

100 Jahre Hyperinflation: ein Vergleich Deutschland – Schweiz

Von Prof. em. Dr. Dr. h.c. Ernst Baltensperger, Universität Bern und
Prof. Dr. Christoph A. Schaltegger, Institut für Schweizer Wirtschaftspolitik
(IWP) an der Universität Luzern

Zusammenfassung

Der Fokus der wirtschaftshistorischen Forschung zum deutschen Währungszusammenbruch von 1923 liegt meistens auf Deutschland und anderen kriegführenden Nationen des Ersten Weltkriegs. Dieser Beitrag arbeitet die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Deutschland und der Schweiz während der Phase der deutschen Hyperinflation heraus. Warum ist dies relevant und welche Lehren lassen sich aus dem Vergleich ziehen? Sowohl dem Deutschen Reich als auch der Schweiz mangelte es während des Kriegs an ausreichender Fiskalkapazität, um den enormen Finanzbedarf aus den Kriegsaufwendungen zu bestreiten. Beide Länder griffen auf die Verschuldung durch Ausgabe von Anleihen zurück. Ein Teil der Aufwendungen wurde in beiden Ländern daher über die monetäre Staatsfinanzierung bestritten. Mit der Ausdehnung der Geldmengen entstand ein Inflationspotenzial, das sich in beiden Ländern während, bzw. mit der Aufgabe der Zwangsbewirtschaftung nach dem Krieg entlud. Damit war der Weg in die Hyperinflation allerdings nicht vorgezeichnet. Vielmehr lag ein wesentlicher Grund in der Fortführung und Beschleunigung der Inflationspolitik in den Nachkriegsjahren in Deutschland. Das Schweizer Beispiel bietet hier ein interessantes Gegenstück. Der klare Wille zur Rückkehr zu stabilitätsorientierten Vorkriegsverhältnissen in der Finanz- und Geldpolitik ebnete den Boden für neues Vertrauen in die Währung. Dabei verfolgte die Schweiz eine Geld- und Fiskalpolitik, die sich zwischen den Extremen bewegte und daher nicht übermässig kontraktiv wirkte.¹

1 Spektakulärer Währungszusammenbruch mit dramatischen Folgen

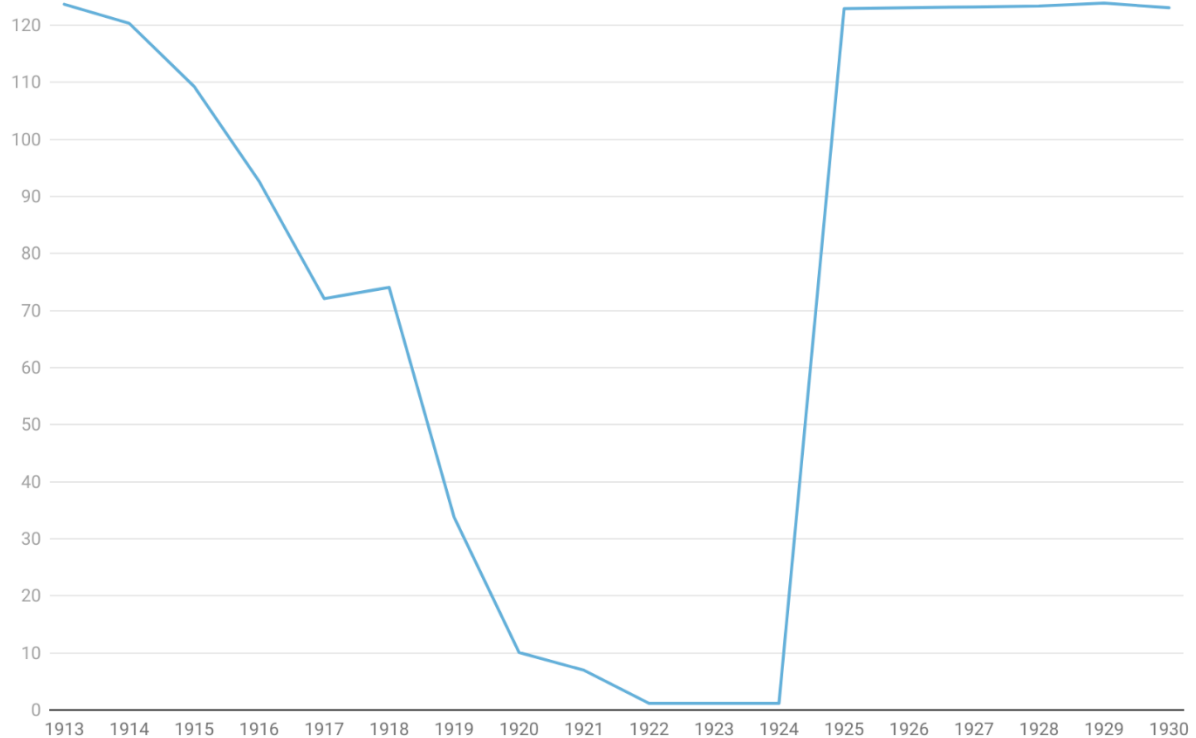
Mit der Einführung der Rentenmark endete vor 100 Jahren, am 15. November 1923, einer der spektakulärsten Währungszusammenbrüche der Geschichte. Es war der Höhepunkt der deutschen Hyperinflation. Ein US-Dollar kostete im November 1923 den Gegenwert von 4.2 Billionen Mark. Innerhalb weniger Monate verwandelte sich die galoppierende Inflation ab Juli 1922 in eine Hyperinflation mit Preissteigerungen von über 50% pro Monat. Die Reichsbank hatte die Kontrolle über die monetären Verhältnisse endgültig verloren (Abbildung 1).²

¹ Die Autoren danken Lukas Mair für die ausgezeichnete Unterstützung bei der Datensuche und Datenaufbereitung, Thomas Studer für das sorgfältige Lektorat und Tobias Straumann, Carsten Hefeker und Patrick Halbeisen für hilfreiche Kommentare und Anregungen. Alle verbleibenden Fehler liegen ausschliesslich bei den Autoren.

² Auch eine Reihe anderer Länder erfuhren zu dieser Zeit einen dramatischen Zerfall ihrer Währungen, so Österreich, Ungarn, Polen und die Sowjetunion (James, 2022).

Abb. 1. Wechselkurs von 100 Mark* in Schweizer Franken 1913-1930

*Mark (1914-1923), Rentenmark (1923) und Reichsmark (ab 1924)



Quelle: Halbeisen, Müller und Veyrassat (2012) • Erstellt mit Datawrapper



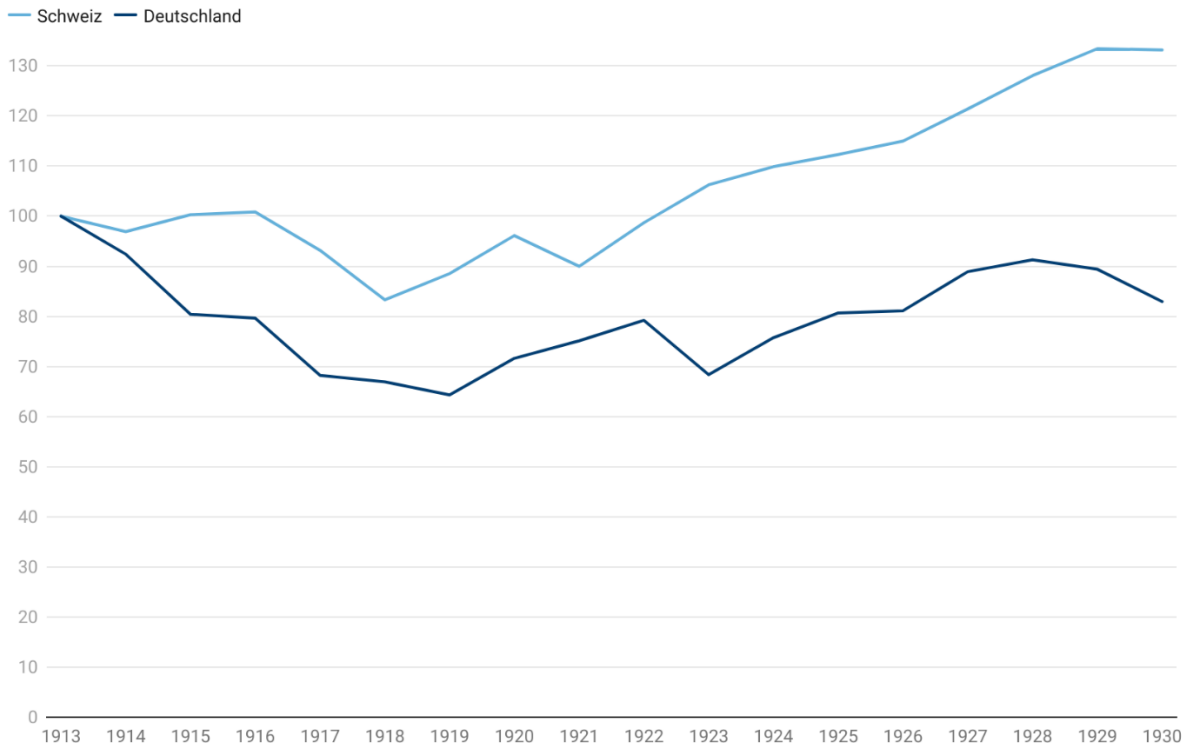
Die Höchste von der Reichsbank in Umlauf gebrachte Banknote war 100 Billionen Mark wert (Quelle: Wikicommons)

Das Geld stand in Gefahr, seine Funktion als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel nicht mehr erfüllen zu können. Die Noten wurden mit höheren Denominationen überstempelt oder nur noch einseitig bedruckt, um der dramatischen Preisentwicklung nachzukommen. Löhne zahlten die Firmen wöchentlich, bald täglich und am Ende zweimal täglich aus, damit die Arbeiter es vor der nächsten Entwertung möglichst noch ausgeben

konnten. Das alles verbunden mit gravierenden sozialen Umwälzungen (Feldmann, 1993). Verglichen mit der Kaufkraft vor dem Ersten Weltkrieg sackte der Reallohn generell, in wichtigen Branchen sogar um die Hälfte ab, während die Lohndifferenzen sanken (Holtfrerich, 1980). Die Arbeitslosigkeit nahm stark zu und die Kleinsparer sahen ihre Sparguthaben, Anleihen oder Pfandbriefe

weitgehend entwertet (vgl. Abbildung 7). Das Inflationstrauma ist seither tief im kollektiven Gedächtnis der Deutschen verankert (Hayo und Neumeier, 2016).³

Abb. 2. Reales BIP pro Kopf 1913-1930 in der Schweiz und Deutschland (Index: 1913 = 100)



Quelle: Jordà, Schularick und Taylor (2017). • Erstellt mit Datawrapper

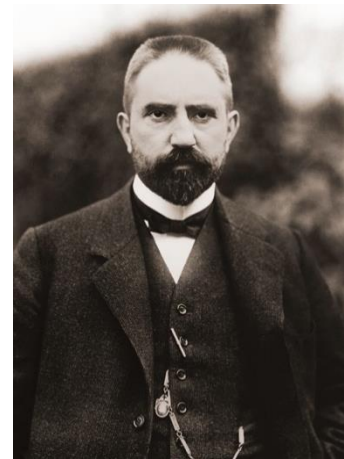
Demgegenüber schwemmte die Hyperinflation auch eine Schicht an Gewinnern an die Oberfläche: jene, die ihr Vermögen in Sachwerte investieren konnten, um sich vor der Inflation zu schützen oder jene wie beispielsweise der Industrielle Hugo Stinnes⁴, die kreditfinanziert ihre Firmenbeteiligungen zu Konglomeraten auszubauen wussten. Auch die Zahl der Unternehmensinsolvenzen ging merklich zurück (Brunnermeier et al., 2023). Zu den Gewinnern zählte auch der hoch verschuldete Staat, der den verlorenen Krieg über Anleihen und die Reichsbank finanzierte und sich so rasch entschuldete (Holtfrerich, 1980; Ferguson, 2002; Ritschl, 2020).⁵

³ Betrachtet man das reale Wirtschaftswachstum pro Kopf als breites Wohlstandsmass, bestätigt sich dieser Befund im Vergleich zur Schweiz (vgl. Abbildung 2). Das Bild relativiert sich allerdings im Vergleich zu anderen Staaten. Nach Kriegsende wuchs Deutschland bis 1922 wesentlich stärker als der Durchschnitt der wichtigen Industriestaaten und nach der Hyperinflation ab 1923 ebenfalls (Brunnermeier et al., 2023). Feinstein et al. (1997) weisen darauf hin, dass in der Zwischenkriegszeit die neutralen Staaten im Allgemeinen und Schweden und die Schweiz im Besonderen vergleichsweise hohe Wachstumsraten der Wirtschaftskraft aufwiesen.

⁴ Hugo Stinnes gehörte aufgrund des vom ihm geschaffenen Industriekonglomerats zu den einflussreichsten Persönlichkeiten der Weimarer Republik. Er verhandelte von Seiten der Arbeitgeber die Einigung mit den Arbeitnehmern (Stinnes-Legien-Abkommen). Die Nachkriegsinflation erlaubte Stinnes eine aggressive Fremdfinanzierung seiner Unternehmen, die ihn zum «Inflationskönig» machte (Feldmann, 1998).

⁵ Es gibt allerdings Grund zur Annahme, dass sich die gesamte Einkommens- und Vermögensverteilung nicht stark spreizte, weil mit den Erzberger Steuerreformen ab 1919 eine progressive Besteuerung von Einkommen und Vermögen einsetzte, die die Ungleichheit Deutschlands zu Zeiten der Weimarer Republik im Vergleich zur Kaiserzeit vor 1914 stark reduzierte (Bartels, 2019; Ritschl, 2020; Holtfrerich, 2023).

Auch in der Schweiz wurde der Kurszerfall der Mark nervös registriert. Die damals unter dem Stichwort «Valutakonzurrenz» bezeichnete Situation führte bereits Mitte 1920 zu Klagen der Exportindustrie – insbesondere der Uhrenindustrie – über wachsende Absatzprobleme im wichtigen deutschen Markt. Die Uhrenindustrie ging sogar soweit, die Schweizerische Nationalbank SNB aufzufordern, die Franken-Geldmenge zur Angleichung der Preisunterschiede auszudehnen. Der Präsident des Direktoriums der SNB, August Burckhardt, stellte sich diesem Ansinnen allerdings entschieden entgegen und machte auf die inflationäre Wirkung einer solchermaßen expansiven Geldpolitik aufmerksam – ein Zusammenhang, der von der SNB bis dahin nie offiziell anerkannt worden war (Ruoss, 1992; Baltensperger, 2012).⁶



Der «Inflationskönig» Hugo Stinnes (*1870-†1924) (Quelle: Keystone)



August Burckhardt (*1867-†1924) war 1907 Direktionsmitglied der neu gegründeten Schweizer Nationalbank und von 1915 bis zu seinem Tode Präsident des SNB-Direktoriums.

Ziel dieses Beitrags ist, Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Deutschland und der Schweiz während der Phase der Hyperinflation herauszuarbeiten.⁷ Der Vergleich mag auf den ersten Blick erstaunen, weil Deutschland als Hauptakteur und Verlierer des Ersten Weltkriegs in den Nachkriegsjahren ganz andere Herausforderungen zu meistern hatte als die Schweiz. So verlor Deutschland 13% seines Gebiets, kannte keine demokratisch gefestigte Ordnung und musste zwei Millionen Kriegstote verkraften, neben der hohen Übersterblichkeit aufgrund von Hunger und Krankheit (Ritschl, 2020). Diese Sicht überdeckt allerdings die frappierenden Ähnlichkeiten in der Art und Weise, wie die beiden Nachbarländer die Finanzierung der Kriegsphase von 1914-1918 bewältigt haben. Sie übersieht auch eine neuere Literatur, die die Gründe der deutschen Hyperinflation zu einem wesentlichen Teil in der Fortführung der Inflationspolitik nach dem Krieg sucht (Ferguson, 2002; Ritschl, 2005). Hier ergeben sich interessante Unterschiede zur Schweiz, deren wesentliches Ziel nach dem Krieg darin bestand, die Vorkriegsverhältnisse im Bereich der öffentlichen Finanzen wie auch in der Geldpolitik wiederherzustellen.

2 Nicht tragfähige Politik Deutschlands in den Nachkriegsjahren

Was waren die Gründe für die Hyperinflation in Deutschland?⁸ Die Literatur der 1980er-Jahre hat den Fokus auf die Kriegsfinanzierung gelegt (Haller, 1976; Holtfrerich, 1980; Balderston, 1989). So ging der Erste Weltkrieg mit einem sprunghaften Anstieg des Finanzbedarfs in allen kriegführenden oder unmittelbar vom Krieg betroffenen Ländern einher (Abbildungen 5 und Abbildung 6 sowie Tabelle 1). Zur Finanzierung dieses Finanzbedarfs standen dem Deutschen Reich allerdings im

⁶ Tatsächlich verlor der Franken zwischen 1921 und 1923 - entgegen den Befürchtungen der Exportindustrie - real an Wert gegenüber der Mark, weil das deutsche Preisniveau stärker anstieg als die Mark gegenüber dem Franken nachgab (Saidi und Swoboda, 1981).

⁷ Der Beitrag reiht sich damit in die Literatur der Ländervergleiche zur Hyperinflation ein, wie jener von Balderston (1989) zu Deutschland und Grossbritannien oder Feinstein et al. (1997) für eine Reihe europäischer Länder. Der Beitrag von Lopez und Mitchener (2021) zeigt, wie die Unsicherheit bei der verfolgten Wirtschaftspolitik den Inflationsprozess der Zwischenkriegszeit in verschiedenen Ländern zu erklären hilft.

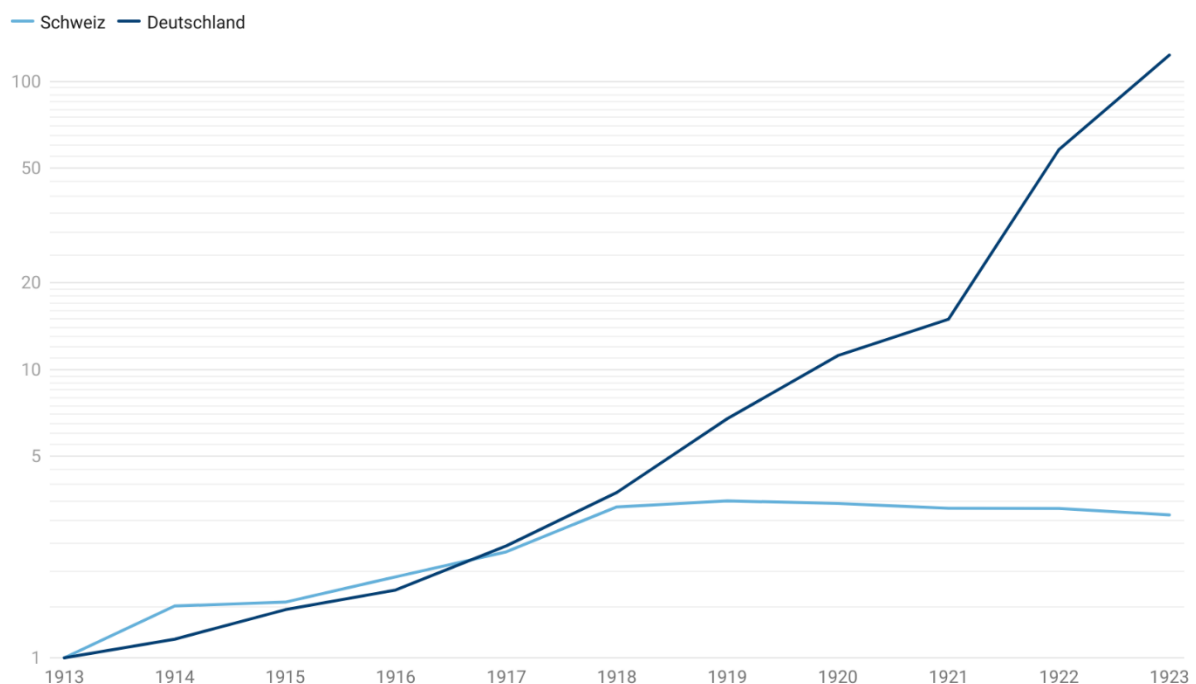
⁸ Mit Frage der Auswirkungen der Hyperinflation befasst sich dieser Beitrag nicht. Sie dazu Feldman (1985).

Unterschied zu Grossbritannien oder Frankreich keine Reichssteuern zur Verfügung (Hefeker, 2001). Das Deutsche Reich kannte eine dezentral angesiedelte Steuerkompetenz, bei der die Länder dem Reich Matrikularbeiträge zur Finanzierung seiner Aufwendungen zukommen liessen. Das hatte zur Folge, dass der Krieg in Deutschland vollständig über die Verschuldung des Reichs finanziert werden musste, während sich die nachgelagerten Gebietskörperschaften sogar entschulden konnten (Roesler, 1967; Burret et al., 2013). Im Unterschied dazu mussten Grossbritannien und Frankreich geringere Teile des Finanzbedarfs über Wege der Verschuldung alimentieren.⁹

Das Deutsche Reich emittierte von 1914 bis 1918 insgesamt neun Kriegsanleihen und nahm damit 97 Mrd. Mark ein, was etwa 60% der Kriegskosten deckte (Roesler, 1967). Ein grosser Teil der Anleihen wurde direkt durch das Bankensystem absorbiert und etwa 18% der Verschuldung monetisierte die Reichsbank über die Ausgabe von Banknoten (Ritschl, 2020). Dadurch stieg die Geldmenge bis zum Kriegsende in einem gewaltigen Ausmass, nämlich um das 10.8-fache (Abbildung 3). Preiskontrollen und andere kriegswirtschaftliche Zwangsbewirtschaftungen stauten den Preisschub während des Kriegs allerdings zu einem guten Teil auf (Holtfrerich, 2023).

Abb. 3. Geldmengenwachstum in der Schweiz und in Deutschland 1913-1923 (Index: 1913 = 1*)

Die Geldmenge in der Schweiz hat sich mehr als verdreifacht, in Deutschland ist sie um über das 123fache gestiegen.



*Die y-Achse ist der besseren Lesbarkeit halber logarithmiert.

Quelle: Jordà, Schularick und Taylor (2017); Roesler (1967); Ruoss (1992) • Erstellt mit Datawrapper

Dies änderte sich in der Nachkriegsphase. Mit dem Ende des Kriegs und der Zwangsmassnahmen entlud sich der Geldüberhang auf die Preise, die sich bis 1920 massiv erhöhten. Viele Finanzmarktteilnehmer erwarteten allerdings mittelfristig eine starke Aufwertung der Mark und hielten die Inflation für ein temporäres Phänomen (Brunnermeiner et al. 2023). Und die unmittelbare

⁹ Die Verschuldungsfinanzierung des Kriegs hat den Vorteil, dass damit die finanziellen Lasten zeitlich verteilt werden können und keine unmittelbare Steuerbelastung nach sich zieht, die der Kriegswirtschaft notwendige Mittel entziehen würde (Bordo und White, 1991).

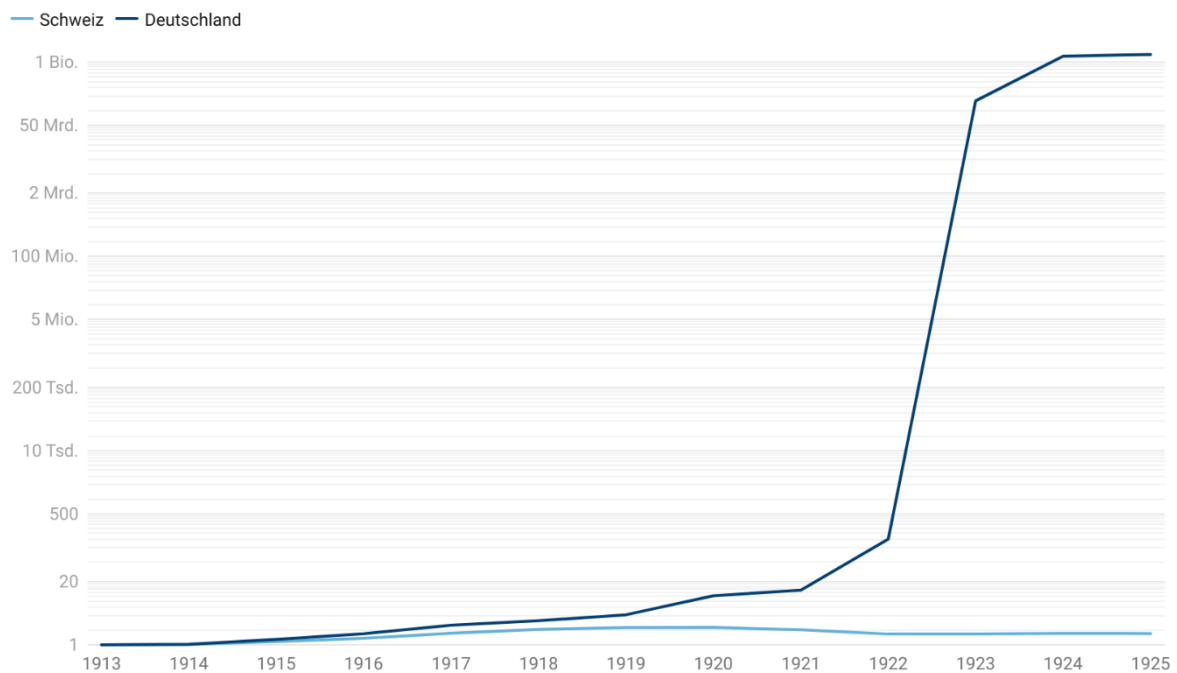


Geldauslieferungsstelle in der Berliner Reichsbank im Oktober 1923 (Quelle: Bundesarchiv, Bild 183-R1215-a506/CC-BY-SA 3.0)

Nachkriegsinflation war in Schweiz wie auch in vielen anderen Ländern zu beobachten, die die monetären Bedingungen später wieder in den Griff bekamen (Abbildung 4). Ein erheblicher Teil der Ursache der deutschen Hyperinflation von 1923 muss also in der Politik nach dem Ende des Kriegs gesucht werden (Ritschl, 2005; Ferguson, 1996 und 2002; Ruoss, 1992).

Abb. 4. Konsumentenpreise in der Schweiz und Deutschland 1913-1925 (Index: 1913 = 1*)

In der Schweiz haben sich die Preise verdoppelt, in Deutschland sind sie um das 1.4-billionenfache gestiegen.



*Die y-Achse ist der besseren Lesbarkeit halber logarithmiert.

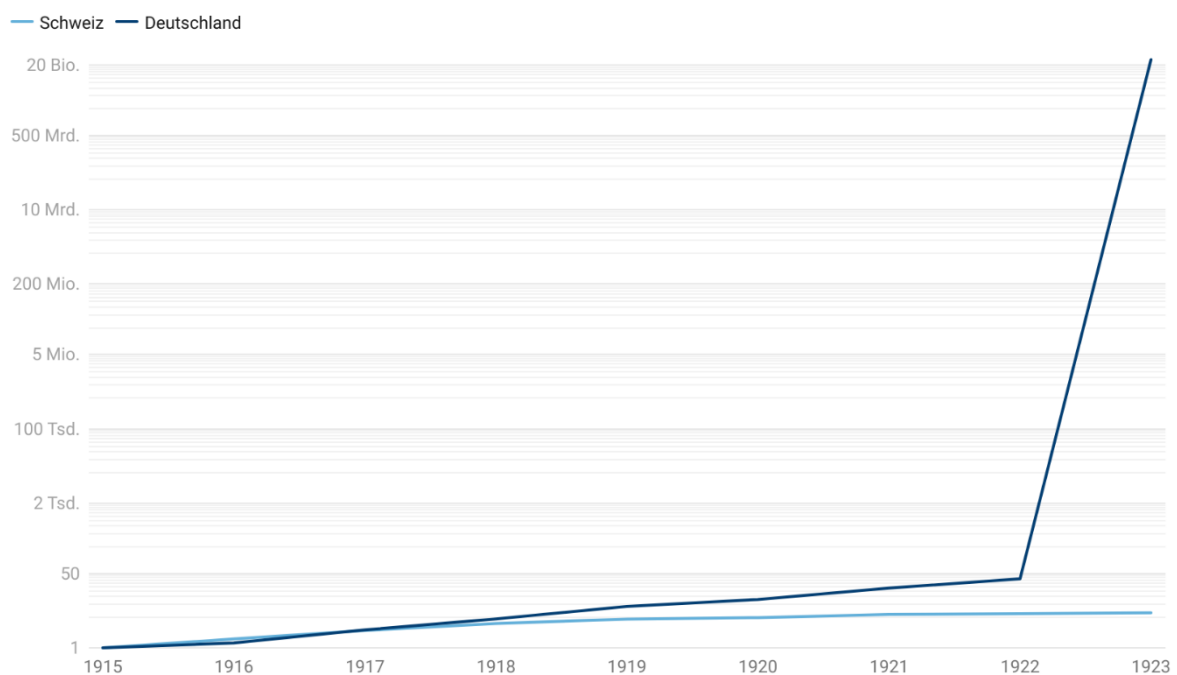
Quelle: Jordà, Schularick und Taylor (2017) • Erstellt mit Datawrapper

Ab Sommer 1920 bis 1921 setzte eine weltweite Nachkriegsrezession ein, die den Ausgabenspielraum in vielen Ländern beschränkte, von der Deutschland aufgrund der anhaltend expansiven Geld- und Fiskalpolitik aber verschont blieb. Interessanterweise wurde jedoch gerade in Deutschland der Ruf in der Politik nach einer aktiveren Rolle des Staats im Bereich der Sozial-, Wohnbau- und Bildungspolitik immer lauter (Ferguson, 2002). Dies liess sich nur durch eine weitere

Verschuldungszunahme realisieren (Abbildung 5 und Abbildung 6).¹⁰ Zwar hatte sich die staatliche Schuldenlast durch die Kriegsinflation auf etwa 50-60% des BIP von 1920 merklich reduziert und damit auch die Zinsbelastung gesenkt. Doch trotz dieser Entlastungen und trotz der Zentralisierung der Steuerpolitik im Rahmen der Erzberger Steuerreform von 1919 mit einer ertragsstarken und progressiven Einkommensteuer sowie einer kumulativen Umsatzsteuer auf Reichsebene konnte der steigende Finanzbedarf auf Reichsebene nicht gedeckt werden (Haller, 1976; Ritschl, 2023). Allein die kurzfristigen Schulden stiegen zwischen 1919 und 1922 um mehr als das Vierfache, wobei die Reichsbank jeweils etwa die Hälfte davon in ihre Bücher nahm (Burret et al., 2013). Das Wachstum des Geldumlaufs setzte sich damit beschleunigt fort (Abbildung 3).

Abb. 5. Staatsschulden der Schweiz und Deutschlands 1915-1923 (Index: 1915 = 1*)

Die Staatsschulden der Schweiz sind um das 6-fache gestiegen, jene Deutschlands um mehr als das 26-billionenfache.

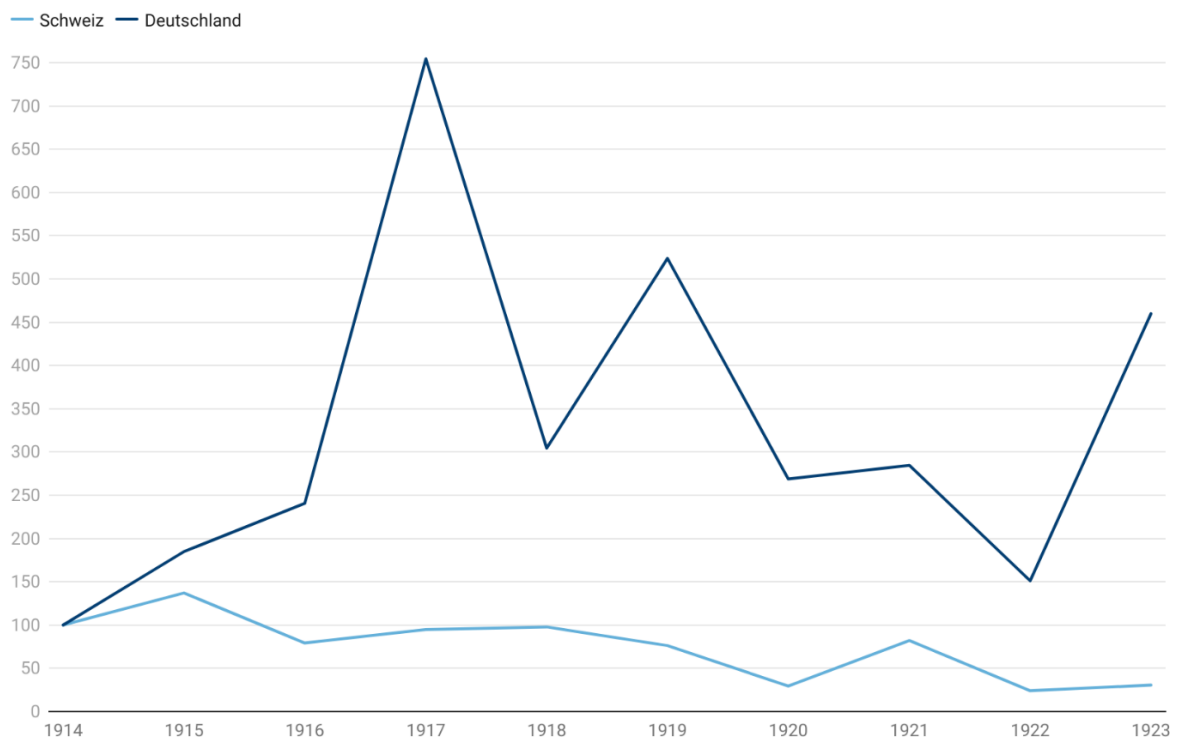


*Die y-Achse ist der besseren Lesbarkeit halber logarithmiert.

Quelle: Burret, Feld und Köhler (2013); Schweizerische Eidgenossenschaft (1926) • Erstellt mit Datawrapper

¹⁰ Das sogenannte «Stinnes-Legien»-Abkommen zwischen den Arbeitgebern und Arbeitnehmern, schuf zusätzlich eine Bindung der Löhne an die Preisentwicklung und setzte eine Lohn-Preisspirale in Gang, die durch die zusätzliche Verschuldung am Laufen gehalten wurde (Ritschl, 2023).

Abb. 6. Defizit der Schweiz und Deutschlands 1914-1923 (real mit Basisjahr 1913, 1914 = 100)



Quelle: Schweizerische Eidgenossenschaft (1926); Haller (1976); Webb (1986). • Erstellt mit Datawrapper

Tab. 1. Defizite 1914-1923 (real mit Basisjahr 1913)

Jahr	Deutschland: Mark* pro Kopf	Deutschland: Prozent des BIP	Schweiz: Franken pro Kopf	Schweiz: Prozent des BIP
1914	21,6	2,8%	33,5	2,7%
1915	39,8	5,6%	46,1	4,0%
1916	51,9	7,7%	26,6	2,2%
1917	163,6	24,7%	31,8	2,7%
1918	66,6	10,2%	32,9	2,8%
1919	121,7	19,8%	25,7	2,3%
1920	63,4	9,1%	9,9	0,8%
1921	66,6	9,1%	27,6	2,6%
1922	36,1	4,5%	8,1	0,7%
1923	109,1	15,9%	10,3	0,8%

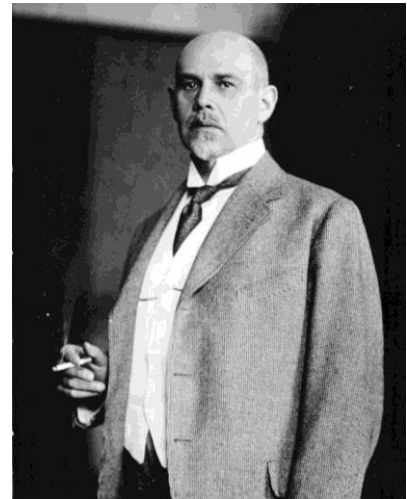
*Mark (1914-1923) und Rentenmark (1923)

Quelle: Halbeisen, Müller und Veyrassat (2012); Haller (1976); Jorda, Schularick und Taylor (2017); Schweizerische Eidgenossenschaft (1926); Spörer (1997); Webb (1986) • Erstellt mit Datawrapper

In diesem Zusammenhang spielte auch die finanzielle Belastung durch Reparationszahlungen an die Alliierten eine Rolle, die die Reichsbank zu ausländischen Devisenkäufen veranlasste und politisch mit dem Ruhrkonflikt ab 1922 zu einer Verhärtung des Klimas mit den Alliierten führte. Der politisch hart geführte Konflikt konnte erst 1924 mit dem "Dawes-Plan" geregelt werden. Gerade

die Einigung des "Dawes-Komitees" auf eine Restrukturierung der deutschen Reparationsschulden im April 1924 trug wesentlich dazu bei, dass die kurzfristigen Erfolge bei der Währungsstabilisierung im November 1923 auch permanent abgesichert werden konnten (Webb, 1989).

Ganz allgemein waren die schnell wechselnden und schwachen Regierungen der Weimarer Republik nicht in der Lage, in der Öffentlichkeit hinreichend Vertrauen in die Fähigkeit und Bereitschaft der Behörden zu schaffen, die finanziellen und monetären Bedingungen wieder unter Kontrolle zu bringen (Webb, 1986).¹¹ Formal machte ein von den Alliierten durchgesetztes Autonomiegesetz vom 25.5.1922 die Reichsbank zwar unabhängig. De facto aber hing sie am Gängelband der Politik und legte in ihrer praktischen Tätigkeit keinen Wert auf die Schaffung und Nutzung eines stabilitätsorientierten Spielraums. Die wirtschaftspolitischen Akteure blieben in einem politischen "Abnützungskrieg" gefangen. Dies zeigte sich beispielsweise anfangs 1923 in der Unterstützung der Konfrontationspolitik von Reichskanzler Wilhelm Cuno während des Ruhrkonflikts (Ferguson, 1996). Hinzu kamen die politischen Morde an hohen Repräsentanten der Weimarer Republik wie dem ehemaligen Finanzminister Mathias Erzberger (1921) oder dem Aussenminister Walther Rathenau im Juni 1922. Diese politischen Erschütterungen der Weimarer Republik heizten im Juli 1922 zusammen mit dem Regierungswechsel in Frankreich hin zu Ministerpräsident Poincaré und der Verhärtung in der Reparationsfrage die bereits galoppierende Inflation weiter an und mündeten endgültig in die Hyperinflation (Holtfrerich, 2023).¹²



Reichsaussenminister Walther Rathenau (*1867-†1922) wurde 1922 Opfer eines rechtsradikalen Mordanschlags (Quelle: Bundesarchiv, Bild 183-L40010/CC-BY-SA 3.0)

3 Wille zur Rückkehr auf die Vorkriegsverhältnisse in der Schweiz

Wie bewältigte die Schweiz die finanzpolitischen Herausforderungen des Ersten Weltkriegs und der Nachkriegsjahre? Zunächst ist interessant festzustellen, dass dem Bund 1914 keine eigenen Bundessteuern zur Finanzierung der sogenannten «Grenzbefestigung» zur Verfügung standen. Ähnlich dem Deutschen Reich kannte die Schweiz eine dezentrale Steuerkompetenz ohne Bundessteuern. Die Erhebung von Matrikularbeiträgen wäre dem Bund per Verfassung zwar ebenfalls offen gestanden, doch die sogenannten «Kantonskontingente» wurden nur einmal bei der Gründung des modernen Bundesstaats 1848 und danach nie mehr erhoben. So fussten die Bundeseinnahmen im Wesentlichen auf dem Zollmonopol, das der Bund bei seiner Gründung den Kantonen teuer abgekauft hatte. Mit Beginn des Ersten Weltkriegs versiegte diese Einnahmequelle zu einem grossen Teil (Studer, 2021).

Damit blieb der Schweiz ähnlich wie dem Deutschen Reich nur der Weg über die Verschuldung. Die sogenannten «Mobilisationskosten» wurden teilweise durch Ausgabe von insgesamt neun

¹¹ Mit Gustav Stresemann amtierte während des Höhepunkts der Hyperinflation am 15.11.1923 bereits der achte Reichskanzler seit 1919, ohne dass es seit 1920 zu Neuwahlen gekommen wäre.

¹² Diesen Befund bestätigen auch Lopez und Mitchener (2021) mit einer innovativen Messung der wirtschaftspolitischen Unsicherheit.

«Mobilisationsanleihen» auf dem Schweizer Kapitalmarkt mit einem Emissionsvolumen von 830 Mio. CHF und zwei Anleihen in den USA mit geringerem Emissionsvolumen von 45 Mio. CHF finanziert (Abbildung 5).

Dies war allerdings nicht ausreichend. Auch in der Schweiz wurde deshalb schnell zur monetären Staatsfinanzierung gegriffen als man Ende 1914 sah, dass die Mittel der beiden ersten Kriegsanleihen aufgebraucht waren (Abbildung 3). Finanzminister Giuseppe Motta ersuchte die SNB bereits Mitte August 1914 um Finanzierungshilfe, machte aber erst gegen Ende Jahr Gebrauch vom Angebot der SNB. Der Bundesrat bezeichnete die SNB als «festeste Stütze unseres Landeskredits» und die SNB selbst sah sich als «Kriegsbank», deren Pflicht es war, dem Bund in diesen ernsten Zeiten mit der Diskontierung von Schatzanweisungen des Bundes (Reskriptionen) hilfreich zur Seite zu stehen. Im Jahr 1919 waren insgesamt Reskriptionen im Umfang von 538 Mio. CHF des Bundes und der Bundesbahnen im Umlauf, die während des Kriegs zu einem grossen Teil in den Büchern der SNB standen (Ruoss, 1992). Dies trug zu einer starken Erhöhung des Notenumlaufs bei.

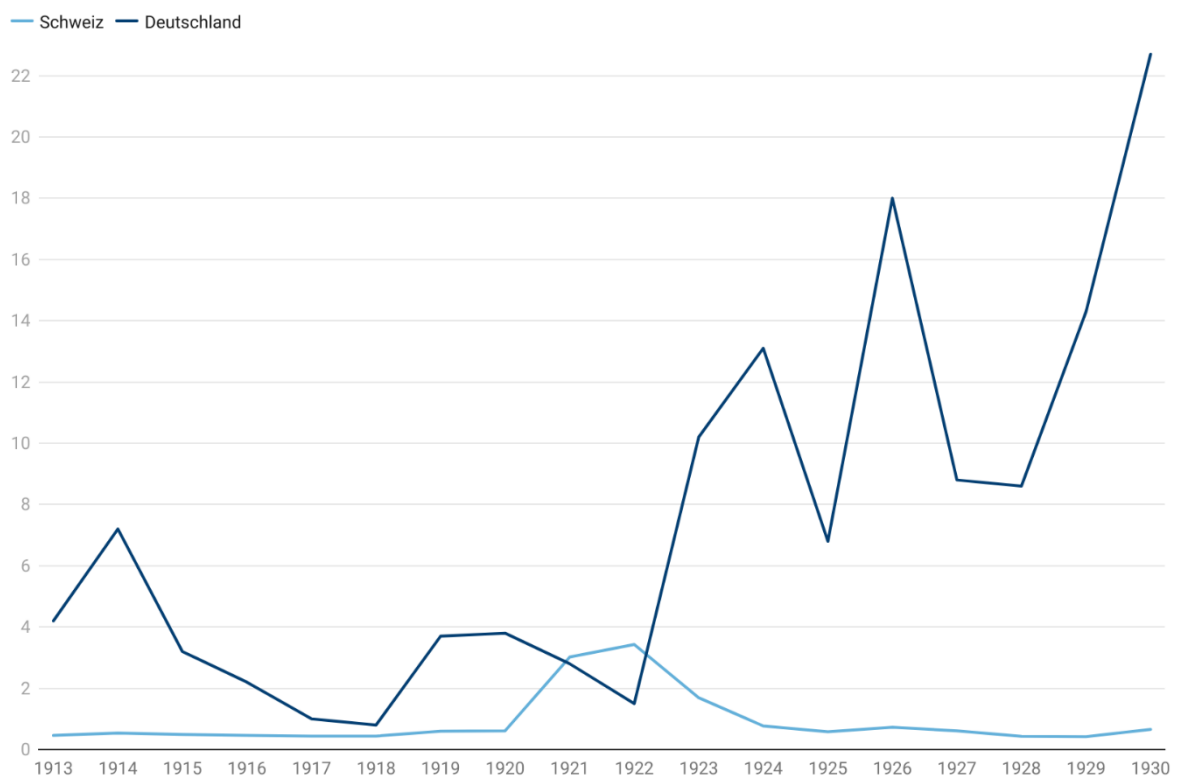


Giuseppe Motta (*1871-†1940) war von 1912 bis 1919 Vorsteher des eidgenössischen Finanz- und Zolldepartements (Quelle: Wikicommons)

Bundessteuern hatten es auch in der Schweiz schwer. Die Diskussion um eine einmalige Kriegssteuer auf dem Erwerb und Vermögen natürlicher Personen und dem Kapital von juristischen Personen wurde erst im Jahr 1915 aufgenommen, parlamentarisch beraten und in einer Volksabstimmung im Juni 1915 mit über 90% Zustimmung angenommen. Ab 1916 trugen die neuen Steuern zu einem Teil der Kriegsfinanzierung bei, wobei die Budgetdefizite auch damit nie unter 2% des BIP fielen (Tabelle 1). Daher schwoll trotz der neuen Einnahmen die Bundesschuld während des Ersten Weltkriegs stark an von 2.8% (1913) auf 15.1% (1918) des BIP (Studer, 2021).

Aufgrund der finanz- und geldpolitischen Ähnlichkeiten überrascht es nicht, dass auch das Schweizer Preisniveau trotz Preiskontrollen und Zwangsbewirtschaftungen bei Kriegsende doppelt so hoch lag wie bei Kriegsbeginn 1914 (Abbildung 4). Interessant ist allerdings, dass die Schweiz mit dem Kriegsende eine klare Umkehr ihrer Finanz- und Geldpolitik vornahm, die im Vergleich zum Deutschen Reich deutlicher nicht hätte ausfallen können (Abbildung 3 und Tabelle 1). Dies ist nicht selbstverständlich, denn die Nachkriegsrezession gepaart mit einer drastischen Deflation traf die Schweiz hart. Das Preisniveau sank zwischen 1920 und 1922 um fast 40% und verursachte neben einem starken Produktionsrückgang auch erhebliche Arbeitslosigkeit (Ruoss, 1992; Abbildung 7).

Abb. 7. Arbeitslosenquote in Deutschland und der Schweiz 1913-1930



Quelle: Galenson und Zellner (1957); Halbeisen, Müller und Veyrassat (2012) • Erstellt mit Datawrapper

Es ist nicht überraschend, dass die ungemütliche Gemengelage auch in der Schweiz politische Umwälzungen zur Folge hatte, die für schweizerische Verhältnisse einmalig waren: 1919 wurde nach langem politischem Ringen das Verhältniswahlrecht für die Nationalratswahlen ins eidgenössische Parlament eingeführt. Die Abkehr vom Mehrheitswahlrecht bescherte der bestimmenden freisinnig-demokratischen Partei eine dramatische Niederlage mit dem Verlust von 40% ihrer Vertreter. Es gewannen die Sozialdemokraten und die Bauernpartei. Auch die Dramatik des ausser Kontrolle geratenen Landesstreiks vom Herbst 1918 erschütterte das Schweizer Selbstverständnis nach geregelten und stabilen Verhältnissen nachhaltig (Senn und Straumann, 2022).

Trotzdem war das vorherrschende Narrativ der Finanzpolitik der Nachkriegsjahre ein anderes als in Deutschland. Der finanzpolitische Rahmen wurde durch das erklärte Ziel zur Rückkehr in den Goldstandard gemäss Vorkriegsparität bestimmt (Baltensperger, 2012; Halbeisen und Straumann, 2012).¹³ Daraus ergab sich auch die Notwendigkeit einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik. Der 1920 neu gewählte Finanzminister Jean-Marie Musy machte keinen Hehl aus seiner Absicht, die Ausgaben des Bundes zu kürzen und die aufgelaufenen Kriegsschulden zu tilgen: «Die erste Frage die sich stellt und die sich der Steuerzahler sicherlich stellen wird, ist die Frage nach einer möglichen Kürzung des Haushalts» (Amtliches Bulletin NR 1920 549). Er stand damit im Einklang mit seinem Vorgänger Giuseppe Motta, der diesen stabilitätsorientierten Kurs bereits eingeleitet und vorgezeichnet hatte.

¹³ 1925 kehrte die Schweiz tatsächlich in den Goldstandard zurück und gehörte zu fünf Ländern, die in den 1920 Jahren ihre Währungen wieder auf Vorkriegsparität zu stabilisieren vermochten (Grossbritannien, Holland, Dänemark, Schweden, Norwegen).

Die Nachkriegsrezession machte Jean-Marie Musy einen Strich durch die Rechnung, so dass der Bundeshaushalt seine Ausgabenquote erst ab 1921 tatsächlich reduzieren konnte (Studer, 2021). Auch auf der Einnahmeseite wollte man an der Finanzordnung der Vorkriegszeit festhalten und mit einer Wiederholung der Kriegsteuer und einigen Anpassungen am Zolltarif die Sache auf sich beruhen lassen. Der Budgetausgleich wurde so trotz grosser politischer Einigkeit im Ziel erst mit dem wirtschaftlichen Aufschwung 1925 erreichbar. An die beabsichtigte Tilgung der Kriegsschulden durch die Kriegsteuer war zugleich nicht zu denken. Die Schulden des Bundes stiegen vielmehr bis 1922 auf über 25% des BIP und begannen erst danach zu sinken. Trotzdem, und dies ist der entscheidende Unterschied zu Deutschland, wurde die ganze parlamentarische Auseinandersetzung mit dem Ziel des Budgetausgleichs geführt. Es bestand nie Zweifel am Willen der verantwortlichen Finanzpolitiker, die stabilen Vorkriegsverhältnissen wiederherzustellen (Studer, 2021).



Jean-Marie Musy (*1876- †1952) war von 1920 bis 1935 Vorsteher des eidgenössischen Finanzdepartements; in den Jahren 1925 und 1930 war er Bundespräsident (Quelle: Keystone)

Ähnliches gilt auch für die Geldpolitik. Die SNB war in der unmittelbaren Nachkriegszeit stark bestrebt, ihren Beitrag zur Finanzierung der öffentlichen Hand wieder abzubauen und den aufgeblähten Notenumlauf über eine Verminderung ihres Bestandes an Bundesreskriptionen zu reduzieren und zu stabilisieren (Ruoss, 1992). Eine Rückbildung des schweizerischen Preisniveaus wurde von ihr als Normalisierung der kriegsbedingten Preissteigerungen betrachtet und in diesem Sinn begrüsst. Gegenüber Forderungen nach einer Lockerung ihrer Politik, wie sie von Politik und Exportwirtschaft angesichts der Nachkriegsrezession zunehmend erhoben wurden, verhielt sie sich sehr zurückhaltend. Die Ursache der Nachkriegskrise – die sie (richtigerweise) als internationales Phänomen und nicht als isolierte schweizerische Erscheinung sah – wollte sie nicht in einer zu restriktiven Geldpolitik ihrerseits sehen: «Die schweizerische Produktion leidet unter zu hohen Löhnen und zu teurer Lebenshaltung. Die Aufhebung der Monopole (des Bundes) ist die beste Korrektur für letztere, dadurch wird auch die Herabsetzung der Löhne leichter durchführbar als bei der jetzigen Sachlage. Eine weitere Herabsetzung, wie sie wieder postuliert wird, erreicht den gewollten Zweck hier nicht», Direktionsprotokoll 1921, 2. Juni (Ruoss, 1992, S. 143).¹⁴

Tatsächlich war die Politik der SNB nur mässig restriktiv, gerade im Vergleich zu den USA oder Grossbritannien (Bordo und James, 2007; Ruoss, 1992). Bemerkenswert ist aber, mit welcher Vehemenz die SNB auf ihre Unabhängigkeit pochte, die sie aus den gesetzlichen Grundlagen ableitete. Nicht nur die Verbände, auch der Bundesrat und hier vor allem Finanzminister Jean-Marie Musy kritisierten die Nationalbank oft und heftig. Entscheidend ist hier, dass die SNB die Interventionen des Bundesrats zur Senkung des Leitzinses als ungebührliche Einmischung in ihre Angelegenheiten quitierte: SNB Präsident August Burckhardt wählte drastische Worte: «Der Referent (Burckhardt) bezeichnet dieses Vorgehen des Finanzdepartements als ein aussergewöhnliches und verweist auf eine bereits letztes Jahr in ähnlichem Sinne erfolgte Intervention des

¹⁴ In der Schweiz wie auch anderswo entstanden nach dem Ersten Weltkrieg kontroverse Diskussionen über den Beitrag der Geldpolitik zur starken Inflation während der Kriegsjahre. Dabei taten sich die Zentralbanken generell noch sehr schwer, eine Mitverantwortung für diese zu übernehmen. Noch voll dem Geist der Goldwährung verbunden argumentierten sie, dass es weder in der Macht einer Zentralbank liege noch zu ihren Aufgaben gehöre, die Preise zu kontrollieren, und dass es so etwas wie die Preisentwicklung gar nicht gebe. Die Zentralbanken übersahen dabei allerdings, dass diese Argumentation angesichts der suspendierten Konvertibilität während der Kriegs- und unmittelbaren Nachkriegsjahre für diesen Zeitraum keine Gültigkeit mehr beanspruchen konnte. Vgl. dazu Meltzer (2004); Bordo und James (2007); und Baltensperger (2012). Natürlich spielten auch kriegsbedingte Verknappungen des Güterangebots für die Preissteigerungen der Kriegszeit eine Rolle.

Volkswirtschafts- und Finanzdepartements hin. Er bedauert, dass eine solche offizielle Intervention heute wiederum erfolgt ist. Sollten sich derartige Einmischungen wiederholen oder gar zur Regel werden, so würde es für die Bankleitung, die allein die Verantwortung für ihre Diskontpolitik zu tragen hat, schwierig, die durch das Bankgesetz begründete Unabhängigkeit der Bank zu wahren», Direktionsprotokoll 1922, Juli (Ruoss, 1992, S. 144).

Alles in allem bewegte sich die Schweiz in den frühen 1920er-Jahren zwischen den Extremen der unkontrolliert expansiven Politik Deutschlands oder Frankreichs und der drastischen Kontraktionspolitik Grossbritanniens oder den USA. Ernst Baltensperger, Michael Bordo und Harold James oder auch Eveline Ruoss sowie Thomas Studer für die Fiskalpolitik kommen daher zu einem insgesamt positiven Urteil der Schweizer Geld- und Fiskalpolitik in diesen Jahren. Betrachtet man in den obenstehenden Grafiken den Zeitverlauf, so wird der Bruch der Politik mit dem Ende des Ersten Weltkriegs offensichtlich. Insbesondere die Entwicklung von Staatsdefiziten, Staatsverschuldung, Geldumlauf und Wechselkursen illustriert die dramatisch unterschiedlichen Pfade, welche die deutsche und die schweizerische Wirtschaftspolitik zu dieser Zeit eingeschlagen haben.

4 Der Wert stabiler Verhältnisse

Bereits im März 1920 versuchte die deutsche Politik den Inflationsprozess zu stoppen. Mit der Steuerreform unter Finanzminister Matthias Erzberger und der Unterdrückung des Kapp-Putsches, der die junge Weimarer Republik an den Rand eines Bürgerkriegs brachte, schienen die Voraussetzungen günstig. Allerdings blieb der mittelfristige Erfolg aus, weil die Reichsbank weiterhin auf ihrem expansiven Kurs verharrte und keinen Beitrag zur Währungsstabilisierung leistete. Gleiches gilt für den Februar 1923. Nach der französisch-belgischen Besetzung des Ruhrgebiets intervenierte die Reichsbank am Devisenmarkt, um die Abwertung der Mark zu stoppen. Nach anfänglichen Erfolgen fehlte dem Publikum aber das Vertrauen in die Konsequenz der geld- und fiskalpolitischen Behörden, dass sie den allzu expansive Kurs tatsächlich aufgeben würden.

Das änderte sich im November 1923. Die Hyperinflation in Deutschland kam mit der Einführung der Rentenmark am 15. November 1923 schnell zu einem Ende. Zur Stabilisierung und Rückkehr des Vertrauens in die eigene Währung wurden zwei Konzepte diskutiert: die Rückkehr zum Goldstandard. Ein Weg, wie er auch von der Schweiz und einigen anderen Ländern verfolgt wurde, aber die aufwändige Äufnung einer Goldreserve bei der Reichsbank impliziert hätte. Oder die Einführung einer durch Grundbesitz gedeckten Rentenmark. Die Grundschild, die als Deckung für die Ausgabe von Rentenmark diente, war in Goldmark ausgedrückt, insofern also real definiert. Die Idee war, dass die Rentenmark einer Goldmark entsprechen sollte. Dadurch ergab sich auch ein festes Verhältnis zum US-Dollar, der ja ebenfalls einen festen Goldpreis hatte. Während die Sozialdemokratie dem Goldstandard zusprach, war der einflussreiche Deutschnationale Karl Helfferich ein vehementer Vertreter der Rentenmark. Begleitet wurde die Stabilisierung durch den Stopp der monetären Staatsfinanzierung, einen unabhängigeren Status der Reichsbank und einem personellen Wechsel hin zu Hjalmar Schacht, einer konsequenten Konsolidierung des öffentlichen Haushalts, sowie mittelfristig der Beilegung des Konflikts um die Restrukturierung der Reparationsschulden im Rahmen des "Dawes-Plans" im April 1924 (Webb, 1989; Ritschl, 2023)¹⁵. Von entscheidender Bedeutung war gemäss Holtfrerich (2023), dass es den Behörden Mitte November 1923 gelang, den Kurs der Rentenmark zum US-Dollar auf 4.20 zu 1 zu stabilisieren.

¹⁵ Wobei sich der personelle Wechsel zum damals (links-)liberal stehenden Hjalmar Schacht durch den Tod des Reichsbankpräsidenten Rudolf Havenstein wie auch des von der Reichsbank favorisierten Nachfolgers und als aggressiver Nationalist bekannten Karl Helfferich erleichterte.

Welche Lehren lassen sich aus dem Vergleich der beiden Länder Deutschland und Schweiz während der Hyperinflation ziehen?

1. Sowohl dem Deutschen Reich als auch der Schweiz mangelte es während des Kriegs an ausreichender Fiskalkapazität, um den enormen Finanzbedarf aus den Kriegsaufwendungen zu bestreiten. Beide Länder griffen auf die Verschuldung durch Ausgabe von Anleihen zurück, was historisch eine übliche Art der Kriegsfinanzierung darstellt.
2. Ein Teil der Aufwendungen wurde in beiden Ländern über die monetäre Staatsfinanzierung bestritten. Im Deutschen Reich wie auch in der Schweiz standen die Währungsbehörden im Dienst der Finanzbedürfnisse des Kriegs und gerieten in eine starke Abhängigkeit zur Finanzpolitik. Mit der Ausdehnung der Geldmengen entstand ein Inflationspotenzial, das sich in beiden Ländern während, bzw. mit der Aufgabe der Zwangsbewirtschaftung nach dem Krieg entlud.
3. Damit war der Weg in die Hyperinflation jedoch nicht vorgezeichnet. Vielmehr lag ein zentraler Grund in der Fortführung und Beschleunigung der Inflationspolitik in den Nachkriegsjahren in Deutschland. Das Schweizer Beispiel bietet ein interessantes Gegenstück. Der klare Wille zur Rückkehr zu stabilitätsorientierten Vorkriegsverhältnissen in der Finanz- und Geldpolitik und die politische Realisierbarkeit einer solchen Politik ebneten den Boden für neues Vertrauen in die Währung. Dabei verfolgte die Schweiz eine Geld- und Fiskalpolitik, die sich zwischen den Extremen bewegte und nicht übermässig kontraktiv wirkte.
4. Natürlich ist nicht von der Hand zu weisen, dass das gesellschaftliche und politische Umfeld der vom Krieg letztlich verschonten Schweiz einen solchen Kurs wesentlich leichter möglich machte als dem von Krieg und Kriegsniederlage gezeichneten Deutschland.¹⁶ Die Schweiz hatte ungleich bessere Karten, die im Generalstreik kulminierenden politischen Krisen jener Zeit zu meistern als das durch massive gesellschaftliche Verwerfungen und internationale Auseinandersetzungen um Reparationszahlungen an die Siegermächte erschütterte Deutschland. Ihre gesellschaftlichen Strukturen erwiesen sich als anpassungsfähig genug, den Pfad zu einer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik zu öffnen. Dieser Entscheid für finanz- und geldpolitische Stabilität war entscheidend für den Weg in eine deutlich bessere wirtschaftliche und gesellschaftliche Zukunft.

¹⁶ Feinstein, Temin und Toniolo (1997) argumentieren, dass die Geldpolitik der 1920er Jahre stark geprägt war durch die äusseren Umstände. Die Kriegsverlierer und die Nachfolgestaaten der Donaumonarchie gerieten in Hyperinflationen (Ausnahme Tschechoslowakei), die vom Krieg stark versehrten Gewinner wiesen hohe Inflationsraten aus (Belgien, Finnland, Frankreich, Italien). Nur die Neutralen und Grossbritannien, das keinen Krieg auf seinem eigenen Territorium hatte, schafften die Rückkehr zur Vorkriegsparität.

Literatur

- Balderston, T. (1989), War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918, *Economic History Review*, 62, 222-244.
- Baltensperger, E. (2012), *Der Schweizer Franken – eine Erfolgsgeschichte*, Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Bartels, C. (2019), Top Incomes in Germany, 1871–2014, *Journal of Economic History* 79, 669–707.
- Bordo, M. und E. White (1991), A Tale of Two Currencies: British and French Finance During the Napoleonic Wars, *Journal of Economic History* 51, 303–316.
- Bordo, M., und H. James (2007), Die Nationalbank 1907-1946: Glückliche Kindheit oder schwierige Jugend? In: *Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007*, 29–118. Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Burret, H.T., L.P. Feld und E.A. Köhler (2013), Sustainability of Public Debt in Germany – Historical Considerations and Time Series Evidence, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 233, 291-335.
- Schweizerische Eidgenossenschaft (1926). *Eidgenössische Staatsrechnung für das Jahr 1925*. Bern.
- Feinstein, C. H., P. Temin und G. Toniolo (1997), *The European Economy Between the Wars*, Oxford University Press
- Feldmann, G.D. (1985), *Die Nachwirkungen der Inflation auf die deutsche Geschichte: 1924-1933*, Schriften des Historischen Kollegs / Kolloquien. Berlin, De Gruyter.
- Feldmann, G.D. (1993). *The Great Disorder. Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914-1924*. Oxford, University Press.
- Feldmann, G.D. (1998). *Hugo Stinnes. Biographie eines Industriellen, 1870-1924*, München, Beck.
- Ferguson, N. (1996), Constraints and Room for Manoeuvre in the German Inflation of the Early 1920s, *Economic History Review* 49, 635-666.
- Ferguson, N. (2002), Public Debt as a Postwar Problem: The German Experience after 1918 in Comparative Perspective. In: Levy, C., Roseman, M. (eds) *Three Postwar Eras in Comparison*. Palgrave Macmillan, London
- Galenson, W. und A. Zellner (1957), International Comparison of Unemployment Rates. In: National Bureau Committee for Economic Research (ed) *The Measurement and Behavior of Unemployment*, National Bureau for Economic Research.
- Halbeisen, P., M. Müller und B. Veyrassat (2012), *Wirtschaftsgeschichte der Schweiz im 20. Jahrhundert*, Schwabe.
- Halbeisen, P. und T. Straumann (2012), Die Wirtschaftspolitik im internationalen Kontext. In: P. Halbeisen, M. Müller und B. Veyrassat (Hrsg.). *Wirtschaftsgeschichte der Schweiz im 20. Jahrhundert* (S. 1077-1129), Schwabe.
- Haller, H. (1976), Die Rolle der Staatsfinanzen für den Inflationsprozeß, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, Frankfurt a.M., 115-155.
- Hayo, B. und F. Neumeier (2016), The social context for German economists: Public attitudes towards macroeconomic policy in Germany, in Bratsiotic, G. und D. Cobham (Hrsg.), *German macro: How it's different and why that matters*, European Policy Centre, 64-72.
- Hefeker, C. (2001), The agony of central power: Fiscal federalism in the German Reich, *European Review of Economic History*, 119-142.
- Holtfrerich, C.-L. (1980), *Die deutsche Inflation 1914-1923. Ursachen und Folgen in internationaler Perspektive*, de Gruyter.
- Holtfrerich, C.-L. (2023), *Die Grosse Inflation in Deutschland 1914 bis 1923*. Wirtschaftsdienst.

- James, H. (2022), *Schockmomente: Eine Weltgeschichte von Inflation und Globalisierung 1850 bis heute*, Herder.
- Jordà, O., Schularick, M. und Taylor, A.M. (2017), *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts*. In: M. Eichenbaum und J.A. Parker (eds) *NBER Macroeconomics Annual 2016*, National Bureau for Economic Research.
- Lopez, J.A. und K. J. Mitchener (2021). *Uncertainty and Hyperinflation: European Inflation Dynamics after World War I*. *The Economic Journal* 131, 450–475.
- Meltzer, A.H. (2004), *A History of the Federal Reserve*, Band 1, Chicago
- Neumark, F. (1976), *Die Finanzpolitik in der Zeit vor dem I. Weltkrieg*. Pp. 57-111 in *Deutsche Bundesbank* (ed.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, Frankfurt a.M
- Ritschl, A. (2005), *The Pity of Peace: Germany's War Economy, 1914-1918 and Beyond*, in S. N. Broadberry und M. Harrison (Hrsg.), *The Economics of World War I*, Cambridge University Press.
- Ritschl, A. (2020), *Die wirtschaftliche Folgen des Ersten Weltkriegs*," in: Marcel Boldorf (ed.), *Handbuch Erster Weltkrieg*, Berlin: de Gruyter, 601-617.
- Ritschl, A. (2023), *Krieg, Verteilungskonflikt, Reparationen: die deutsche Inflation von 1920-1923*. Wirtschaftsdienst.
- Ritschl, A. and M. Spoerer (1997), 'Das Bruttosozialprodukt in Deutschland nach den amtlichen Volkseinkommens- und Sozialstatistiken 1901-1995', in: Lothar Baar et al. (eds.), *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 1997*, Berlin, 28-54
- Roesler, K. (1967), *Die Finanzpolitik des Deutschen Reichs im Ersten Weltkrieg*, Duncker und Humblot, Berlin.
- Ruoss, E. (1992), *Geldpolitik der SNB 1907-1929*, Dissertation.
- Saidi, N. und A. Swoboda (1981), *Exchange Rates, Prices and Money: Switzerland in the 1920s and 1970s*, Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales, Genf.
- Senn, M. und T. Straumann (2022), *Unruhe im Kleinstaat. Der Schweizer Generalstreik von 1918 im internationalen Vergleich*, Schwabe.
- SNB (2007), *Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007*, Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Spoerer, M. (1997). *Weimar's Investment and Growth Record in Intertemporal and International Perspective*. *European Review of Economic History*, 1(3), 271-297.
- Studer, T. (2021), *Die Schweizer Bundesfinanzen. Die Finanzgeschichte des Bundes von der Bundesstaatsgründung bis zur Gegenwart*, Dissertation.
- Webb, S. B. (1986). *Fiscal News and Inflationary Expectations in Germany After World War I*. *The Journal of Economic History*, 46(3), 769–794.