedeutete das Defizit, daß das Reich sich konkurrierend zu anderen Interessenten an den durchweg knappen Kapitalmarkt bzw. an die Reichsbank wenden mußte, mittelbar könnte dadurch doch eine deflationäre Wirkung ausgeübt worden sein⁹⁸.

Da anfangs mit einer Transfermöglichkeit nicht gerechnet wurde, ergab sich die Frage, ob die deflationäre Wirkung schon durch die Aufbringung oder erst durch den Transfer erzielt würde. Wenn keine Transfermöglichkeit gegeben war, sollte die Aufbringung bis zu 2 Mrd. RM kurzfristig, bei weiterer Ansammlung langfristig bis zu einem Maximum von insgesamt 5 Mrd. RM angelegt werden; danach wäre die Aufbringung auf den laufend transferierbaren Betrag zu verringern⁹⁹. Nach vorherrschender Auffassung wurde aber durch die interne Reparationsaufbringung, die ja nichts anderes darstellt als eine besondere Form öffentlicher Ersparnis, die legitime Voraussetzung für eine nicht-inflationäre Kreditschöpfung geschaffen. Bei *v. Eyern* z. B. heißt es, „daß die unter Umständen sehr hohen Beträge des Reparationskontos ‚vorläufig unwirksame‘ Kaufkraft darstellen; diese Gelder könnten aber wenigstens solange, wie der Agent stillhält, der Wirtschaft zur Verfügung gestellt werden, ohne daß eine Inflation zu befürchten wäre“¹⁰⁰.

⁹⁵ Vgl. oben, Tabelle 6, S. 572.

⁹⁶ Ausführlich dazu: *Lüke*: a.a.O., S. 55 ff.

⁹⁷ *Lüke*: a.a.O., S. 80 ff.

⁹⁸ Insofern wäre das Urteil von *Lüke* (a.a.O., S. 121) einzuschränken, daß „... während der ganzen Laufzeit des Dawes-Plans eine Kaufkraftkontraktion in Deutschland auf Grund der Auslandsgelder und der Haushaltsdefizite nicht stattgefunden hat“.

⁹⁹ *Lüke*: a.a.O., S. 61.

¹⁰⁰ *Gert von Eyern*: Die Reichsbank. Jena 1928. S. 117 f.

Diese Politik würde freilich dazu führen, daß der beabsichtigte deflationäre Effekt wenn nicht genau im Betrag, doch tendenziell durch eine Erleichterung des Geld- und Kapitalmarktes kompensiert würde¹⁰¹. Genau in dieser Weise hat auch *Schacht* anfangs die Reparationsaufbringung als „eine Art Zwangssparkasse der deutschen Wirtschaft“¹⁰² angesehen. Er befand sich damit — erstaunlicherweise — auch nicht etwa im Widerspruch zum Dawes-Plan, denn auch nach diesem sollten die bei der Reichsbank angelegten Beträge „einen Teil der kurzfristigen Geldoperationen der Reichsbank bilden“¹⁰³, d. h. es war nicht vorgeschrieben, sie irgendwie zu „neutralisieren“.

Unverkennbar hing der Effekt aber letztlich vom Verhalten der Reichsbank ab. Sie hätte einerseits, wenn sie den Transfer erleichtern wollte, die Reparationsguthaben neutralisieren können. Andererseits stellten die Reparationsguthaben in Anbetracht der Unterbeschäftigung aber auch gar keine notwendige Voraussetzung für eine nicht-inflationäre Kreditschöpfung dar. Da die Reichsbank eine Neutralisierung der Guthaben nicht erwogen hat und da nach ihrer damaligen Anschauung geplante Ersparnisse in jedem Falle die Voraussetzung für eine „gesunde“ Kreditexpansion waren, war der Zusammenhang aber de facto wirksam, d. h. die Anlage der Reparationsaufbringung im Inland wirkte expansiv und hätte bei anhaltender Akkumulation den deflationären Effekt der Aufbringung mehr oder weniger kompensiert¹⁰⁴; in welchem Umfang, dürfte in erster Linie von der Reaktion der Investitionen auf Zins- und Liquiditätsänderungen abhängen.

Die Frage wurde allerdings von der Entwicklung überholt, bevor sie geklärt war, da es durch den steten Transfer gar nicht zu einer dauerhaften Anlage der Reparationsguthaben kam. Das war zunächst überraschend. Die Dawes-Experten waren hinsichtlich der Transfermöglichkeiten, wie die Bestimmungen über die Grenzen der internen Aufbringung zeigen, keineswegs überoptimistisch. Nach *Schacht* war noch im August 1925 von Transferierung „zunächst und auf lange Sicht hinaus ... gar keine Rede“¹⁰⁵. Er meinte bei dieser Gelegenheit, daß

¹⁰¹ Vgl. dazu v. Eynern: a.a.O., S. 130 f.: „Aber die Möglichkeit der sogenannten ‚bankmäßigen Verwendung des Reparationsguthabens‘ durch die Reichsbank und die Befugnis des Agenten, die auf seinem Konto bei der Reichsbank stehenden Beträge — in einem gewissen Umfang — auszuleihen, können dazu führen, daß die der deutschen Wirtschaft im Steuerwege entzogene Kaufkraftmenge ihr auf dem Kreditwege wieder zugeleitet wird; dann bedeutet erst die Zurückziehung dieser Kredite den eigentlichen ‚Kapitalentzug‘“. — Auch Rudolf Dalberg: *Deutsche Währungs- und Kreditpolitik 1923—1926*. Berlin 1926. S. 93.

¹⁰² Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 14. 8. 1925, BA. R 43 I/634.

¹⁰³ Zit. nach Lücke: a.a.O., S. 61.

¹⁰⁴ Vgl. Lücke: a.a.O., S. 61, Anm. 10.

¹⁰⁵ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 14. 8. 1925, BA. R 43 I/634.

Parker *Gilbert* seiner Ansicht zustimme, befürchtete aber, daß bei anhaltendem Zustrom von Auslandskrediten der Reparationsagent seine Meinung ändern und die „Leihdevisen“ zum Transfer benutzen könnte. Das traf, wie die Zahlungsbilanz zeigt, schließlich in großem Umfange zu¹⁰⁶. Während Reichsregierung und Reichsbank die Meinung vertraten, daß nur ein „echter“ Transfer aufgrund von Exportüberschüssen geleistet werden dürfe, orientierte sich der Reparationsagent einzig an der Stabilität des Wechselkurses der Reichsmark. Unter diesem Aspekt war es zumindest kurzfristig gleichgültig, ob die für den Transfer erforderlichen Devisen aus Exportüberschüssen oder Auslandskrediten stammten. *Schacht* selbst stellte vor dem Enquête-Ausschuß fest, daß er gegen den Transfer unter solchen Bedingungen kaum währungspolitische Einwände erheben könne: „Es sammeln sich zurzeit (1926) bei der Reichsbank die durch die Auslandskredite hereinkommenden Devisenbestände in einem Umfange an, der für die Deckung unseres Notenumlaufs viel zu groß ist. Wir brauchen diese Deckung nicht. Infolgedessen würde ich gegebenenfalls eine Frage des Reparationsagenten: ‚Können Sie für Transfer jetzt Devisen abgeben‘ nur mit einem Ja beantworten können. Es wäre gar keine Möglichkeit für mich gegeben, ihm zu sagen: Das verträgt die deutsche Währung nicht. Die deutsche Währung bleibt aufrechterhalten, auch wenn von den Devisen der Reichsbank heute ein großer Teil abgezogen wird¹⁰⁷.“

Gegenüber der Regierung erklärte *Schacht* den Mechanismus wie folgt: Der Reparationsagent transferiere; daraufhin sinken die Gold- und Devisenreserven der Reichsbank; der Notenumlauf müsse reduziert werden; das sei aber nur durch eine Diskonterhöhung möglich; daraufhin kommen kurzfristige Auslandsgelder herein; der Diskontsatz werde gesenkt, der Reparationsagent transferiere, und der Kreislauf beginne von neuem¹⁰⁸.

Man wird bemerken, daß dieser quasi-automatische Mechanismus auf wesentlichen Prämissen hinsichtlich der Reichsbankpolitik beruht. Da die Gold- und Devisenbestände nach *Schachts* Angaben gegenüber dem Enquête-Ausschuß, die im übrigen durch die Statistik bestätigt werden, für die Notendeckung im Zeitpunkt des Transfers „zu groß“ waren, wurde die Kontraktion des Notenumlaufs ebenso wie die Diskonterhöhung nicht durch die Deckungsvorschrift erzwungen, sondern durch das Bestreben der Reichsbank, eine bestimmte „Überschußreserve“ zu

¹⁰⁶ Vgl. dazu *Lüke*: a.a.O., S. 113 ff. und besonders S. 127: „Man hat die wichtigste Bestimmung des Dawesplanes, die sich auch auf Auslandsanleihen bezieht ..., einfach nicht angewandt und totgeschwiegen“.

¹⁰⁷ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 168.

¹⁰⁸ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 7. 3. 1927, BA. R 43 I/635.

halten. Die offizielle Deckung, die im übrigen nur einen Teil des tatsächlich vorhandenen Gold- und Devisenbestandes enthielt, lag durchweg über dem Mindestsatz.

Tabelle 10

Gold- und Devisendeckung in Prozent der umlaufenden
Noten und des gesamten Geldumlaufes¹⁰⁹

	Reichs- banknoten	Geldumlauf
1925	60,77	32,99
1926	66,77	40,98
1927	57,39	39,24
1928	56,89	42,79
1929	57,18	43,72
1930	64,34	49,20

Ohne auf die Motive der Reichsbank jetzt näher einzugehen, kann man festhalten, daß durch den Reparationstransfer ein Teil der Kapitalimporte alsbald „neutralisiert“ wurde. Da diese Kompensierung nicht exakt gleichzeitig erfolgte, gab es einen schnellen Wechsel von Devisenzufluß und Devisenabfluß, der für die Währungspolitik ein Moment der Unsicherheit darstellte.

Die Interpretation des Transfers war natürlich verschieden. Aus deutscher Sicht waren die Reparationen in ihrer Berechtigung mehr oder minder zweifelhafte einseitige Übertragungen. Durch die „Privatisierung“ wurde die stets als revisionsbedürftig empfundene Reparationsschuld in schwer angreifbare privatrechtliche Kreditbeziehungen eingetauscht. Währungspolitisch hatte die „Privatisierung“ der Reparationen den Effekt, daß die Schutzklausel des Dawes-Planes unterwandert wurde, was sich 1931 als recht nachteilig erweisen sollte. Für die Politik der Reichsbank gegenüber den Auslandskrediten waren sowohl die währungspolitischen als auch die reparationspolitischen Gesichtspunkte maßgebend¹¹⁰.

¹⁰⁹ Quelle: Statistische Jahrbücher für das Deutsche Reich 1930, S. 348 und 1932, S. 326. — Die ausgewiesene Deckung ist durchweg zu niedrig, da ein Teil der deckungsfähigen Devisen entgegen den formalen Vorschriften unter „Wechsel und Schecks“ und „sonstige Aktiva“ verbucht wurde. (Vgl. Bopp: a.a.O., S. 460, und v. Eyern: a.a.O., S. VI f.) — Zum gesamten Geldumlauf gehörten neben den Reichsbanknoten auch die Noten der Rentenbank und Münzen. Die Reichsbank bezog die umlaufenden Rentenbanknoten in voller Höhe in die Deckungsberechnung ein und hielt außerdem eine gewisse Reserve gegen Scheidemünzen und Giralgeld. (Vgl. *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 156 f.)

¹¹⁰ Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 13. 4. 1928, BA. R 43 I/635. — Vgl. auch Schacht: Die Stabilisierung der Mark, a.a.O., S. 179 ff.

Aus alliierter Sicht war Deutschland echte Verbindlichkeiten eingegangen, es bestand eine Reparationsforderung, in der Höhe allerdings noch nicht festgelegt. Der Reparationstransfer stellte also einen Austausch von Forderungen dar und nicht neue einseitige Übertragungen. Daß die „Privatisierung“ der Reparationen die privaten ausländischen Gläubiger zugunsten der politischen Gläubiger benachteiligte, wurde zumindest in Deutschland klar gesehen; um noch einmal *Schacht* zu zitieren: „Wir täuschen derzeit eine Transferfähigkeit vor, die mit absoluter Sicherheit nach geraumer Zeit nicht mehr vorhanden sein wird. Da wir dann auch noch unsere Auslandskredite zu verzinsen und zu tilgen haben werden, so haben wir den Zustand, daß wir heute einem politisch Zahlungsberechtigten einen Vorteil verschaffen zum Nachteile eines später wirtschaftlich Zahlungsberechtigten¹¹¹.“ Objektiv bestand also schon in den zwanziger Jahren eine gewisse Interessenkongruenz hinsichtlich der Reparationsübertragungen zwischen der Reichsregierung und den privaten ausländischen Gläubigern, sie sollte aber erst Anfang der dreißiger Jahre politisch wirksam werden, als die Transferkrise offenbar wurde. Bis dahin wurde der Umfang der deutschen Auslandsverschuldung im Ausland wesentlich unterschätzt¹¹².

Den „realen“ Transfer des Kapitalimportes nach Deutschland stellte der Importüberschuß dar. Ob man nun nach der älteren Theorie den Preismechanismus¹¹³ oder nach der neueren Theorie den Einkommensmechanismus als entscheidend ansieht, Anlaß ist in jedem Falle die vom Kapitalimport ausgehende monetäre Expansion. Der Mechanismus gilt aber ‚*ceteris paribus*‘, d. h. im Vergleich zu einer Situation, in der keine Expansion stattfindet. Eine inländische Kreditexpansion würde auf die Zahlungsbilanz in gleicher Weise wirken, mit einem Unterschied: Bei der Expansion auf der Basis von Kapitalimporten war der Importüberschuß bereits „vorfinanziert“, während sich bei ausschließlich inländischer Kreditschöpfung alsbald Zahlungsbilanzprobleme ergeben hätten. Aber dieser Vorteil war doch nur ein scheinbarer: Das Liquiditätsproblem war, wie sich 1931 zeigte, nur aufgeschoben und nicht aufgehoben, und der Aufschub war recht kostspielig, weil er wachsende Zinsbelastung mit sich brachte und einen Abfluß

¹¹¹ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 168.

¹¹² Nach Auskunft *Schachts* schätzte Anfang 1929 ein renommierter Londoner Bankier den Anteil der Auslandsgelder an den Kreditoren der Banken auf 5 Prozent, während er in Wirklichkeit zu dieser Zeit bis zu 50 Prozent betrug. (Vgl. Bericht der Reichsbank an die Reichsregierung vom 7. 2. 1929, BA. R 43 I/636.)

¹¹³ Costantino *Bresciani-Turroni* hat dazu eine interessante empirische Untersuchung angestellt, um nachzuweisen, daß den Kapitalimporten nach Deutschland ein realer Transfer folgte. (Inductive Verification of the Theory of International Payments. Cairo o. J. [Egyptian University, Publications of the Faculty of Law, No. 1].)

von Devisen zum Zwecke des Reparationstransfers ermöglichte, um diese Beträge also die Liquiditätslage verschlechterte¹¹⁴.

Real tragen Kapitalimporte nur in Höhe des Importüberschusses zur Kapitalbildung bei, d. h. soweit, als sie wirklich transferiert werden. Daß Kapitalimporte über den Importüberschuß hinaus nicht recht nütze sind, meinte *Neuhaus* als Reichswirtschaftsminister schon im Frühjahr 1925, zu Beginn der Entwicklung. Das war damals aber nur eine Meinung unter anderen, und *Adolf Weber* zum Beispiel als anerkannte Autorität hielt Auslandskredite auch dann für volkswirtschaftlich nützlich und notwendig, wenn sie sich in Form von Gold und Devisen bei der Reichsbank ansammelten¹¹⁵. Nur vor diesem Hintergrund ist das offenkundige Paradox zu verstehen, daß einerseits Auslandskredite allgemein als notwendig für den Wiederaufbau galten, während man sich andererseits nach Kräften bemühte, einen Ausgleich der Leistungsbilanz herbeizuführen. Für Deutschland gilt das Gleiche, was *Bandera* in einer Studie über den Kapitalimport nach den osteuropäischen Ländern in den zwanziger Jahren schreibt: „We observed a paradox: International trade and borrowing appeared initially attractive to the newly-formed countries, only to be curbed by them under the strain of external imbalance“. *Banderas* Urteil über die Bedeutung der Kapitalimporte kann man auch für Deutschland voll zustimmen: „Otherwise, the positive contributions of foreign capital to economic development are less obvious or even doubtful. The very policies safeguarding the stability of prices and exchange rates under the gold standard hindered a fuller utilization of resources and, hence, a faster rate of capital formation; that is, the curbing of the internal aggregate demand so as to assure external balance tended to lower the rate of investment¹¹⁶.“

¹¹⁴ Vgl. dazu *Willi Prion*: Auslandskredite und Inflation. Bankarchiv, Jg. 1925, Nr. 5. Abgedruckt in: *Willi Prion*: Kreditpolitik. Aufsätze und Reden. Berlin 1926. S. 188 f.: „Das Verhalten der Reichsbank ist widerspruchsvoll; auf der einen Seite betreibt sie rücksichtslose Kreditrestriktion und auf der anderen Seite läßt sie Auslandskredite unbehindert in die deutsche Volkswirtschaft ein. Und ein Schritt weiter ist es nur, zu sagen: Warum gibt die Reichsbank nicht unmittelbar selbst diese Kredite, lies: zusätzliche Kaufkraft?“ Obwohl die expansive Wirkung die gleiche ist und die Auslandskredite langfristig gewisse Nachteile haben, meint *Prion* dennoch, es sei richtig, „die Auslandskredite der Kreditschöpfung durch die Notenbank vorzuziehen“, weil sie „eine vollwertige Deckung“ darstellen (a.a.O., S. 189); ebenso argumentierte die Reichsbank, es sei besser, 1 Milliarde gegen Devisen, als gegen Inlandswechsel umlaufen zu lassen, und verteidigte damit, daß sie Auslandskredite hereinließ und eine „kompensatorisch“ restriktive Politik betrieb. (Vgl. Besprechung zwischen Reichsregierung und Reichsbank am 17. 4. 1925, BA. R 43 I/634. — Vgl. dazu auch *Lüke*: a.a.O., S. 239 [Zitat von *Schacht*] und *Kroll*: a.a.O., S. 40 ff.)

¹¹⁵ Vgl. *Kroll*: a.a.O., S. 40 f.

¹¹⁶ V. N. *Bandera*: Foreign Capital as an Instrument of National Economic Policy. 2. Aufl. Den Haag 1968. S. 133 und 130.

IV.

Oberstes Ziel der Reichsbankpolitik war durchweg die Stabilität der Währung, die an der Goldparität gemessen wurde¹¹⁷. Dieses Ziel wurde kurzfristig erreicht; dafür wurden anhaltende Arbeitslosigkeit und eine beträchtliche Auslandsverschuldung hingenommen. Da die zum großen Teil kurzfristige Verschuldung stets eine latente Gefährdung der Währung darstellte, wurde die Stabilität der Währung auf lange Sicht nicht erreicht; es war den Verantwortlichen in Reichsbank und Reichsregierung schon Anfang 1925 klar, daß die Währungsordnung irgendeine Belastung nicht würde aushalten können¹¹⁸. Entgegen der Meinung, die Reichsbank habe gegen die Auslandskredite nichts unternehmen können¹¹⁹, wurde gezeigt, daß sowohl das Ausmaß wie auch die ungünstige Fristigkeit der Auslandsverschuldung durch die Politik der Reichsbank wesentlich bedingt wurden; eine andere Politik wäre zumindest in Grenzen möglich gewesen. Insofern ist *Luthers* Urteil noch recht vorsichtig, wenn er meint, daß *Schacht* „lediglich auf Wegen, die genauso jedem anderen zur Verfügung standen, nämlich durch Schreiben und Reden“ gegen die Auslandsverschuldung vorgegangen sei, im Grunde aber nichts unternommen habe¹²⁰.

Luther schließt daraus, ebenso wie früher schon *Hans Schäffer*¹²¹, daß *Schacht* die Auslandskredite trotz öffentlicher Mißbilligung im Grunde nicht ungern gesehen hat, und zwar aus politischen Motiven heraus: Erstens, um sich für die unausweichlichen Reparationsverhandlungen eine Gold- und Devisenreserve zu schaffen, und zweitens, um sich der Unterstützung der privaten ausländischen Gläubiger für eine Streichung der Reparationen zu versichern. Solche Ziele sind aber nicht zu erkennen und wären auch immanent unlogisch. *Schacht* versuchte zwar, vor den Young-Verhandlungen eine Goldreserve zu sammeln¹²², aber nur, um einer Situation begegnen zu können, die erst durch die Auslandsverschuldung möglich wurde: daß nämlich aus politischen Motiven kurzfristige Kredite gezielt abberufen würden. Aus reparationspolitischen Gründen war *Schacht* gegen und nicht für Auslandskredite; er sah es als einen beträchtlichen Nachteil an, daß sie de

¹¹⁷ *Schacht* betonte von Anfang an, „daß die Aufrechterhaltung der Währung ... allen übrigen Anforderungen voranzugehen hat“. (Sitzung des Zentralausschusses der Reichsbank am 28. 7. 1925, BA. R 43 I/640.) — Vgl. auch *Bopp*: a.a.O., S. 260 f.

¹¹⁸ Vgl. oben, S. 576.

¹¹⁹ Vgl. *Bopp*: a.a.O., S. 449 f. — *Lüke*: a.a.O., S. 214 f. — *Stucken*: a.a.O., S. 75 f.

¹²⁰ *Luther*: Vor dem Abgrund, a.a.O., S. 64.

¹²¹ *Hans Schäffer*: Erinnerungen an Carl Melchior. Manuskript. In: BA., Nachlaß *Dietrich*, Nr. 303.

¹²² Bericht der Reichsbank an die Reichsregierung vom 7. 2. 1929, BA. R 43 I/636.

facto den Transfer der Reparationen ermöglichten. Gegen die Aufbringung im Inland hatte *Schacht*, solange er sie als „Zwangssparkasse“ ansehen konnte, sehr viel weniger Bedenken.

Eine Lockerung der Restriktionen bis zur Mindestdeckungsgrenze hätte den Kapitalimport etwas vermindern können und hätte eine etwas stärkere wirtschaftliche Expansion zugelassen. Der Transfer von Reparationen wäre dadurch erheblich vermindert worden, was dem Reparationsagenten sicher nicht recht gewesen wäre; aber weder stand eine solche Politik im Widerspruch zum Dawes-Plan, noch hatte der Reparationsagent die Möglichkeit direkter Einflußnahme auf die Reichsbankpolitik¹²³. Den Intentionen der Reichsbank hätten die Ergebnisse einer weniger restriktiven Politik kaum widersprochen; daß sie sie nicht eingeschlagen hat, dürfte zum Teil aus ihrer falschen Einschätzung der Situation, insbesondere in den ersten Jahren nach der Stabilisierung, zu erklären sein, zum Teil aus einer nach den Erfahrungen der Inflation allgemein extrem vorsichtigen Haltung.

Wenn der Spielraum der Reichsbankpolitik hier anders eingeschätzt wird als in der Literatur üblich, sollen damit die Grenzen doch nicht fortdiskutiert werden. Die erste Grenze stellte der Wechselkurs dar. Seine Aufrechterhaltung beruhte nicht auf dem Gütertausch, sondern auf einem ständigen Mehrangebot von Devisen aus Kapitalimporten. Der Zwang zur Deflation, der von diesem Sachverhalt ausging, trat nicht so offen zutage wie in England, war aber latent immer vorhanden. Das Anschließen an die Vorkriegsparität, das sich in einem zu hohen Wechselkurs gegenüber den USA niederschlug, hat die deutsche ebenso wie die englische Währungspolitik von Anfang an strukturell belastet¹²⁴. Die Stabilisierung der Mark auf der Vorkriegsparität war zunächst ein Zufall, wenn dahinter wohl auch der Wunsch stand, zu „normalen“ Verhältnissen, d. h. Vorkriegsverhältnissen, zurückzukehren¹²⁵. Nachdem sie aber im Dawes-Plan international verankert war, konnten deutsche Stellen allein sie schwerlich ändern.

Die zweite wesentliche Grenze war die Einführung der Goldwährung (Gold-Devisen-Standard) mit dem Zwang zur Notendeckung und der daraus resultierenden engen Verbindung von Währungs- und Konjunkturpolitik. In Deutschland hatten wie in England bekannte Ökonomen vor der Rückkehr zum Gold gewarnt¹²⁶, die Rentenmark stellte trotz mancherlei Polemik eine funktionierende Währung dar. Aber bei der Einführung der Reichsmark trafen sich ausländische Interessen mit

¹²³ Vgl. *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 164.

¹²⁴ Vgl. *Bopp*: a.a.O., S. 481.

¹²⁵ Vgl. *Netzband, Widmaier*: a.a.O., S. 36 ff.

¹²⁶ Vgl. *Netzband, Widmaier*: a.a.O., S. 65 ff.

der in weiten Kreisen der Wirtschaft, aber auch der Wirtschaftswissenschaft verwurzelten Vorliebe für die Goldwährung, die vom Reichsbankpräsidenten energisch vertreten wurde. Dem internationalen Gremium lag an einer langfristigen Sicherung der Reparationen, außerdem heißt es, daß die Amerikaner aufgrund ihrer beträchtlichen Goldvorräte an einer Remonetisierung des Goldes interessiert waren¹²⁷. *Schachts* persönliche Meinung scheint nicht auf besonderen ökonomischen Argumenten beruht zu haben, sondern hatte den Charakter eines Dogmas. Er hat die Rentenmark stets als „Hilfsmittel“ angesehen und war fest überzeugt, daß eine manipulierte Währung vielleicht „in einem geschlossenen Wirtschaftsstaat“, aber nicht im internationalen Verkehr funktionieren könne¹²⁸. Er halte die Gold- und Devisenwährung für die einzig mögliche, äußerte *Schacht* gegenüber dem Enquête-Ausschuß, er sei aber bereit, „jede andere Theorie unbesehen anzunehmen, die von Amerika und England angenommen wird“¹²⁹.

Die wirtschaftliche Entwicklung 1924—1931 läßt sich zum großen Teil aus der Währungsordnung und der Reichsbankpolitik erklären. Dagegen ist die in der Literatur häufig vertretene Ansicht, Banken, Unternehmungen und Gemeinden seien schuld an der verhängnisvollen Auslandsverschuldung und hätten sich mehr Beschränkung auferlegen sollen¹³⁰, nicht haltbar. Für die Kreditnehmer war die restriktive Politik der Reichsbank vorgegeben. Verzicht auf Auslandskredite hätte bedeutet, daß die Unternehmungen weniger investieren, die Gemeinden weniger ausgeben, die Banken weniger Kredit gewähren konnten; das Sozialprodukt wäre geringer, die Arbeitslosigkeit höher gewesen. Für die Banken war eine solche Politik im großen und ganzen wohl kaum möglich, da Regierung und öffentliche Meinung zur Aufnahme von Auslandsgeldern drängten¹³¹. Für die öffentliche Hand

¹²⁷ *Netzband, Widmaier*: a.a.O., S. 60.

¹²⁸ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 155. — Ebenso *Schacht*: Die Stabilisierung der Mark, a.a.O., S. 94. — Vgl. auch *Netzband, Widmaier*: a.a.O., S. 50 ff.

¹²⁹ *Enquête-Ausschuß*: Die Reichsbank, a.a.O., S. 155. — Auf *Schachts* Abneigung gegen währungstheoretische Überlegungen weisen *Netzband* und *Widmaier* hin (a.a.O., S. 53). — Vgl. dazu *Schacht*: Stabilisierung der Mark, a.a.O., S. 160, oder *Schacht*: Mehr Geld, mehr Kapital, mehr Arbeit. Schloß Bleckede/Elbe 1949. S. 16: „Über Geld und Währung sind zahlreiche wissenschaftliche Bücher geschrieben worden. Ich habe ihrer nur sehr wenige gelesen.“

¹³⁰ Diese Meinung hat neuerdings *Born* sehr entschieden vertreten (Die deutsche Bankenkrise 1931, a.a.O.). — Vgl. dazu den Besprechungsaufsatz: Rudolf Stucken: Die deutsche Bankenkrise von 1931. Kredit und Kapital, Jg. 1 (1968). — Auch Gerd *Hardach*: Rezension in Schmollers Jahrbuch, Jg. 88 (1968), S. 612 ff.

¹³¹ „Die öffentliche Meinung und die Regierungspolitik erwarteten, ja verlangten in den hier besonders interessierenden Jahren seit 1924 die Hereinnahme hoher Auslandskredite. Die damalige Regierung ließ sogar durchblicken, daß die ausländischen Banken möglicherweise Niederlassungen in Deutschland eröffnen würden, falls die deutschen Banken nicht die erforderlichen Auslandskredite beschaffen

und die Unternehmungen wäre eine solche Politik mit Anstrengungen vielleicht möglich gewesen, obwohl z. B. die finanzielle Situation der Gemeinden strukturell ungünstig war. Aber es ist schwer einsichtig, welche wirtschaftlichen und sozialen Vorteile eine weitere Einschränkung der Ausgaben in Anbetracht der bereits bestehenden hohen Arbeitslosigkeit haben sollte. Welchen Nutzen sollte schließlich auch die Errichtung des internationalen Gold-Devisen-Standards haben, wenn neben dem Güteraustausch auch noch die internationalen Kapitalbewegungen mehr oder weniger behindert und kontingentiert worden wären.

Summary

The Policy of the German Reichsbank and Economic Development 1924 - 1931

Part I describes the purpose of this paper as a re-interpretation of economic development in Germany under the gold-exchange-standard. The central hypothesis is that monetary policy was not the only, but a major determining factor for both slow economic development and foreign indebtedness. This is in contrast to the traditional view which stresses the importance of "external" factors (war, inflation, reparations), and attributes only a passive role to monetary policy.

Part II analyzes growth and employment. It is argued that tight monetary policy curbed investment and internal demand. Thus, it was an impediment to the full use of resources (labour and capital) and economic growth.

Part III deals with the problem of external balance. The components of the balance of payments (trade, capital imports, reparation payments) are discussed. The results are similar to the paradox which Bandera observed for Eastern European countries: Capital imports seemed initially attractive as a positive contribution to economic reconstruction, and were subsequently fought under the strain of external imbalance. In Germany, the problem was aggravated by reparation payments which used up the bulk of capital imports.

Part IV sums up the argument and discusses policy alternatives. A less restrictive monetary policy might have resulted in higher growth and employment, and lower foreign indebtedness, and such a policy would have been viable. This has some consequences for the understanding of the banking crisis of 1931: Emphasis should be not on unwise spending and lending in the 1920's, but rather on shortcomings of policy.

konnten." H. A. Simon: Das Problem der deutschen Auslandsverschuldung, Vortrag am 30. I. 1934, Manuskript in: BA. R 2/254. Ebenso v. Bissing in: *Untersuchungsausschuß für das Bankwesen* (Hrsg.): *Untersuchung des Bankwesens*, a.a.O., Bd. 1, S. 74 f.