

Carl-Ludwig Holtfrerich

"Die Deutschen können nicht mit Schulden umgehen"

Die steigenden Preise wecken in Deutschland alte Ängste. Zu Recht? Nein, sagt Historiker Carl-Ludwig Holtfrerich: Wir haben die Zeit der Hyperinflation nicht verstanden.

Interview: Marcus Gatzke und Mark Schieritz

10. Juni 2021, 8:26 Uhr / 520 Kommentare /

Carl-Ludwig Holtfrerich [https://www.jfki.fu-berlin.de/faculty/economics/Ehemalige_Mitarbeiter_innen/holtfrerich/index.html] ist emeritierter Professor für Wirtschaftsgeschichte an der Freien Universität Berlin und Autor des Standardwerks "Die deutsche Inflation 1914–1923".

ZEIT ONLINE: Herr Holtfrerich, nach den riesigen Ausgabenpaketen in der Corona-Krise [<https://www.zeit.de/2020/50/corona-hilfen-staat-schulden-kosten-rettungsprogramm>] wächst die Angst vor einem Anstieg der Preise. Sie haben das Standardwerk über die Hyperinflation [<https://www.zeit.de/wirtschaft/2012-11/hanke-krus-hyperinflation>] der Zwanzigerjahre verfasst. Wie war das damals?

Carl-Ludwig Holtfrerich: Während der Hyperinflation von Juli 1922 bis November 1923 wurden die Preise mehrmals am Tag erhöht. Da war ein Bier am Mittag teuer als am Vormittag. Die Reichsdruckerei beschäftigte für den Notendruck im Herbst 1923 mehr als 130 Fremdfirmen mit rund 1.800 Druckmaschinen. Im November 1923 brachte die Reichsbank einen Geldschein im Wert von 100 Billionen Mark heraus.

»Wenn jemand in ein Gasthaus ging, hat er sich das zweite Bier schon bestellt, als das erste serviert wurde – es wäre sonst teurer geworden. «

—Carl-Ludwig Holtfrerich

ZEIT ONLINE: Klingt verrückt. Was haben die Leute gemacht, damit sich der Wert ihres Geldes nicht einfach in Luft auflöst?

Holtfrerich: Sie haben sich angepasst, so gut es ging. Wenn der Lohn ausbezahlt wurde, hat man sofort versucht, das Geld in Waren umzutauschen. Wenn jemand in ein Gasthaus ging, hat er sich das zweite Bier schon bestellt, als das erste serviert wurde – es wäre sonst teurer geworden. Geschäftsleute haben ihre Preise oft in amerikanischen Dollar angegeben.

ZEIT ONLINE: Das muss ein hartes Leben gewesen sein.

Holtfrerich: Es kommt darauf an. Die Inflation hat die Bevölkerung ganz unterschiedlich getroffen. Einbußen erlitt vor allem die Oberschicht. Da wurden riesige Geldvermögen vernichtet.

ZEIT ONLINE: Warum haben diese reichen Leute nicht einfach Immobilien gekauft, um sich abzusichern?

Holtfrerich: Immobilienbesitz war vor allem unter Handwerkern verbreitet. Aber die Mieten waren auf lächerlich niedrigem Niveau gedeckelt. Die wirklich Reichen hatten ihr Geld vor allem in Direkthypothesen und Anleihen des Staates investiert. Die waren nach der Währungsreform praktisch wertlos. Es war damals auch so, dass sich Witwen der im Ersten Weltkrieg Gefallenen auf einmal um die Familienfinanzen kümmern mussten. Die meisten dieser Frauen waren in Geldanlage-Dingen unerfahren.

Das Beste aus Z+

Immobilienfinanzierung

Ein Haus mit Anfang 30? So kann's klappen

[<https://www.zeit.de/wirtschaft/2021-04/immobilienfinanzierung-hauskauf-kredite-finanzen-tipps-baufinanzierung-eigenkapital-zinsen>]

ZEIT ONLINE: Und die Mittelschicht?

Holtfrerich: Die Beamten und die mittelständischen Kaufleute gehörten ebenfalls zu den Verlierern, vor allem wenn sie über Spargelder verfügten. Der Vater von Ludwig Erhard – dem späteren Wirtschaftsminister und Bundeskanzler – hatte ein Textilgeschäft, das als Nachwirkung der großen Inflation pleitegegangen ist. Aber Deutschland war damals stark agrarisch geprägt und die bäuerliche Mittelschicht gehörte zu den Profiteuren der Inflation. Die Landwirte hatten oft Darlehen aufgenommen, um den Betrieb ihrer Höfe und Investitionen zu finanzieren. Sie konnten sich durch die

Geldentwertung entschulden. Auch die Arbeiter waren geschützt. Ihre Löhne wurden indexiert, sie sind also im Gleichschritt mit den Preisen angehoben worden. Das hat die Verluste begrenzt. Sie hatten ja nicht so viele Ersparnisse.



Gerade die Lebensmittelpreise sind Anfang der 1920er extrem gestiegen.

© [M] Albert Harlingue/Roger Viollet/Getty Images

ZEIT ONLINE: Heute sagt man: Die Inflation trifft vor allem die kleinen Leute und treibt sie radikalen politischen Kräften

[<https://www.zeit.de/2021/21/populismus-corona-krise-demokratie-mitsprache-finanzkrise>] zu. Das war damals gar nicht so?

Holtfrerich: Für die Zeit der Weimarer Republik ist das durch die Daten nicht gedeckt. Wenn man die Einkommensverteilung im Kaiserreich mit der Einkommensverteilung nach der Hyperinflation vergleicht, stellt man fest: Die Schere zwischen Reich und Arm hat sich ein Stück weit geschlossen. Die Inflation war sozusagen ein Gleichmacher. Ich war selbst überrascht, als ich das bei meinen Forschungen herausgefunden hatte. Sagt Ihnen der Name Costantino Bresciani-Turroni etwas?

ZEIT ONLINE: Nein.

Holtfrerich: Das war ein italienischer Ökonom, der 1931 ein grundlegendes Buch über die Entstehung der Hyperinflation geschrieben hat. Das Vorwort der im Jahr 1937 erschienenen englischen Ausgabe hat Lionel Robbins verfasst, damals eine führende Persönlichkeit der London School of Economics. Darin heißt es, Hitler sei "das Ziehkind der Inflation". Das ist ein Mythos. Die Nationalsozialisten kamen bei der Reichstagswahl 1928 auf 2,6 Prozent der Stimmen. Mehr nicht.

ZEIT ONLINE: Fünf Jahre später waren sie allerdings an der Macht.

Holtfrerich: Dazwischen liegt aber noch eine andere historische Episode: die große Depression. Im Oktober 1929 brachen die Aktienkurse ein. Es folgte die

Weltwirtschaftskrise, die die Arbeitslosenzahlen nach oben schnellen ließ und zu einer Verelendung großer Teile der Bevölkerung führte. Das hat aber mit der Hyperinflation wenig zu tun. Im Jahr 1922 betrug die Arbeitslosenquote in Deutschland 1,5 Prozent, im Jahr 1932 waren es 17,3 Prozent. Die Inflation war sicher für viele eine traumatische Erfahrung. Aber als Hitler an die Macht kam, herrschte in Deutschland Deflation. Die Preise waren gefallen, nicht gestiegen.

"Die Angst vor der Inflation wurde ausgenutzt"



Die deutschen Beamtenbank stellte 1929 ihre Zahlungen ein. Grund waren Fehlspekulationen, betroffen waren vor allem Beamte der Schutzpolizei. © [M] Imagno/imagio images

ZEIT ONLINE: Wie erklären Sie sich, dass sich die Hyperinflation als Schreckgespenst so in das Gedächtnis der Deutschen eingebrannt hat?

Holtfrerich: Ich halte das für das Ergebnis einer politischen Instrumentalisierung der Inflationsangst. Das fängt schon in den Dreißigerjahren an. Damals schürte Reichskanzler Heinrich Brüning die Angst vor steigenden Preisen, um einen harten Sparkurs durchzusetzen. Sein Argument: Wenn wir jetzt nicht Ausgaben kürzen, um Staatsverschuldung zu vermeiden, dann kommt die Inflation zurück. Das war zwar ökonomischer Unsinn, aber als politisches Manöver hat es zunächst funktioniert.

ZEIT ONLINE: Was hat Brüning mit seiner Sparpolitik denn tatsächlich bezweckt?

Holtfrerich: Es ging ihm vor allem um die Beendigung der Reparationszahlungen [<https://www.zeit.de/politik/ausland/2021-04/zweiter-weltkrieg-griechenland-deutschland-forderung-reparationen>], die nach der Niederlage im Ersten Weltkrieg zu leisten waren. Er wollte der Welt zeigen, dass Deutschland wirtschaftlich schon am Boden liegt und dazu nicht mehr in

der Lage ist. In der innenpolitischen Debatte wurde die Angst vor der Inflation ausgenutzt. Das ist dann auch in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg noch einmal passiert. Es ging um Rückgewinnung von Weltmarktanteilen.

ZEIT ONLINE: Was war da los?

Holtfrerich: Ich habe mir die Protokolle und Veröffentlichungen der Bank deutscher Länder angeschaut, der Vorläuferin der Bundesbank. Es ist ziemlich klar, dass die Geldpolitik dem Ziel diente, Deutschland bei damals festen Wechselkursen einen internationalen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Die beiden Präsidenten Wilhelm Vocke und Karl Bernard argumentierten wie später Ludwig Erhard: Wenn die Preise hierzulande weniger stark steigen als anderswo, dann können wir unsere Waren im Ausland günstiger anbieten. Da kam wieder die Inflation ins Spiel. Erneut wurde das Gespenst steigender Preise heraufbeschworen, um eine harte geldpolitische Linie für den genannten Zweck zu rechtfertigen. Auch dadurch ist die Inflationsangst im Bewusstsein der Deutschen wachgehalten worden.

ZEIT ONLINE: Warum hat das niemand kritisiert?

Holtfrerich: Es hat ja als exportfördernde Strategie funktioniert. Nach dem Krieg ging es aufwärts, der Wohlstand nahm zu. Da war das Interesse an einer solchen Debatte nicht sehr ausgeprägt.

ZEIT ONLINE: Was war eigentlich in Weimar der Grund für die Inflation?

Holtfrerich: Die Reichsregierung stand unter erheblichem Druck. Es gab Aufstände und Unruhen, Kriegsversehrte mussten versorgt, Soldaten in zivile Berufe gebracht werden. Also wurden die staatlichen Ausgaben erheblich ausgeweitet. Finanziert hat das vor allem die Reichsbank mit frisch gedrucktem Geld. Hinzu kommt: Weil praktisch Vollbeschäftigung herrschte, konnte die mit diesem Geld geschaffene zusätzliche Nachfrage mit den in der Wirtschaft vorhandenen, bereits ausgeschöpften Angebotskapazitäten an Arbeitskräften und Maschinen zu stabilen Preisen nicht bedient werden. Also stiegen die Preise.



Die Hyperinflation machte Papierscheine so wertlos, dass Kinder sie als Bauklötze benutzten. © [M] United Archives/imago images

ZEIT ONLINE: Das ist aber doch heute ähnlich. Die Restaurants suchen dringend Arbeitskräfte [<https://www.zeit.de/2021/22/gastronomie-angestellte-arbeitsbedingungen-neuer-job-corona-krise-kurzarbeitergeld>]. Fahrräder [<https://www.zeit.de/2021/08/fahrradhandel-corona-jahr-lockdown-geschaef-umsatz-profit>] und Mietwagen sind schon teurer geworden.

»Als es die D-Mark noch gab, waren in den Jahren des 'Wirtschaftswunders' jährliche Inflationsraten von zwei bis drei Prozent, manchmal auch darüber, üblich. In den Siebzigerjahren hatten wir sogar über sechs Prozent.«

—Carl-Ludwig Holtfrerich

Holtfrerich: Das kann man aber nicht vergleichen. Es mag solche Engpässe kurzfristig geben, weil viele Betriebe in der Pandemie geschlossen waren oder nur eingeschränkt tätig sein konnten. Aber wenn das Virus besiegt ist, kann man die Wirtschaft schnell wieder hochfahren. Es sind ja durch die Pandemie keine Produktionskapazitäten vernichtet worden. Dem Anstieg der Nachfrage

steht also eine Ausweitung des Angebots entgegen, auch dadurch, dass Arbeitskräfte aus Kurzarbeit oder Arbeitslosigkeit wieder in die Produktion zurückkehren. Das bremst die Inflation.

ZEIT ONLINE: Die ist trotzdem zuletzt in Deutschland auf 2,5 Prozent gestiegen.

Holtfrerich: Das beunruhigt mich nicht. Als es die D-Mark noch gab, waren in den Jahren des "Wirtschaftswunders" jährliche Inflationsraten von zwei bis drei Prozent, manchmal auch darüber, üblich. In den Siebzigerjahren hatten wir sogar über sechs Prozent. Wie damals trägt zurzeit vor allem der gestiegene Ölpreis zum Anstieg der Inflation bei, Öl wird aber irgendwann auch wieder billiger werden. Wenn man solche Sondereffekte herausrechnet, liegt die aktuelle Inflationsrate deutlich niedriger.

Mehr als 10.000 Studenten demonstrierten 1974 in Düsseldorf für mehr Bafög und gegen die Folgen der Inflation. © [M] Klaus Rose/imagoe images

ZEIT ONLINE: Und wenn es doch weiter nach oben geht mit den Preisen?

Holtfrerich: Dann kann die Europäische Zentralbank gegensteuern. Wenn der Aufschwung da ist, entfällt der Grund für ihre Krisenmaßnahmen.

ZEIT ONLINE: Die Kritiker sagen: Das wird sie möglicherweise nicht tun, weil etliche Euroländer wegen ihrer gestiegenen Schulden möglicherweise höhere Zinsen nicht verkraften.

Holtfrerich: Die deutsche Staatsschuldenquote ist im vergangenen Jahr von 60 auf 70 Prozent der Wirtschaftsleistung gestiegen, in anderen Euroländern mit höheren Ausgangsquoten auch. Japan liegt seit mehr als zehn Jahren über 200 Prozent, 2020 sogar über 250 Prozent. Trotzdem genießt auch Japan relative Preisstabilität und niedrige Zinsen.

"Die große Inflation war kein Betriebsunfall"

ZEIT ONLINE: Was müsste denn passieren, damit Sie sich Sorgen um die Inflation machen?

Holtfrerich: Wir wissen heute: Es kommt vor allem auf die Erwartungen der Bevölkerung und Wirtschaft an. Wenn die Menschen damit rechnen, dass die Preise schnell und dauerhaft steigen, dann passen sie sich an und fordern zum Beispiel höhere Löhne. Die Unternehmen legen diese dann auf die Preise um und es droht eine Lohn-Preis-Spirale. Ich sehe aber nicht, dass das passiert. Ich kann mich erinnern, dass ich nach der Finanzkrise 2008 [<https://www.zeit.de/wirtschaft/2018-09/finanzkrise-lehman-shareholder-value-doktrin>] oft zu Vorträgen eingeladen wurde und immer wieder erklären musste, warum keine Hyperinflation droht.

ZEIT ONLINE: Warum eigentlich nicht? Die Zentralbanken hatten damals auch ihre Schleusen geöffnet und im großen Stil frisches Geld gedruckt.

Holtfrerich: Geld besteht aber aus verschiedenen Bestandteilen. Das von den Zentralbanken in Umlauf gebrachte Geld steht zwar im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. Es handelt sich dabei aber nur einen verhältnismäßig kleinen Teil der gesamten Geldmenge. Das meiste Geld entsteht als Buchgeld, indem Banken Kredite vergeben. Als Folge der Finanzkrise hatten sie aber ihre Kreditvergabe zurückgefahren, weshalb der Anstieg der gesamten Geldmenge zu schrumpfen drohte. Um eine Deflation und Weltwirtschaftskrise zu vermeiden, haben die Zentralbanken weltweit erfolgreich gegengesteuert.

ZEIT ONLINE: Wusste die Regierung in Weimar damals, dass sie eine so gewaltige Inflation auslöst? Oder ist sie in die Sache ahnungslos hineingeschlittert?

»Die Deutschen können nicht mit Schulden umgehen.«

—Carl-Ludwig Holtfrerich

Carl-Ludwig Holtfrerich © Jacobia Dahm für ZEIT ONLINE

Holtfrerich: Die große Inflation war kein Betriebsunfall. Man wollte die noch junge Demokratie stabilisieren und wusste sich zunächst nicht anders zu helfen, als Staatsausgaben über die Notenpresse zu finanzieren. Zeitgenössische Dokumente der Reichsbank und aus Regierungskreisen zeigen: Man war sich darüber im Klaren, dass diese Finanzierungsmethode die Geldentwertung nährt. Es gab sogar Versuche, die staatlichen Ausgaben stärker über Steuern zu finanzieren, in den Jahren 1919 und 1920 wurde unter der Ägide von Reichsfinanzminister Matthias Erzberger von der Zentrumsparlei eine große Steuerreform verabschiedet.

ZEIT ONLINE: Was ist daraus geworden?

Holtfrerich: Die Maßnahmen konnten bei inflationärer Entwicklung wegen der zeitlichen Verzögerungen zwischen Steuererklärung, Steuerveranlagung und Steuerzahlung nicht greifen. Die einzig erfolgversprechende Stabilisierungsmethode, eine große Vermögensabgabe zulasten der Inflationsgewinner, wurde mit dem "Notopfer" ...

ZEIT ONLINE: ... einer im Jahr 1919 eingeführten außerordentlichen Steuer auf Vermögen ...

Holtfrerich: ... zwar auch von Erzberger versucht, verlief wegen des Widerstands von Interessengruppen und der Inflation aber auch im Sande.

ZEIT ONLINE: Am Ende ist es eine politische Frage, ob ein Land eine höhere Inflation zulässt oder nicht?

Holtfrerich: Für eine Inflationspolitik, wie sie damals betrieben wurde, entscheidet man sich nur unter ganz außergewöhnlichen Umständen. Die haben wir heute aus meiner Sicht nicht. Das aktuelle Problem scheint mir vielmehr zu sein, dass die Deutschen nicht mit Schulden umgehen können.

ZEIT ONLINE: Weil wir an die schwäbische Hausfrau glauben?

Mehr zum Thema

Inflation

Geldpolitik

Wer auf die Hyperinflation wettet, wird viel Geld verlieren

[<https://www.zeit.de/wirtschaft/2021-05/inflation-corona-krise-geldpolitik-boerse-usa-hyperinflation-deutschland>]

Charles Goodhart

"Die Leute wollen jetzt ihr Geld ausgeben"

[<https://www.zeit.de/2021/06/charles-goodhart-inflation-corona-pandemie-geldmenge-finanzmarkt>]

Ökonomie

Wird 2021 das Jahr der Inflation?

[<https://www.zeit.de/2021/02/oekonomie-inflation-corona-krise-gefahr-geldentwertung-preissteigerung-ezb>]

Holtfrerich: Auch die schwäbische Hausfrau nimmt ein Darlehen auf, wenn sie sich ein Haus kaufen will. In Deutschland haben wir seit dem Sparkurs von Bundesfinanzminister Hans Eichel die öffentlichen Investitionen, das heißt die Ausgaben für die Zukunft, gekürzt und die Infrastruktur verfallen lassen. Wenn Politiker Sparkurse durchziehen wollen, gehen sie den Weg des geringsten Widerstands: Öffentliche Investitionen haben keine Lobby, im Gegensatz zu Beziehen von Beamtengehältern, Renten und Sozialleistungen.

ZEIT ONLINE: Sie würden die Schuldenbremse im Grundgesetz streichen?

Holtfrerich: In ihrer jetzigen Form: ja, aber nicht ersatzlos. Sie muss die Kreditfinanzierung von Investitionen zulassen. Ich glaube, wir haben in Deutschland eine Aversion gegen Schulden, die stärker ausgeprägt ist als in den

angelsächsischen Ländern, in Frankreich, in Italien oder in Spanien. Es ist interessant, dass im Deutschen Schuld als moralische Kategorie und Schulden als Finanzinstrument den gleichen Wortstamm haben. Das ist bei den genannten großen Handelsnationen anders. Im Englischen spricht man von *guilt* und *debt*. Ich denke, das hat damit zu tun, dass Deutschland bis in das letzte Drittel des 19. Jahrhunderts hinein ein armer Staat ohne weltweite Handelserfahrungen ähnlichen Ausmaßes war. Es gab zwar reiche Kaufmannsfamilien, wie die Fugger in Augsburg und Welser in Nürnberg sowie Bürger der Hansestädte, aber das waren Ausnahmeerscheinungen.

ZEIT ONLINE: In Deutschland sagt man auch: Die Nullzinspolitik der EZB enteignet die Sparer. Wie sehen Sie das?

Holtfrerich: Die Ursachen der weltweit niedrigen Zinssätze liegen woanders: In prosperierenden Schwellenländern, wie China, Brasilien, Indien und auch Russland, hat sich eine wohlhabende Mittelschicht gebildet, die große Teile ihres Einkommens für ihre Altersvorsorge spart. Dieses Geld strömt anlagesuchend auf die internationalen Kapitalmärkte. Nur ist dort die Nachfrage nach Kapital seitens der Unternehmen schwächer als je.

ZEIT ONLINE: Warum?

Holtfrerich: Die großen Digitalkonzerne brauchen kaum noch Kapital. Sie finanzieren sich selbst. Mit ihren riesigen Liquiditätsreserven werden sie selbst zu Anlegern. So trifft ein gestiegenes Kapitalangebot auf eine schwache Kapitalnachfrage. Die öffentlichen Hände in Deutschland und in der EU weigern sich, die Lücke durch mehr Staatsverschuldung zu kompensieren, und klammern sich an Schuldenbremsen. Das stark gestiegene Kapitalangebot bei nur noch schwach steigender Kapitalnachfrage hat dazu führt, dass die Zinsen in den vergangenen Jahrzehnten stetig gesunken sind. Die EZB und andere Zentralbanken haben damit nur wenig zu tun. Im Übrigen: Das weltweite Geldvermögen ist stets genauso hoch wie die weltweite Summe aller Schulden. Das sind die zwei Seiten derselben Medaille. Staatliche Schuldenbremsen ohne Berücksichtigung des Verschuldungsverhaltens privater Akteure sind deshalb auch Beschränkungen der Geldvermögensbildung. Damit schützen sie nicht den Wohlstand zukünftiger Generationen, sondern belasten ihn.