

Der Funktionsverlust der deutschen Finanzmärkte in Weltkrieg und Inflation 1914-1923

Von Hartmut Kiehling (München)

Summary

German collective unconscious contains the memory of the failure of financial markets during and after World War I. This article shows the volatility of prices and turnover and the fluctuations of capital formation and its structure during this period. A detailed description of external market shocks covers inflationary development itself, cross-border capital movements, capital flight into alternative investments and government intervention. The consequence of these external shocks was a loss of price functions. Instead of medium to long term investments and credits, short term speculation and arbitrage became dominant. In addition to price differentials, liquidity and safety motives were of growing importance. Price transparency of the markets sank to a large extent and there were barriers to enter many financial markets. All this led to an almost complete disintegration of these markets: Price connections between different markets disappeared and most of them became fragmented. Step by step the behaviour of German financial markets changed: Rigidity of war economy paralyzed important markets until 1922 while some financial markets almost continually suffered from severe fluctuations ever since the end of the war. During hyperinflation market participants tended to act only in one direction. As a result German financial markets destabilized completely and were probably ruled by chaotic regimes.

I. Funktionen der Finanzmärkte

Es hat sich in das kollektive Gedächtnis der Deutschen eingeprägt, daß ihre Finanzmärkte in der Zeit der Inflation nach dem Ersten Weltkrieg wesentliche Funktionen nicht mehr erfüllen konnten: Vermögensbildung ging in Vermögensvernichtung über, Marktzugang und Informationseffizienz¹ waren gestört. Diesen Funktionsverlust zu untersuchen, ist Aufgabe dieses Artikels. Dabei ist es sinnvoll, den Untersuchungszeitraum auf die Jahre 1914-1918 auszudehnen, da hier eine Reihe von Fehlentwicklungen ihren Anfang nahmen, die danach erst voll zum Ausbruch kamen. Andererseits beschränkt sich diese Studie auf die organisierten Finanzmärkte im Sinne der Geld-, Effekten- und Devisenmärkte, da diesen typischerweise ein hoher Organisationsgrad und Informationsstand, eine große Vereinheitlichung von Handelsobjekten und Usancen sowie eine hohe Fungibilität und Interdependenz innewohnt, sich Funktionsverluste so besser darstellen und z.T. sogar quantifizieren lassen.

Eine wichtige Funktion der Finanzmärkte besteht in der Mobilisierung disponibler Einkommensteile der Wirtschaftsobjekte als *Kapitalanlage*. Gründe für eine solche Kapitalanlage können neben der Hoffnung auf langfristigen Vermögenszuwachs die eher kurzfristigen Motive der Spekulation und Arbitrage sein. Für den langfristigen Vermögenszuwachs ist es Voraussetzung, daß die Gesamtperformance auf Dauer über der Inflationsrate liegt. Die Spekulation baut dagegen auf größeren Kursschwankungen im Zeitablauf, die Arbitrage auf

1 Informationseffizienz hier und im folgenden im Sinne der Verfügbarkeit der für die Anlage- bzw. Kapitalaufnahmeentscheidung notwendigen Informationen, Kapitalmarkteffizienz im Sinne einer optimalen Erfüllung der Allokationsfunktion des Kapitalmarktes, nicht etwa im Sinne der Informationseffizienz nach der Modernen Kapitalmarkttheorie.

gleichzeitigen Kursdifferenzen zwischen einzelnen Börsenplätzen auf. Ganz generell ist für die Kapitalanlage Voraussetzung, daß zumindest ein Teil der Wirtschaftssubjekte über disponibles Kapital oder entsprechende Kreditmöglichkeiten verfügt.² In Zeiten der Hoch- und Hyperinflation werden dies regelmäßig freie Einkommensteile sein, da die zu früheren Konditionen in Inlandswährung angelegten Vermögensteile bereits stark an Wert verloren haben. Ganz generell gilt, daß die Märkte für ein ordnungsgemäßes Funktionieren einerseits den Kapitalzufluß der langfristigen Vermögensanlage benötigen, andererseits die ausgleichenden Effekte der Arbitrage und die konträren der Spekulation.

Finanzmärkte haben andererseits die Funktion, die *Kapitalnachfrage* zu befriedigen. Wirtschaftssubjekte werden vor allem dann Kapital nachfragen, wenn die damit finanzierten Investitionen einen ausreichenden Mittelrückfluß versprechen. Für eine solche Berechnung muß man jedoch zukünftige Entwicklung mit hinreichender Sicherheit abschätzen können – gleichgültig, ob Kalkulationszins und interner Zins oder korrespondierende Finanzflüsse verglichen werden. Kapitalbedarf kann unabhängig davon, ob eine solche Rechnung möglich ist und ein positives Ergebnis ergibt, aus Gründen des Unternehmenserhalts auftreten (Sicherung von Marktanteilen, Aufrechterhaltung der Produktionskapazitäten, Modernisierung etc.).

Aufgabe der Finanzmärkte ist es, *Kapitalangebot und -nachfrage zum Ausgleich* zu bringen. Dabei kommt es nicht nur darauf an, einen (oder mehrere) Preise zu finden, zu dem der Markt insgesamt geräumt wird, sondern zugleich auf den Ausgleich differierender Bedarfe hinsichtlich der gewünschten Fristen, Tranchen, Orte und Personen. Grundsätzlich geschieht auch diese Feinsteuerung über den Preis (laufende Verzinsung bzw. Performance). Dabei können allerdings lediglich laufzeitbedingte Unterschiede werturteilsfrei berücksichtigt werden. Andere Motive wie Liquidität, Verfügungsmöglichkeit und Sicherheit einer Anlage sind durch Auf- und Abschläge zu berücksichtigen, die zumindest ex ante nicht genau quantifiziert werden können. Es kann zu einem gravierenden Verlust der pretialen Lenkungsmechanismen des Marktes führen, wenn solche Motive in den Vordergrund treten – wie dies im Untersuchungszeitraum geschehen ist.

Eine wichtigste Voraussetzung für das Funktionieren der Finanzmärkte ist der freie Marktzugang. Wichtig ist, daß nicht einzelne Anbieter oder Nachfrager auf einen Markt allein angewiesen sind. Es müssen ausreichende Substitutionsbeziehungen zwischen den Märkten bestehen. Dies schlägt sich in einer gewissen Homogenität und Vergleichbarkeit der Anlageformen nieder, so daß Arbitrage innerhalb der Märkte und zwischen ihnen möglich ist. Für funktionierende Finanzmärkte ist daher eine gewisse Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes typisch.

Die vorliegende Arbeit wird zunächst den Kapitalanlage- und -aufnahmebedarf sowie die Transaktionsvolumina auf den Finanzmärkten untersuchen, um auf diese Weise erste Hinweise auf deren Leistungsfähigkeit zu gewinnen. Dafür ist einerseits Voraussetzung, daß externe Störeinflüsse – wie Geldentwertung, staatliche Eingriffe, internationale Interdependenzen und Alternativmärkte – der Funktionserfüllung nicht entgegen stehen. Andererseits müssen die üblichen pretialen Lenkungsmechanismen funktionieren. Hier sind vor allem freier Markteintritt und ausreichende Informationseffizienz wichtig. Diese Fragen werden in den Kapiteln 3 und 4 behandelt, bevor in einem letzten Abschnitt die grundlegenden Ver-

2 Da eine Kreditaufnahme in Zeiten der galoppierenden und Hyperinflation allenfalls auf kurze Sicht möglich ist, kommt sie zum großen Teil Spekulation und Arbitrage zugute.

haltensunterschiede der Finanzmärkte der Zeit (Desintegration, Turbulenzen) zur normalen Funktionsweise herausgearbeitet werden.

II. Angebot, Nachfrage und Transaktionsvolumina

1. Kapitalanlage- und -aufnahmebedarf

Ein ungefähres Bild der gesamten Kapitalaufbringung in der Kriegs- und Inflationszeit erhält man, wenn man die Effektenplazierung berücksichtigt und daneben die Bankeinlagen des Publikums aus den vorhandenen Bilanzdaten³ hochrechnet. Die Wertpapierunterbringung verdoppelte sich in den ersten beiden Kriegsjahren jeweils allein aufgrund der Zeichnungen von Kriegsanleihen. Obwohl deren Plazierungserfolg danach stagnierte, stieg die Kapitalbildung zumindest bis 1918 weiter an. Sie bestand in den letzten drei Kriegsjahren über Wertpapierzeichnungen hinaus in einem enormen Zuwachs an Bankeinlagen. Nachdem sich 1919 der Einführungsstau⁴ bei den übrigen Effekten aufgelöst hatte, lag die Kapitalbildung von 1920 bis 1922 nur noch bei rund 15 Prozent der drei Jahre zuvor. Ein Zusammenbruch des Kontensparens führte 1923 nochmals zu einer Halbierung. Dennoch blieben die Zahlen vergleichsweise hoch. So summierte sich die Kapitalaufbringung, die bis 1918 auf mehr als das Fünffache des Vorkriegsstandes gestiegen war, im chaotischen Jahr 1923 immerhin noch auf ein Viertel des Wertes von 1913 (s. Tab.1).

Tabelle 1: Kapitalvermögensbildung 1913-1924

Mio GM						
	Einlagen aller Banken Schätzung d. Zuwaches	Effektenaus- gabe, Nominal- werte, ab 1921 Kurswerte	Börsenein- führung von Wertpapieren, Nominalwerte	Zeichnung von Kriegs- anleihen, Emissionskurse	Summe d. Kapital- vermögens- bildung*)	davon Effekten- primär- märkte*)
1913	1.299	2.721	3.777		6.498	5.199
1914	1.401		4.331	4.425	10.157	8.756
1915	716			18.276	18.992	18.276
1916	3.010			16.212	19.222	16.212
1917	7.336		184	16.369	23.890	16.553
1918	8.954		505	17.762	27.221	18.267
1919	4.331		18.100		22.431	18.100
1920	2.261		778		3.039	778
1921	2.296	1.460,7	474		3.757	1.461
1922	2.236	672,5	192		2.909	673
1923	370	858,6	455		1.229	859
1924	8.023	473	322		8.496	473

Quellen: BBk, Holtfrerich, eigene Berechnungen.

geschätzte Werte kursiv. *) 1913 u. ab 1921 auf der Basis der Plazierungen, nicht der Börseneinführungen.

3 Insbesondere der Berliner Großbanken und der Sparkassen. A. Lansburgh, Die Berliner Großbanken in den Jahren 1919- 1924, in: Die Bank 1920 S. 436-444, 1921 S. 370-376, 1922 S. 545-552, 1923 S. 470-475, 1924 S. 361-376 u. 1925 S. 260-269; C.-L. Holtfrerich, Die deutsche Inflation 1914-1923. Ursachen und Folgen in internationaler Perspektive, Berlin 1980, S. 48-52.

4 Über die Ausgabe von Rentenwerten liegen erst ab 1921 statistische Angaben vor. Es ist daher möglich, daß ein Großteil der 1919 eingeführten öffentlichen Anleihen bereits in den Jahren zuvor plaziert worden war.

Damit liegt eine Zweiteilung des Untersuchungszeitraumes nahe. Bis zum Kriegsende blieb die Sparquote der privaten Haushalte zumindest konstant, wenn sie nicht sogar anstieg:

Die Geldmenge erhöhte sich seit Kriegsbeginn stärker als die verfügbare Warenmenge. Die Diskrepanz wuchs noch, als 1916/17 die Kriegsanstrengungen mit dem Hindenburgprogramm intensiviert wurden.

Gleichzeitig bezog man immer größere Teile des Warenkorbes der privaten Haushalte in die Preisregulierung ein. Trotz eines umfangreichen Schwarzmarktes ergab sich vor allem seit 1916 ein Inflationsrückstau, der zu einem Anlagedruck führte.⁵ Er spiegelte sich zum einen in der Zunahme der Spareinlagen bei den Sparkassen wieder, zum anderen in den Zeichnungsergebnissen der Kriegsanleihen.⁶

Die Anpassungskrise 1919/20 mit einem Inflationsschub, dem Verfall der Mark an den Devisenmärkten und einem Kurssturz deutscher Aktien und Renten markierte den Beginn einer neuen Periode deutlich eingeschränkten Kapitalangebots. Seit 1920 kann man anhand der vorhandenen Gehalts- und Ausgabenzahlen wenigstens einen ungefähren Eindruck von der möglichen Entwicklung der Ersparnis wichtiger Bevölkerungsgruppen gewinnen. Stellt man die Nominalgehälter eines höheren Beamten dem Existenzminimum einer vierköpfigen Berliner Familie gegenüber,⁷ so lassen sich mehrere Phasen unterscheiden:

- im Frühjahr 1920, März 1921 bis November 1922 sowie November und Dezember 1923 rückläufige Sparbeträge, bis die theoretisch mögliche Ersparnis zuletzt jeweils gegen Null tendierte,
- April bis Juni 1920 und Dezember 1922 bis Oktober 1923 deutlich ansteigende Sparbeträge sowie
- Juni 1920 bis Februar 1921 ein schwankendes, wenn auch hohes Niveau theoretisch möglicher Ersparnis.

Insgesamt erhält man den Eindruck, daß die wichtige Anlegergruppe der höheren Beamten (und wohl auch die der "besseren" Angestellten) von Mitte 1920 bis Mitte 1922 sowie im Jahr 1923 durchaus über gewisse Mittel verfügte, um Kapitalvermögen zu bilden

Die Kapitalnachfrage war während der Kriegs- und vor allem der Inflationszeit ohnehin kaum limitiert. So sorgten die großen Kurs- und Preisfluktuationen von Effekten und Realkapital für einen bedeutenden Finanzbedarf der Spekulation. Nachdem die Investitionen der Unternehmen, aber auch des Staates seit Kriegsbeginn stetig zurückgegangen waren, ergab sich seit 1918/19 auch hier Nachholbedarf. Dies galt insbesondere für Bereiche wie die Handelsflotte, Lkws, Vieh, landwirtschaftliche Maschinen und rollendes Eisenbahnmaterial, in denen der Versailler Vertrag Ablieferungspflichten vorsah.⁸ Zudem mußten die Unternehmen erhöhte Anstrengungen unternehmen, um ihre im Krieg verlorenen Positionen am Weltmarkt wieder zu erringen. Ob allerdings der erwartete Erlös aus so finanzierten Investitionen höher war als die erwarteten Kapitalkosten, konnte mit fortschreitender Inflation immer weniger abgeschätzt werden. Ähnlich lagen die Dinge bei Banken und Hypothekenbanken. Zwar war es ihnen theoretisch möglich, Kredite fristenkongruent zu refinanzieren und

5 *Holtfrerich*, Inflation, S. 76-92.

6 Ebenda S. 49-52 u. 108.

7 Ebenda S.39 f.; *Statistisches Reichsamt*, Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923, Sonderheft I zu Wirtschaft u. Statistik, Berlin 1925, S.43.

8 *Deutsche Bundesbank (Hg.)*, Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, Frankfurt a.M. 1976, S. 327.

damit Zinsänderungsrisiken weitgehend auszuschließen. Die Vorausschätzung jedoch, ob die realisierte Marge auch den zukünftigen Verwaltungsaufwand decken würde, wurde immer schwerer. Für den Staat waren derartige Überlegungen dagegen nicht relevant. Sein Kapitalbedarf stieg mit den Haushaltslöchern.⁹

2. Transaktionsvolumina

Einen Hinweis, inwieweit die Finanzmärkte ihre Funktionen erfüllten, könnten die Transaktionsvolumina auf den Sekundär- und *Primärmärkten* geben. Dabei fallen auf beiden Märkten starke Schwankungen auf. So erhöhten nach Kriegsbeginn hohe Nettoplazierungen schnell den Umlauf langfristiger Schuldverschreibungen des Reiches (1916-1919 jeweils um mehr als 20 Mrd M p.a.). Bereits 1920 ging die entsprechende Unterbringung jedoch auf 634 Mio M zurück. Neuemissionen von Anleihen des Reiches waren danach - mit Ausnahme der wertbeständigen Papiere der Hyperinflation - nicht mehr möglich. Stattdessen nutzte das Reich die immer stärker fortschreitende Geldentwertung und zahlte ihre "fundierte Schuld" in großem Umfang zurück (s. Abb. 2).¹⁰

Ähnliche Sprünge - wenngleich unter umgekehrtem Vorzeichen - vollführte die Nettoplazierung von Pfandbriefen und Kommunalobligationen der privaten Hypothekenbanken. Im Ersten Weltkrieg einerseits durch die Einstellung von Bauvorhaben beeinträchtigt, andererseits durch Kriegsanleihen verdrängt, brachte erst das Jahr 1918 eine gewisse Erholung, bevor Inflation und vorzeitige Kredittilgungen die Zeichnungen erneut drückten. Erst die Möglichkeit wertbeständiger Emissionen deutete 1923 eine Erholung an (s. Abb. 3).¹¹

Nach dem vorhandenen, wenn auch unvollständigen Datenmaterial,¹² sanken die Aktienplazierungen 1914/15 auf einen Bruchteil ihres Vorkriegswertes, erreichten diesen jedoch real bis 1921 wieder, um danach mit der Inflation auf geringfügige Volumina abzuschmelzen. Dennoch vervielfachte sich die Zahl der Emissionen im Laufe der Inflationszeit (1919: 482, 1920: 2 373, 1921: 3 792, 1922: 6 781, 1923: 13 854). Da gleichzeitig die Zahl der GmbH-Gründungen deutlich anstieg, dürfte die Erhöhung der Zahl der Kapitalmaßnahmen von Aktiengesellschaften eher eine Reaktion auf die gestiegenen unternehmerischen Risiken in der Inflation dargestellt haben und die Aktien wohl von vornherein in festen Händen gelandet sein.¹³

Die Marktanteile der einzelnen Wertpapierarten verschoben sich auf dem Primärmärkten wiederholt gravierend. Nimmt man die Börseneinführungen zum Maßstab, so partizipierten

9 Davon unberührt bleibt, daß er diese mangels Nachfrage nach seinen Papieren immer weniger über die Rentenmärkte finanzieren konnte, und daher immer mehr auf die Notenpresse angewiesen war.

10 Deutschlands Wirtschaft, Währung und Finanzen, Berlin 1924, S. 29. Die Rückzahlung geschah im wesentlichen durch Anrechnung bei bestimmten Steuerzahlungen. C.-D. Krohn, Helfferich contra Hilferding. Konservative Geldpolitik und die sozialen Folgen der deutschen Inflation 1918-1923, in: Vierteljahrschrift für Sozial- u. Wirtschaftsgeschichte 62, 1975, S. 67 f.

11 E. Achterberg, Hundert Jahre Deutsche Hypothekenbank. Von Wesen und Werden privater Hypothekenbanken in Deutschland, Bremen 1962, Anhang. Die Darstellung verwendet Goldmark-Volumina, um das Jahr 1923 einbeziehen zu können. An der Gesamtaussage der Grafik ändert sich dadurch jedoch nichts, wenn man davon absieht, daß die Mark-Beträge 1921 und 1922 ansteigen.

12 Plazierungen bis 1914 und ab 1919, im Ersten Weltkrieg lediglich der gemeinsame Kapitalbedarf der AGs und GmbHs sowie die Entwicklung des Nominalkapitals der AGs. *Statistisches Reichsamt*, Wirtschaft u. Statistik 1-5, 1920-1924.

13 Ebenda.

vor dem Ersten Weltkrieg alle *Emittentengruppen* in einem mehr oder weniger ausgeglichenen Maße am Kapitalmarkt. Nach dem Ersten Weltkrieg nutzten einzelne Emittentengruppen relativ kontinuierlich die organisierten Kapitalmärkte. Dazu gehörten private und öffentlich-rechtliche Realkreditinstitute mit ihren 'Pfandbriefen und Kommunalobligationen' sowie die privaten Banken mit den 'sonstigen Bankschuldverschreibungen'. Dazu gehörten aber auch Aktienplazierungen inländischer Emittenten. Dagegen fehlten Börseneinführungen ausländischer Aktien in der Inflationszeit nahezu völlig. Nach den hohen Plazierungsvolumina von Kriegsanleihen führte das Reich 1919 ein Rekordvolumen seiner Anleihen an der Börse ein und verdrängte Aktieneinführungen damit bis auf einen geringen Rest. Ähnliches spielte sich in Jahr 1923 ab, als die Börseneinführungen wertbeständiger Reichs- und Länderanleihen besonders zulasten des Aktienmarktes gingen. Deren Emissions- und Börseneinführungsvolumina bewegten sich gegenläufig zu den auch real stark ansteigenden Aktienkursen (Neuemissionen 1922: 145,4, 1923: 12,4 Mio GM). Die Aktienmärkte der Hyperinflation gehorchten also in dieser Hinsicht den normalen Reaktionsmustern nicht mehr: Üblicherweise steigen die Plazierungsvolumina im Börsenboom relativ unabhängig vom aktuellen Investitionsvolumen. Dies gilt insbesondere für Neuemissionen. Immerhin trocknete der Markt für Aktienemissionen in der Inflationszeit (und vermutlich auch während des Krieges) nie vollständig aus. Dasselbe läßt sich für Stadtanleihen und Industrieobligationen vermuten. Dagegen emittierten ausländische Gläubiger seit 1914 keine Anleihen mehr und die Märkte für Reichsanleihen und Pfandbriefe litten während einiger Jahre sogar unter Nettorückzahlungen. Da die Plazierungsvolumina insgesamt sehr stark fluktuierten, deutet bereits deren Entwicklung darauf hin, daß die deutschen Finanzmärkte ihre Funktionen im Untersuchungszeitraum nicht immer wahrnehmen konnten.

Über die Umsätze auf den *Effektensekundärmärkten* sind wir relativ schlecht unterrichtet. Anhand der Marktkommentare läßt sich jedoch ein deutlicher Anstieg der Börsenumsätze im Oktober/November 1921, im März 1922 sowie - mit Ausnahme der Monate Februar und März 1923 - seit Oktober 1922 konstatieren. Im großen und ganzen ein ähnliches Bild zeichnet die Zahl der durchschnittlichen Börsentage pro Woche: Die Wertpapierbörsen reservierten umso mehr Tage für die Aufarbeitung, je höher die Orderflut anstieg. Nach diesem Indikator war der Handel von September 1921 bis Januar 1922 sowie ab Oktober 1922 besonders lebhaft (s. Abb. 4). Aus der Reichsstempelabgabe errechnen sich jedoch für die Rechnungsjahre 1920/21 und 1921/22 (jeweils April bis März) besonders hohe Umsätze. Demnach wären in der Hyperinflation zwar die Stückumsätze angestiegen, die realen Volumina sanken jedoch inflationsbedingt.¹⁴

III. Externe Störeinflüsse

1. Die Inflation

Die deutschen Finanzmärkte waren 1914-1923 einer Vielzahl negativer externer Einflüsse ausgesetzt, die ihre Funktionsfähigkeit z.T. deutlich herabsetzten. Einer der wichtigsten dieser Einflüsse war die Inflation. Sie entwickelte sich im Untersuchungszeitraum keinesfalls gleichmäßig. Nach einem ersten Sprung im August 1914 (gg. Vmo. +10,1 Prozent) stieg der Großhandelsindex des Statistischen Reichsamtes - nur er liegt auch für die

¹⁴ Marktkommentare in Die Bank 1919-1924. Im einzelnen H. Kiehling, Die deutsche Börse in den Jahren 1920 bis 1923, in: Bankhistorisches Archiv 21, 1995, S. 93-98.

Kriegszeit vor - erstmals in den Augustmonaten 1917 und 1918 gegenüber dem Vormonat um mehr als 10 Prozent. Zur ersten längeren inflationären Entwicklung kam es von Juli 1919 bis Februar 1920 (insgesamt +607 Prozent). Danach sanken die Großhandelspreise bis Mai 1920 wieder um gut 60 Prozent - lediglich im Herbst 1920 unterbrochen durch einen (vergleichsweise moderaten) Teuerungsschub. Im weiteren Verlauf des Jahres 1921 kam es dann Schritt für Schritt zu einem Aufschaukeln der Inflation. Sie wies seit Februar 1922 im Vormonatsvergleich nahezu stetig zweistellige Veränderungsraten aus. Auch in der nun folgenden Zeit hoher und höchster Inflationsraten verlief die Entwicklung jedoch nicht gleichförmig. So fiel die monatliche Teuerungsrate im Mai 1922 auf 1,6 Prozent zurück, während sie im März bereits 32,4 Prozent betragen hatte. Mit dem Juli des Jahres begann die Hyperinflation. Im Oktober und November 1922 verdoppelten sich die Preise erstmals gegenüber dem Vormonat. Nach einer kurzen Beruhigung kam es im Februar 1923 wieder zu einer Verdoppelung. Dann trat erneut eine kurze Beruhigung ein. Im März 1923 sanken die Großhandelspreise (gg. Vmo.) sogar erstmals seit Mitte 1921 wieder. Ab der Jahresmitte steigerte sich die Inflation jedoch rasant, bis im Oktober des Jahres mit +29 525 Prozent die stärkste Beschleunigung erreicht war (s. Abb. 5).¹⁵

Der Inflationsverlauf war geeignet, die Zeitgenossen immer wieder zu überraschen. So war es bis Mitte 1921 trotz des Teuerungsschubes fünf Monate zuvor allgemeiner Konsens, daß die hochinflationäre Entwicklung überwunden sei, die im Sommer 1919 nach Bekanntwerden des Versailler Vertrages aufgetreten war. Das Aufflackern der Inflation im Herbst 1920 führte folgerichtig dazu, daß sich die Konsumenten sogar bei Grundnahrungsmitteln zurückhielten und auf preiswerte Ersatzware zurückgriffen.¹⁶ Erste gravierende Irritationen gab es im zweiten Halbjahr 1922, als sich die Teuerung insgesamt auf einem deutlich höheren Niveau wiederfand. Jetzt wurden Einzelhändler geradezu überrannt, die im Quervergleich günstige Güter des täglichen Bedarfs anboten. Die Bevölkerung glaubte nicht mehr daran, daß die Inflation bald zu stoppen sei. Die Monatsdurchschnitte veränderten sich jedoch nicht gleichförmig und auch die Schwankungen innerhalb dieser Monate konnten beträchtlich sein. Völlig neu war für die Bevölkerung jedoch die Entwicklung im zweiten Halbjahr 1923. Noch in den Monaten März und April stagnierte die Teuerung wie letztmals um die Jahreshälfte 1921/22. Auch die Verdoppelung der Preise im Juni 1923 war im Licht der vorangegangenen Ereignisse keinesfalls völlig überraschend. Anders als im Dezember 1922 und im März 1923, als jeweils eine Beruhigung der Situation eintrat, steigerte sich die Inflation jetzt jedoch zu einem wahren Furioso. Ab August konnte die Mark ihre Zahlungsmittelfunktion bei monatlichen Teuerungsraten weit jenseits der 1.000 Prozent nicht mehr wahrnehmen. Allein zwischen dem 13. und dem 27. September 1923 stieg der Lebenshaltungskostenindex des Statistischen Reichsamtes von 5.510.460 auf 28 Millionen (1913/14=1).¹⁷ Die Daten des Statistischen Reichsamtes zeigen die Sprunghaftigkeit des inflationären Prozesses auf. Allein diese Sprunghaftigkeit legt die Vermutung nahe, daß auch die Finanzmärkte von der Entwicklung immer wieder überrascht wurden und zumindest in der Hoch- und Hyperinflation jeder Versuch, längerfristiger zu disponieren, für denjenigen

15 *StatRA*, Zahlen zur Geldentwertung, S. 33.

16 K. Fuchs, Ein Konzern aus Sachsen. Das Kaufhaus Schocken als Spiegelbild deutscher Wirtschaft und Politik 1901 bis 1953, Stuttgart 1990, S. 78.

17 Ebenda S. 90 f.

unmöglich war, der keinen ausreichenden Zugang zu wertbeständigen Zahlungsmitteln oder Sachwerten hatte.

2. Staatliche Eingriffe

a) Effektensekundärmärkte

Neben Art und Höhe der Preissteigerung litten die Finanzmärkte unter vielfältigen staatlichen Eingriffen. Die *Sekundärmärkte* für Effekten waren während des Ersten Weltkriegs stark reglementiert. Bereits am 1. August 1914 hat man die deutschen Börsen wie die der meisten anderen Länder geschlossen. Den Großbanken war es in den ersten Kriegsmonaten sogar untersagt, am inoffiziellen Effektenhandel teilzunehmen.¹⁸ Ende 1914 kam schrittweise ein Freiverkehr zustande, der den Bundesrat im Februar dazu veranlaßte, in einer Verordnung jede amtliche Kursfeststellung durch Kursmakler unter Aufsicht des Börsenvorstandes und jede Veröffentlichung von Kursen zu verbieten.¹⁹ In der Folge bildeten sich für dasselbe Papier an verschiedenen Plätzen vielfach Kurse, die sich voneinander um mehrere Prozent unterschieden. Gleichzeitig nahmen die Kursfluktuationen zu.²⁰ Trotz dieser Behinderungen erzielte der Aktienmarkt bereits Mitte 1915 Umsätze, die kaum hinter denen ruhiger Tage der Vorkriegszeit zurückstanden. Da nun lediglich Filialen und Depositenkassen der Großbanken über Kurslisten verfügten, zogen diese einen großen Teil der Effekenumsätze auf sich.²¹

Erstmals zum 31.12.1916 hat man zum Zweck der steuerlichen Bewertung für sämtliche Börsenwerte wieder Kurse festgestellt und veröffentlicht.²² Am 7.7.1917 wurde das Kurslistenverbot für Bankiers allgemein aufgehoben, so daß das Publikum nun bei jeder Bankstelle den genauen Kursstand erfahren konnte. Anfang Dezember desselben Jahres durften die deutschen Börsen den Aktienhandel wieder aufnehmen.²³ Die amtliche Kursfeststellung blieb jedoch noch ein Jahr verboten.²⁴ Der vor dem Krieg so bedeutende Terminhandel wurde danach durch die sog. variable Notiz ersetzt, bei der man zunächst für 45 marktbreite Titel fortlaufend Kurse feststellte. Mit Rücksicht auf die Reichsanleihen konnten festverzinsliche Werte sogar erst ab dem 1. September 1919 in den Börsenhandel einbezogen werden. Gleichzeitig gründete man die Reichsanleihe-Aktiengesellschaft mit der Aufgabe, am Markt angebotene Kriegsanleihen aufzunehmen. Sie beschaffte sich die notwendigen Mittel durch Lombardierung solcher Stücke bei der Reichsdarlehenskasse.²⁵

In der letzten Phase der Hyperinflation kam es erneut zu staatlichen Eingriffen in den Effektenhandel. Am 22.7.1923 bestimmte der Reichspräsident in einer Notverordnung, daß auf Mark lautende Wertpapiere nur zu Berliner Börsenkursen an- und verkauft werden durften.²⁶ Es war dies eine Maßnahme, die primär darauf abzielte, die Markttransparenz zu

18 F. Kronenberger, Die Preisbewegung der Effekten in Deutschland während des Krieges, Berlin 1920, S. 7 u. 43 f.

19 RGBl v. 25.02.1915, S. 11 f.

20 W. Mattersdorf, Die Preisbildung am Aktienmarkt der Berliner Börse während der Inflation, Diss. Rostock 1925, S. 62-66.

21 Kronenberger, a.a.O., S. 7.

22 W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, München ²1929, S. 228.

23 VO v. 8. Nov. 1917, RGBl 1917, S. 1 021 f.

24 Wiederaufnahme durch VO v. 19.11.1918, RGBl 1918, S. 1 316.

25 W. Lotz, Die deutsche Staatsfinanzwirtschaft im Kriege, Stuttgart 1927, S. 40 f.

26 RGBl 1923 I, S. 401.

erhöhen und eine Übervorteilung des Publikums durch örtlich stark differierende Kurse zu vermeiden.

b) Effektenprimärmärkte

Die *Emissionsmärkte* unterlagen im Krieg zunächst keinen rechtlichen Restriktionen. Dennoch gingen die Neuemissionen an Aktien in den Jahren 1915 und 1916 um 2/3 auf schätzungsweise gut 200 Mio GM zurück.²⁷ Dies hatte wahrscheinlich zwei Gründe:

Zum einen schossen die Reingewinne der Unternehmen in die Höhe.²⁸ Gleichzeitig sanken die deutschen Bruttoinvestitionen 1915 vermutlich um knapp 20 Prozent und stagnierten danach zwei Jahre²⁹, so daß der Außenfinanzierungsbedarf deutlich absank.

Hinzukam ein gewisser moralischer Druck des Staates auf die privaten Emittenten, um Platz für seine Kriegsanleihen zu schaffen.³⁰

1917 erhöhte sich einerseits der private Kapitalbedarf³¹, andererseits mußten die forcierten Kriegsanstrengungen ebenfalls finanziert werden. So stieg das Volumen der Ende März 1917 aufgelegten 6. Kriegsanleihe trotz der bereits spürbaren Zurückhaltung des Publikums auf 12,8 Mrd M (5. Kriegsanleihe, Sept. 1916, 10,4 Mrd M).³² Die Reichsbank begann daher ab Frühjahr 1917, die Neuausgabe von Aktien von ihrer Genehmigung abhängig zu machen, indem sie die in den Konsortien meist namhaft vertretenen Großbanken unter Druck setzte. Der Bundesrat schuf am 5.11.1917 die Rechtsgrundlage für diese Genehmigungspraxis.³³ Damit unterlagen Kapitalgesellschaften für Neugründungen oder Kapitalerhöhungen über 300.000 M der Genehmigung der Landeszentralbehörden im Einvernehmen mit dem Reichsbankdirektorium. Da die Zulassungsstellen der Börsen ihre Tätigkeit eingestellt hatten, konnten die zwischenzeitlich emittierten jungen Aktien von den Aktionären nicht verkauft werden. Solange das Publikum dies nicht wünschte, blieben die Kurse der ansonsten gleichberechtigten alten und jungen Aktien vergleichsweise nah beieinander. So betrug das entsprechende Disagio noch nach den Steuerkurszetteln des Jahresultimos 1916 durchschnittlich nur 3 Prozent. Bereits ein Jahr später legten die Anleger auf eine solche Verkaufsmöglichkeit jedoch großen Wert und junge Aktien waren selbst mit einem Agio von 30 Prozent kaum zu plazieren.³⁴

27 Unter der Annahme eines leicht ansteigenden AG-Anteils aus der Gesamtsumme der Plazierungen von Aktien und GmbH-Anteilen errechnet. *Wirtschaft u. Statistik* 4, 1923, S. 160.

28 Die Reingewinne ohne Gewinnvortrag von 1 661 Unternehmen der Schwerindustrie, die 1914 gegenüber dem Vorjahr noch um 6 Prozent gesunken waren, stiegen in den beiden Jahren danach um 52,7 bzw. 20,8 Prozent. *E. Lederer*, Die ökonomische Umschichtung im Kriege (Schluß), in: *Archiv für Sozialwissenschaft u. Sozialpolitik* 45, 1918/19, S. 431. Nach derselben Quelle hat sich das Volumen der gesamten Innenfinanzierung in nahezu demselben Ausmaß erhöht.

29 *M. Spoerer*, Weimar's Investment and Growth Record in Intertemporal and International Perspective, Tab. A3, to be published in: *European Review of Economic History* 1997/3.

30 *Mattersdorf*, a.a.O., S. 66.

31 Die Ausgabe von Aktien und GmbH-Anteilen stieg gegenüber 1916 um knapp 90 Prozent. *Wirtschaft u. Statistik* 4, 1923, S. 160.

32 *W. Lotz*, Kritische Studien über die Statistik der deutschen Kriegsanleihen, in: *Schmollers Jahrbuch* 47, 1924, S. 210; *H. Bente*, Die deutsche Währungspolitik von 1914-1924, in: *Weltwirtschaftliches Archiv* 23, 1926, S. 123*.

33 RGBI v. 5.11.1917, S. 987 f.

34 *Bankarchiv* v. 1.7.1917, S. 350.

Während die Emission von Vorzugsaktien durch die Verordnung des Bundesrates vom 8.3.1917 genehmigungsfrei wurde, war die Ausgabe von Stammaktien im Betrag von mehr als 300.000 M noch bis Mitte Oktober des Jahres genehmigungspflichtig.³⁵ Danach konnte sich die Aktienemission jedoch wesentlich freier entfalten als die der Rentenpapiere. Nach der Verordnung vom 8.3.1917 durften Teilschuldverschreibungen ausschließlich mit staatlicher Genehmigung emittiert werden. Erst im Februar 1920 hat man diese Verordnung aufgehoben.* Auch danach blieb es bei der Genehmigungspflicht privater Inhaberschuldverschreibungen gemäß §795 BGB durch die zuständige Landesbehörde. Bis in die Hyperinflation hinein haben diese die Emissionsrenditen auf die traditionellen, "marktüblichen" 3-4 Prozent festgehalten.

c) *Kreditpolitik der Reichsbank*

Ganz zentral traf auch die *Zinspolitik der Reichsbank* die Funktionsfähigkeit der deutschen Finanzmärkte. Mit Ausnahme einer kurzen Periode zu Beginn des Krieges verharren Diskont- und Lombardsatz der Reichsbank trotz einer enormen Geldvermehrung über 7½ Jahre bei konstant niedrigen 5 bzw. 6 Prozent. Erst mit Beginn der Hyperinflation steigerte das Institut ihre Sätze nach und nach. Die Erhöhungsschritte waren jedoch bei weitem zu zaghaft, um die Nachfrage nach Notenbankkredit zu dämpfen. Die Reichsbank begründete ihre durchweg zu niedrigen Sätze zunächst damit,

daß sie die Zinslast des Reiches möglichst niedrig halten wolle, da diese aus dem ordentlichen Haushalt zu finanzieren war. Insbesondere befürchtete die Notenbank, daß ein Anstieg ihrer Leitzinsen die Kurse der Reichs- und Kriegsanleihen unter Druck brächte.³⁷ Als seit Mitte Juli 1922 einige häufig gehandelte Reichsanleihen starke Kurssteigerungen aufwiesen, entfiel dieses Motiv.

Die Reichsbank war jedoch ohnehin davon überzeugt, daß hohe Zinsen die Kapitalnachfrage des Staates und der Wirtschaft in der Inflation nicht beeinflussen würden. Dies galt nach ihrer Einschätzung insbesondere für die Einreichungsvolumina an Reichsschatzanweisungen.*

Trotz durchweg sehr niedriger Sätze waren die Kredite der Reichsbank für Staat, Banken und Unternehmen quantitativ nicht beschränkt. Dies bewirkte dreierlei:

Für Geldmarktkredite, die unter Diskontierung bzw. Beleihung reichsbankfähiger Papiere gewährt wurden, bildeten Reichsbankdiskont- bzw. -lombardsatz die Zinsobergrenze.³⁹

In Zeiten großer Geldknappheit fächerten die Geldmarktsätze nun auf der Grundlage der unterlegten Sicherheiten stark auf. Dies war insbesondere in der Hyperinflation ab Mitte 1922 der Fall, teilweise auch bereits in Monaten um die Jahreswende 1921/22 (s. Kap. V.1.).

Da die Zinsbewegung als Steuerungselement auf wichtigen Geldmärkten ausgefallen war, reagierten die Mengen umso stärker.

Die Reichsbank begründete ihre Leitzinserhöhungen seit Mitte 1922 ausdrücklich mit ihrer starken Inanspruchnahme. Diese äußerte sich zunächst in den Rückflüssen an Reichs-

35 VO des Bundesrates v. 15.10.1920.

36 Die Bank 1920, S. 211.

37 O. Pfeleiderer, Die Reichsbank in der Zeit der großen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen, in: *Deutsche Bundesbank*, Währung und Wirtschaft, S. 166 f.

38 *Reichsbank*, Verwaltungsbericht für das Jahr 1922, Berlin 1923, S. 5.

39 Diskont von Reichsschatzanweisungen und Handelswecheln incl. Privatdiskonten, Lombard dieser Papiere sowie staatlicher Obligationen.

schatzanweisungen⁴⁰, im weiteren Verlauf des Herbstes jedoch auch in Einreichungen von Handelswechseln. Die Zinserhöhungen waren als Signal, nicht jedoch als unmittelbare Steuerungsmaßnahme angelegt.⁴¹ Die Notenbank suchte ihre Kreditbeanspruchung außerdem durch allgemein gehaltene "strengste Ermahnungen" zu reduzieren. Angesichts der überaus starken ökonomischen Anreize und Zwänge während der Hyperinflation war ein solches Vorgehen von vorne herein zum Scheitern verurteilt. Ab Anfang 1923 kam ein erster ernsthafter Versuch der Reichsbank hinzu, die formalen Erfordernisse des eingereichten Materials durch "strenge Sichtung" intensiver zu prüfen.⁴² Auch dieser Versuch scheiterte jedoch, da es der Reichsbank noch nicht einmal gelang, reine Finanzwechsel vom (Re-) Diskont auszuschließen, die sie vor allem zwischen Konzernunternehmen nicht von Handelswechseln unterscheiden konnte.⁴³ Hinzu kam, daß die Zentralbank bei Unternehmen in den besetzten Gebieten sowie öffentlichen Stellen bewußt keine Beschränkungen ergriff. In der Literatur herrscht daher die Meinung vor, daß der Ankauf von Wechselmaterial zu unrealistischen niedrigen Zinsen vor allem auf große Transferzahlungen zugunsten solcher Unternehmen hinauslief, die solches Material im eigenen Konzern mehr oder weniger unbeschränkt "produzieren" konnten.⁴⁴ Erst Mitte des Jahres 1923 erfuhr der Reichsbankkredit an die Wirtschaft eine wirksame Beschränkung:

Die Reichsbank verkürzte seit Jahresmitte schrittweise die maximale Restlaufzeit der angekauften Handelswechsel, die traditionell 90 Tage betragen hatte, auf zuletzt 10 Tage.

Im Verlauf des Jahres 1923 wurde ein Mangel an Diskont- und lombardfähigem Material immer offenkundiger. Zum einen wurde die Handhabung der formstrengen Instrumente angesichts der rasenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu umständlich, andererseits war es angesichts der niedrigen Reichsbankzinsen außerordentlich attraktiv, vorhandenes Material vollständig bei der Notenbank einzureichen.

Bereits zum vorangegangenen Jahresultimo hatte die Bankbestände an öffentlichen Anleihen und Reichsschatzanweisungen gegen Null tendiert. Im Laufe der Zeit kam auch ein Mangel an reichsbankfähigem Wechselmaterial hinzu, so daß die Berliner Großbanken Ende 1923 auch fast keine Wechselbestände mehr auswiesen.

Bereits die Zeitgenossen hatten erkannt, daß die Niedrigzinspolitik der Reichsbank eine zentrale Rolle beim Verlust der Lenkungsfunction der Zinsen spielten.⁴⁵ Die rigide Zinspolitik hat zudem dafür gesorgt, daß die Geldkapitalbildung in Papiermark seit 1920 immer mehr zurückging und sich die Anleger zunehmend auf Sachkapital (incl. Aktien) konzentrierten.

40 Darunter wird hier im Einklang mit dem Sprachgebrauch der Inflationszeit die kurzlaufende, abgezinsten ("unverzinsliche") Form verstanden (Reichsschatzwechsel).

41 Die Bank 1922, S. 678.

42 W. Prion, Deutsche Kreditpolitik 1919-1922, in: Schmollers Jahrbuch 42, 1924, S. 200.

43 W. Prion, Kreditpolitik und Ruhrkampf (1923), in: Schmollers Jahrbuch 49, 1925, S. 122 f.

44 Ebenda S. 128 f.

45 W. Eucken, Kritische Betrachtungen zum Geldproblem, Jena 1923, S. 37; A. Lansburgh, Die Politik der Reichsbank und die Reichsschatzanweisungen nach dem Kriege (= Schriften des Vereins für Socialpolitik 166), München 1924, S. 39 ff.; ders., Die Politik der Reichsbank und die Reichsschatzanweisungen nach dem Kriege, München 1924, S. 39-45; Krohn, a. a. O., S. 82 ff.; Lotz, Staatsfinanzwirtschaft, S. 91 f.

d) Restriktionen auf dem Pfandbriefmarkt

Mit Rücksicht auf die entsprechenden Sekundär- oder Kreditmärkte hielten einzelne Emittentengruppen oder ihre Aufsichtsbehörden die Zinsen auf den betreffenden Primärmärkten weitgehend konstant. Dies galt zum einen für Reichsanleihen, deren Emissionsrenditen auch nach dem Krieg nicht über das bereits bei den Kriegsanleihen erreichte Niveau von 5 Prozent hinausgingen und deren Absatz daraufhin in der Inflationszeit zum Erliegen kam. Es galt aber auch auf dem *Pfandbriefmarkt*. Ende 1918 gewannen die Realkreditinstitute ihre Emissionsfreiheit zurück. Sie sahen sich jedoch weiterhin einigen äußerst restriktiven reichsrechtlichen Vorschriften ausgesetzt. Dies war neben der Genehmigungspflicht von Inhaberschuldverschreibungen nach §795 BGB vor allem das Hypothekendarlehenbankgesetz vom 13. Juli 1899. Es bestimmte, daß Emissionen und Kredite der privaten Hypothekendarlehenbanken auf (Papier-) Mark zu lauten hatten. Das Reich zeigte jedoch angesichts seines enormen Schuldenberges und der Möglichkeit, nun große Teile davon mit entwertetem Geld zurückzuzahlen, keinerlei Neigung, Alt- oder Neubestände der Realkreditinstitute an Krediten oder Anleihen gegen die Inflation zu schützen, und damit einen Präzedenzfall für die eigenen Schulden zu schaffen. So kam weder eine Regelung zur Aufwertung der Bestände zustande noch ein Verbot der vorzeitigen Rückzahlung von Hypothekendarlehen mit entwertetem Geld.⁴⁶

Neben den Emissionsrenditen war den Hypothekendarlehenbanken durch die Behörden auch die Zinsspanne zwischen dem Zins der Pfandbriefe und dem ihrer Hypothekendarlehenkredite vorgeschrieben. Sie betrug 1919 0,5 Prozent-Punkte und stieg 1921 und 1922 um jeweils die gleiche Spanne. Erst im letzten Jahr der Inflation gestanden die Aufsichtsbehörden den Instituten 4,5 Prozent zu.⁴⁷ Dennoch reichten Zinserträge und Provisionen aus dem Neugeschäft während der gesamten Zeit nicht aus, die ständig steigenden Gehälter zu finanzieren. So stand bei der Bayerischen Vereinsbank im Gesamtjahr 1922 einem Zinsüberschuß von 7,5 Mio M Milliarden an Personalkosten gegenüber. Die Realkreditinstitute waren daher immer weniger daran interessiert, ihr Stammgeschäft zu betreiben.⁴⁸

Diese Restriktionen hatten auch andere gravierende Folgen. So führte der erste Inflationsschub 1919 zu einer Welle vorzeitiger Kreditkündigungen und sogar zu einem leichten Rückgang des Pfandbriefumlaufes. Zu ähnlichen, wenn auch nicht ganz so ausgeprägten Bewegungen kam es 1922 und vor allem 1923. Da die staatliche Emissionskontrolle eine Erhöhung der Emissionsrenditen bis zum Beginn der Hyperinflation nicht zuließ, ging der Anleiheabsatz real Schritt für Schritt zurück. Erst 1923 fielen die Emissionsrenditen etwas höher aus. Dies genügte jedoch nicht, die Plazierungsvolumina zu steigern. So gab die Gemeinschaftsgruppe deutscher Hypothekendarlehenbanken im Februar 1923 zwischen 8 und 10 Prozent variabel verzinsliche Kommunalobligationen in einem Gesamtvolumen von umgerechnet lediglich 1,1 Mio GM aus. Noch im Spätsommer emittierte die Gemeinschaftsgruppe Süddeutscher Hypothekendarlehenbanken Pfandbriefe mit einem variablen Zinssatz von bis zu 16 Prozent - bei einer aktuellen Inflationsrate von 754.600 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat.⁴⁹

46 Der Reichstag lehnte noch im März 1923 einen Gesetzesantrag ab, der eine solche Rückzahlung von Hypothekendarlehen mit Papiermark wenigstens vorübergehend verbieten sollte.

47 F. Steffan, Bayerische Vereinsbank 1869-1969, Würzburg 1969, S. 217.

48 Achterberg, a.a.O., S. 85.

49 Ebenda S. 86.

Nachdem bereits seit Herbst 1922 auf besonderer Rechtsgrundlage einzelne Emissionen wertbeständiger Pfandbriefe erfolgt waren, wurde schließlich mit dem Gesetz über wertbeständige Hypotheken vom 23. Juni 1923 eine generelle Regelung geschaffen. Danach konnten Realkreditinstitute Pfandbriefe ausgeben, die durch den amtlichen Preis einer bestimmten Menge von Roggen, Weizen oder Feingold bestimmt waren.⁵⁰ Die Nachfrage nach wertbeständigen Realkrediten war jedoch gering, so daß auch die Ausgabe von Pfandbriefen und Kommunalobligationen beschränkt blieb. Lediglich im Juli 1923 kam es zu einem etwas größeren Emissionsvolumen (Börseneinführungen von 24,5 Mio GM).⁵¹

e) Devisenvorschriften

Von Beginn des Krieges an beeinträchtigten Devisenvorschriften die internationale Interdependenz der Finanzmärkte. So erließen die kriegsführenden Staaten untereinander Handels- und Zahlungsverbote. Zudem verhängten viele neutrale Staaten Moratorien über die Forderungen von Angehörigen der kriegsführenden Staaten gegenüber den eigenen Staatsbürgern. Hinzu kam, daß die Börsen der Kriegsteilnehmer "gegnerische" Valuten nicht mehr notierten. Die Maßnahmen führten in der Summe dazu, daß das eingeschlossene, über kein ausgedehntes Kolonialreich und verlässliche amerikanische Freunde verfügende Reich keine Chance hatte, nennenswerte Anleihevolumina im Ausland abzusetzen.⁵² Als die Beschaffung kriegswichtiger Güter ab dem Spätherbst 1915 zu einem Fallen der Mark führte, erließ der deutsche Bundesrat die "Bekanntmachung über den Handel mit ausländischen Zahlungsmitteln vom 20. Januar 1916"⁵³. Danach durften sich deutsche Unternehmen zwar weiterhin durch Ausfuhr von Waren oder Effekten oder durch Kreditgewährung frei ausländische Zahlungsmittel oder Guthaben verschaffen, jede andere Art der Devisenbeschaffung war jedoch nur durch die Vermittlung eines zum Devisenhandel zugelassenen Bankhauses erlaubt. Dies waren neben der Reichsbank 26 Unternehmen mit Niederlassungen in Berlin, Frankfurt/M. und Hamburg. Termingeschäfte und Devisenhandel für eigene Rechnung war ihnen dabei verboten. Die Abgabe von Devisen unterlag der Zustimmung der Reichsbank. Im Gegensatz zum Devisenverkehr der Unternehmen blieb der private Devisenverkehr zunächst frei von Einschränkungen.

Dies änderte sich mit der "Bekanntmachung über den Zahlungsverkehr mit dem Ausland vom 8. Februar 1917"⁵⁴. Darüber hinaus dehnte man die Genehmigungspflicht auch auf Forderungen und Kredite in fremder Währung sowie den Export von Reichswährung und die Kreditgewährung in Mark an das Ausland aus. Parallel dazu hatte man die "Bekanntmachung für die Regelung der Einfuhr vom 16. Januar 1917"⁵⁵ erlassen, die alle Einfuhrgeschäfte von der Bewilligung bestimmter öffentlicher Stellen abhängig machte. Auf ausländische Währungen lautende Zahlungsmittel sowie Auslandsforderungen und -kredite waren anzumelden. Am 31. August 1917 ordnete der Reichskanzler an, die entsprechenden Zahlungsmittel und Forderungen der Reichsbank anzudienen.⁵⁶ Am 22. März erließ der Bundes-

50 Ebenda S. 87; *Steffan*, a.a.O., S. 217 f.

51 *Wirtschaft u. Statistik* 4 u. 5, 1923 u. 1924.

52 *T. Balderston*, War Finance and inflation in Britain and Germany, 1914-1918, in: *The Economic History Review* 2nd ser. 42, 1989, pp. 222-244.

53 *RGBl* 1916, S. 49.

54 *RGBl* 1917, S. 105. Am gleichen Tag erfolgte eine weitere ergänzende Bekanntmachung. *RGBl* 1917, S. 109.

55 *RGBl* 1917, S. 41.

56 *RGBl* 1917, S. 737 u. 741.

rat eine Bekanntmachung, nach der der Reichskanzler bestimmen konnte, daß ausländische Wertpapiere dem Reich gegen eine angemessene Vergütung zu überlassen waren. Solche Wertpapiere durften nur noch durch die Reichsbank oder im Inland ansässiger Bankhäuser in das Ausland verkauft werden.⁵⁷ Von dieser Ermächtigung hat der Reichskanzler am 22. Mai für eine Gruppe schwedischer, dänischer und Schweizer Wertpapiere Gebrauch gemacht.⁵⁸

In der Hyperinflation genügten auch diese Maßnahmen nicht mehr. So erließ der Reichspräsident am 12. Oktober 1922 eine Notverordnung, nach der ausländische Zahlungsmittel überhaupt nur mit Genehmigung des zuständigen Finanzamtes erworben werden durften, sofern das betreffende Unternehmen nicht eine vorgeschriebene Bescheinigung der Handelskammer besaß.⁵⁹ Ergänzend wurde durch Notverordnung vom 8. Mai 1923 die Beleihung ausländischer Geldsorten untersagt und die Beleihung von Devisen meldepflichtig. Gleichzeitig erhielt die Reichsbank das Recht, Edelmetalle und ausländische Zahlungsmittel für das Reich zu reklamieren.⁶⁰ Eine Vielzahl weiterer Vorschriften sollten auch die letzten Schlupflöcher für einen privaten Devisenhandel stopfen oder Quellen für das Devisenaufkommen des Reiches erschließen. So sind in der Zeit vom 12. Februar bis zum 21. Dezember 1923 insgesamt 39 Verordnungen, Notgesetze und Bekanntmachungen zur Regelung des Devisenverkehrs ergangen.

Gerade in der letzten Phase der Hyperinflation seit Mitte 1923 suchte das Reich sämtliche marktmäßigen Mechanismen des Devisenverkehrs in und mit Deutschland zu unterbinden. Durch Notverordnung vom 22. Juni 1923 bestimmte der Reichspräsident, daß ausländische Zahlungsmittel gegen Mark nur zu den amtlichen Berliner Kursen gehandelt werden durften.⁶¹ Am 8. August außer Kraft getreten, übernahm eine Verordnung aufgrund des Ermächtigungsgesetzes vom 22. Oktober 1923⁶² die Vorschrift wieder. Die auf dieser Grundlage täglich unter Mitwirkung der Reichsbank festgesetzten einheitlichen Wechselkurse für die Mark führten zu unnatürlich runden, oft mehrere Tage fixen Notierungen.⁶³ Sie waren allein schon deshalb unrealistisch, "da die Reichsbank in diesen Monaten niemals in der Lage gewesen ist, den an sie herantretenden Devisenbedarf auch nur annähernd zu diesen Kursen zu befriedigen."⁶⁴ Am 9. August 1923 verbot eine Notverordnung den Verkauf von Markbeträgen an jegliche Personen und Unternehmen mit Sitz im Ausland.⁶⁵ Noch einen Schritt weiter ging die Notverordnung vom 7. September 1923.⁶⁶ Sie schuf einen besonderen Reichskommissar für Devisenschaffung mit weitreichenden Kompetenzen: der Befugnis, ausländische Zahlungsmittel, Wertpapiere, Edelmetalle und Forderungen auf ausländische Währung für das Reich in Anspruch zu nehmen, weitgehenden Auskunfts-, Durchsuchungs-

57 RGBI 1917, S. 260.

58 RGBI 1917, S. 429. Zu den Devisenrestriktionen während des Ersten Weltkrieges *K. Elster*, Von der Mark zur Reichsmark. Die Geschichte der deutschen Währung in den Jahren 1914 bis 1924, Jena 1928, S. 68-80; *G.D. Feldman*, The Great Disorder. Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914-1924, New York 1993, pp. 44-51.

59 RGBI 1922, S. 791.

60 RGBI 1923 I, S. 275.

61 RGBI 1923 I, S. 401.

62 RGBI 1923 I, S. 991.

63 *StatRA*, Zahlen zur Geldentwertung, S. 10.

64 *Elster*, a. a. O., S. 212.

65 RGBI 1923 I, S. 765.

66 RGBI 1923 I, S. 865.

und Vernehmungsrechten, dem Recht, unrechtmäßig erworbene oder zurückgehaltene ausländische Zahlungsmittel entschädigungslos einzuziehen und Bankhäusern die Funktion einer Devisenstelle zu entziehen oder den Börsenbesuch zu untersagen.⁶⁷

3. Grenzüberschreitende Kapitalbewegungen

Trotz dieser Restriktionen waren die Finanzmärkte der frühen Weimarer Republik durch umfangreiche grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen gekennzeichnet. Spätestens seit Mitte 1919 setzte eine Kapitalflucht der deutschen Anleger in das Ausland ein und bestimmte bis zum Frühjahr 1920 den Kurs der Mark. Ab diesem Zeitpunkt dominierte die Aufwertungsspekulation des Auslandes zunächst für einige Monate und sorgte bis zur Jahresmitte nahezu für eine Verdreifachung des Markkurses gegenüber dem Dollar.⁶⁸ Ab der zweiten Hälfte des Jahres 1921 flossen diese spekulativen Auslandsgelder nach und nach wieder zurück. Angesichts katastrophaler Kursverluste der Mark ebte diese Bewegung Mitte Februar 1923 ab. Wie in der gesamten Zeit seit Anfang 1920 blieben die Finanzmärkte jedoch auch danach stark von kurzfristigen Bewegungen der Devisenkurse abhängig.⁶⁹

Besonders deutlich verspürten die Zeitgenossen diesen Auslandseinfluß auf den Aktienmärkten, da deren Preise aufgrund ihres Kursrückgangs in Mark, vor allem aber wegen des Kurssturzes der deutschen Währung⁷⁰ außerordentlich stark zurückgegangen waren. So läßt sich aus den Statistiken von Bundesbank und Statistischem Reichsamt überschlüssig berechnen, daß die Aktienkurse bis zum Februar 1920 real auf 10-20 Prozent ihres Nennwertes abgesunken waren.⁷¹ Trotz ihrer zwischenzeitlichen Erholung standen sie Anfang 1921 bei 18, Mitte des Folgejahres jedoch nur noch bei 9 Prozent.⁷² Die Folge waren lange Zeit massive Auslandsaufkäufe deutscher Aktien.⁷³ Läßt man den Dollarkurs in New York (Mengennotiz) gegen den Aktienteilindex 'Bergbau und Schwerindustrie' laufen (beide 1913 = 1), so weist der Dollar selbst gegenüber diesem relativ gut performenden Teilindex von September 1918 bis August 1923 einen ganz deutlichen Vorsprung auf. In dieser Zeit dürfte es für Dollarinhaber attraktiv gewesen sein, deutsche Aktien zu erwerben. Besonders galt dies für solche Phasen, in denen der Abstand wuchs - wie von September 1918 bis Februar 1920, von August bis November 1920, von Mai bis Dezember 1921 und von März bis Oktober 1922 (s. Abb. 6). Der Konjunkturvorsprung Deutschlands in der internationalen Wirtschaftskrise 1921 und die Spekulation, Deutschland und die Mark werden sich in absehbarer Zeit deutlich erholen, stützten den deutschen Aktienmarkt zusätzlich. In der Folge kam es zu

67 Zur Devisengesetzgebung in der Hyperinflation *Elster*, a.a.O., S. 203-209; zur Devisengesetzgebung im Untersuchungszeitraum allgemein *H. Bente*, a.a.O., S. 136*-145*; *R. Kühne*, Die Devisenzwangswirtschaft im Deutschen Reich während der Jahre 1916 bis 1926, unveröff. Manuskript, Frankfurt a.M. 1970.

68 *C. Bresciani-Turroni*, The Economics of Inflation. A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany, London 1937, pp. 101 f.

69 Zur Frage der grenzüberschreitenden Kapitalflüsse *C.-L. Holtfrerich*, Amerikanischer Kapitalexport und Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft 1919-23 im Vergleich zu 1924-29, in: Vierteljahrschrift für Sozial- u. Wirtschaftsgeschichte 64, 1977, S. 497-529; zur Kapitalflucht aus der Mark *E.E. Rowley*, Hyperinflation in Germany. Perceptions of a Process, Aldershot 1994, pp. 44-53.

70 Von Oktober 1918 bis Februar 1920 auf knapp 7 Prozent ihres ursprünglichen Wertes.

71 *Deutsche Bundesbank*, a.a.O., S. 294 u. 189.

72 *Wirtschaft u. Statistik* 3, 1922, S. 59 u. 478 f.

73 *E. Haase*, Das Eindringen ausländischen Kapitals in das deutsche Wirtschaftsleben, in: *Die Bank* 1920, S. 100-118; *R. Bernfeld*, Überfremdung und Überfremdungsabwehr, in: *Die Bank* 1924, S. 562-572.

einer Vielzahl regelrechter Übernahmeschlachten. Etliche Zeitgenossen verdienten riesige Vermögen damit, mit geliehenem Geld oder aus dem Cash flow ihrer Unternehmen Aktien aufzukaufen.⁷⁴

Wie der Aktienmarkt wurde auch der deutsche Rentenmarkt zum Instrument der Spekulation ausländischer Anleger in der Mark. Dabei fielen die Schwankungen zwar zunächst wesentlich geringer aus, die bessere Vergleichbarkeit der einzelnen Papiere eröffnet jedoch die Chance, Zeitpunkt und Stärke des Auslandseinflusses abzuschätzen. Am besten ist dies durch die Gegenüberstellung auslandsnotierter Reichsanleihen mit reinen Inlandspapieren möglich. So weitete sich der effektive Zinsspread zwischen den im Inland häufig gehandelten 3,5 und 4 Prozentigen und der auslandsnotierten 3 Prozentigen Reichsanleihe von Herbst 1921 bis Mitte 1923 stetig aus und signalisierte damit ein wachsendes ausländisches Engagement am deutschen Rentenmarkt. Diese Entwicklung stand zeitweise im Widerspruch zum Geschehen an den Devisenmärkten, da offensichtlich ein Teil der ausländischen Anleger ein Engagement am deutschen Rentenmarkt als Alternative zur vollständigen Verabschiedung von der Mark betrachtete.⁷⁵ Umgekehrt verengte sich der Zinsspread Mitte 1920, als ausländische Anleger nach der deutlichen Erholung der Mark ihre Kursgewinne in Mark-Papieren realisierten. In der Rentenhausse ab Mitte 1922 spielte zudem die vor allem im Ausland aufgetauchte Überlegung eine wichtige Rolle, Staatspapiere hätten bei einer zukünftigen Währungsreform eine gute Chance, zumindest teilweise "in gutem Geld" zurückgezahlt zu werden (s. Abb. 7).⁷⁶ Da auch andere im Ausland notierte Werte - wie die 4 Prozentige Frankfurter Stadtanleihe - ein vergleichbares Aufgeld hatten, sorgte der Einfluß des Auslandes für eine deutliche Differenzierung der deutschen Rentenkurse.

4. Alternativmärkte

In der Zeit der offenen Inflation gewannen die *Realkapitalmärkte* als Anlagealternativen an Bedeutung. Dies hatte mehrere Gründe:

- die realen Wertverluste der Anlagen auf den traditionellen Kapitalmärkten (Rentenmarkt, Bankeinlagen, eine Zeit lang auch auf dem Aktienmarkt),
- den Zugangsbeschränkungen besonders der attraktiven Finanzmärkte (Devisenmärkte etc.), während der Marktzugang auf den Realkapitalmärkten vielfach vergleichsweise offen war, sowie
- die Verbesserung der Fungibilität dieser Märkte, da das Angebot auf ihnen durch Notverkäufe zunahm. Dies galt insbesondere für Schmuck, Immobilien, Kunst- und sonstige Wertgegenstände.

Vergleicht man die Preisentwicklung bestimmter Realkapitalien mit der verschiedener Investments auf den Finanzmärkten, so wird deutlich, wie gewinnträchtig eine solche Anlage sein konnte. So lag der Preisindex für Maschinen Ende 1923 1 650 Milliarden mal über seinem Vorkriegsstand. Er war damit um rund 2/3 stärker gestiegen als der Dollar. Auch landwirtschaftliche Güter waren eine attraktive Anlage. Die Berliner Roggennotiz erhöhte

74 P. Ufermann, Könige der Inflation, Berlin 1924; F.-W. Henning, Börsenkrisen und Börsengesetzgebung von 1914 bis 1945 in Deutschland, in: H. Pohl (Hg.), Deutsche Börsengeschichte, Frankfurt a.M. 1992, S. 236; zum Engagement des Auslands auf dem deutschen Aktienmarkt allgemein *Bresciani-Turroni*, a.a.O., pp. 253-285.

75 Die Bank 1921, S. 28, 1922 S. 865 f.

76 Wirtschaft u. Statistik 3, 1922, S. 816.

sich von Ende 1913 innerhalb von 10 Jahren auf das 955 Milliardenfache, der Dollar jedoch nur auf das 938 Milliardenfache. Dagegen verzeichneten Kapitalanlagen auf den klassischen Finanzmärkten vergleichsweise geringe Wertzuwächse. So erhöhte sich der Aktienindex 'Bergbau und Schwerindustrie' im Untersuchungszeitraum lediglich auf das 377 Milliardenfache, 3,5 Prozentige bayerische Staatsanleihen konnten nur Kursgewinne auf das 5,2 Milliardenfache und 4 Prozentige Reichsanleihen sogar nur solche auf das 500 Millionenfache verzeichnen.⁷⁷

IV. Veränderte Lenkungsmechanismen

Funktionierende Finanzmärkte sind untereinander und mit anderen Kapitalmärkten stark verflochten, was freie Marktzugänge voraussetzt und sich in einem engen Renditezusammenhang ausdrückt. Durch die aufgezeigten externen Störeinflüsse ging der freie Marktzugang jedoch oftmals verloren, die Informationseffizienz der Märkte sank dramatisch und die pretialen Lenkungsmechanismen traten zugunsten anderer Aspekte zurück. Eine effiziente Allokation der knappen Ressource 'Kapital' konnte damit kaum noch stattfinden. Ausweislich zeitgenössischer Daten und Quellen (Geschäftsberichte der Banken, Marktcommentare, Erinnerungen etc.) konnten Spekulation und Arbitrage einen wesentlich höheren Anteil der Kapitalaufbringung auf sich ziehen als in normalen Zeiten. Von 1919 bis 1923 entstanden rund 3 000 neue Banken, die sich im wesentlichen dem Wertpapierhandel für eigene und fremde Rechnung widmeten.

1. Bedeutungsverlust der pretialen Lenkungsmechanismen

a) Kapitalanlage

Zinsen und Dividenden bewegten sich noch während des Ersten Weltkrieges in den gewohnten Bahnen, durch die beschriebenen administrativen Maßnahmen verloren sie jedoch bereits z.T. ihre Steuerungsfunktion. So lag der Privatdiskontsatz an der Berliner Börse während der Liquiditätsschwemme der letzte Kriegsjahre von August 1916 bis Dezember 1918 stets exakt bei 4,63 Prozent. Eine derartige Konstanz normalerweise sehr reagibler Sätze deutet auf administrierte oder auf Taxkurse hin, auf die nicht oder nur außerordentlich wenig gehandelt worden ist. Dafür spricht auch, daß der Satz zu Beginn des Jahres 1919 von einem Monat zum anderen um 1,43 Prozentpunkten fiel.⁷⁸

Ab 1919 sorgten zudem außerordentlich hohe Inflationsraten und Kursschwankungen für einen Verlust der traditionellen Steuerungsfunktion der laufenden Verzinsung. Bei den kursreagiblen Anlageformen verschob sich das Gewicht innerhalb der Performance stark zugunsten der Kursentwicklung.⁷⁹ Dabei konnte die Performance festverzinslicher Anlageformen in den meisten Jahren die Geldentwertung keineswegs ausgleichen. Unter der Voraussetzung der Reinvestition von Zinsen, Dividenden und Bezugsrechten⁸⁰ wären von den 4 Prozentigen Reichsanleihen Ende 1923 real lediglich 0,8, von den Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist sogar nur 0,02 Prozent des zu Beginn des Jahres 1913 vorhandenen Kapitals übrig

77 *StatRA*, Zahlen zur Geldentwertung, S. 6, 24 f. u. 44; *Bayerische Hypotheken- u. Wechsel-Bank*, Hundert Jahre Bayerische Hypotheken- u. Wechsel-Bank 1835-1935, München 1935, S. 240-244.

78 Und damit endlich die bis Mitte 1919 herrschende Liquiditätsfülle widerspiegelte. *Reichsbank*, Die Reichsbank 1901-1925, Berlin 1925, S. 91.

79 O.V., Dividenden und Kurse, in: *Die Bank* 1923, S. 266 ff.

80 Sog. *Opération blanche*.

geblieben. Wesentlich anders fiel die Rechnung bei Aktienengagements aus. Deren Wert hatte sich bis 1917 nahezu verdoppelt. Zwar sank er bis 1922 auf rund 16 Prozent des Ausgangswertes, konnte jedoch wegen der Aktienhaussa in der Hyperinflation bis Ende 1923 wieder 86 Prozent erreichen (s. Abb. 8).⁸¹ Damit war der Renditezusammenhang zwischen den wichtigsten Kapital- und Finanzmärkten als Ausdruck des Funktionierens ihrer pretialen Lenkungsmechanismen empfindlich gestört.

Während die längerfristige Vermögensbildung also gravierenden Beeinträchtigungen ausgesetzt war, traten andere Anlagemotive in den Vordergrund. So trafen *Spekulation* und *Arbitrage*⁸² auf äußerst günstige Voraussetzungen. Mißt man die Volatilität der Indexdurchschnitte der Monate eines Jahres⁸³, so lag diese im Durchschnitt der Inflationsjahre 1918 bis 1923 bei 37,6, in den übrigen Jahren der Weimarer Republik (1924-1932) jedoch lediglich bei 14,5 und in der Zeit von 1900-1913 sogar nur bei 2,8 (s. Abb. 9). Dabei waren dem Publikum nur noch Haussespekulationen möglich, da der Terminhandel in Aktien und Renten nach dem Ersten Weltkrieg nicht wieder aufgenommen worden war. Dagegen konnte die Kulisse bis zum Erfüllungstag durchaus Leerverkäufe tätigen (sog. Kassafixen).⁸⁴ Deren Spielraum erweiterte sich 1923 nochmals deutlich. So hat man die Lieferfrist gegen Ende der Inflationszeit auf drei Tage erweitert. Diese Lieferfrist konnte aber wegen der Arbeitsüberlastung der Abwicklungsstellen meist nicht eingehalten werden, wodurch sich die Abwicklung in Berlin in den letzten Inflationsmonaten bis auf 14 Tage verlängerte.⁸⁵

Neben dem Spekulationsmotiv trat das Motiv der *Wertsicherung* gegen die galoppierende und Hyperinflation mit ihren sprunghaften Preisänderungen in den Mittelpunkt der Überlegungen der Kapitalanleger. Für diese Entwicklung gibt es eine Reihe von Indizien. So klaffte die Kursentwicklung der Aktien je nach der vermuteten Substanz außerordentlich auseinander. Dies galt vor allem für die Zeit zwischen September 1919 und Juli 1920 sowie von Januar bis November 1922 und von März bis September 1923, als der besonders substanzstarke Teilindex 'Bergbau und Schwerindustrie' eine weit überdurchschnittliche Performance aufwies. Auch das Phänomen der Beamtenhaussa zeigt den Drang der Anleger, Einkommen und Vermögen vor der Inflation zu retten. Bis ins Frühjahr 1923 erhielten die höheren Beamten ihr Gehalt nur vierteljährlich ausbezahlt. Jeweils kurz nach einem solchen Termin legten viele Beamte den nicht sofort benötigten Teil ihrer Gehälter auf dem Aktienmarkt an. Im Laufe der darauf folgenden Wochen verkauften sie peu à peu so viele Aktien, wie sie zum Leben benötigten.⁸⁶

Überaus schnell sich wandelnde Szenarien rückten daneben das *Sicherheitsmotiv* der Kapitalanlage in den Vordergrund. So behaupteten die mit Grundpfandrechten unterlegten privaten gegenüber den öffentlichen Anleihen seit Ende 1918 einen Kursvorsprung. Besonders deutlich zeigte sich diese Tendenz auf dem Geldmarkt. Geldmarktgeschäfte waren - anders

81 *Statistisches Bundesamt*, Index der Aktienkurse - Lange Reihen -, Fachserie 9 Reihe 2. S. 1, Wiesbaden 1985, S. 189; *Mattersdorf*, a.a.O.; *Kronenberger*, a.a.O.; *S.A. Faltz*, Kriegs-Dividenden- und Kurse-Vergleichs-Tabellen 1914-1915, Berlin 1915.

82 Zu den Kursunterschieden zwischen den einzelnen Handelsplätzen s. Kap. V.1.

83 Mit Hilfe des Variabilitätskoeffizienten nach Pearson = Standardabweichung in Prozent des arithmetischen Mittels.

84 Es ist dies eine speziell während der Kriegs- und Inflationszeit neu installierte Marktzutrittsbarriere. *Prion*, Preisbildung, S. 118-121.

85 *Mattersdorf*, a.a.O., S. 143 ff.

86 Ebenda S. 148.

als heute in Deutschland - pfandmäßig unterlegt. Hierfür kamen - in der Reihe ihrer Bonitätseinschätzung - Dollar-⁸⁷ und Reichsschatzanweisungen sowie Industripapiere in Frage - wiederum eingeteilt in "gute" und "schlechte" Aktien.⁸⁸ Seit Beginn der Hyperinflation begann man darüber hinaus nach Verwendungszweck zu unterscheiden, wobei Devisenleihgeschäfte und vor allem Devisentermingelder besonders hohe Zinsen trugen.⁸⁹ Aufgrund der Sicherheiten bevorzugten die Banken eine Anlage liquider Mittel auf dem Geldmarkt gegenüber ihrem Kreditgeschäft: Der Kontokorrentkredit als wesentliche Alternative war entweder ungesichert oder es wurden die klassischen, relativ unflexiblen Kreditsicherheiten zugrunde gelegt.⁹⁰ Dagegen stützten sich Geldmarktkredite auf hochfungible Wertpapiere und Devisen, die überdies - sofern der Kontrahent ein großes Unternehmen war - oft auf Depot oder Konto bei der geldgebenden Bank lagen.⁹¹

In dieser Verhaltensweise kommt bereits der *Liquiditätsaspekt* der Kapitalanlage zum Ausdruck. Angesichts der Sprunghaftigkeit der Entwicklung traten Marktbreite und Liquidisierbarkeit einer Anlage in den Vordergrund. Für alle Anlegergruppen war es mit fortschreitender Inflation wichtig, notfalls schnell reagieren zu können. Dies war vermutlich einer der Gründe, weshalb der sog. Liquiditätsmarkt der Börse (laufende Notierungen) gegenüber dem Kassamarkt (lediglich eine Einheitsnotiz pro Tag) deutlich bevorzugt wurde.⁹² Die starke Konzentration auf liquide Märkte führte immer wieder zum Austrocknen einzelner Marktsegmente, die unter ein bestimmtes Transaktionsvolumen gesunken waren - wie des traditionsreichen Privatskontomarktes, für den seit Anfang 1923 noch nicht einmal Taxkurse überliefert sind. Ihm gegenüber hatte insbesondere der Tagesgeldmarkt, zeitweise auch der für Devisenleihgeschäfte, den Vorteil der Marktbreite und damit der Flexibilität der Anleger.⁹³ Auch im Verhältnis zum Kontokorrentkredit fiel dies ins Gewicht, da man die am Geldmarkt üblichen Sicherheiten schnell und einfach verwerten konnte und die Laufzeiten formal und de facto wesentlich kürzer waren. Daß die Kontrahenten am Geldmarkt keiner Bonitätsprüfung unterlagen, war angesichts der niedrigen und immer mehr sinkenden Konkurszahlen in der Inflationszeit nicht mehr wichtig.⁹⁴

87 Ab August 1923. Die Bank 1923, S. 609.

88 Die Bank 1923, S. 672 ff.

89 Im Mai 1920 nahm die Berliner Börse unter maßgeblicher Mitwirkung der Reichsbank den amtlichen Devisenterminhandel auf. C.-L. Holtfrerich, Erwartung des In- und Auslands und die Geldnachfrage während der Inflation in Deutschland 1920-1923, in: Bankhistorisches Archiv 6, 1980, S. 10.

90 Vor allem Verpfändung von Waren und Anlagen, seltener Grundpfandrechte.

91 Prion, Kreditpolitik, S. 182.

92 Ein anderer Grund dürfte darin gelegen haben, daß diese marktbreiten bekannten Titel von den über lange Zeit hinweg kursbestimmenden ausländischen Anlegern bevorzugt wurden.

93 Prion, Kreditpolitik, S. 180-187.

94 Während 1913 im Durchschnitt über alle Branchen 815 Konkurse pro Monat registriert wurden, lag nach dem Ersten Weltkrieg die Spitze im Juni 1921 bei 323 Unternehmenszusammenbrüchen. 1923 wurden in keinem Monat auch nur 50 registriert. Dabei spielten gesetzliche Gegebenheiten eine gewisse Rolle. Bis zum 31. Juni 1924 bestanden erleichterte Möglichkeiten, durch die sogenannte Geschäftsaufsicht einem Konkurs zu entgehen. Die Bank 1923, S. 109. Im Januar 1923 befreite zudem eine Verordnung des Reichsrats Kapitalgesellschaften von der Verpflichtung der Konkursanmeldung, wenn sie Gold- und Valutaschulden nicht mehr bezahlen konnten. Wirtschaft u. Statistik 3, 1922, S. 31 u. 5, 1924, S. 484; zur Entwicklung der Konkurszahlen auch H. Schacht, Die Stabilisierung der Mark, Berlin 1927, S. 146 f.

b) Kapitalaufnahme

Will man die Vorteilhaftigkeit einer bestimmten Maßnahme der Kapitalaufnahme abschätzen, so sind verschiedene Vergleichsrechnungen anzustellen: mit den Kosten alternativer Kapitalquellen, vor allem aber mit den Finanzflüssen, die aus der zu finanzierenden Investition voraussichtlich resultieren werden. Dabei ist eine Reihe von Annahmen zu treffen, die umso unsicherer werden, je weiter der Zeitpunkt in der Zukunft liegt. Das Problem verschärft sich, je stärker die Geldentwertung wird. In Zeiten der galoppierenden und Hyperinflation sind solche Vergleichsrechnungen selbst ex post wenig sinnvoll, da bereits die Wahl der Abzinsungssätze zu gravierenden Verzerrungen führt. Diese kalkulatorischen Unwägbarkeiten haben in der Zeit der offenen Inflation 1919 bis 1923 dazu geführt, daß Motive wie Überfremdungsschutz und Weltmarktstellung gegenüber den Kostenaspekten der Kapitalaufnahme an Gewicht gewannen.

Der reale Kursverlust von Mai 1918 bis Februar 1920 um 92,5 Prozent machte substanzstarke deutsche Aktien für ausländische Anleger äußerst interessant. Der Kampf gegen diese "Überfremdung" wurde nach dem Ersten Weltkrieg breit diskutiert und brachte eine Vielzahl besonderer Formen von Aktien hervor. Dazu gehörten sog. Schutzaktien, die über viele Jahre hin unveräußerbar waren oder auch Vorzugsaktien mit hohem, bis zu 900fachem Stimmrecht.⁹⁵ Noch krassere Ausprägungen dieser Entwicklung scheiterten allerdings am Widerstand von Anlegern und Aufsichtsbehörden. Auf Druck des zuständigen Staatskommissariats sprachen sich die Zulassungsstellen der Börsen dagegen aus, die Stammaktien von Gesellschaften zum Börsenhandel zuzulassen, deren Satzungen die gleitende Erhöhung des Mehrfachstimmrechtes ihrer Vorzugsaktien vorsah. Eine entsprechende Satzungsbestimmung ist daraufhin in vielen Fällen wieder gestrichen worden.⁹⁶ Ohnehin waren Vorzugsaktien und Mehrfachstimmrechte ein zwar wichtiges, aber keineswegs bestimmendes Phänomen des deutschen Aktienmarktes der Inflationszeit. Gemessen an den Nennwerten erreichte der Anteil dieser Aktien bei den Kapitalerhöhungen in keinem Jahr 15 Prozent (1920: 10,6, 1921: 14,6, 1922: 9,3, 1923: 1,3 Prozent). Nur sehr wenige Vorzugsaktien verbrieften das Recht auf 10 oder mehr Stimmen (1920: 5,9 Prozent). Lediglich ein Drittel in diesem Jahr ausgegebenen Vorzugsaktien hatten überhaupt mehrere Stimmen. Ihr Anteil blieb in den beiden Folgejahren mit 3-4,3 Prozent aller Emissionen relativ stabil.⁹⁷

"Überfremdungsschutz" war auch durch wechselseitigen Beteiligungsaustausch möglich. Während die Emission unterschiedlicher Arten von Vorzugsaktien zu einer Aufsplitterung der Aktienmärkte führte, reduzierten Übernahme von Paketen und Überkreuzverflechtungen den für den Börsenhandel zur Verfügung stehenden Free float.⁹⁸ Oftmals haben sich ganze Branchen zu Schutzverbänden zusammengeschlossen. So besaß die Treuhandvereinigung für Hypothekenbankwerte GmbH in Berlin noch Ende 1924 annähernd die Hälfte aller Aktien der beteiligten Banken.⁹⁹ Nach einem spekulativen Angriff auf die Berliner Handels-Gesell-

95 Achterberg, a.a.O., S. 86; Bernfeld, a.a.O.; o.V., Vorzugsaktien gegen Überfremdung, in: Die Bank 1921, S. 348 f.

96 Die Bank 1921, S. 505 f.

97 Wirtschaft u. Statistik 2, 1921, S. 483-485; Statistisches Reichsamt, Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 43, 1923, Berlin 1925, S. 394.

98 G.D. Feldman, Die Deutsche Bank vom Ersten Weltkrieg bis zur Weltwirtschaftskrise 1914-1933, in: Deutsche Bank 1870-1995, München 1995, S. 191 u. 214; M. Kruk/G. Lingnau, 100 Jahre Daimler-Benz. Das Unternehmen, Mainz 1986, S. 105.

99 E. Kancke, Probleme des Deutschen Hypothekenbankwesens, München 1933, S. 44.

schaft im September und Oktober 1922¹⁰⁰ schlossen die vier Berliner D-Banken ein Abkommen zur gegenseitigen Unterstützung gegen solche Angriffe. Im darauf folgenden Frühjahr konnte so der Versuch abgewehrt werden, größere Beteiligungen an Disconto-Gesellschaft und Berliner Handels-Gesellschaft aufzubauen.¹⁰¹

Erhalten die bisherigen Gesellschafter bei Kapitalerhöhungen Bezugsrechte für die neuen Aktien,¹⁰² so stellen auch Kapitalerhöhungen ein wirksames Mittel gegen Übernahmeveruche dar: Zum einen steigt die Zahl der Aktien, die der Angreifer kaufen muß. Zum anderen verteilen sich Reserven und Gewinne des Unternehmens nun auf mehr Anteile. Dieser Verwässerungseffekt wirkt umso stärker, je weiter der Emissionskurs hinter dem aktuellen Börsenkurs zurückbleibt - bis zum Extremfall von Gratisaktien. Während einer Übernahmenschlacht sinkt der Börsenkurs der Aktien dennoch nicht, so daß sie für den Übernehmenden weniger attraktiv werden. Anhand des statistischen Materials läßt sich nachvollziehen, wie groß der Verwässerungseffekt spätestens seit Mitte 1921 war (s. Abb. 10).¹⁰³

Neben der Abwehr von Übernahmeversuchen stand der Kampf gegen *Marktanteilsverluste* im Mittelpunkt der Emissionspolitik der Unternehmen. Mit dem Ersten Weltkrieg wurden deutsche Beteiligungen, Niederlassungen, Patente und andere Vermögensgegenstände in den Feindstaaten enteignet und die Blockade der Kriegsgegner brachte auch den deutschen Außenhandel in neutrale Länder weitgehend zum Erliegen. Zu diesen weltweiten Marktanteilsverlusten kam noch ein *technischer Rückstand*, da die deutschen Unternehmen während des Ersten Weltkriegs vergleichsweise wenige Anlageinvestitionen getätigt hatten. All das war nach 1918 auszugleichen. Dies gelang jedoch nur teilweise. Nachdem durch Revolution, Streiks und hohe Lohnzugeständnisse stark beeinträchtigt, stiegen die Bruttoinvestitionen bis 1922 absolut und im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt wieder deutlich an. Die Bruttoinvestitionsquote lag jedoch auch dann mit knapp 12 Prozent noch deutlich unter der der unmittelbaren Vorkriegszeit (Bruttoinvestitionsquote 1901-1913 im Durchschnitt 16,2 Prozent).¹⁰⁴

2. Gestörter Markteintritt und rückläufige Informationseffizienz

Beginnend mit der Schließung der Börsen im Ersten Weltkrieg war der Zutritt zu den deutschen Finanzmärkten im Untersuchungszeitraum immer wieder gestört. Dies setzte sich anschließend auf den Devisenmärkten mit einer immer strikteren Devisengesetzgebung fort. Am stärksten störte dabei der Rückgang der Informationseffizienz den Zugang und die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte.

So sank die *Bedeutung der bei einem Geschäftsabschluß absehbaren Aufwendungen und Erträge* (Courtage und Gebühren, Verzinsung, aktuelle Depotgebühren und Dividenden) im Laufe der offenen Inflation immer weiter. Die halbwegs sicheren Kalkulationsbestandteile waren schließlich unbedeutend angesichts der ungleich höheren anderweitigen Chancen und

100 Die Bank 1922, S. 804 u. 865 f.

101 Feldman, Deutsche Bank, S. 213 f.

102 Dies war in Deutschland damals wie heute der Fall.

103 F. Köhler, Der Wert des Aktienbezugsrechts, in: Die Bank 1922, S. 264-269. Der rapide Rückgang im Laufe des Jahres 1923, als die Überfremdungsgefahr immer weniger bestand, zeigt allerdings, daß hier wohl auch andere Effekte eine Rolle spielten - wie etwa die notwendige Verzögerung zwischen dem Beschluß zur Kapitalerhöhung, der Festlegung des Emissionskurses und der Realisierung der Maßnahme.

104 Spoerer, a.a.O., Tab. A3.

Risiken (Kurs- und Dividendenänderungen, Preisänderungen von alternativen Investments, Geldentwertung etc.). Da sich Preise und Kurse jedoch keineswegs nur in eine Richtung entwickelten, nahmen Transparenz, Informationseffizienz und Investitionssicherheit allein schon aus diesem Grund dramatisch ab.

Hinzu kam, daß sich die aktuelle *Preistransparenz* der Märkte stark verringerte. Dies begann bereits im Ersten Weltkrieg mit dem Verbot Kurszettel zu veröffentlichen. Zwischen Banken und Bankiers fand ein Wertpapierhandel dennoch statt. Sichere Preisinformationen hatten an diesen Märkten neben den Banken selbst und ihren Angestellten nur noch einige wenige Kunden mit privilegierten Geschäftsbeziehungen. Dagegen war das Gros der Wertpapierbesitzer auf die vagen Tendenzbeschreibungen der Tagespresse angewiesen - zumal, wenn keine Großbankfiliale in ihrer Nähe war, die bis zum Juli 1917 allein über Kurslisten verfügten. Für sie stieg das Risiko also deutlich, was sich per saldo in einem deutlichen Rückgang ihrer Aktienengagements niederschlug. Dies änderte sich erst nach dem Ersten Weltkrieg, nachdem die Börsen wieder geöffnet waren, Kurszettel publiziert wurden und der anschließende Kurssturz ein Ende gefunden hatte. Bis zur Stabilisierung entdeckten nun gerade die privaten Anleger den Aktienmarkt.

Allerdings war die Informationseffizienz der Finanzmärkte auch während der Nachkriegsinflation in mehrerlei Hinsicht gestört. So verringerten stark *wechselnde Bewertungsmaßstäbe* zumindest für das Publikum die Möglichkeit, Aktienengagements einzuschätzen:

Bis Ende 1918 nahmen die Aktienmärkte im wesentlichen die traditionelle Form der Marktbewertung über die Dividendenrendite vor und berücksichtigten die verdeckte Inflation nur in geringem Maße.

Dagegen paßten sich die Aktienkurse bis Mitte 1921 der Geldentwertung an und folgten bis zum Jahresende der Dollarbewegung (sog. Valutahaussen).

Bis August 1922 kam es zu einem völligen Vertrauenseinbruch auf dem deutschen Aktienmarkt und zu einer Abkoppelung vom Devisenmarkt. Erst mit der Beschleunigung der Inflation bewegte sich der Aktienmarkt seit Herbst 1922 mit dem Devisenmarkt und überflügelte diesen sogar.¹⁰⁵

Zudem sank die Informationseffizienz der Märkte, weil Börse und Banken die stark steigenden Stückumsätze *organisatorisch* nicht mehr bewältigen konnten. Während der Turbulenzen auf dem Aktienmarkt zu Beginn des Jahres 1920 läßt sich dies anhand der Umsätze und Bestände der Sparkasse der Stadt Berlin nachvollziehen. So stieg die Zahl ihrer Kundendepots innerhalb eines halben Jahres um rund 30 Prozent (s. Abb. 11). Gleichzeitig erhöhte sich auch der Wertpapierumschlag auf diesen Depots. Er lag von Dezember 1919 bis April 1920 durchschnittlich bei 13,2 Prozent des Depotvolumens, während er sich ansonsten von April 1919 bis Dezember 1921 bei weniger als einem Drittel dieses Wertes bewegte (s. Abb. 12). Nach dieser Belastungsprobe wurde die Zahl der Wertpapierkunden der Sparkasse bis zur Hyperinflation immer geringer, ihre Wertpapierstückumsätze kletterten jedoch offensichtlich weiter.¹⁰⁶

Der Auftragsflut traten die Banken mit einem Ausbau ihrer Büros und der Errichtung einer Vielzahl neuer Filialen entgegen. Dies galt vor allem für Großbanken und andere große Filialinstitute. Nachdem die Berliner Großbanken 1913 zusammen erst über 182

105 *Feldman, Great Disorder*, pp. 390-392; *Mattersdorf*, a.a.O., S. 14-54.

106 *Sparkasse der Stadt Berlin*, Jahresberichte für die Geschäftsjahre 1918-1924, Berlin 1919-1925. Zu den Börsenumsätzen vgl. auch Kap. II.2.

Filialen verfügt hatten, waren es Ende 1923 bereits 1 200. Diese Expansion fand hauptsächlich 1920 und 1921 statt. Allein die Zahl der Niederlassungen der Deutschen Bank stieg in dieser Zeit von 108 auf 156.¹⁰⁷ Die Börsen richteten einerseits Börsenruhetage ein, um die Zahl der Aufträge zu drücken, sie weiteten ihre Kapazitäten an diesen Tagen jedoch aus. So nahm man zusätzliche Börsensäle in Betrieb und bezog ab 1920 immer mehr Werte in den variablen Verkehr ein. Banken und Börsen begannen bei der Wertpapierabrechnung zu kooperieren. So errichtete die Bayerische Staatsbank aufgrund eines Abkommens mit der Münchner Bankenvereinigung bereits 1921 eine Wertpapierabrechnungsstelle.¹⁰⁸ Gegen Ende der Inflationszeit folgten Kassenvereine an den verschiedenen Börsenplätzen.¹⁰⁹

Trotz einer schrittweisen Erhöhung der Gebühren, Provisionen und Courtagen sowie der Mindestschlüsse wurden die organisatorischen Zustände bei Wertpapieraufträgen und -abwicklungen jedoch während der Hyperinflation für das Publikum immer unübersichtlicher. Besonders minderte die Informationseffizienz, daß deren Aufträge meist erst am übernächsten Börsentag ausgeführt wurden. Hinzu kam, daß die gesamte Auftragsabwicklung schließlich bis zu 14 Tage beanspruchte. Der allgemeine Regelverfall und die übermächtigen eigenen Interessen von Bankangestellten und Maklern führten an der Börse, vor allem aber beim umfangreichen, unkontrollierten Freihandel immer häufiger zu Betrügereien. Auch die amtliche Kursfeststellung war objektiv kaum noch möglich.¹¹⁰ Am Ende der Hyperinflation waren die Verhältnisse so unhaltbar geworden, daß man den Börsenhandel Anfang November 1923 offiziell einstellte und bis zum Jahresende nicht wieder aufnahm.

V. Verhaltensänderungen der Finanzmärkte

Der Wechsel bei den Lenkungsmechanismen veränderte auch das Verhalten der Finanzmärkte. Mit der Störung des Zutritts zu wichtigen Märkten verringerten sich auch die Substitutionsbeziehungen zwischen ihnen, zumal die Homogenität der Anlageformen deutlich zurückging. Es kam zum einen zu einer zunehmenden Desintegration der Märkte: Der Renditezusammenhang zwischen wichtigen Finanzmärkten löste sich und bislang einheitliche Finanzmärkte zerfielen vielfach sogar in einzelne Teilmärkte. Zum anderen zeigten die Finanzmärkte nun Reaktionsmuster, die sich deutlich von den normalen unterschieden.

I. Desintegration

Noch während des Ersten Weltkriegs blieb der *Renditezusammenhang* der Finanzmärkte trotz aller Restriktionen weitgehend gewahrt. Dividendenrendite und Effektivzins der Renten entwickelten sich synchron, Geldmarkt- und Sparzins blieben stabil. In der darauf folgenden Zeit der offenen Inflation löste sich dieser Zusammenhang jedoch Schritt für Schritt:

Zunächst verlor die Dividendenrendite ihre Steuerungsfunktion, da die Unternehmen ihre Ausschüttungen aus finanziellen Gründen bei weitem nicht im Ausmaß der Kurserhöhungen steigerten. Die Dividendenrendite sank daher bis 1923 mehr oder weniger kontinuierlich auf zuletzt marginale Werte und spielte bei der Aktienbewertung keine Rolle mehr.

Auf dem Rentenmarkt hielten vor allem offizielle Stellen den Nominalzins stabil. Wegen der Einlösung bei Endfälligkeit zu pari konnte sich die Umlaufrendite davon kaum lösen.

107 *Feldman*, Deutsche Bank, S. 191.

108 *Steffan*, a.a.O., S. 211.

109 So im Juni 1923 der Kölner Kassenverein. *Henning*, a.a.O., S. 237.

110 Ebenda S. 233.

Beide stellten damit keinesfalls einen Ausgleich für die enormen Preissteigerungsraten dar. Sie versanken endgültig in der Bedeutungslosigkeit, als in der Hyperinflation die Rentenkurse von der Spekulation getrieben wurde, Rentengläubiger könnten nach einer Währungsstabilisierung mit einer Entschädigung für ihre realen Kursverluste rechnen.

Damit ging der Anteil der laufenden Rendite an der Gesamtperformance zuerst am Aktienmarkt, später auch am Rentenmarkt stark zurück.

Da die Kurse am Rentenmarkt zunächst nur langsam stiegen, löste sich der sonst übliche Kurszusammenhang zum Aktienmarkt. Dessen Referenzmarkt wurde zunehmend der (für viele Anleger unerreichbare) Devisenmarkt.

Seit Mitte 1922 verfiel darüber hinaus der Zinszusammenhang zwischen den nicht kursreagiblen Anlageformen - wie Geldmarktengagements und Bankeinlagen. Ihre Zinsen reagierten zunächst aufgrund der starren Zinspolitik der Reichsbank überhaupt nicht, differierten jedoch nach deren Flexibilisierung in der Hyperinflation außerordentlich stark. So betrug der Berliner Tagesgeldsatz Ende 1922 9,21 Prozent p.a. und Ende November 1923 wurden 2.808 Prozent berechnet. Die Sparkasse der Stadt Berlin gewährte demgegenüber am Jahresultimo 1922 effektiv nur 4,08 Prozent für Giroeinlagen, bei der Städtischen Sparkasse München waren es Ende November 1923 lediglich 11,5 Prozent.¹¹¹

Emissions- und Sekundärmarkt für Aktien entwickelten sich seit Beginn der Aktienhaussa 1920 immer weiter auseinander, da die Gesellschaften den Verwässerungseffekt zur Abwehr der "Überfremdungsgefahr" nutzten und am Ende der Inflationszeit die festgesetzten Emissionskurse bei der Plazierung bereits wieder überholt waren. Eine ähnliche Entwicklung gab es in der Hyperinflation auch auf dem Rentenmarkt, als die wenigen (Papier-) Markemissionen einen leicht steigenden anfänglichen effektiven Jahreszins trugen, während die Kurssteigerungen die Umlaufrendite marginalisierten.

Die Explosion der Geldmarktzinsen bei gleichzeitiger Marginalisierung des Rentenzinses löste spätestens Mitte 1922 die Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes auf.

Im Ergebnis liefen die Performanceunterschiede zwischen den einzelnen Anlagearten auseinander (s. Abb. 13). Die Spreads in der Gesamtperformance alternativer Kapitalanlagen erhöhten sich im Untersuchungszeitraum in drei Stufen: 1914/15, 1920 und 1923. Mit Beginn der Hyperinflation fächerte die reale Kapitalentwicklung alternativer Investments weit auseinander (s. Abb. 14).¹¹²

Neben dem Renditezusammenhang zwischen einzelnen Finanzmärkten ging in vielen Fällen auch deren Einheitlichkeit verloren. Dies war beispielsweise auf den *Devisenmärkten* der Fall. Untersucht man die Differenz der monatsdurchschnittlichen Dollarkurse in Berlin und New York, so traten bis Ende 1919 nur ausnahmsweise namhafte Unterschiede auf. Dies änderte sich erstmals in der Liquiditätskrise vom Frühjahr 1920, als der Kurs der Mark in Berlin zunächst wesentlich stärker verfiel als der in New York. So betrug die Abweichung im März 1920 durchschnittlich 15,5 Prozent. Ähnliche, wenngleich bei weitem nicht

111 Ohne Berücksichtigung des Zinseszinses. Wirtschaftskurve der Frankfurter Zeitung 1921-1923; *Sparkasse der Stadt Berlin*, a.a.O.; *Städtische Spar- und Girokasse München*, Geschäftsbericht für die Jahre 1921-1928, München 1929.

112 Berechnung in beiden Fällen ohne Reinvestition der Ausschüttungen und Bezugsrechte. Die Zahlen aus den meisten Statistiken führen demgegenüber in die Irre, da sie unterjährige Verzinsung nicht berücksichtigen. R. Dornbusch, Lessons from the German Inflation Experience of the 1920s, in: R. Dornbusch/S. Fisher/J. Bosson (Eds.), *Macroeconomics and Finance. Essays in Honor of Franco Modigliani*, Cambridge, Mass. 1987, pp. 358-360.

so starke Sonderbewegungen gab es im letzten Quartal des Jahres 1921 sowie ab dem Hochsommer 1922. Eine neue Qualität erreichten die Abweichungen jedoch im letzten Jahr der Inflation. Insbesondere im Herbst des Jahres wies die Kursveränderung an beiden Plätzen allenfalls das gleiche Vorzeichen auf. Im Oktober lag die New Yorker Notiz durchschnittlich nur noch bei 6 Prozent der Berliner.¹¹³ „... am 1. November 1923 [stieg] der Kurs der an den Dollar angeknüpften Reichsanleihe auf 300 Milliarden Mark ..., während der Kurs des Dollars noch auf 130 Milliarden stand.“¹¹⁴ Der Dollar notierte am 12. November 1923 in Berlin bei 630 Mrd., im besetzten, nicht der deutschen Devisengesetzgebung unterworfenen Köln jedoch bei rund 4 Bio M (s. Abb. 15 u. 16).¹¹⁵

Auch die *Geldmarktzinsen* fächerten im Laufe der Inflationszeit deutlich auf. Wie sehr die Zinsen seiner einzelnen Segmente differierten und wie wenig kontinuierlich sie zum Teil waren, läßt sich sehr anschaulich an einer unkommentierten Übersicht ablesen (s. Abb. 17). Dies galt vor allem für die Zeit der Hyperinflation, deutete sich jedoch bereits zuvor an. So bildete der Markt für Privatdiskonten von Januar 1919 bis Mai 1920, den November 1921 sowie die Zeit ab September 1922 keine einheitlichen Sätze aus.¹¹⁶ Tagesgeld rentierte im allgemeinen etwas höher als Privatdiskonten. Dabei betrug der Abstand von Anfang 1920 bis November 1921 relativ konstant zwischen 0,64 und 1,04 Prozentpunkten. Erst als sich die Banken ab Dezember 1921 mit Wechselankäufen stark zurückhielten, stieg der Privatdiskontsatz unabhängig vom Geldmarkt unter Banken deutlich an und differenzierten je nach Bonität der Unterschriften aus.¹¹⁷ Die Auffächerung der Sätze setzte sich fort, so daß die üblichen Taxen für Privatdiskontsätze im Dezember 1922 rund 90 Basispunkte über dem durchschnittlichen Tagesgeldsatz lagen.¹¹⁸

Während der traditionsreiche Privatdiskontmarkt in die Bedeutungslosigkeit versank, verlagerte sich das Geldmarktgeschäft auf neue Segmente. So wurde ab Mitte 1922 das sog. Devisenleihgeschäft immer häufiger. Besonders populär war es in der Form des börsenmäßigen Reportgeschäftes, bei dem Importeure, Banken oder Ausländer Devisen auf Zeit verliehen, um mit den erlösten Papiermark erneut Devisen per Kasse oder Termin zu kaufen.¹¹⁹ Der sog. Report als Verzinsung dieses Geschäfts richtete sich ab August 1922 nach dem „Geldentwertungskoeffizienten“, der auf den Gewinn abstellte, der mit dem zu erwerbenden Sachwert zu erzielen war. Im Fall von Devisenleihgeschäften war dies die erwartete durchschnittliche Veränderungsrate sogenannter „Edelvaluta“, mindestens jedoch der Geldmarktzins. Da Devisenreportgeschäfte gegenüber Devisentermingeschäften die Vorteile einer höheren Verzinsung, der Selbstliquidierung und eines höheren Leverage-Effektes hatten, stiegen die Umsätze auf den Devisenkassamärkten gegen Mark ab Mitte 1922 relativ zu denen auf den entsprechenden Terminmärkten an. Die Verhältnisse änderten sich erst Mitte 1923, als die Umsätze des Berliner Devisenmarktes nach der Notverordnung vom 22. Juni 1923¹²⁰ deutlich zurückgingen, da

113 *StatRA*, Zahlen zur Geldentwertung, S. 6.

114 *Elster*, a.a.O., S. 212.

115 Ebenda; zu den Kursunterschieden zwischen Berlin und Köln *Dornbusch*, a.a.O., pp. 355-357.

116 *Die Bank* 1919-1923.

117 Großbankakzepte, sog. 1. und 2. Unterschriften.

118 *Die Bank* 1922, S. 39.

119 *P.B. Whale*, Joint Stock Banking in Germany. A Study of German Credit Banks before and after the War, London 1930, pp. 116-119.

120 *RGBl* 1923 I, S. 401.

ausländische Zahlungsmittel nur noch zum amtlichen Berliner Kurs ge- oder verkauft werden durften (s. Abb. 18)¹²¹.

Das gleiche Auseinanderdriften einzelner Marktsegmente konnte man zeitweise auch auf dem *Rentenmarkt* beobachten. So vervielfachten sich die Renditeunterschiede der Schuldverschreibungen seit Mitte 1919, als gleichzeitig die Effektivverzinsung insbesondere der Reichsanleihen um mehr als einen halben Prozentpunkt stiegen, während die der Stadtanleihen und Pfandbriefe um 5-30 Basispunkte sank (s. Abb. 19). Eine ähnliche Entwicklung nahm der Markt gegen Ende der Inflationszeit durch die vom Ausland ausgehende Aufwertungsspekulation, von der einzelnen Gruppen von Papieren je nach Verfügbarkeit im Ausland zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfaßt wurden. Bei der im Ausland notierten 3 Prozentigen Reichsanleihe war dies wohl bereits seit Spätherbst 1920 der Fall. Für die in Deutschland häufig gehandelten 3,5 und 4 Prozentigen Reichsanleihen galt es erst ab Mai bzw. Juni 1921.¹²² Die wenig gehandelte und recht starre 5 Prozentige Reichsanleihe bewegte sich sogar erst im November 1922 zusammen mit Provinzial- und Stadtanleihen, Pfandbriefen und Industrieobligationen nach oben (s. Abb. 20).¹²³

Auch der *Aktienmarkt* zeigte im Untersuchungszeitraum eine gewisse Tendenz zur Ausbildung separater Teilmärkte. Sie kommt vor allem bei der Betrachtung marktenger Teilindices zum Ausdruck. So stand - um die beiden Extreme zu nennen - der (vom Banknotendruck profitierende) Gruppenindex 'Vervielfältigung' im September 1922¹²⁴ bei 2 860 (1913= 100), während der Gesamtindex bei 905 lag und der Gruppenindex 'Hypothekenbanken' bei 96 verharrte.¹²⁵

2. Veränderung der Reaktionsmuster

Jeder funktionierende Markt befindet sich im Spannungsfeld zwischen Preis- und Mengenschwankungen und den Reaktionsmöglichkeiten der Marktteilnehmer in einem mehr oder weniger robusten Gleichgewicht. Jedes ökonomische System funktioniert lediglich innerhalb bestimmter Bandbreiten, die nur in Maßen durch Anpassungsreaktionen erweitert werden können, und benötigt für Reaktionen eine gewisse Zeit. Demgegenüber sahen sich die Finanzmärkte in der Zeit der offenen Inflation nach dem Ersten Weltkrieg zwei grundsätzlichen Problemen gegenüber:

Kapitalanlage- und -aufnahmebedarf traten ungleich heftiger auf und führten zu ungleich *plötzlicheren und größeren Schwankungen* wie zu normalen Zeiten. Lediglich das Jahr 1921 kehrte wieder in den normalen Rahmen der Vorkriegsbewegungen zurück.

Gleichzeitig war jedoch auf einigen wichtigen Gebieten die *Reagibilität* der Märkte *eingeschränkt*. Dafür gab es mehrere Gründe: die oben beschriebenen staatlichen Eingriffen, aber auch mentale Rigiditäten.

So lehnten die Bankenverbände noch im Frühjahr 1923 zusammen mit der Reichsbank eine Initiative des Reichswirtschaftsministers ab, im Kredit- und Wertpapierwesen die Gold-

121 *StatRA*, Zahlen zur Geldentwertung, S. 10.

122 *Die Bank* 1921, S. 28, 386 u. 445.

123 *Wirtschaft u. Statistik* 3, 1922, S. 815 f.

124 Vor dem Tiefpunkt der realen Aktienkursentwicklung.

125 *Wirtschaft u. Statistik* 3, 1922, S. 651.

rechnung einzuführen.¹²⁶ Ähnliche Widerstände, von alten Einstellungen und Handlungsweisen zu lassen, zeigten sich beispielsweise beim Sparverkehr. So überwogen bei der Sparkasse der Stadt Berlin in jedem einzelnen Inflationsjahr die Monate mit Einzahlungsüberschüssen. Dabei legt das Ein- und Auszahlungsverhalten auf den Sparkonten die Interpretation nahe, daß allenfalls unmittelbare Probleme, den Lebensunterhalt zu bestreiten, und nicht etwa der Geldwertverlust ein Entsparen bewirkte. So überwogen die Auszahlungen bzw. die Auszahlungsposten gerade in solchen Monaten, in denen die Lebenshaltungskosten höher waren als die durchschnittlichen Löhne und Gehälter.¹²⁷

Die Reagibilität der Finanzmärkte war ferner durch organisatorische Probleme herabgesetzt - wie die Unmöglichkeit, die anschwellende Flut von Wertpapieraufträgen zu bewältigen.

Hinzu kam, daß die Marktteilnehmer spätestens seit Beginn der Hyperinflation nur noch in eine Richtung agierten. Um sich vor der Geldentwertung zu schützen, kaufte das Publikum in dem Moment, in dem es über überschüssiges Geld verfügte. Weil Aktien und Rentenkurse zumindest in Papiermarkt ständig anstiegen, ging auch die Kulisse keinerlei Baissepositionen mehr ein und verhielt sich damit nicht mehr - wie üblich - konträr, sondern im Einklang mit dem Publikum. Damit entfiel ein wichtiger dämpfender Effekt, so daß die Börse immer mehr selbstverstärkenden Regelkreisen gehorchte.¹²⁸

Die größere Plötzlichkeit und Intensität der Marktschwankungen führte im Untersuchungszeitraum zusammen mit einer Störung der marktinhärenten Ausgleichsmechanismen aller Wahrscheinlichkeit nach dazu, daß die deutschen Finanzmärkte ihren stabilen Bereich im Untersuchungszeitraum von Fall zu Fall verließen und schrittweise zu veränderten Reaktionsmustern übergingen.

Dabei spielte die Abkehr von einheitlichen pretialen Lenkungsmechanismen vermutlich eine besondere Rolle. An ihre Stelle trat eine Vielzahl individueller und universeller Motive und Verhaltensweisen. Bereits den Zeitgenossen war bewußt, daß sich speziell im Laufe der Nachkriegsinflation die Einflußfaktoren auf die Finanzmärkte deutlich gewandelt hatten.¹²⁹ Inzwischen gibt es rechnerische Hinweise darauf, daß die *Anzahl der* einwirkenden *Determinanten* deutlich angestiegen ist. So bestimmten Peel und Yadav aus einer Zeitreihe täglicher Marknotizen in London (3.1.1921-8.9.1923) Korrelationsdimensionen zwischen 4 und 5, was auf eine Zahl von maximal 9-11 Determinanten schließen läßt.¹³⁰ Dagegen ist aus ande-

126 Zu den Einstellungen und Erwartungen im Bankwesen, die die Anpassung seiner Politik an die sich wandelnden Realitäten in der Infaltionszeit behinderten O. Pfeleiderer, Das Prinzip "Mark = Mark" in der deutschen Inflation 1914 bis 1924, in: O. Büsch/G.D. Feldman (Hg.), Historische Prozesse der deutschen Inflation, Berlin 1978, S. 69-82; H. Kiehling, Banking in der Inflation, in: Scripta Mercaturae 19, 1995, S. 15-18.

127 Holfrerich, Inflation, S. 39 f; StatRA, Zahlen zur Geldentwertung, S. 40-43; Sparkasse der Stadt Berlin, a.a.O.

128 Mattersdorf, a.a.O., S. 145 ff.

129 Ebda S. 14-54.

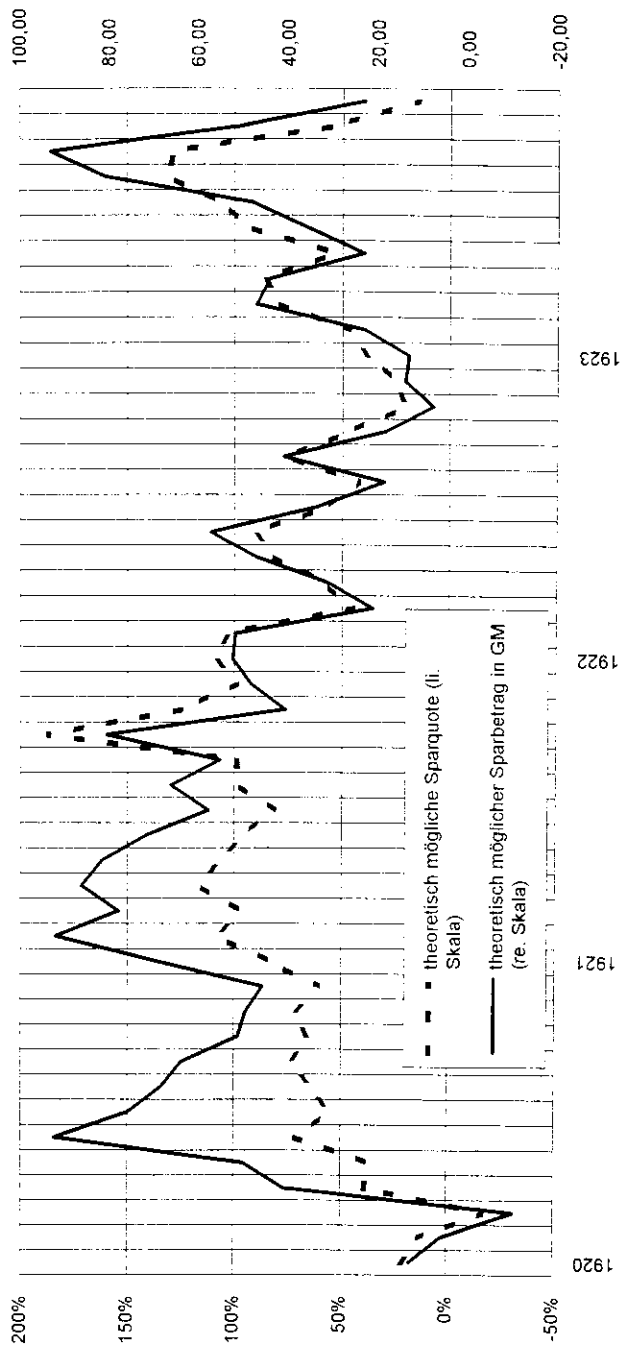
130 D.A. Peel/P. Yadav, The Time Series Behaviour of Spot Exchange Rates in the German Hyper-Inflation Period. Was the Process Chaotic?, in: Empirical Economics 20, 1995, pp. 465 f; C. Holzer, Analyse empirischer Datenreihen in der Ökonomie mit Instrumenten der nichtlinearen Dynamik, Diss. TU München 1992, S. 76.

ren Untersuchungen bekannt, daß Devisenmärkte üblicherweise durch eine wesentlich geringere Anzahl von Determinanten bestimmt sind.¹³¹

Nach den Erfahrungen von Systemtheorie und nichtlinearer Dynamik wird ein System umso instabiler und Zusammenhänge im System selbst und zu benachbarten, sonst verbundenen Systemen lösen sich umso eher, je größer die Zahl der auf dieses System einwirkenden Determinanten ist.¹³² Die deutschen Finanzmärkte traten daher vermutlich im Untersuchungszeitraum Schritt für Schritt in einen völlig neuen Systemzustand ein. Während in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg mehr oder weniger strenge Determinismen bzw. stochastische Einflüsse ihr Verhalten maßgeblich bestimmten,¹³³ stand am Ende der Entwicklung wahrscheinlich chaotisches Verhalten. Entsprechende Nichtlinearitäten konnte nachgewiesen werden und die Untersuchungsergebnisse deuten darüber hinaus - wengleich auf einer notgedrungen schmalen Datenbasis - auf chaotisches Verhalten hin.¹³⁴

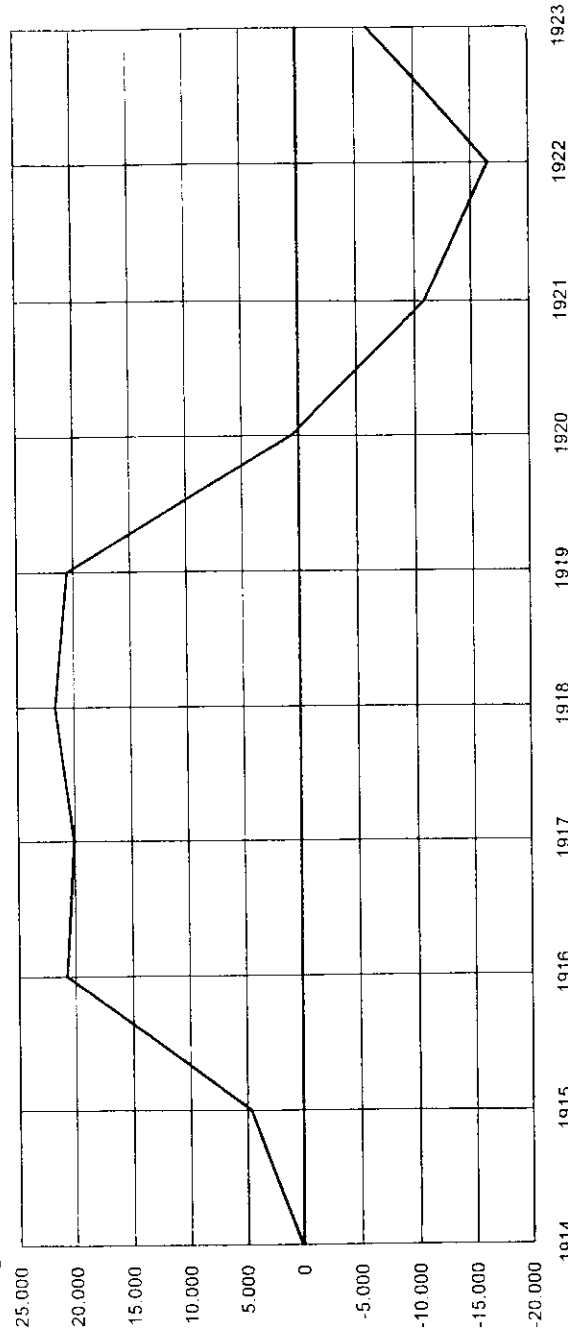
-
- 131 *D.A. Hsieh*, Testing for Nonlinear Dependence in Daily Foreign Exchange Rates, in: *Journal of Business* 62, 1989, pp. 339-368.
- 132 *H. Kiehling*, Das Chaos auf dem Aktienmarkt, in: *Die Bank* 1992/3, S. 148 f. Flanagan spricht in diesem Zusammenhang von der Desynchronisation der für die Aufrechterhaltung eines Systems wichtigen Funktionen. *S.C. Flanagan*, Models and Methods of Analysis, in: *G.A. Almond/S.C. Flanagan/R.J. Mundt (Eds.)*, Crisis, Choice and Change. Historical Class Studies in Comparative Politics, Boston 1973, Cpt. 2.
- 133 Für den deutschen Aktienmarkt schlossen De Long/Becht für den Zeitraum zwischen 1876 und 1913 Excess volatility aus. Dies deutet darauf hin, daß der Markt in dieser Zeit maßgeblich durch Zufallseinflüsse geprägt war. *J.B. De Long/M. Becht*, "Excess Volatility" and the German Stock Market, 1876-1990, EUI Working Paper 92/82, Badia Fiesolana (FI) 1982.
- 134 *Peel/Yadav*, a.a.O., S. 467 f. Ähnliche Untersuchungen in *D.A. Peel/A. Speight*, Testing for non-linear dependence in inter-war exchange rates, in: *Weltwirtschaftliches Archiv* 130, 1994/2, S. 391-417.

Abbildung 1: Theoretisch mögliche Ersparnis eines höheren Beamtenhaushalts Nominalgehalt Gr. XI vs. Existenzminimum einer vierköpfigen Familie in Berlin p.M.

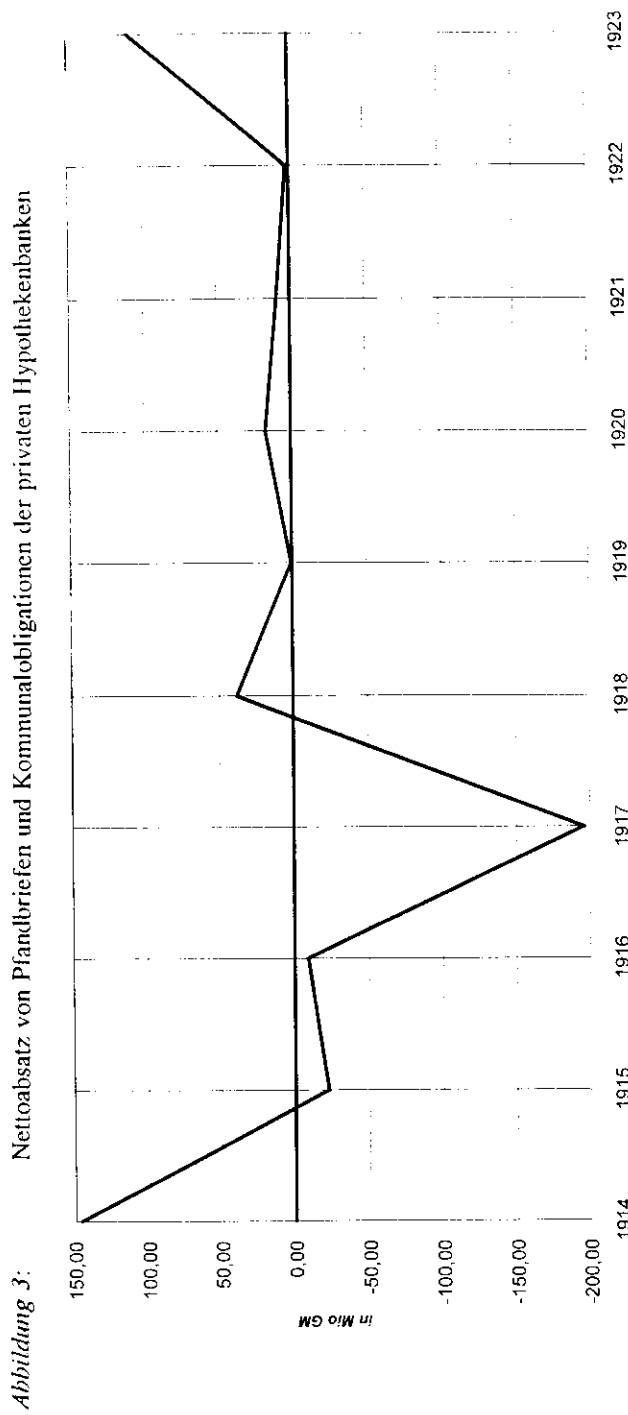


Quelle: Holtferrich, StatRA.

Abbildung 2: Veränderung des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen des Reiches in Mio M pro Jahr

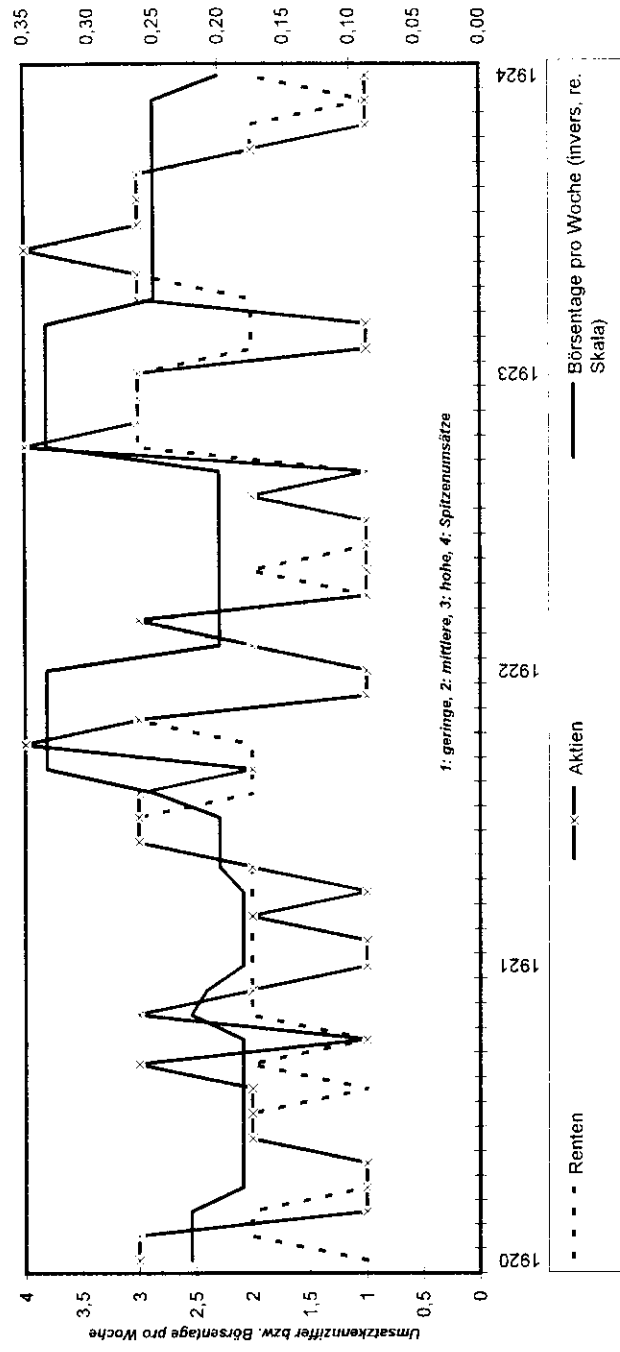


Quelle: Deutschlands Wirtschaft, Währung und Finanzen.



Quelle: Achterberg.

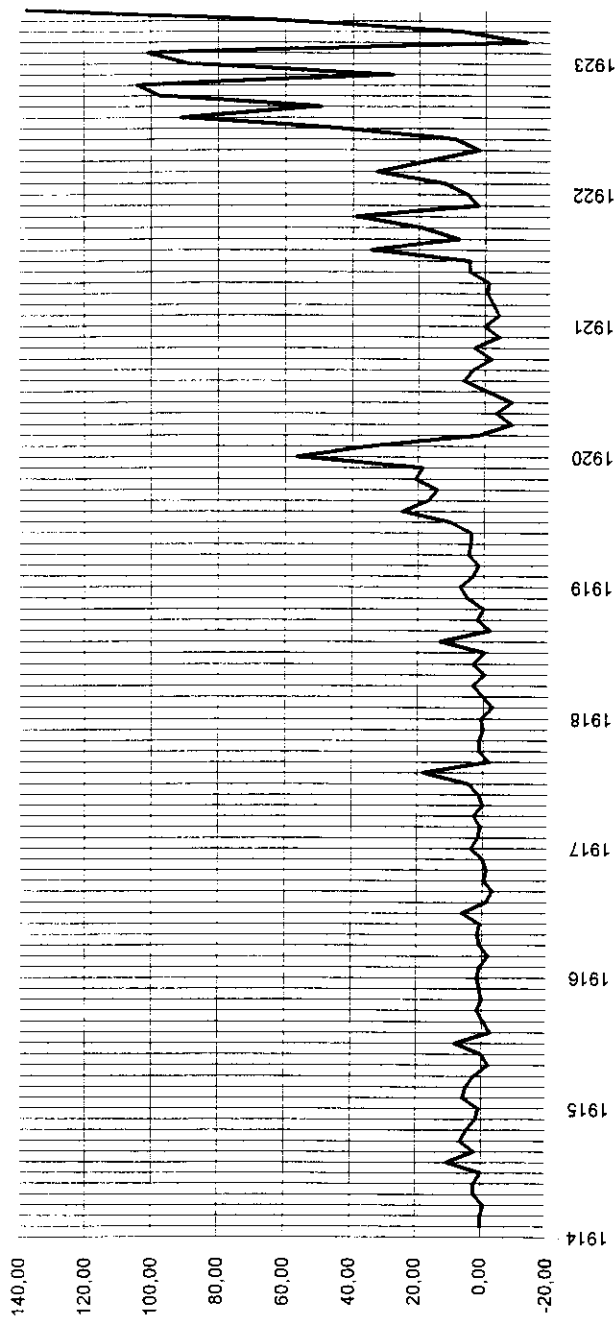
Abbildung 4: Börsenumsätze nach den Markikomentaren



Quelle: Die Bank 1920-1924.

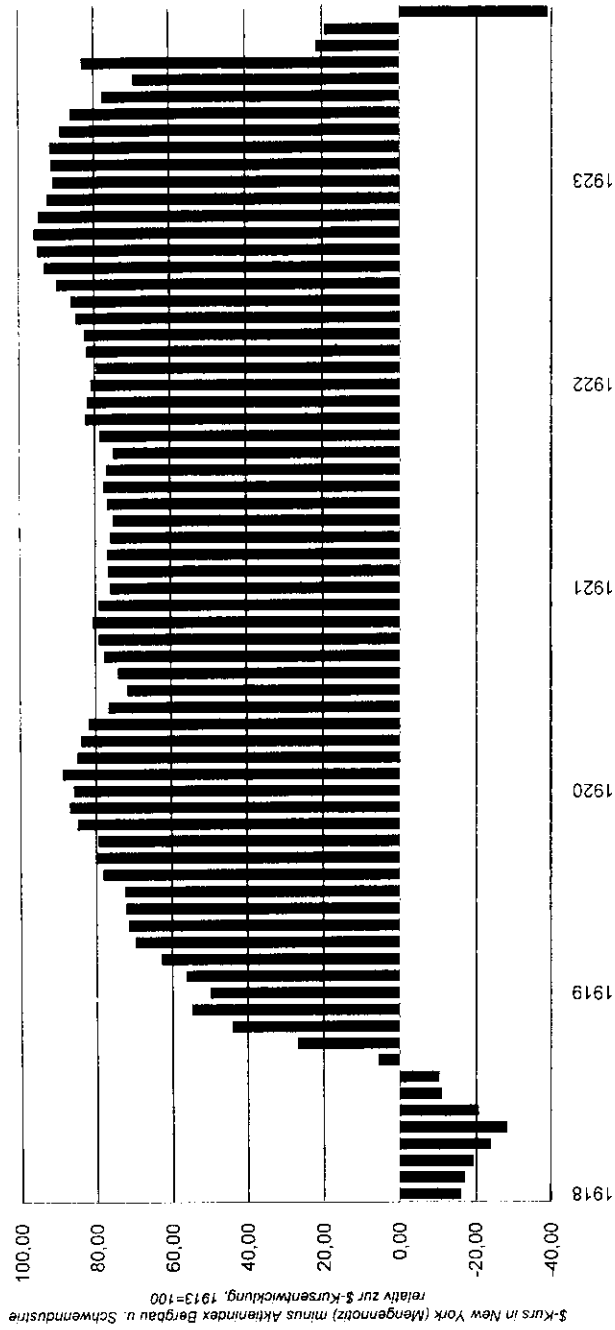
Abbildung 5:

Großhandelspreise
Veränderungen zum Vormonat in Prozent



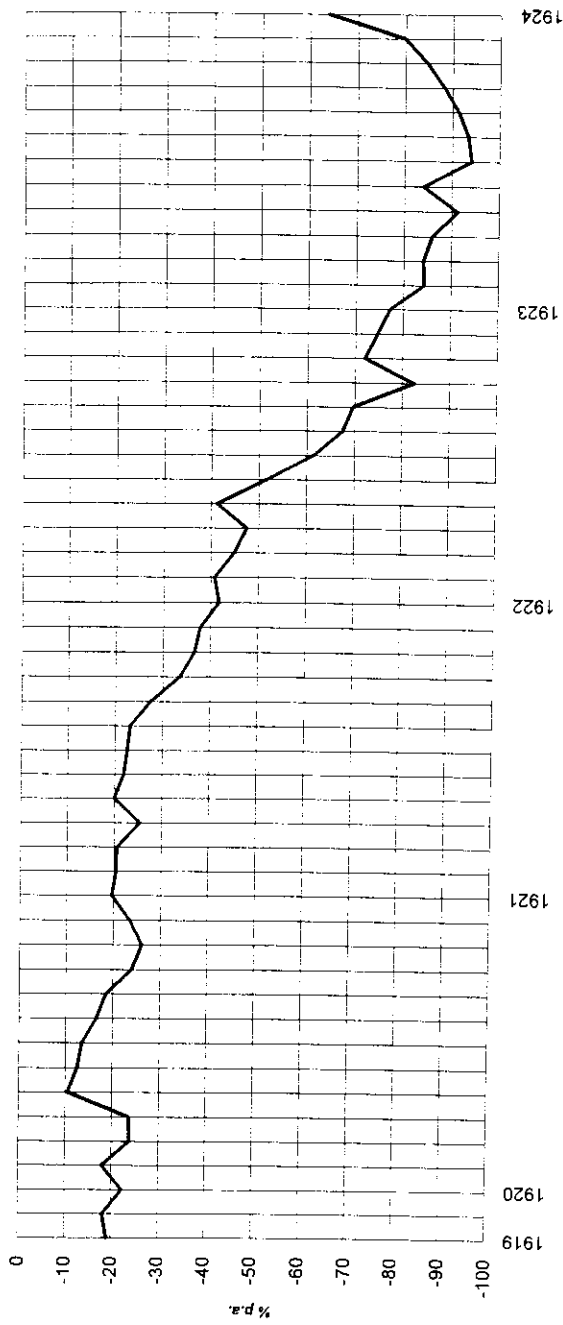
Quelle: StatRA.

Abbildung 6: Entwicklungsdifferenz zwischen \$ und Aktienkursen



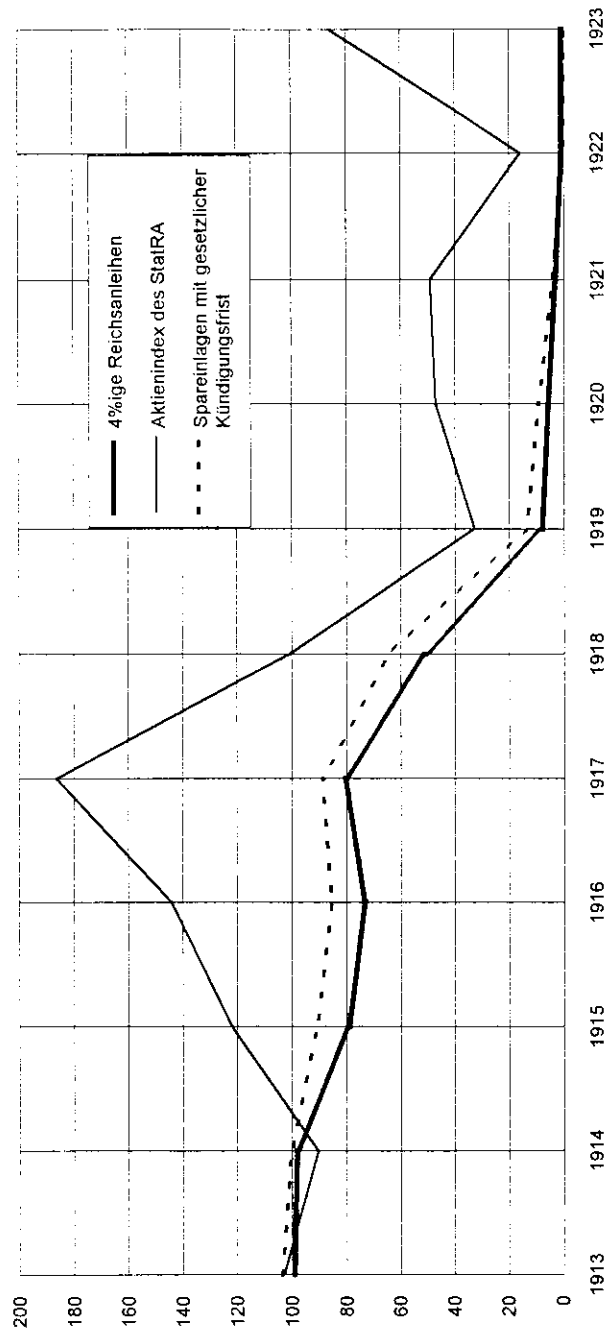
Quelle: StatRA.

Abbildung 7: Effektiver Zinsspread zwischen den im Inland häufig gehandelten 3,5 und 4%igen und der im Ausland gehandelten 3%igen Reichsanleihe



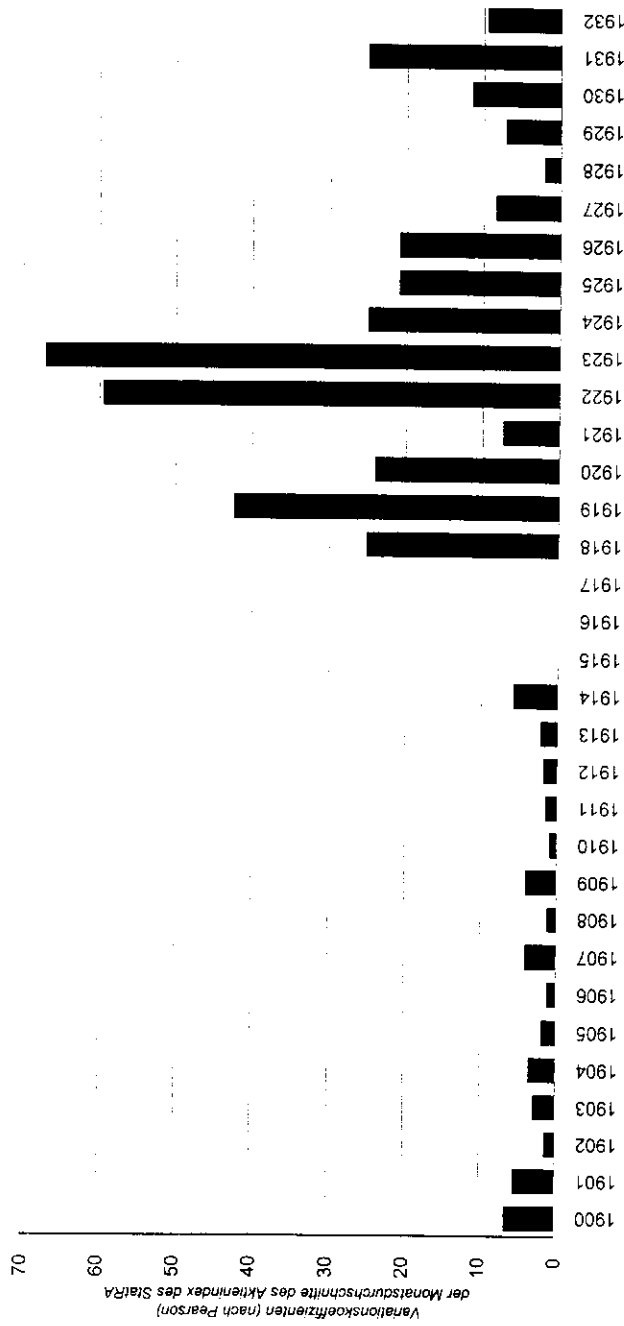
Quelle: Die Bank 1920-1924.

Abbildung 8: Inflationbereinigte Kapitalentwicklung
(Opération blanche, Ende 1912 = 100)



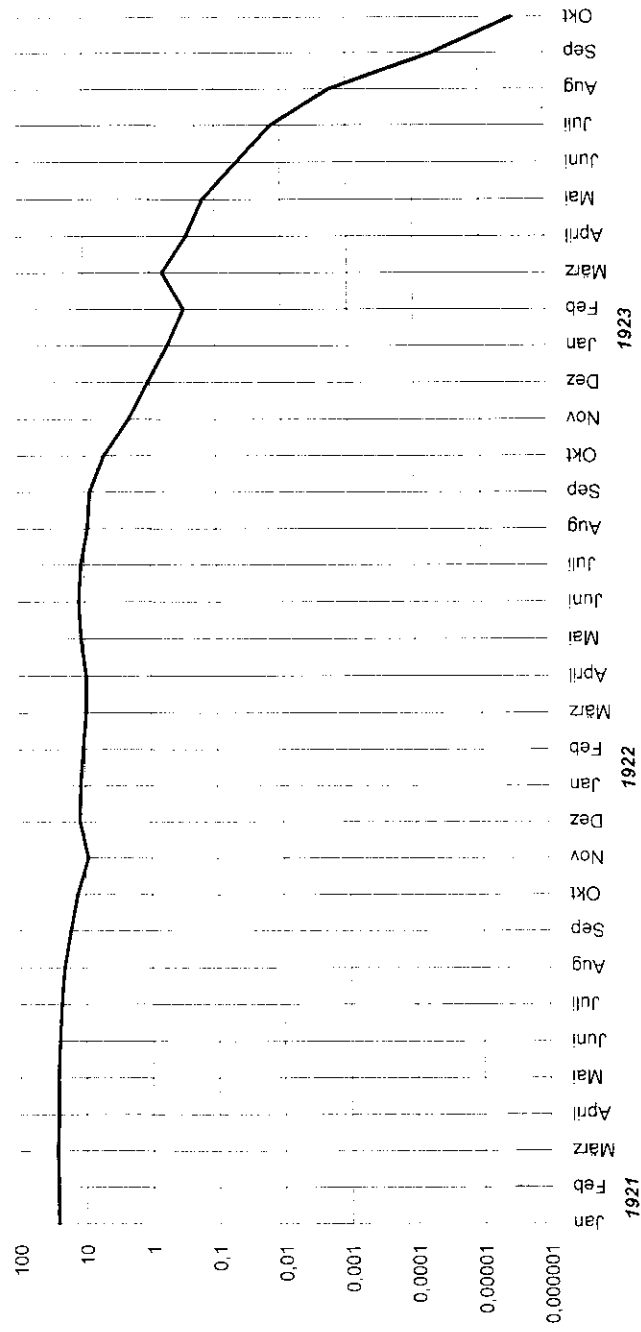
Quelle: StaiRA, Die Bank, Kronenberg, Sparkasse der Stadt Berlin.

Abbildung 9: Volatilität der Aktienkurse



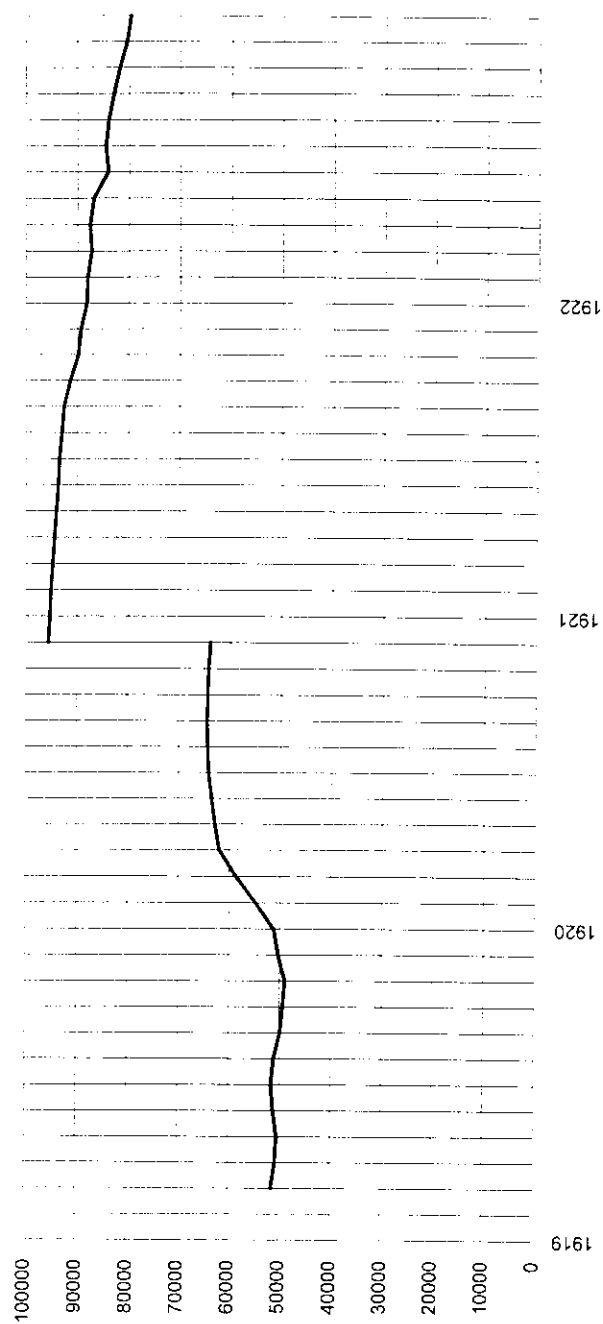
Quelle: StatBA.

Abbildung 10: Emissionskurse in Prozent der Börsenkurse



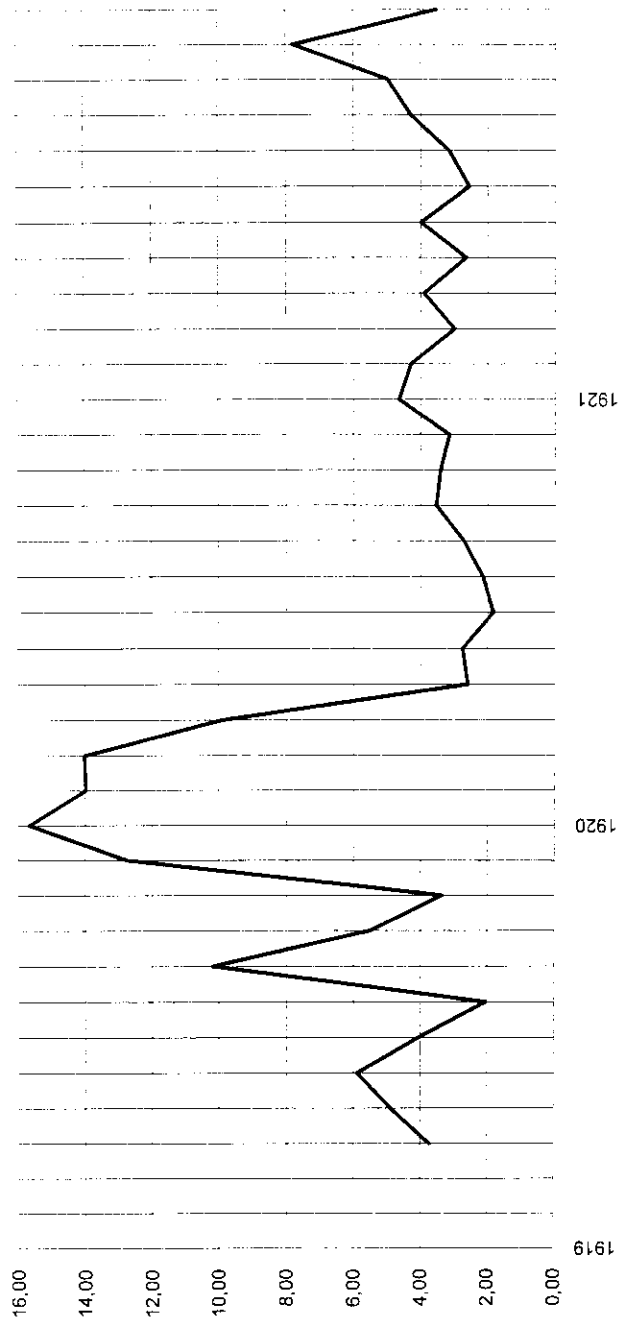
Quelle: StatRA.

Abbildung 11: Zahl der Wertpapierdepots bei der Sparkasse der Stadt Berlin



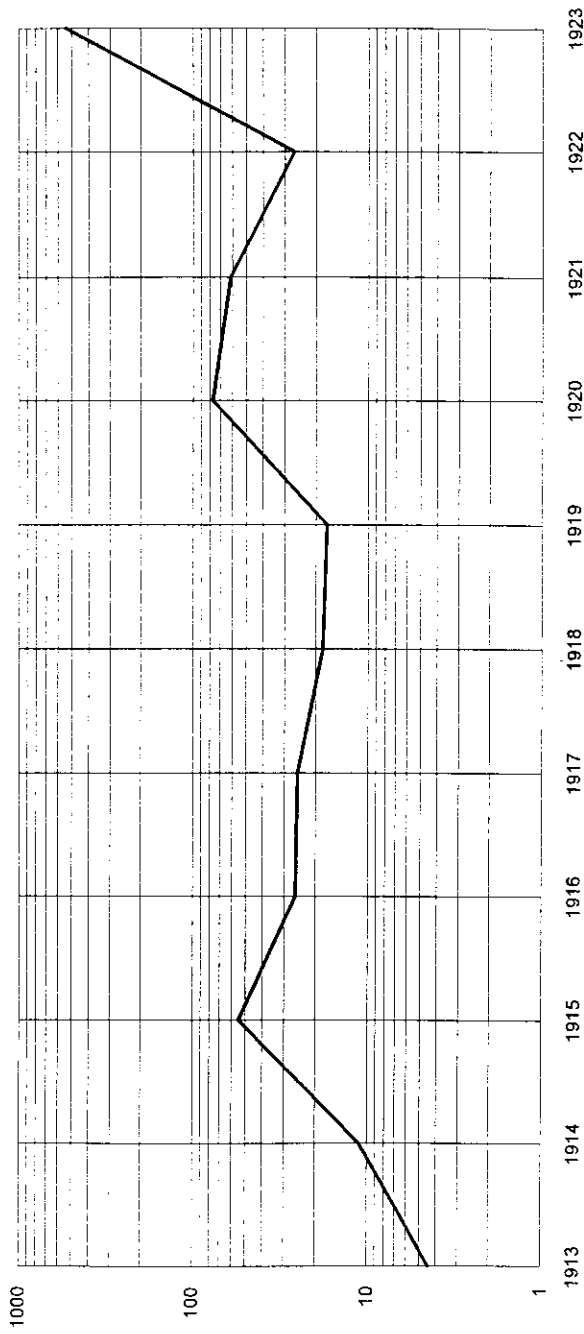
Quelle: Sparkasse der Stadt Berlin.

Abbildung 12:
Wertpapierumschlag bei der Sparkasse der Stadt Berlin
Umsätze in Prozent der durchschnittlichen Depotbestände der Kunden



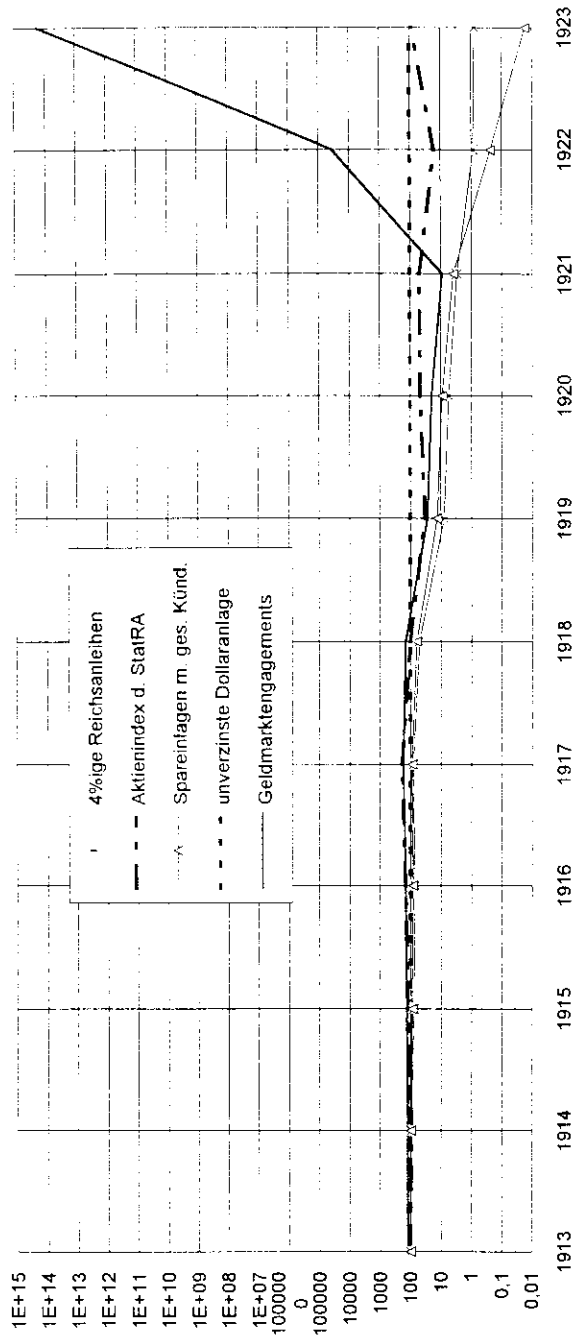
Quelle: Sparkasse der Stadt Berlin.

Abbildung 13: Bandbreite der inflationsbereinigten Gesamtperformance alternativer Kapitalanlagen in Prozent p.a. (einbezogen: 4%ige Reichsanleihen, Aktienindex d. StatRA, gesetzl. Spareinlagen)



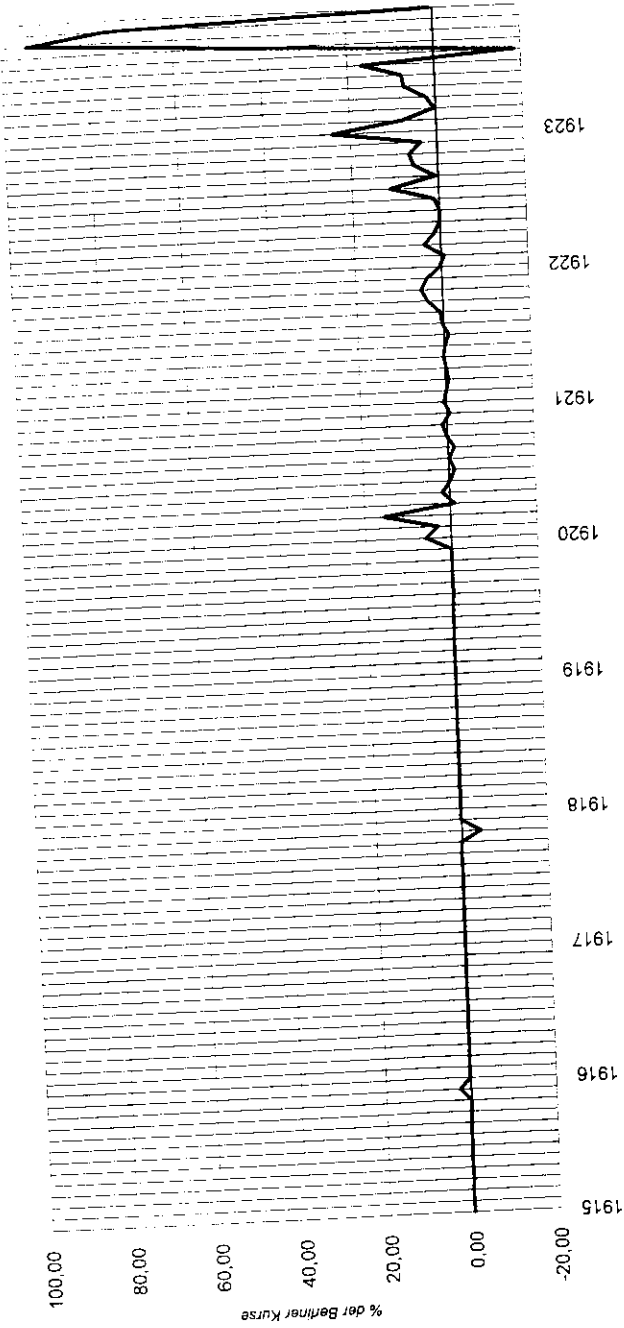
Quelle: Die Bank, StatRA, BBk, Sparkasse der Stadt Berlin.

Abbildung 14: Reale Kapitalentwicklung (1913 = 100)



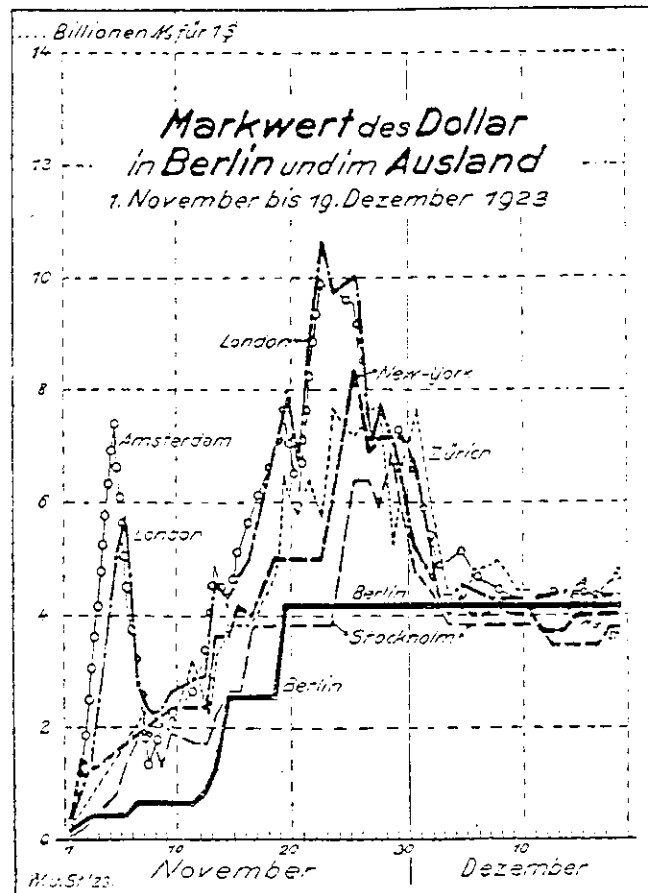
Quelle: Die Bank, StafiRA, BBk, Sparkasse der Stadt Berlin.

Abbildung 15:
Differenz der Dollarkurse Berlin/New York
Monatsdurchschnitte

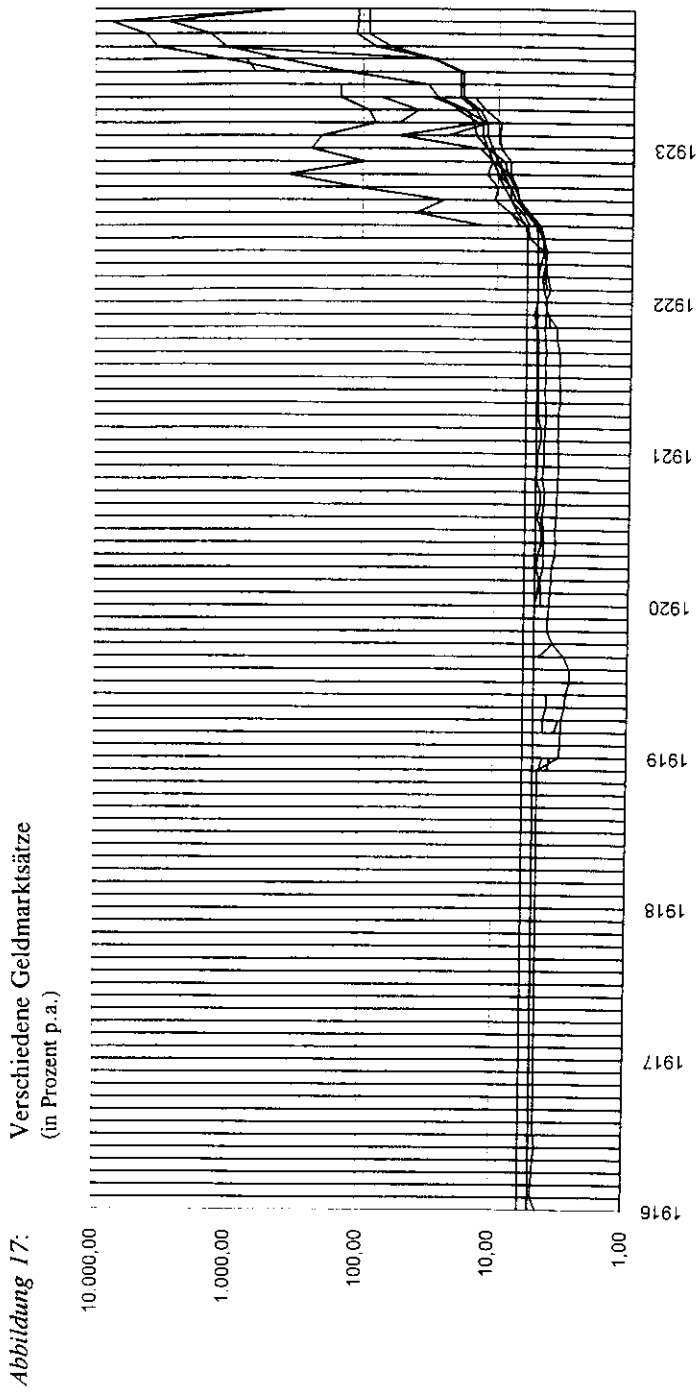


Quelle: StatRA.

Abbildung 16:

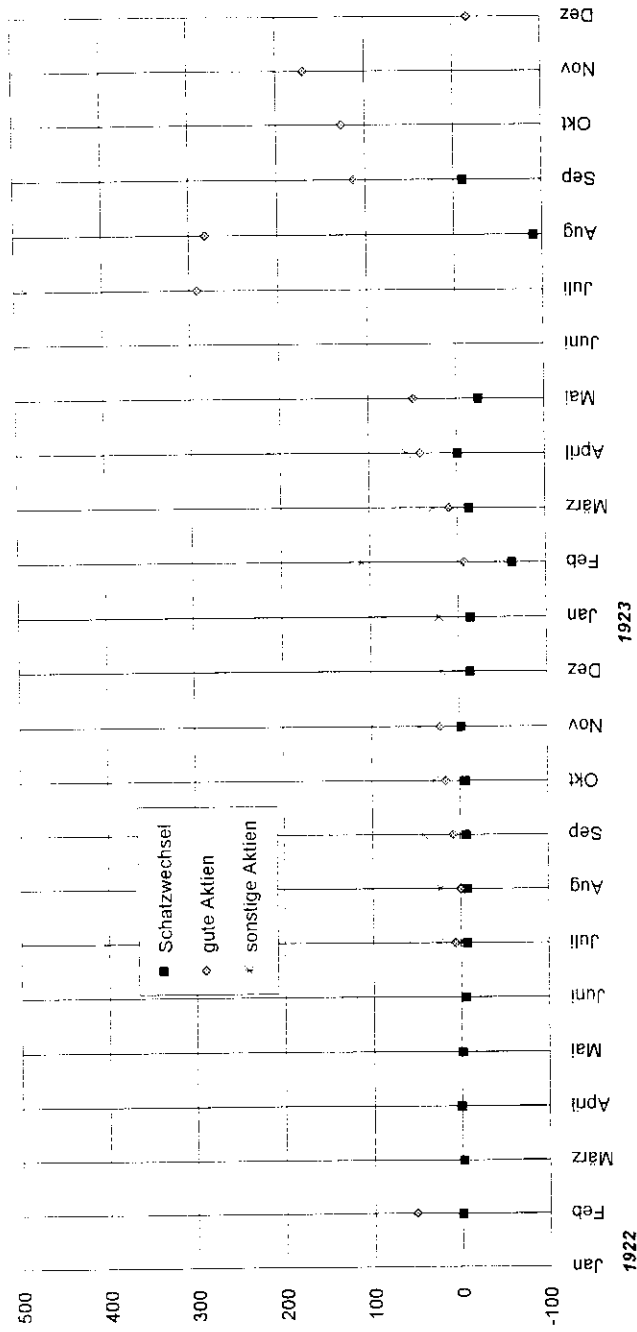


Quelle: *Wirtschaft und Statistik* 1923, S. 769.



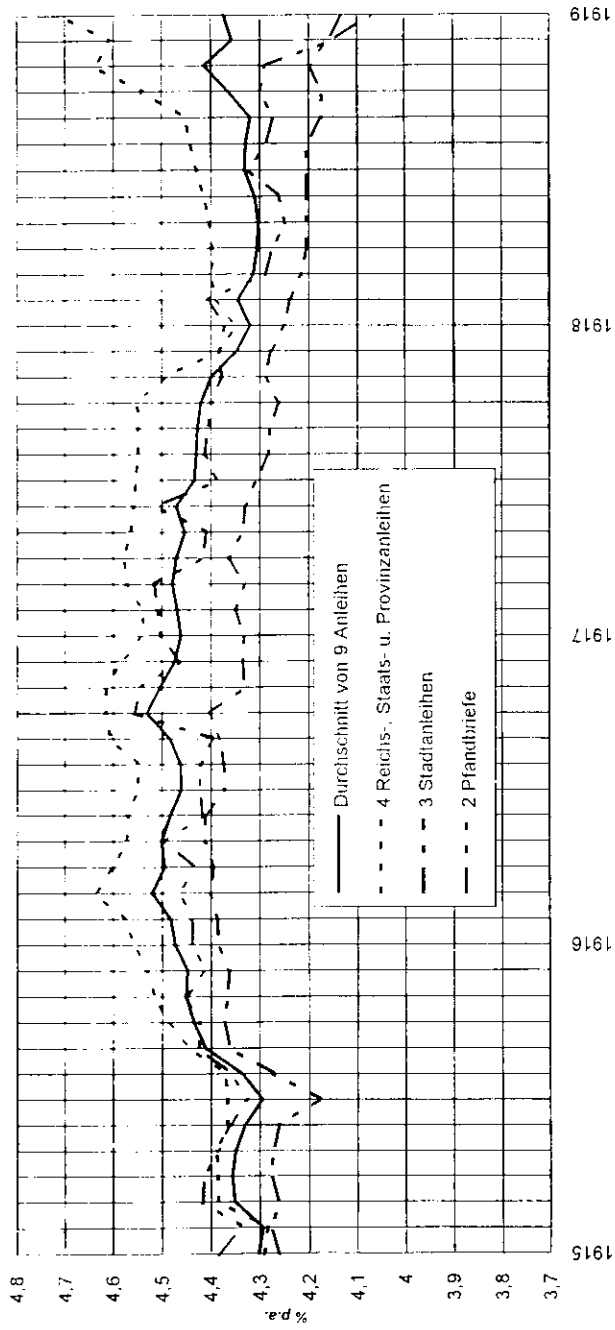
Quelle: BBk, Die Bank 1920-1924.

Abbildung 18: Zinsspread bei Tagesgeld je nach Sicherheit
Differenz in Prozent vom Durchschnitt



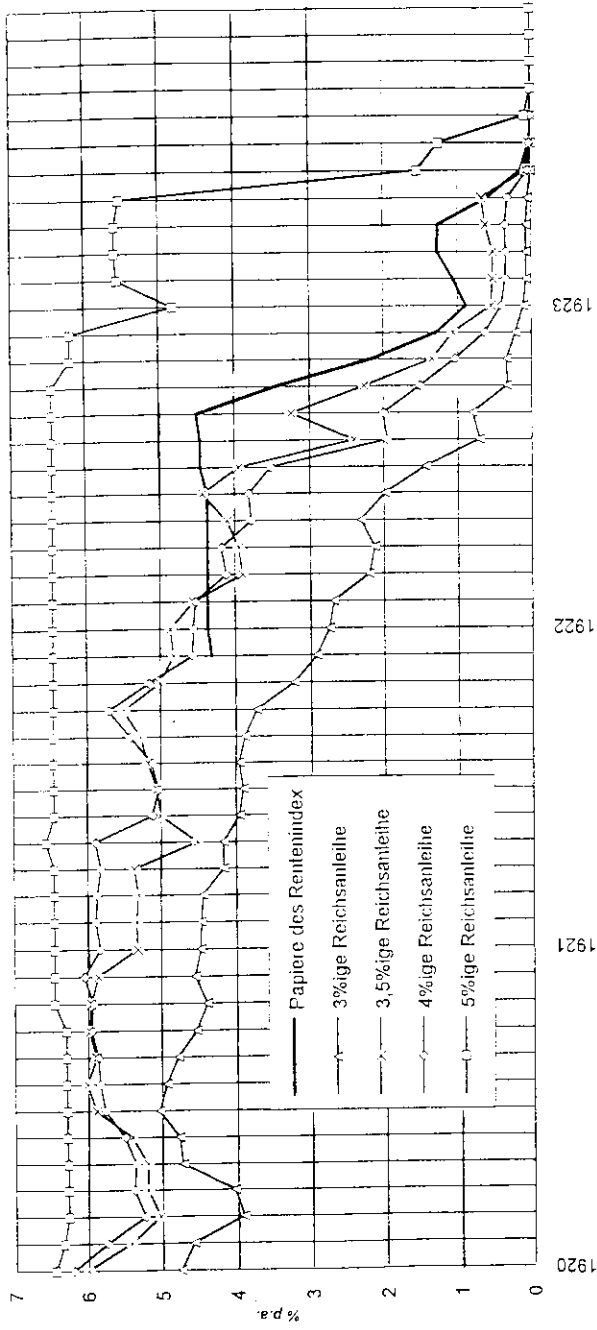
Quelle: Die Bank 1930-1923.

Abbildung 19: Effektivverzinsung deutscher Anleihen 1915-1918
Monatsendstände



Quelle: Kronenberger.

Abbildung 20: Effektivverzinsung am Rentenmarkt



Quelle: StatRA, Die Bank.

Sonderdruck aus:

Jahrbuch für

1998/1

WIRTSCHAFTS GESCHICHTE

Währungs- und Finanzgeschichte



Akademie Verlag

ISBN 3-05-003290-1