Volkswirtschaftliche Schriften

Heft 504

Untersuchungen zu Verschuldung und Deflation

Von

Gabriele Kasten

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

GABRIELE KASTEN

Untersuchungen zu Verschuldung und Deflation

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Volkswirtschaftliche Schriften

Begründet von Prof. Dr. Dr. h. c. J. Broermann †

Heft 504

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Untersuchungen zu Verschuldung und Deflation

Von

Gabriele Kasten

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Kasten, Gabriele:
Untersuchungen zu Verschuldung und Deflation / von Gabriele Kasten. – Berlin : Duncker und Humblot, 2000
(Volkswirtschaftliche Schriften ; H. 504)
Zugl: Hamburg, Univ., Diss., 1998
ISBN 3-428-09673-8

Alle Rechte vorbehalten
© 2000 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fotoprint: Werner Hildebrand, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0505-9372
ISBN 3-428-09673-8

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ♾

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vorbemerkung

Die vorliegende Arbeit, die vom Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg als Dissertation angenommen wurde, wäre sicher nicht ohne den Einfluß einer Reihe von Personen entstanden, denen ich an dieser Stelle meinen herzlichen Dank sagen möchte.

Zuerst möchte ich meinen verehrten akademischen Lehrer Herrn Prof. Dr. Dr. Harald Scherf nennen, der mein wissenschaftliches aber auch intellektuelles Interesse weit über den Gegenstand der Arbeit hinaus geweckt hat. Ferner gilt mein Dank insbesondere Herrn Prof. Dr. Heinz Rieter für wertvolle Hinweise und Anregungen bei der Überarbeitung des Manuskriptes.

Einen entscheidenen Impuls erhielt die Arbeit durch einen Forschungsaufenthalt an der University of Cambridge. Ich danke Herrn Dr. Jochen Runde für die Einladung und die persönliche Betreuung in dieser anregenden Zeit. Desweiteren danke ich meinen Kollegen am Institut für Statistik und Ökonometrie, insbesondere Frau Dr. Priv.-Doz. Kirsten Ralf und Frau Dr. Irene-Katharina Herzog, für hilfreiche Kommentare und Verbesserungsvorschläge. Bei der aufwendigen Formatierung des Skriptes stand mir dankenswerterweise Herr Dr. Oliver Perschau mit Rat zur Seite.

Nicht zuletzt möchte ich an dieser Stelle meine Dankbarkeit gegenüber meinen Eltern und meiner Großmutter zum Ausdruck bringen. Wenn auch ihr Einfluß auf die konkrete Ausgestaltung dieser Arbeit weniger unmittelbarer Art war, so war ihre Unterstützung über die Jahre hinweg doch alles andere als gering. Ich widme diese Arbeit daher meiner Mutter und dem Andenken an meinen Vater.

Rotterdam, im Sommer 1999 *Gabriele Kasten*

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Inhaltsverzeichnis

A. Problemstellung 13

B. Begriffliche Konzeption des Vermögens, der Schulden und der Deflation 15

I. Definition und Abgrenzung verschiedener Vermögenskonzeptionen 15

1. Konträre Auffassungen zum Begriff des Vermögens 15
2. Das Konzept des Volksvermögens 18
3. Der einzelwirtschaftliche Vermögensbegriff 19
4. Alternative Methoden zur Bewertung des Vermögens 21
5. Liquidität als Eigenschaft von Vermögensobjekten 23

II. Definition und Abgrenzung des Schuldbegriffes 26

1. Ökonomische Abgrenzung der Schulden 26
2. Illiquidität als Eigenschaft von Schuldtiteln 28
3. Kreditbeziehungen als Schuldbeziehungen 28

III. Abgrenzung verschiedener Definitionen der Deflation 29

1. Definition des Phänomens der Deflation 29
2. Das Vorgehen der Bank of England als Beispiel zur Unterscheidung verschiedener Preisindizes 32

IV. Begriffliche Bestimmung der Schulden-Deflation 34

C. Einige typische Entwicklungen von Schulden-Deflationen .. 37

I. Die Große Depression in den Vereinigten Staaten von Amerika 38

II. Immobilienpreise und Aktienkurse in ausgewählten Ländern in den achtziger und neunziger Jahren des zwanzigsten Jahrhunderts 42

1. Die Entwicklung der Aktienkurse 42
2. Die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien 44
3. Die Entwicklung der Preise für Gewerbeimmobilien 46
4. Der Immobilienmarkt in Deutschland 48

III. Auswirkungen der Schulden-Deflation auf das Verhalten der privaten Haushalte 52

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

1. Die Entwicklung des Vermögens und der Schuld der privaten Haushalte ... 52
2. Das Phänomen des »negative equity« ... 56
3. Das Konsumverhalten der privaten Haushalte ... 57
IV. Einflüsse der Schulden-Deflation auf das Verhalten der Unternehmen ... 60
1. Die Entwicklung der Schulden und der Zinszahlungen der Unternehmen ... 60
2. Auswirkungen der Verschuldung auf das Investitionsverhalten der Unternehmen ... 61
V. Auswirkungen von Schuldenkrisen auf das Verhalten von Banken 66

D. Theoretische Untersuchungen zur Schulden-Deflation seit dem Ausbruch der Großen Depression ... 70
I. Der quantitätstheoretische Erklärungsansatz der Schulden-Deflation von Fisher ... 71
1. Fishers Beschreibung der Schulden-Deflation ... 71
2. Kritische Anmerkungen zu Fishers Theorie der Schulden-Deflation ... 73
II. Ein Modell der Schulden-Deflation ... 77
III. Der liquiditätstheoretische Ansatz von Mishkin ... 82
1. Das Konzept der Liquiditätshypothese ... 82
2. Eine empirische Untersuchung der Bilanzeffekte für die Nachkriegsperiode ... 85
3. Eine empirische Untersuchung der Bilanzeffekte für die Große Depression ... 86
IV. Kings Interpretation der Schulden-Deflation als Phänomen der Realen Konjunkturzyklen ... 87
1. Schulden-Deflation – ein reales Phänomen? ... 87
2. Kings Modellierungsansatz einer Schulden-Deflation als Ausbreitungsmechanismus: ein Modell des »precautionary saving« mit distributiven Schocks ... 90
3. Die Struktur mikroökonomischer Konsumfunktionen ... 93
4. Die Umverteilung des Vermögens ... 94
5. Das Konzept der makroökonomischen Konsumfunktion ... 95

E. Einzelprobleme: Makroökonomische Folgen von Deflation und Verschuldung ... 100
I. Redistributive Wirkungen einer Deflation ... 100
1. Bedingungen für das Eintreten von Deflationen ... 100
a) Die monetäre Komponente ... 101

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

b) Die reale Komponente ... 104
c) Bemerkungen zur Preisbildung ... 105
2. Verteilungswirkungen einer Deflation ... 107
3. Einige modelltheoretische Überlegungen ... 109
4. Der Deflationsprozeß in einer offenen Volkswirtschaft ... 115
a) Die Auswirkungen einer Deflation bei festen Wechselkursen ... 116
b) Die Auswirkungen einer Deflation bei flexiblen Wechselkursen ... 119
II. Die Schuldner-Gläubiger-Beziehung in der Schulden-Deflation . 121
1. Einkommens- und Vermögensumverteilungen in einer Schulden-Deflation ... 121
2. Die Gläubiger-Schuldner-Hypothese ... 123
3. Der Schuldner-Gläubiger-Transfer unter Berücksichtigung der Zusammensetzung des Vermögensportfolios ... 125
4. Auswirkungen einer Umverteilung des Vermögens zwischen Schuldnern und Gläubigern auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ... 126
a) Unterschiede in den Ausgabenneigungen ... 127
b) Verlängerung des wirtschaftlichen Abschwungs ... 128
c) Versuch einer empirischen Verifizierung ... 130
III. Vermögen und Konsum ... 131
1. Vermögen als Bestandteil des Einkommens ... 131
2. Die Auswirkungen des »housing equity withdrawal« auf die Konsumausgaben ... 135
3. Empirische Arbeiten zum Zusammenhang des »housing equity withdrawal« und der Konsumausgaben ... 137
IV. Die Bedeutung des Kredites für die Schulden-Deflation ... 141
1. Die Besonderheiten des Kreditmarktes ... 141
2. Bedeutung des Bankkredits ... 142
3. Die Existenz von Kreditrationierung ... 143
4. Die Informationsasymmetrie auf dem Kreditmarkt ... 144
5. Die Auswirkung der Kreditrationierung auf die ökonomische Aktivität ... 147
6. Die Kreditkontraktion im wirtschaftlichen Abschwung ... 149
a) Der Kreditrückgang durch Vorgänge in der Güterwelt 151
b) Der Rückgang des Kreditvolumens durch kredittechnische Operationen ... 152
V. Finanzkrisen im Kontext asymmetrischer Informationen ... 153
1. Begriffliche Bestimmung der Finanzkrise ... 153

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Der Verlauf einer Finanzkrise 154
3. Der »lender of last resort« – Interventionen, die einen Schulden-Deflationsprozeß verhindern 156

F. Einige grundsätzliche Bemerkungen zum Verhältnis von Inflation und Deflation 160

G. Schlußbetrachtung 168

Literaturverzeichnis 170

Sachwortregister 178

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabellenverzeichnis

C.1 Konsolidierte Bilanz des Haushaltssektors in den Vereinigten Staaten von Amerika 39
C.2 Wirtschaftsdaten der Großen Depression in den Vereinigten Staaten von Amerika 40
C.3 Entwicklung des Marktes für Gewerbeimmobilien 47
C.4 Entwicklung der Büromieten in Deutschland 49
C.5 Büroflächen in Deutschland 1995 50
C.6 Einkommen, Vermögen und Verbindlichkeiten der privaten Haushalte 54
C.7 Persönlich verfügbares Einkommen der privaten Haushalte 55
C.8 Reale Konsumausgaben in ausgewählten Industrieländern 58
C.9 Veränderung des Anteils der Unternehmensschulden am Bruttoinlandsprodukt 61
C.10 Veränderung des Anteils der Zinszahlungen am Bruttoinlandsprodukt 62
C.11 Ausrüstungsinvestitionen 63
C.12 Kurzfristige und langfristige Zinssätze 65
C.13 Gewinne der Geschäftsbanken vor Abzug der Steuern 68

Abbildungsverzeichnis

C.1 Entwicklung ausgewählter Aktienpreisindizes 43
C.2 Entwicklung ausgewählter Hauspreisindizes 45

E.1 Sequenz der Ereignisse im Verlauf einer Finanzkrise 157

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

A. Problemstellung

Nachdem im Gefolge der monetaristischen Revolution, nach »Thatcher-Reagan-Economics« in Australien und Neuseeland, plötzlich auch in Europa und Japan hartnäckige Rezessionen beobachtet wurden, tauchte in der Wirtschaftspresse, aber auch in seriösen wirtschaftswissenschaftlichen Journalen, die Rede von der Deflation wieder auf. In begrifflich unsauberer Form, aber doch nachdrücklich wurde auf die drohenden Gefahren einer Deflation hingewiesen. Zuvor war das Thema Deflation fast vier Jahrzehnte aus der theoretischen und wirtschaftspolitischen Literatur verschwunden. Rückblickend können wir nun sagen, daß diese Mißachtung das Resultat einer günstigen Kombination ökonomischer und politischer Umstände in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg war, in der die inflatorischen Bewegungen die Erinnerung an Deflationen fast vollständig überdeckten.

Offenbar entsann man sich Ende der achtziger Jahre wieder an Keynes' Analyse eines Deflationsprozesses in den zwanziger Jahren, den »Economic Consequences of Mr. Churchill«: Man sprach und schrieb von »Economic Consequences of Mrs. Thatcher« oder von »Economic Consequences of Mr. Reagan«. Wieder aufgetaucht sind auch Vorstellungen zur Schulden-Deflation nach dem Vorbild von Irving Fisher. Aber wenn man die einschlägige Literatur genauer analysiert, bemerkt man schnell große Unsicherheiten über die Phänomene, die einen Begriff von Deflation charakterisieren sollen, der Sprachgebrauch ist alles andere als einheitlich.

In der vorliegenden Arbeit wird der Versuch unternommen, den unübersichtlichen Literaturbefund systematisch zu klären. Dazu werden zunächst im ersten Kapitel die begrifflichen Grundlagen gelegt, die für die weitere Analyse konstitutiv sind. Dies erscheint notwendig, da sich unter den gekennzeichneten Umständen im Zusammenhang mit Deflationsfragen allmählich eine ganze Reihe von Behauptungen, Ansichten und Redewendungen herausgebildet haben, die bei der Beurteilung der Schulden-Deflation verwendet werden, ohne daß ihnen irgendeine volkswirtschaftliche Erkenntnis zugrunde liegt. Welche schädlichen Folgen hieraus für das Wirtschaftsleben entstehen können, wird sofort klar, wenn man bedenkt, wie stark die modernen kapitalistischen Volkswirtschaften auf Imponderabilitäten reagieren und in ihren Entwicklungen durch Stimmungen beeinflußt werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Im zweiten Kapitel werden einige typische Entwicklungen in Deflationsprozessen vorgeführt. Die wohl bekanntesten Beispiele reiner Deflationen ereigneten sich während der Großen Depression, aber japanische Erfahrungen mit deflationären Bewegungen des allgemeinen Preisniveaus Ende der achtziger Jahre zeugen auch heute von der Aktualität dieses Phänomens. Sie geben Anlaß zu einer erneuten Auseinandersetzung mit den redistributiven Wirkungen einer Deflation in Verbindung mit Schulden. Dabei wird deutlich, daß Gläubiger und Schuldner von Preissenkungsbewegungen in charakteristischer und unterschiedlicher Weise getroffen werden, wobei für Haushalte, Unternehmen, Banken jeweils gesonderte Mechanismen wirken.

Kapitel 3 präsentiert einen Überblick über die Grundideen und Strukturen der verschiedenen, zum Teil sich ergänzenden, zum Teil miteinander konkurrierenden theoretischen Ansätze zur Erklärung der Schulden-Deflation und ihrer Ursachen. Auf diese Weise soll ein Überblick über die wichtigsten herrschenden Theorien und ihre gedanklichen Hintergründe im Kontext der Schulden-Deflation geliefert werden. Es geht hier nicht darum, die diversen Theorien in all ihren Varianten und Verästelungen zu präsentieren; das Ziel ist vielmehr, einige repräsentative Theorien darzustellen, die die essentiellen Elemente und Unterschiede der verschiedenen Ansätze in Erscheinung treten lassen. Dabei wird die große Nähe dieser Theorien zur Konjunkturtheorie im allgemeinen und im besonderen deutlich.

Deshalb werden im vierten Kapitel aus makroökonomischer Perspektive mögliche Konstellationen gesondert untersucht, die sich aus einem Zusammenspiel von Schuld und Deflation ergeben: im Mittelpunkt stehen dabei redistributive Wirkungen der Schulden-Deflation und deren Folgen für die Volkswirtschaft, insbesondere für den wirtschaftlichen Abschwung. Mit Hilfe dieses theoretischen Werkzeuges entsteht die Möglichkeit, aktuelle Probleme fallweise besser, da differenzierter, analysieren zu können.

Es zeigt sich im fünften Kapitel, daß man mit der Vorstellung, Deflationen könnten wie inverse Inflationen behandelt werden, nicht weit kommt, da sich die Kausal- und Wirkungsketten als zu verschieden erweisen.

Keynes Denkentwicklung von den »Economic Consequences of the Peace« (1919), in denen er sprach, daß es kein sichereres Mittel zur Unterhöhlung der kapitalistischen Gesellschaft als die Inflation gäbe, zu den »Economic Consequences of Mr. Churchill«, in den er verheerende Wirkungen eines Deflationsprozesses notiere, schließlich zur »General Theory« von 1936, in der er die Rezession – die so oft mit Deflationsprozessen gekoppelt ist – als die eigentlichen Zerstörer der kapitalistischen Gesellschaft und ihrer politischen und wirtschaftlichen Freiheit bestimmte, ist angesichts der Resultate der vorgelegten Analysen nicht mehr überraschend.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

B. Begriffliche Konzeption des Vermögens, der Schulden und der Deflation

Obwohl die Schulden-Deflation[1] seit dem Ersten Weltkrieg ein schwerwiegendes ökonomisches und soziales Problem darstellt, gibt es bis heute keine von allen Richtungen der Nationalökonomie anerkannte Definition. Nicht zuletzt ist dies die Folge der Vorherrschaft neoklassischer Theoriebildung in der zweiten Hälfte dieses Jahrhunderts. Ohne den Erklärungsgehalt neoklassischer Theorie für bestimmte reale Phänomene zu bestreiten oder in Frage zu stellen, ist ihr Erkenntniswert für monetäre Phänomene stark eingeschränkt: in einer modernen Geldökonomie gehen den realwirtschaftlichen Vorgängen oft monetäre Handlungen voraus.

Bevor wir uns dem heutigen Stand der Theorie der Schulden-Deflation und ihrer empirischen Evidenz zuwenden, erscheint es in bezug auf spätere Überlegungen angebracht, einige generelle Betrachtungen zum Begriff des Vermögens, der Schulden und der Deflation an den Beginn unserer Ausführungen zu stellen. Sie sollen vor allem Elemente und Beziehungen betonen, die später eine gewisse Rolle spielen werden.

I. Definition und Abgrenzung verschiedener Vermögenskonzeptionen

1. Konträre Auffassungen zum Begriff des Vermögens

Bislang besteht unter den Nationalökonomen keineswegs Einigkeit darüber, was unter Vermögen zu verstehen ist. Daß dabei die Ausformungen eines Vermögensbegriffes die verschiedensten Interpretationen erfahren haben, braucht allein deshalb nicht zu verwundern, da der Streit, was un-

[1] In der vorliegenden Arbeit wird der englische Begriff »Debt Deflation« mit dem deutschen Wort »Schulden-Deflation« übersetzt. Indes: Der Ausdruck »Deflation« wird im deutschen Sprachgebrauch nicht einheitlich verwendet: zum einen bezeichnet er eine nicht näher spezifizierte Abnahme von zum Beispiel Schulden, zum anderen beschreibt er einen Rückgang nicht näher bestimmter Preise. Wir verstehen im folgenden unter dem deutschen Begriff »Schulden-Deflation« nicht die Abnahme der Schulden, sondern Schulden in Verbindung mit Preisrückgängen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ter Vermögen zu verstehen ist, seit über 300 Jahren währt[2] und die wissenschaftliche »Freiheit der Begriffsbildung« ja bekanntlich nur durch die Bedingung eingeschränkt wird, daß die Definitionen der Begriffe für die Aufstellung informativer Theorien geeignet sein müssen.

Die weiteste Auslegung des Vermögensbegriffes findet sich in der von Goldsmith als »hedonistisch« bezeichneten Konzeption, wie sie beispielsweise dem Begriff der »nationalen Produktivkräfte« bei Friedrich List[3] oder den frühen Arbeiten von Kuznets[4] zugrundeliegt. Der hedonistische Vermögensbegriff umfaßt schlechthin alles, was zur Vermehrung des Wohlstandes einer Person oder einer Nation beiträgt:

> »The wealth of a nation consists of all its productive resources – those aspects of environment, natural and manmade, which contribute to the production of goods and services that men want ... Wealth is composed of myriad types of tangible, human and non-human, embodying varying intangible characteristics, and the term is also used to cover financial claims.«[5]

Der Begriff beinhaltet also auch Vermögenselemente wie Boden, Bodenschätze, Humankapital aber auch das Klima.[6]

Das andere Extrem, die sogenannte materielle Konzeption, beschränkt den Vermögensbegriff auf das reproduzierbare Vermögen, das heißt, auf die produzierten Produktionsmittel. Dieser materielle Vermögensbegriff deckt sich im übrigen weitgehend mit dem Vermögensbegriff der heutigen Systeme Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen und entspricht dem dortigen Anlage- und Vorratsvermögen.

Natürlich lassen sich gegen beide Definitionen gleichermaßen begründete Einwände erheben. Gegen den hedonistischen Ansatz läßt sich vorbringen, daß er wenig operational ist. Was nützt einem Ökonomen ein theoretisch durchdachter und sinnvoller Begriff, wenn er für die ökonomischen Fragen unserer Zeit praktisch überhaupt nicht zu verwenden ist? Der materielle Vermögensbegriff hingegen wirft zwar bewertungstechnisch weniger Pro-

---

[2] Die letzte große Auseinandersetzung, was unter Vermögen zu verstehen ist, erfolgte in Deutschland im Jahr 1926 auf einer Tagung des Vereins für Socialpolitik (vgl. *Diehl* (Hrsg.) (1926), S. 1 ff.). Wenn sie schließlich nach dem Zweiten Weltkrieg nicht weiter geführt wurde, so liegt der Grund nicht in einem mangelnden Interesse. Vielmehr rückte die Analyse des Einkommenskreislaufes zunehmend in den Mittelpunkt des wirtschaftwissenschaftlichen Interesses und verdrängte die Vermögensbetrachtungen.

[3] Vgl. *List* (1928), S. 351.

[4] Vgl. *Kuznets* (1938), S. 1 ff.

[5] *Goldsmith* (1950), S. 11.

[6] Vgl. *Schmidt* (1972), S. 36 f.
Über die sehr umfangreiche Literatur zu diesem Thema informiert *Merkle* (1968), S. 1 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bleme auf, schließt aber ökonomisch wichtige Produktionsfaktoren, wie den Boden, aus.

Ein für unsere Zwecke brauchbarer Vermögensbegriff liegt sicher zwischen diesen beiden Extremen. Angelehnt an Höpker-Aschoff[7] wollen wir unter Vermögen die Herrschaft über Güter, die sogenannte *Verfügungsgewalt*, verstehen. Zwei Elemente spielen für diese, im folgenden zu konkretisierende Vermögensdefinition, eine wesentliche Rolle:

1. Zum Vermögen sollen keine freien, sondern nur wirtschaftliche Güter zählen. Nach Stackelberg verstehen wir unter freien Gütern diejenigen, die »in Mengen vorhanden und verfügbar [sind], die über jeden faktischen Bedarf hinausgehen«[8]. Am Beispiel des Umweltfaktors Luft, die heute bereits eine wichtige Standortbedingung darstellt, zeigt sich allerdings, wie problematisch der Begiff des freien Gutes geworden ist.
2. Im Zusammenhang mit dem Vermögen muß eine Subjekt-Objekt-Beziehung erkennbar sein. Der Begriff des Vermögens ist – um es mit Weyermann zu sagen – eine sozioökonomische Kategorie und unterscheidet sich vom Begriff des Kapitals, dem im Sinne einer Akkumulation von Gütern dieser personelle Bezug fehlt.

In seinen erkenntnistheoretischen Abhandlungen über den Vermögensbegriff wird Weyermann noch deutlicher: »Vermögen im sozioökonomischen Sinn ist ein unter dem Gesichtspunkt der Tauschkraft gedanklich zusammengefaßter Komplex dauerbarer Wirtschaftsgüter.«[9] Bei dieser Definition, die im Verlauf der Arbeit noch eine gewisse Rolle spielen wird, sind zwei Aspekte besonders wichtig: Erstens die *Tauschwertfunktion* und zweitens die *Dauerhaftigkeit* der Vermögensgüter. Die in der Tauschwertfunktion enthaltene Kaufkraft und die Dauerhaftigkeit der Güter sind beides zwar notwendige, aber für sich alleine genommen noch keine hinreichenden Bedingungen für den Vermögenscharakter eines Gutes. Beispielsweise besitzen dauerhafte Konsumgüter, wie Uhren oder Kleidungsstücke, zwar einen Gebrauchswert, aber in der Regel keinen Tauschwert. Andererseits gehören Automobile oder bestimmte Möbelstücke durchaus zum Vermögen eines Haushaltes. Wir können also festhalten, daß dauerhafte Konsumgüter, die einen Tauschwert besitzen und jederzeit monetisiert werden können, zum Vermögen zählen.

---

[7] Vgl. *Höpker-Aschoff* (1939), S. 17.

[8] *Stackelberg* (1948), S. 3.

[9] *Weyermann* (1916), S. 194.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Und so können wir die Liste von Gütern, deren Vermögenscharakter zumindest diskussionswürdig ist, beliebig weiterführen. Unweigerlich taucht in diesem Zusammenhang auch die Frage auf, ob die Leistungsfähigkeit des Menschen sowie sein Arbeits- und Denkvermögen unter den ökonomischen Vermögensbegriff fällt. Grundsätzlich wird der Vermögenscharakter des Humankapitals nicht angezweifelt, doch schließen wir uns der Ansicht Jostocks an, nach der es ganz unerfindlich ist, »was damit gewonnen sein soll, wenn die Gesamtbevölkerung in einer Riesensumme dem Sachvermögen zugeschlagen wird«[10].

2. Das Konzept des Volksvermögens

Damit sind wir an den Ausgangspunkt unserer Überlegungen zurückgekehrt und müssen nun entscheiden, welcher Vermögensbegriff uns operational erscheint. Daß hierbei nicht immer die Logik, sondern oft reine Zweckmäßigkeiten im Vordergrund stehen, zeigt sich schon bei der Abgrenzung des Volksvermögens. Wichtig ist, einen Katalog an Vermögenstatbeständen zusammenzustellen, der gemeinhin als das Volksvermögen akzeptiert wird. Insbesondere Erhebungsschwierigkeiten zwingen uns allerdings zu einer eher kasuistischen Festlegung dessen, was wir unter dem Volksvermögen verstehen wollen.

Nach Schmidt[11] entspricht das Volksvermögen der Summe des reproduzierbaren und nichtreproduzierbaren Sachvermögens sowie der immateriellen Vermögensaktiva als Ausdruck einseitiger Rechte, zuzüglich der Forderungen an ausländische Wirtschaftseinheiten und abzüglich der Schulden an ausländische Wirtschaftseinheiten.[12]

Natürlich läßt sich vortrefflich darüber streiten, ob das Volksvermögen überhaupt eine sinnvolle Größe ist. Uneinigkeit herrscht insbesondere darüber, ob immaterielle Werte zum Volksvermögen zählen, wenn sie nur einseitige Rechte verkörpern, ohne daß reale Leistungen dahinterstehen.[13] Einen konkreten Vorschlag zur Bestimmung des Volksvermögens bietet

[10] *Jostock* (1944), S. 34.

[11] Vgl. *Schmidt* (1972), S. 46.

[12] Da innere Forderungen und Schulden einer Volkswirtschaft nicht in die Berechnung des Volksvermögens eingehen, müssen wir bei der Bestimmung des Volksvermögens einen Informationsverlust bezüglich der Verteilung des Geld- und Sachvermögens sowie der Schulden auf die einzelnen Wirtschaftssubjekte in einer Volkswirtschaft in Kauf nehmen. Für eine genaue Darstellung der Vermögensrechnung der Wirtschaftseinheiten in einer Verkehrswirtschaft siehe *Schneider* (1956), S. 23 ff.

[13] Für eine Diskussion, ob beispielsweise – wie von Goldsmith gefordert – Wasserrechte, die einseitige Rechte darstellen oder finanzielle Ansprüche, wie Rentenansprüche an

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

das Konzept der Vereinten Nationen.[14] Im System of National Accounts wird das Vermögen aus dem reproduzierbaren und dem nichtreproduzierbaren Vermögen, dem finanziellen Vermögen, dem immateriellen Vermögen und den Wertberichtigungen berechnet. Es scheint fast überflüssig zu erwähnen, daß ein so umfangreiches Vermögenskonzept große Probleme aufwirft und oft über die Vermögensstatistiken einzelner Länder hinausgeht. Nach wie vor sind die Vermögensstatistiken im Verhältnis zu den Volkseinkommensrechnungen, wie sie in den heutigen Systemen Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen praktiziert werden, wenig entwickelt und kaum international vergleichbar.[15] Erst mit dem wieder zunehmenden Interesse an »Stock-aspects« in der ökonomische Theorie, wie beispielsweise in der Schulden-Deflation, erhebt sich erneut die Forderung an die amtliche Statistik, eine gesamtwirtschaftliche Vermögensstatistik aufzustellen. Bei allen Anstrengungen dürfen wir nicht vergessen, daß es sich bei jeder volkswirtschaftlichen Statistik um ein gesetztes System von Definitionen gesamtwirtschaftlicher Größen handelt, deren theoretische Konzeption keineswegs unumstritten ist.

3. Der einzelwirtschaftliche Vermögensbegriff

Bei unseren bisherigen Überlegungen sind wir stillschweigend von der Identität zwischen dem einzelwirtschaftlichen und dem gesamtwirtschaftlichen Vermögensbegriff ausgegangen. Dies ist allerdings eine unzulässige Vereinfachung, da die tatsächlichen Vermögensverhältnisse in einer Volkswirtschaft durch ein Netz von Forderungen und Schulden bzw. Verbindlichkeiten überdeckt sind.

Wenn die Unterscheidung zwischen dem einzelwirtschaftlichen und dem gesamtwirtschaftlichen Vermögensbegriff zur Debatte steht, taucht natürlich die Frage auf, ob auch Forderungen einen Bestandteil des Vermögens darstellen; bekanntlich entspricht in einer geschlossenen Volkswirtschaft jeder Forderung auch eine Schuld. Jedes Wirtschaftssubjekt, das Forderungen gegen ein anderes unterhält besitzt eine mittelbare Verfügungsgewalt über Güter. Es kann diese Verfügungsgewalt auch dann ausüben, wenn es nicht letzter Gläubiger oder letzter Schuldner im volkswirtschaftlichen Sinne ist, sondern nur ein Zwischenglied darstellt. Allein die Tatsache, daß

---

die Sozialversicherungen, zum Vermögensbestand einer Volkswirtschaft gehören, verweisen wir auf *Schmidt* (1972), S. 46 f.

[14] Vgl. United Nations (1993), S. 287 ff.

[15] Eine eingehende Untersuchung der statistischen Möglichkeiten für eine Volksvermögensrechnung in der Bundesrepublik Deutschland unternimmt *Schmidt* (1971), S. 1 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ein Wirtschaftsubjekt Forderungen besitzt, ohne notwendigerweise letzter Gläubiger zu sein, ist volkswirtschaftlich von Bedeutung: Der Besitz von Forderungen, insbesondere von kurzfristigen Forderungen, bedeutet potentielle Kaufkraft und beeinflußt einerseits den Umfang der Produktion und andererseits die Bewegung der Preise[16].

Wenn wir also vom Vermögen einer Wirtschaftseinheit, im Sinne der Verfügungsgewalt über Güter sprechen, so müssen wir streng genommen zwischen dem wirtschaftlichen und dem juristischen Vermögen unterscheiden:

1. Ein Wirtschaftssubjekt besitzt eine echte Verfügungsgewalt über Vermögensbestände. Es ist juristischer Eigentümer dieses Vermögens derart, daß dieses Eigentum auch durch juristisches Eigentum ausgeübt wird. In der materiellen Konzeption des Vermögensbegriffes kommt das juristische Vermögen im Sach- bzw. Realvermögen zum Ausdruck.
2. Ein Wirtschaftssubjekt gibt sich mit einem Vermögensanspruch zufrieden und ist wirtschaftlicher Besitzer nicht näher bestimmter Teile des Realvermögens. Beispielsweise begründet eine Aktie oder eine Obligation einen Anspruch auf das Bruttovermögen eines anderen Wirtschaftssubjektes.

Während allerdings die Forderung des Obligationenbesitzers einen kontraktbedingten Anspruch auf eine feste Verzinsung des geliehenen Geldbetrages gibt, stellt die Forderung des Aktienbesitzers einen Anspruch auf einen Teil des von Periode zu Periode variierenden Gewinnes einer Aktiengesellschaft dar.[17]

Versuchen wir, ein Resümee zu ziehen: Einzelwirtschaftlich betrachtet sind Forderungen ein Vermögensbestandteil, und Verbindlichkeiten stellen entsprechend negatives Vermögen dar. Der hier verwendete volkswirtschaftliche Begriff des Vermögens, im Sinne unmittelbarer und mittelbarer Verfügungsgewalt über Güter, impliziert eine Unterscheidung in juristisches und wirtschaftliches Eigentum. Daher ist er wesentlich weiter gefaßt als der betriebswirtschaftliche und der in ihm verwandte juristische Begriff.[18] Die Tatsache, daß die juristischen Eigentümer der Bestandteile des Vermögens nicht immer mit ihren wirtschaftlichen Eigentümern identisch sind, gehört zu den Wesensmerkmalen einer modernen Geldwirtschaft.[19]

---

[16] Vgl. *Höpker-Aschoff* (1939), S. 22.

[17] Vgl. *Schneider* (1956), S. 32 f.

[18] Vgl. *Stobbe* (1984), S. 12.

[19] Vgl. *Schneider* (1956), S. 36.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

4. Alternative Methoden zur Bewertung des Vermögens

Die verschiedenen Vermögenskomplexe sind nur vergleichbar, wenn sie ökonomische Werte darstellen. Wer sich mit dem Vermögensbegriff beschäftigt, wird also zwangsläufig mit dem Bewertungsproblem konfrontiert. Grundsätzlich bieten sich je nach Fragestellung drei Bewertungsprinzipien an: erstens die Bewertung zu *Kostenwerten*, zweitens die Bewertung zu *Ertragswerten* und drittens die Bewertung zu *Marktpreisen*.[20]

Die Bewertung zu Kostenwerten, d.h. Anschaffungskosten, empfiehlt sich immer dann, wenn die Analyse des Produktionsprozesses (Schätzung von Produktionsfunktionen, Ermittlung von Kapitalkoeffizienten usw.) im Vordergrund steht. Während diese Methode im Falle produzierter Produktionsmittel, bei denen sich die Herstellungskosten leicht ermitteln lassen, einfach zu handhaben ist, entstehen ernste Probleme bei jenen Gütern, wie beispielsweise Land und Bodenschätze, die niemals in einem Wirtschaftsprozeß produziert wurden.

Die Bewertung zu Ertragswerten sollte dagegen dann erfolgen, wenn die enge Verbindung zwischen Einkommensströmen und Vermögensbeständen betont werden soll. Der Wert des Vermögens bestimmt sich dann als das zukünftige diskontierte, d.h. abgezinste Einkommen. Angelehnt an die oben dargelegte Begriffsbestimmung bedeutet das: Vermögen ist der heutige Wert der zukünftigen Verfügungsgewalt über Güter[21] und begründet einen Anspruch auf zukünftiges Einkommen. Die weitverbreitete Vorstellung, Häuser, Grundstücke und Maschinen seien Sachvermögen, ist zumindest ungenau, da Häuser, die weder Mieten noch Verkaufserlöse erzielen, sowie Fabriken, die weder Gewinne noch Veräußerungserlöse aufweisen, einen Vermögenswert von Null haben. Entsprechend dieser Bewertungsvorschrift kann eine Erhöhung des Vermögens also zwei Ursachen haben: Zum einen kann sich der Einkommensstrom, der aus den Vermögensgegenständen erwartet wird, verstärkt haben, zum anderen kann der Diskontierungszinsfuß, mit dem diese Ströme abgezinst werden, gesunken sein. Der Betrag »Vermögen« ist nach dieser Bewertungsvorschrift also nichts anderes, als ein zusammengefaßter Ausdruck für zukünftige Einkommensströme, die die Eigentümer dieses Vermögens als zukünftiges Einkommen erwarten oder auf die sie einen Anspruch erheben.

---

[20] Die Literatur zu der Bewertung des Vermögens ist umfangreich. Umfassend informiert beispielsweise die Arbeit von *Gerster* (1964), S. 1 ff. insbesondere S. 41 ff.

[21] Vgl. *Engels / Sablotny / Zickler* (1974), S. 29 und S. 32.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Bestimmung des Vermögens zu Ertragswerten stößt zum einen bei der Festlegung des Kapitalisierungsfaktors[22] und zum anderen bei der Ermittlung des Ertragswertes, wenn das Vermögen wie im Beispiel der Verkehrswege, der Kirchen oder Kulturgüter keine Erträge abwirft, auf erhebliche Schwierigkeiten.

Legen wir unseren Betrachtungen jedoch einen zukunftsorientierten Vermögensbegriff zugrunde, der den Wert des Vermögens aus den Angebots- und Nachfrageverhältnissen ableitet, so erfolgt die Bewertung des Vermögens zu Marktpreisen. Diese Vorgehensweise empfiehlt sich immer dann, wenn die Verteilung des Vermögens nach dem volkswirtschaftlich letzten Eigner nachgewiesen werden soll. Gegen die Bewertung zu Marktpreisen, läßt sich jedoch einwenden, daß nur ein kleiner Teil der Vermögenswerte tatsächlich am Markt gehandelt wird und daß für eine Reihe von Vermögensobjekten keine Märkte existieren, geschweige denn Angebots- und Nachfragekurven.

Wir wollen an dieser Stelle nicht für die eine oder andere Bewertungsvorschrift plädieren. Letztlich ist es eine Frage des Untersuchungszieles, welchen Bewertungsmaßstab wir anlegen: Wenn wir beispielsweise das Immobilienvermögen der privaten Haushalte abschätzen wollen, dann ist uns nicht mit einer Bewertungsvorschrift gedient, die auf den Anschaffungskosten basiert. Beispielsweise kann eine alte Villa aus der Jugendstilzeit, die nach den Abschreibungsregeln der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung längst den Abgängen angehört und in diesem Sinne einen Buchwert von Null ausweist, durchaus noch einen hohen Marktwert besitzen.

An der Bewertung des Vermögens zeigt sich deutlich, daß es nicht eine, allen analytischen Verwendungen angemessene, Definition »Vermögen« gibt. Was wir als Vermögen bezeichnen, hängt nicht nur von der Auswahl der Wirtschaftsgüter, sondern auch von der Wahl des Bewertungskriteriums ab. So stimmen beipielsweise Ertragswert und Marktwert desselben Vermögensobjektes nicht notwendigerweise überein. Da der Ertragswert eines Vermögensobjektes der Summe seiner, mit einem Kalkulationszinssatz auf einen Stichtag abdiskontierten, Nettoerträge entspricht, spielen individuelle Erwartungen über zukünftige wirtschaftliche Ereignisse eine entscheidende Rolle bei der Bewertung. Folglich ermittelt jedes Wirtschaftssub-

[22] In seinen Jahresgutachten 1973 und 1974 ermittelt der Sachverständigenrat den Kapitalisierungsfaktor in Form einer sogenannten Realrendite, die er als den Quotienten des Bruttoeinkommens aus Unternehmertätigkeit und Vermögen, abzüglich eines fiktiven Unternehmerlohnes und des Nettoanlagevermögens zu Wiederbeschaffungspreisen, zuzüglich der Vorratsbestände zu Buchwerten bestimmt. Er weißt darauf hin, daß die Realrendite in ihrer absoluten Höhe nicht zu interpretieren ist, sondern nur in ihrer zeitlichen Veränderung (Sachverständigenrat (1973), S. 56 f.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

jekt seinen eigenen subjektiven Ertragswert für ein Vermögensobjekt, der durchaus vom Marktwert abweichen kann.

5. Liquidität als Eigenschaft von Vermögensobjekten

Erst die Bewertung so unterschiedlicher Vermögenskomplexe wie Bodenschätze, Fabrikanlagen, Grundstücke, Maschinen oder Immobilien macht sie für den Ökonomen vergleichbar und addierbar. Eine andere Möglichkeit, die einzelnen Vermögensobjekte miteinander in Beziehung zu setzen, bietet deren Liquiditätseigenschaft. Wie beim Vermögen richtet sich auch bei der Liquidität die Begriffsbestimmung nach dem jeweiligen Problem. Besteht das Problem aus der Frage nach der a priori Wirkung des Geldes auf die Nachfrage nach Gütern – und damit auf die Beschäftigung, das Volkseinkommen und das Preisniveau – und wird dieser Einfluß durch die Eigenschaft des Geldes als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel erzielt, so besitzt diese Eigenschaft nicht nur das Geld sondern auch das Vermögen. Die einzelnen Vermögensbestände, sofern sie dem Geld als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel »nahe« stehen, sind neben dem Geld ebenfalls Träger von Liquidität.[23] Der so konzipierte Liquiditätsbegriff ist also geldbezogen: Geld zeichnet sich nach Hicks durch eine absolute Liquidität (»perfect moneyness«[24]) aus; andere Güter besitzen diese »Geldqualität« nur in einem geringeren Maße[25].

Welche anderen Vermögensobjekte sind nun als geldnah anzusehen und damit in den Vermögensbegriff einzuschließen? Bei der Festlegung der Vermögensobjekte, die als Liquiditätsträger gelten können, schließen wir von vorneherein die menschlichen Aktiva aus. Es erscheint uns wenig zweckmäßig, dieses Humanvermögen zum Gegenstand von Liquiditätsüberlegungen zu machen. Dagegen kommen alle anderen Vermögensbestände in Betracht, die sowohl dem Kriterium der Tauschbarkeit als auch der Dauerhaftigkeit genügen.

Ist ein Vermögensobjekt liquide, dann muß es entsprechend unserer Definition eine Geldnähe im Sinne der Zahlungsmittelnähe aufweisen. Dabei bezeichnen wir mit dem Terminus Zahlungsmittelnähe die *kurzfristige*

---

[23] Der Begriff der Liquidität, wie wir ihn hier benutzen, geht auf Keynes zurück. Schon in seiner Abhandlung »Vom Gelde« definiert er Liquidität im Sinne der Geldnähe von Vermögensobjekten. Nach seiner Vorstellung sind liquide Aktiva jene Vermögensobjekte, die »kurzfristig realisierbar« sind, »mit großer Sicherheit und ohne Verlust« (vgl. *Keynes* (1930), S. 67; deutsche Übersetzung S. 348 f.).

[24] *Hicks* (1946), S. 163 ff.

[25] Vgl. *Veit* (1948), S. 20

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Realisierbarkeit eines Vermögensobjektes, die zwei Komponenten enthält: Erstens die Informationskosten, d.h. die Kosten der Monetisierbarkeit oder Liquidierbarkeit eines Aktivums in Geld und zweitens die Transformationskosten, d.h. die Kosten, die bei der Umwandlung des Aktivums in Geld anfallen.[26]

Der Monetisierbarkeitsgrad eines Vermögensobjektes hängt einerseits vom Vollkommenheitsgrad des Marktes und andererseits vom Vollständigkeitsgrad der Konkurrenz ab. Wird das betreffende Vermögensobjekt auf einem Markt gehandelt, der vollkommen ist und auf dem zugleich vollständige Konkurrenz herrscht, dann ist es vollständig liquidierbar. Beispielsweise besitzen Wertpapiere, die an der Börse zugelassen sind, insofern einen hohen Liquidierbarkeitsgrad, als daß sie – natürlich abhängig von der Menge – jederzeit zu einem bestimmten Preis verkauft werden können. In der Realität liegt hingegen in den meisten Fällen nicht nur unvollständige Konkurrenz, sondern auch ein unvollkommener Markt vor, wie beispielsweise der Markt für Sachvermögen (Gebrauchtwagen, Häuser, Grundstücke). So bedingt beispielsweise der Verkauf eines Hauses große Transformations- und Informationskosten und steht daher dem Geld im Sinne der Zahlungsmittelnähe weniger nahe als Wertpapiere. Doch selbst, wenn ein Aktivum vollständig mobilisierbar ist, fallen beim Verkauf Transformationskosten an. Betrachten wir beispielsweise ein Wertpapier, das an der Börse gehandelt wird und für das vollständige Konkurrenz herrscht, dann verursacht die Umwandlung eines Wertpapieres effektive Kosten in Form von Maklergebühren.

Diese beiden Liquiditätselemente (unterschiedliche Höhe an Informations- und Transformationskosten) beziehen sich auf die kurzfristige Realisierbarkeit von Vermögensobjekten, d.h. ihre Fähigkeit, in das Zahlungsmittel Geld umgewandelt zu werden. Je geringer die Informations- und Transformationskosten sind, ein bestimmtes Aktivum in Geld umzutauschen, desto liquider ist es, d.h., um so näher steht es dem Geld, bei dem überhaupt keine Informations- und Transformationskosten anfallen.

Die andere Komponente des Liquiditätsbegriffes bezieht sich auf die Eigenschaft der Aktiva, als Wertaufbewahrungsmittel zu dienen. Mit dem etwas schwerfälligen Terminus »Wertaufbewahrungsmittelnähe« bezeich-

---

[26] Vgl. *Claassen* (1980), S. 49 ff.
Neben den Begriffen »Informations-« und »Transformationskosten« wird in der Literatur der Begriff der »Transaktionskosten« verwendet. Verstehen wir unter letzterem die Kosten, die beim Kauf oder Verkauf eines Gutes anfallen, so stellen die Transformations- und Informationskosten einen speziellen Fall der Transaktionskosten dar, nämlich die Transaktionskosten, die beim Verkauf eines Vermögensobjektes gegen Geld entstehen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nen wir die *sichere, verlustfreie Realisierung* eines Vermögensobjektes. Das Geld stellt in Zeiten der Geldwertstabilität das sicherste Wertaufbewahrungsmittel dar. Andere Aktiva erfüllen die Funktion der Wertaufbewahrung weniger, sie sind dementsprechend weniger liquide und stehen dem Geld als sicherstem Wertaufbewahrungsmittel weniger nahe.

Die Wertsicherheit eines Vermögensobjektes hängt indessen davon ab, inwieweit es durch zukünftige Preisänderungen der Gefahr von Wertminderungen ausgesetzt ist. Diese, im Sinne der Wertaufbewahrungsmittelnähe verstandene Liquidität, bezieht sich auf die Sicherheit bzw. Unsicherheit der zukünftigen Werte der Aktiva. Zukünftige Preisänderungen können einmal den Wert des Aktivums selbst betreffen, und damit seinen zukünftigen Kapitalwert verändern[27]. Diese Unsicherheit hinsichtlich des Kapitalwertes ist bei den verschiedenen Vermögensobjekten unterschiedlich hoch. Während der Kapitalwert des Geldes (nicht zu verwechseln mit dem Realwert) stets gleich seinem Nominalwert ist und nicht durch Preisbewegungen verändert werden kann, variiert der Kapitalwert der übrigen Aktiva mit der Veränderung ihrer Preise. Finanz- und Sachaktiva werden gegenüber dem Geld zu »imperfect moneyness« degradiert. Unter diesem Aspekt wird Geld also zum Träger höchster Liquidität im Sinne des besten Wertaufbewahrungsmittels, alle anderen Aktiva erfüllen diese Liquiditätseigenschaft nur zu einem geringeren Grad.

Andererseits können sich die zukünftigen Preisänderungen aber auch auf das allgemeine Preisniveau beziehen und den zukünftigen Realwert der einzelnen Vermögensobjekte berühren. Wie wir im folgenden sehen, können wir Realwertänderungen nicht isoliert von Kapitalwertänderungen untersuchen. Aus diesem Grund können wir die Geldnähe einzelner Vermögensobjekte im Sinne der Wertaufbewahrungsmittelnähe nur schwer miteinander vergleichen. In Zeiten inflationärer Preisbewegungen büßen die Finanzaktiva einen Verlust ihres Realwertes ein. Je nach erwarteter Inflationsrate verliert das Geld, das im Fall der Geldwertstabilität als Träger höchster Liquidität das beste Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel darstellte, seine absolute Liquiditätseigenschaft und wird im Vergleich zu anderen Vermögensobjekten zu einem weniger liquiden Aktivum. In Abhängigkeit von der Kapitalwertentwicklung können andere Aktiva, wie beispielsweise Sachaktiva, die Funktion der Wertaufbewahrung besser ausüben. Werden dagegen anhaltende deflationäre Preisbewegungen erwartet, erhöht sich der Realwert der Finanzaktiva, während der Realwert der Aktien und Sachaktiva, je nach der Entwicklung ihres Kapitalwertes, variiert.

---

[27] Der Begriff des Kapitalwertes, wie wir ihn hier verstehen, darf nicht mit dem sogenannten Ertragswert, als das zukünftige abgezinste Einkommen (siehe Seite 21), verwechselt werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zusammenfassend können wir im Ergebnis festhalten, daß im Falle von allgemeinen inflationären und deflationären Geldwertschwankungen Aktien und Sachaktiva in bestimmten Fällen als ideale Wertaufbewahrungsmittel angesehen werden können. Geld, das vorher als Träger höchster Liquidität das beste Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel darstellte, verliert seine absolute Liquiditätseigenschaft und wird im Vergleich zu anderen Vermögensobjekten zu einem weniger liquiden Aktivum.

Mit dieser Spezifizierung der Liquiditätselemente wurde natürlich nur eine formelle Begriffsbestimmung der Liquidität im Sinne der Geldnähe von Vermögensobjekten vorgenommen. Da das Liquiditätsphänomen zum großen Teil in der unvollständigen Voraussicht bzw. der Unsicherheit begründet ist, und die Bewertung dieser Unsicherheit von den Erwartungen der einzelnen Wirtschaftssubjekte abhängt, kann es ein objektives Liquiditätsmaß nicht geben. Es ist daher nur von Fall zu Fall anhand der gegenwärtigen wirtschaftlichen Situation und der allgemeinen Erwartungen zu entscheiden, ob einige Vermögensobjekte liquider als andere Vermögensobjekte sind, die diese »geldnahen« Eigenschaften nicht besitzen.

II. Definition und Abgrenzung des Schuldbegriffes

1. Ökonomische Abgrenzung der Schulden

Wie wir im vorhergehenden Abschnitt schon bei der Definition des einzelwirtschaftlichen Vermögensbegriffes angedeutet haben – und wie wir im folgenden noch ausführlich zeigen werden – bleibt der Vermögensbegriff ohne die Einführung eines ökonomischen Schuldbegriffes unvollständig:

> »The rise of income and the accumulation of wealth are one aspect of economic growth: the corollary, where budgets are unbalanced, is the accumulation of debt and financial assets.«[28]

Daß heute zum Schuldbegriff die verschiedensten Interpretationsansätze vorliegen, versetzt nicht wirklich in Erstaunen, da sich Überlegungen zum Schuldbegriff in vielen Bereichen der abendländischen Geistesgeschichte finden. Schuld kann in verschiedenen Zusammenhängen sehr weit gefaßt werden und es ist nicht notwendig, auf die vielen diffizilen Detailprobleme und Meinungsverschiedenheiten in den jeweiligen wissenschaftlichen Disziplinen einzugehen. In der Volkswirtschaftslehre findet die moralphilosophische Diskussion des Schuldbegriffes vorwiegend in der Wirtschaftsethik

[28] *Gurley / Shaw* (1955), S. 517.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

statt, die wir allerdings nicht weiter ausführen. Für uns hat die Behandlung der Schuldverhältnisse hier nur instrumentalen Charakter, es geht um die Implikation ansteigender Schulden auf die deflatorische Preisentwicklung.

Eine Definition des Begriffes Schuld zu formulieren, der zur Klärung und Bestimmung der jeweiligen Begriffselemente dient, ist nicht leicht. Angelehnt an die zivilrechtliche Begriffsbildung in der Jurisprudenz[29] verstehen wir ganz allgemein unter Schuld eine Verbindlichkeit, die die Verpflichtung zu einer Leistung in einem spezifizierten Zeitrahmen eines Schuldverhältnisses enthält.

Mit einem derart abstrakten Schuldbegriff können wir natürlich noch nicht viel anfangen. Es empfiehlt sich daher, den Begriff des Schuldverhältnisses näher zu untersuchen. Ein *Schuldverhältnis* stellt eine Beziehung zwischen mindestens zwei Wirtschaftssubjekten dar, kraft derer der Gläubiger berechtigt ist, vom Schuldner eine Leistung zu fordern und der Schuldner verpflichtet ist, diese Leistung zu erbringen. Andere Definitionen fügen noch weitere Merkmale hinzu, wie beispielsweise die Existenz gesellschaftlicher und juristischer Sanktionen bei Nichterfüllung der eingegangenen Schuldverpflichtung. Entscheidend ist jedoch, daß im Unterschied zum Vermögensbegriff, beim Schuldbegriff eine Subjekt-Subjekt-Beziehung vorliegt.

Für die ökonomische Analyse ist entscheidend, daß das sogenannte Verpflichtungsgeschäft, d.h. das Versprechen auf Erfüllung der Schuld, und das Verfügungsgeschäft, d.h. die tatsächliche Erfüllung der Schuld, zeitmäßig auseinander fallen. Daher ist die Erfüllung der Schuld grundsätzlich unsicher. Das bedeutet, daß einerseits zum Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäftes die Kenntnis der ökonomischen Situation am späteren Zeitpunkt des Verfügungsgeschäftes fehlt und andererseits jede Nichterfüllung einer Schuldverpflichtung wiederum den Abschluß neuer Verpflichtungsgeschäfte gefährdet und damit die zukünftige ökonomische Aktivität beeinträchtigt.

Ein für uns brauchbarer Schuldbegriff muß nicht nur darüber Auskunft geben, was wir in Zukunft unter einem Schuldverhältnis verstehen wollen. Vielmehr muß er auch zur Klärung des abstrakten Begriffs der Schuld beitragen. Unter *Schuld* im ökonomischen Sinn verstehen wir im folgenden die in der Bilanz eines Wirtschaftssubjektes oder einer Nation ausgezeichne-

---

[29] Wie sich § 241 des Bürgerlichen Gesetzbuches entnehmen läßt, ist das Schuldverhältnis ein Rechtsverhältnis, »in dem sich zwei oder mehrere Personen als einander zu bestimmten Leistungen berechtigt und verpflichtet gegenüberstehen«. Im engeren Sinn beschränkt sich das Schuldverhältnis in seinen Wirkungen auf Gläubiger und Schuldner. Dem Forderndürfen des Gläubigers (Forderung) entspricht auf der Seite des Schuldners das Leistensollen (Verbindlichkeit) (vgl. *Teichmann* (1990), S. 2).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ten und in Geldeinheiten gemessenen Verbindlichkeiten. Die Aufgliederung der Passivseite einer Bilanz spiegelt die vielfältigen Schuldverhältnisse einer Wirtschaftseinheit oder einer Nation wider. Im Unterschied zum Vermögen stellt sich hier nicht die Frage nach der Bewertung der Schuld, da der (Nominal-) Wert einer Schuld – zumindest im ökonomischen Sinn – identisch mit dem Rückzahlungsbetrag ist.

2. Illiquidität als Eigenschaft von Schuldtiteln

Der Illiquiditätgrad einer Schuld umschreibt nicht nur den Tatbestand, daß natürlich die Schuldner den Rückzahlungsverpflichtungen ihrer Schulden nachkommen müssen. Vielmehr müssen diese Rückzahlungsverpflichtungen zu festgelegten Zeitpunkten erfüllt werden.

Sind nun alle Schuldtitel mehr oder weniger illiquide? Bei der Bestimmung des Illiquiditätsgrades der Schuldtitel sind zwei Extremfälle denkbar: Entweder muß der Schuldner seine Schulden sofort zurückzahlen, seine Schuld ist dann vollkommen illiquide, oder seine Rückzahlungsverpflichtungen liegen weit in der Zukunft, so daß eine Illiquidität für die betreffenden Schuldtitel praktisch nicht vorhanden ist. Zwischen diesen beiden Extremfällen liegt gewöhnlich der Illiquiditätsgrad des überwiegenden Teils der Verbindlichkeiten.

Normalerweise ist ein Schuldtitel umso illiquider, je geringer seine Restlaufzeit ist. Illiquidität und Laufzeit der Schuldtitel stehen dann in einer reziproken Beziehung zueinander. Wie wir bereits gesehen haben, gilt ein ähnlicher Zusammenhang für den Liquiditätsgrad der Forderungstitel: hinsichtlich ihres Kapitalwertes ist ihr Liquiditätsgrad umso geringer, je langfristiger die Wertpapiere sind. Tatsächlich ist es aber keineswegs zwingend, daß ein Schuldtitel umso illiquider ist, je näher sein Fälligkeitstermin rückt. So gibt es eine Reihe von kurzfristigen Verbindlichkeiten, die de facto langfristig sind, da sie ohne Schwierigkeiten refinanziert werden können.

3. Kreditbeziehungen als Schuldbeziehungen

Zu jedem Zeitpunkt liegt über dem Volksvermögen ein Netz von Forderungen, das bewirkt, daß juristische und wirtschaftliche Eigentümer nicht immer die gleichen Personen sind. Überall dort, wo eine solche Trennung zwischen dem juristischen und dem wirtschaftlichen Eigentümer gegeben ist, liegt eine sogenannte *Kreditbeziehung* vor:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

»Kreditbeziehungen sind ... nur da vorhanden, wo die Güter nicht im Besitz des ›wahren‹ Eigentümers sind, wo ein Schuldner die Güter besitzt (und auch das juristische Eigentum hat) und der wahre Eigentümer sich mit einer Forderung gegen den besitzenden Schuldner begnügt.«[30]

Der Begriff des Schuldverhältnisses findet in der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie seine Konkretisierung im Begriff der Kreditbeziehung. Jede Kreditbeziehung stellt ein Schuldverhältnis dar, aber nicht jedes Schuldverhältnis ist umgekehrt auch eine Kreditbeziehung. Die Menge aller Kreditbeziehungen in einer Volkswirtschaft zu einem Zeitpunkt bezeichnet auch die volkswirtschaftliche Kreditverflechtung.[31]

Eine immer stärkere Kreditverflechtung ist Ausdruck einer intensiveren Arbeitsteilung zwischen Wirtschaftssubjekten, die sparen (Überschußeinheiten) und Wirtschaftssubjekten, die investieren (Defiziteinheiten). Gleichzeitig kommt eine stärkere Trennung zustande zwischen den Wirtschaftssubjekten, die das Realvermögen der Wirtschaft als Eigentümer besitzen, und den Wirtschaftssubjekten, die das Realvermögen als Unternehmer verwalten. Eine zunehmende Kreditverflechtung in einer Volkswirtschaft fördert im allgemeinen das Wirtschaftswachstum, kann es von einem bestimmten Moment an aber auch lähmen.

Unter dem Gesichtspunkt einer rückläufigen wirtschaftlichen Aktivität stellt sich für uns die Frage, inwieweit der Kredit und eine entwickelte Kredittechnik imstande sind, die Art, Menge und Verteilung der in einer Volkswirtschaft produzierten Güter zu beeinflussen.[32] Diese Frage – die Produktion, Allokation und Distribution betreffend – stellt das Ziel unserer weiteren Untersuchung dar.

III. Abgrenzung verschiedener Definitionen der Deflation

1. Definition des Phänomens der Deflation

Wie beim Begriff des Vermögens gibt es in den Wirtschaftswissenschaften auch hinsichtlich der genauen Definition und Abgrenzung des Begriffs

---

[30] *Höpker-Aschoff* (1939), S. 14.

[31] Vgl. *Stobbe* (1984), S. 66.

[32] Vgl. *Hahn* (1930), S. 8. Etwa zur gleichen Zeit wie Hahn untersuchte auch Schumpeter, die Folgen der Kreditgewährung der Banken für den Bestand und die Verteilung der Güter in eine Volkswirtschaft (vgl. *Schumpeter* (1926), S. 140 ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der *Deflation* keine Übereinstimmung.[33] Anfänglich dominierten unter den Beschreibungen des Phänomens jene, die auf die Währung eines Landes bezogen waren. So versteht beispielsweise Haberler unter Deflation den monetären Vorgang der Kontraktion der Geldmenge oder der volkswirtschafltichen Kreditsumme.

> »Die Ausdrücke ›Expansion‹ und ›Kontraktion‹ werden manchmal im rein montären Sinne einer Expansion oder Kontraktion von Geld oder Kredit gebraucht ... Für den rein monetären Aspekt werden wir gewöhnlich die Ausdrücke ›Inflation‹ und ›Deflation‹ gebrauchen.«[34]

Demnach ist Deflation ein Rückgang der Geldmenge oder der Kreditsumme in einer Volkswirtschaft.[35] Allerdings muß der Kontraktionsprozeß eine gewisse Persistenz aufweisen; ein einmaliges Sinken der Geld- oder der Kreditmenge rechtfertigt noch nicht die Rede von einer Deflation. In »Prosperität und Depression« verwendet Haberler den Begriff der Deflation dann auch im Sinne eines allmählichen Sinkens der monetären Nachfrage, d.h. der Gesamtheit der getätigten Ausgaben für Konsum und Investitionen in einer Periode.

> »Die Deflation im Sinne eines allmählichen Abnehmens der Gesamtnachfrage nach Gütern, ausgedrückt in Geld, spielt im Kontraktionsprozeß eine wichtige Rolle.«[36]

Während weitgehend Einigkeit über die Beobachtung und die Beurteilung konkreter deflationärer Prozesse in den jeweiligen Ländern herrscht, besteht bezüglich der Wahl der Geldmenge und der Kreditsumme keineswegs Übereinstimmung. So erfolgte zum Beispiel die Abgrenzung der Kreditmenge zum Bankkredit nicht immer mit der wünschenswerten Klarheit.

Die weiteste Verbreitung fand die Charakterisierung der Deflation als ein andauernder Rückgang des Preisniveaus einer Volkswirtschaft.[37] Entsprechend dieser Klassifikation wird ein Prozeß als Deflation bezeichnet, wenn die Änderungsrate des Preisniveaus über einen längeren Zeitraum hinweg negativ ist. In der Literatur wird zudem der Versuch unternommen, den Definitionsbereich für den Terminus Deflation auf sinkende, aber positive

---

[33] Vgl. *Feldsieper* (1980), S. 133.

[34] *Haberler* (1964), S. 269 n.; deutsche Übersetzung S. 258 n.

[35] Zur Beschreibung dieses Vorganges wählt Hahn den exakteren Begriff der »Gelddeflation« und führt aus: »Wir sprechen von Gelddeflation, wenn die Banken und Zentralbanken ihre Ausleihungen einschränken, so daß Bank- und Bargeld vernichtet oder aus der Zirkulation gezogen wird.« (*Hahn* (1954), S. 130.)

[36] *Haberler* (1964), S. 323; deutsche Übersetzung S. 308.

[37] Vgl. *Feldsieper* (1980), S. 133.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wachstumsraten des Preisniveaus zu erweitern. Zweifelslos handelt es sich auch hier um eine Form der Deflation, die jedoch genauigkeitshalber als *Disinflation* bezeichnet werden sollte.

Nun liegt das charakteristische Merkmal eines durch Deflation verursachten Preisrückganges gerade darin, daß er sehr ungleichmäßig Preise für Ströme und Bestände erfaßt. Eine Definition der Deflation im Sinne des Sinkens eines allgemeinen Preisniveaus scheint uns daher eine unzulässige Einschränkung des Begriffs. Wir wollen in Zukunft auch dann von einer Deflation sprechen, wenn nicht alle Preise, sondern nur die Preise einzelner, als wichtig angesehener Gütergruppen einer Volkswirtschaft, wie beispielsweise Immobilien oder Aktien, anhaltend sinken.

Indes, der Vorschlag, einzelnen Preisen zur Geldwertmessung den Vorzug zu geben, geht bis weit in das 19. Jahrhundert zurück. Beispielsweise repräsentierte für Thomas Tooke hauptsächlich der Getreidepreis bzw. der Weizenpreis die Kaufkraft des Geldes obwohl die Indexrechnung bereits zur Verfügung stand.[38] Dies ist auch plausibel, wenn wir bedenken, daß zu jener Zeit Brot das wichtigste Nahrungsmittel für die Mehrheit der Bevölkerung darstellte.[39]

Angesichts dieser Tatsache stellt sich die Frage, was überhaupt unter dem Preisniveau einer Volkswirtschaft zu verstehen sei. Keynes bestreitet in diesem Zusammenhang die Existenz eines allgemeinen Preisniveaus als Ausdruck für die Kaufkraft des Geldes:

> »There is no moving but unique centre, to be called the general price level ... There are various, quite definite, conceptions of price-levels of composite commodities appropriate for various purposes and inquiries ...«[40]

Um die relative Bedeutung der einzelnen Preise sowie ihrer positiven und negativen Veränderungen im Hinblick auf den Untersuchungsgegenstand zu berücksichtigen, müssen unterschiedliche Preisindices konstruiert und angewandt werden. Trotzdem findet immer wieder der Versuch statt, einen in seiner Gütererfassung breiten und von einer Vielzahl von Wirtschaftssubjekten als bedeutsam angesehenen Preisindex zu konstruieren und für die Begriffe Inflation und Deflation zu normieren.[41]

---

[38] Vgl. *Tooke / Newmarch* (1858), S. 94.

[39] Vgl. *Rieter* (1997), S. 87.

[40] *Keynes* (1930), S. 76; deutsche Übersetzung S. 69.

[41] Eine ausführliche Diskussion der Probleme, die bei der Konstruktion von Preisindices auftreten, findet sich bei Keynes und Zierke. Vgl. *Keynes* (1930), S. 47 ff.; deutsche Übersetzung S. 45 ff. und *Zierke* (1970), S. 21 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vor dem Zweiten Weltkrieg bevorzugte man den Index der Großhandelspreise zur Charakterisierung des Preisniveaus einer Volkswirtschaft, da er eine große Anzahl von Wirtschaftsbereichen erfaßt und besonders beweglich ist. Daneben erwog man einen Preisindex für das Bruttosozialprodukt wegen seiner noch größeren Repräsentanz zur Kennzeichnung der Preisentwicklung. Letztendlich setzte sich jedoch der Preisindex der Konsumgüter bzw. der Lebenshaltung für ausgewählte Verbrauchergruppen zur Kennzeichnung von Inflations- und Deflationsprozessen durch. Der Grund liegt zum einen in der Bedeutung des letzten Konsums als Ziel jeden Wirtschaftens:

> »An index number of the purchasing power of money should include, directly or indirectly, once and once only, all the items which enter into final consumption (as distinct from an intermediate productive process) ...«[42]

Zum anderen lassen sich politisch unterstellte Verteilungswirkungen von Inflationen und Deflationen in diesen Indices ausdrücken.

Bevor wir unsere Untersuchung mit der Definition des Begriffes der Schulden-Deflation fortsetzen, wollen wir an dieser Stelle unseren Gedankengang unterbrechen, um diese grundlegenden Ideen anhand des Vorgehens der Bank of England bei der Bestimmung verschiedender Preisindices zu erläutern.

2. Das Vorgehen der Bank of England als Beispiel zur Unterscheidung verschiedener Preisindizes

Mit Hilfe des »Retail Price Index« (RPI), in dessen Warenkorb sowohl verschiedene Waren und Dienstleistungen des Einzelhandels als auch Zinszahlungen der Haushalte für Hypothekarkredite enthalten sind, ermittelt die Bank of England die sogenannte »headline rate of inflation«[43]. Indem sie in einem nächsten Schritt die Zinszahlungen aus dem Warenkorb des RPI entfernt, gelangt sie zum »Retail Price Index excluding mortgage interest payments« (RPIX), der im Unterschied zum RPI die sogenannte »underlying rate of inflation«[44] mißt. Schließlich berechnet die Bank of England den RPIY-Index, der neben den Zinszahlungen für Hypothekarkredite auch die kommunalen Abgaben, Gebühren und verschiedene Verbrauchssteuern ausschließt.

---

[42] *Keynes* (1930), S. 50; deutsche Übersetzung S. 46.

[43] Bank of England (1993a), S. 409.

[44] Bank of England (1993b), S. 409.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die einheitliche Verwendung nur eines Preisindexes, beispielsweise des RPI-Indexes, führt zu Schwierigkeiten in der Überprüfung der Wirkung konkreter wirtschaftspolitischer Maßnahmen. Erhöht die Bank of England im Rahmen einer restriktiven Geldpolitik beispielsweise die Zinssätze, steigen bei indizierten Schuldkontrakten gleichzeitig auch die Zinszahlungen der Haushalte an. Manifestieren sich diese erhöhten Zinszahlungen in einem Anstieg des RPI-Indexes, kann die Wirkung dieser geldpolitischen Maßnahme hinsichtlich einer gewünschten Preisniveaustabilität nicht überprüft werden.

Betrachten wir als nächstes den Fall, daß der Staat die Verbrauchssteuern auf verschiedene Produkte erhöht und die Einzelhändler diese Steuererhöhung an die Konsumenten weitergeben. Da es sich hier um eine einmalige und politisch gewollte Preiserhöhung handelt, wäre es falsch, aus einem gestiegenen RPI-Index auf inflationäre Tendenzen im Sinne andauernder Preissteigerungen zu schließen.

Während die Bank of England durch differenzierte Verwendung der Preisindizes versucht, solche Fehlschlüsse zu vermeiden, häufen sich in Deutschland in ganz besonderem Maße Fehlinterpretationen. Sowohl die wissenschaftliche als auch die öffentliche Diskussion rekurriert überwiegend auf einen einzigen Preisindex, nämlich auf den der Lebenshaltung. Gleichzeitig reagieren die deutschen geldpolitischen Authoritäten mit restriktiven Maßnahmen auf den gestiegenen Preisindex der Lebenshaltung, obwohl schon seit Jahren nur noch Steuern, staatliche Gebühren und Wohnungsmieten, die auch wesentlich von staatlichen Regelungen abhängen, die Preissteigerungsraten in Deutschland bestimmen und die Preise für Nahrungsmittel, Elektrogeräte oder Pauschalreisen sogar deutlich zurückgehen. Wenn aber nicht nur die Bemessung der Sozialhilfen, sondern auch andere wirtschaftspolitische Entscheidungen wie Tariflohnkontrakte und als Folge Rentenerhöhungen sowie geld- und zinspolitische Maßnahmen von der Inflationsdiagnose abgeleitet werden, ist die Wahl angemessener Preisindices kein sekundäres Problem mehr. Erhöhungen der Lebenshaltungskosten als Folge von Steigerungen der Verbrauchssteuern sollten jedenfalls nicht regelhaft zur Verstärkung antiinflationärer Geldpolitik führen dürfen.

Bei allen Versuchen, einen repräsentativen Preisindex zu konstruieren, bleibt schließlich festzuhalten, daß sich für jedes Wirtschaftssubjekt bzw. für jede Gruppe eine andere relevante Preisänderungsrate ergibt, wenn die Indexkonstruktion auf die von den Wirtschaftssubjekten tatsächlich jeweils nachgefragten Güter abstellt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

IV. Begriffliche Bestimmung der Schulden-Deflation

Die bisher vorgenommene Bestandsaufnahme hinsichtlich der Vermögens- und Schuldensituation bei den beteiligten Wirtschaftseinheiten und das daraus gewonnene Bild einer Volkswirtschaft erweist sich nun als zweckmäßiger Ausgangspunkt für weitere Überlegungen zum Begriff der Schulden-Deflation.

Statt die Liquidität wie bisher als eine Eigenschaft von Vermögensobjekten bzw. von Schuldtiteln zu betrachten, können wir sie auch als einen Gradmesser für die sogenannte *Zahlungsfähigkeit* der Wirtschaftssubjekte ansehen[45]. Der Terminus Zahlungsfähigkeit eines Wirtschaftssubjektes, im Sinne einer termingerechten Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen, wird in der Literatur oft synonym mit dem Begriff der Liquidität verwandt. Hiergegen ist nichts einzuwenden, sofern dieses Konzept explizit auf die *Liquiditätsverfassung der Wirtschaftssubjekte* bezogen wird.

Das Konzept der Liquiditätsverfassung der Wirtschaftssubjekte kann mit der »gesamten Liquiditätsverfassung«, wie sie im sogenannten »Radcliffe Report« entwickelt wurde[46], identifiziert werden und stellt eine Erweiterung unseres bisherigen Ansatzes der Liquidität als Eigenschaft der Vermögensobjekte dar. Bevor wir nun eine Aussage über die Liquiditätsverfassung der Wirtschaftssubjekte, sowohl in Eigen- als auch in Fremdeinschätzung, treffen können, müssen wir einen Blick auf die Einnahmequellen werfen, die den Wirtschaftssubjekten zur termingerechten Rückzahlung ihrer Schulden zur Verfügung stehen:

> »... there are three sources of cash for payments of commitments. There are the cash flow due to operations (profits for business and wages for households), borrowing or refinancing, and the sale of assets.«[47]

Erstens tragen die Einnahmen, entweder in Form eines Arbeitseinkommens oder in Form von Einnahmen aus dem operativen Geschäft eines Unternehmens, zur gesamten Liquiditätsverfassung eines Wirtschaftssubjektes bei. Daneben spielen aber auch zweitens die »objektiven« Möglichkeiten einer zukünftigen Refinanzierung oder neuen Schuldenaufnahme eine wichtige Rolle. Und drittens wirkt sich – wie schon öfters betont – der gesamte Liquiditätsgrad der Vermögensobjekte auf die Zahlungsfähigkeit aus. Dieses Konzept der gesamten Liquiditätsverfassung ist notwendiger-

---

[45] Für eine Abgrenzung der beiden Begriffe »Liquiditätsverfassung von Wirtschaftssubjekten« und »Liquidität von Vermögensobjekten« siehe *Stützel* (1959), S. 622.

[46] Vgl. Committee on the Working of the Monetary System (1959), Paragraph 389

[47] *Minsky* (1982a), S. 383.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

weise sehr subjektiv. Jedes Wirtschaftssubjekt ist gewillt, sich bis zu einer bestimmten Höhe zu verschulden, die in Abhängigkeit von der individuellen Risikoneigung aber auch von der Einschätzung der wirtschaftlichen Situation sehr unterschiedlich sein kann.

Ausgehend von diesem Liquiditätskonzept konzipieren wir nun einen Begriff der Schulden-Deflation. Daß ein Wirtschaftssubjekt im Sinne seiner Liquiditätsverfassung zahlungsunfähig und damit illiquide werden kann, rechtfertigt noch nicht die Rede von einer Schulden-Deflation. Bevor wir eine Situation als Schulden-Deflation identifizieren können, müssen wir die Liquiditätsverfassung der Wirtschaftssubjekte im Kontext der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung betrachten. Dabei gilt es zu beachten, daß der Liquiditätsgrad der Vermögensobjekte und der Illiquiditätsgrad der Schuldtitel keine konstanten Größen in einer Volkswirtschaft sind. In Rezessionszeiten sind die Schuldner der Gefahr einer Illiquidität ausgesetzt, da sie sich nicht mehr auf die Erneuerung oder Refinanzierung ihrer Schuldtitel verlassen können. Gleichzeitig zweifeln sie am Liquiditätsgrad ihrer Vermögensobjekte, die aufgrund von Preisrückgängen Einbußen ihres Kapitalwertes und damit ihres Liquiditätsgrades erleiden.

Unser Begriff der Schulden-Deflation ist also liquiditätsbezogen: Ausgehend von den Liquiditätspositionen der Wirtschaftssubjekte sprechen wir im folgenden immer dann von einer Schulden-Deflation, wenn die Liquiditätsverfassung der Gesamtwirtschaft von einer starken Asymmetrie zwischen der Liquidität der Vermögensobjekte und der Illiquidität der Schuldtitel geprägt ist. Eine hohe Gesamtschuld in einer Volkswirtschaft ist zwar eine notwendige, aber noch keine hinreichende Bedingung für das Auftreten einer Schulden-Deflation.[48] Entscheidend ist vielmehr, ob eine bedeutende Anzahl von Wirtschaftssubjekten ihre Schulden aus dem laufenden Einkommen oder mittels Refinanzierung termingerecht zurückzahlen können oder ob sie gezwungen sind, zur Begleichung ihrer Schulden Vermögensobjekte aus ihren Portfolios zu verkaufen. Sinken infolge eines erhöhten Angebotes die Preise für Vermögensobjekte, verringert sich weiter deren Liquiditätsgrad, während sich gleichzeitig der Illiquiditätsgrad der Schuldtitel erhöht. Die Folge ist eine weitere Verschlechterung der Liquiditätsverfassung der Wirtschaftssubjekte.

---

[48] Wir können eine Situation der Schulden-Deflation nicht mittels der Höhe des Quotienten aus gesamtwirtschaftlicher Schuld und gesamtwirtschaftlichem Vermögen identifizieren. Die gleiche Höhe des gesamtwirtschaftlichen Verschuldungsgrades kann je nach wirtschaftlicher Lage der Volkswirtschaft unterschiedlich interpretiert werden; es kommt allein auf die Einschätzung der konjunkturellen Entwicklung der Volkswirtschaft durch die Wirtschaftssubjekte an.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Aus den bisherigen Überlegungen geht hervor, daß ein sinkendes allgemeines Preisniveau keine notwendige Bedingung für das Auftreten einer Schulden-Deflation ist. Dennoch kann es die Unsicherheit der Wirtschaftsubjekte hinsichtlich zukünftiger Preisentwicklungen erhöhen und eine Schulden-Deflation verstärken. In welcher Version die Schulden-Deflation auch immer formuliert werden mag, sie ist ein Phänomen der Rezession und bewirkt aufgrund einer verminderten Zahlungsfähigkeit der Wirtschaftssubjekte einen Rückgang der Nachfrage nach Gütern.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

C. Einige typische Entwicklungen von Schulden-Deflationen

»In all our thoughts and feelings and projects for the betterment of things, we should have it at the back of our heads that this is not a crises of poverty but a crisis of abundance.«

John Maynard Keynes

Jede ökonomische Theorie, die Aussagen über beobachtete Phänomene trifft und nicht nur der Begriffsbestimmung dient, beruht bekanntlich auf Erfahrungen. Für die Theorie der Schulden-Deflation, die zum Teil auf sehr detaillierte Verhaltensweisen der Akteure zurückgreift, gilt dies in besonderem Maße.

Bevor wir uns dem heutigen Stand der Theorie der Schulden-Deflation zuwenden, geben wir einen kurzen Einblick in einige typische Entwicklungen dieses Phänomens im zwanzigsten Jahrhundert. Bereits die Große Depression gibt Anlaß für nicht enden wollende Interpretationsversuche, die wir im Rahmen dieser Arbeit nicht erschöpfend behandeln können. Wir illustrieren den Verlauf der Großen Depression am Beispiel der Vereinigten Staaten von Amerika und beschränken uns auf die Darstellung einiger wichtiger ökonomischer Größen im Zeitraum von 1929–1939.[1]

Angeregt von diesen Deutungsversuchen skizzieren wir anschließend die Entwicklung der Schulden-Deflation Ende der achtziger Jahre. Unser Erklärungsinteresse richtet sich in diesem Zusammenhang primär auf die Interaktion der Höhe des Vermögens und Schuld der privaten Wirtschaftssubjekte. Daß dabei Schwankungen der Immobilienpreise und der Aktienkurse einen maßgeblichen Einfluß auf die Höhe des Vermögens und letztlich auf die wirtschaftliche Aktivität ausübten, verwundert nicht, da das private Vermögen zum größten Teil aus Immobilien und Aktien besteht. Ohne die expansive und zum Teil aggressive Kreditvergabepolitik der Banken wäre ein Wirtschaftsprozeß dieses Ausmaßes sicher nicht vorstellbar gewesen.

---

[1] Milton Friedman und Anna J. Schwartz geben in »A Monetary History of the United States 1867–1960« einen detaillierten Bericht über die Große Depression und vergleichen sie mit anderen Depressionen; insbesondere stellen sie die Rolle der Zentralbank heraus (siehe *Friedman / Schwartz* (1963), S. 3 ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ziel dieser empirischen Betrachtungen ist es also einerseits, eine Vorstellung von den Dimensionen dieser Prozesse zu gewinnen, und andererseits, sie makroökonomisch zu quantifizieren. Nicht zuletzt erfährt das Phänomen der Schulden-Deflation unser erneutes Interesse, weil sein Verlauf auf eine Wiederkehr bereits bekannter Probleme aus der Großen Depression hindeutet.

I. Die Große Depression in den Vereinigten Staaten von Amerika

Nach einem relativ kurzen, aber stürmischen Konjunkturaufschwung seit 1922, der unter dem Schlagwort »New Era« in die Geschichte einging und sich durch ein wahres »investment fever«[2] sowie Börsenspekulation bis dato ungeahnten Ausmaßes auszeichnete, geriet die amerikanische Wirtschaft, aber auch die Weltwirtschaft, 1929 in ihre bisher schlimmste Krise und Depression.

Die Ursachen für die Entwicklung in den Vereinigten Staaten waren vielfältig, besonders wichtig und folgenreich war jedoch die Börsenspekulation in den zwanziger Jahren, bei der die Aktienkurse in Höhen getrieben wurden, die den tatsächlichen Werten der Effekten nicht mehr entsprachen. Die Spekulation wurde überwiegend mit Hilfe von Bankkrediten finanziert, die auf dem amerikanischen Geldmarkt zu sehr niedrigen Zinsen erhältlich waren. Wie Tabelle C.1 zeigt, stiegen die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte allein im Zeitraum von 1928 bis 1930 um rund 25 % auf 78,1 Mrd. US-Dollar an.

Als im Oktober 1929 die amerikanische Börse zusammenbrach, erlangten die Kursverluste astronomische Höhen (siehe Tabelle C.2). Besonders eindrücklich zeigte sich der Niedergang der Aktienkurse zwischen 1929 und 1932; in dieser Zeit erlebten die Aktienkurse einen Einbruch ihrer Werte um rund 80 %. Im gleichen Zeitraum sanken auch die Werte fast aller Finanz- und Sachaktiva und führten zu einem deutlichen Rückgang des Nettovermögens der Wirtschaftssubjekte. Da sich interessanterweise vor dem Börsenzusammenbruch der Anstieg der Verschuldung gleichmäßig durch alle Einkommensschichten zog, verschlechterte sich nach 1929 die Liquiditätsverfassung eines Großteils der amerikanischen Haushalte.[3]

Diese Vorgänge während der Großen Depression veranlaßten Keynes, sich mit dem Phänomen der Schuld in Verbindung mit Deflation auseinanderzu-

[2] *Fisher* (1932), S. 74.

[3] Vgl. *Mishkin* (1978), S. 922.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.1

Konsolidierte Bilanz des Haushaltssektors in den Vereinigten Staaten von Amerika[a]

Jahr	Verbindlichkeiten[b]	jährl. Veränd. in %	Finanzaktiva[c]	jährl. Veränd. in %	Nettovermögen[c]	jährl. Veränd. in %
1929	65,3	+12	637,8		844,1	
1930	78,1	+20	613,0	−4	828,9	−2
1931	79,5	+2	578,6	−6	801,0	−3
1932	81,0	+2	533,7	−8	755,1	−6
1933	75,9	−6	545,3	+2	752,7	−0
1934	67,5	−11	548,2	+1	745,5	−1
1935	65,1	−4	562,2	+3	758,8	+2
1936	65,5	+1	617,3	+10	811,9	+7
1937	64,9	−1	604,6	−2	810,5	−0
1938	66,1	+2	557,4	−8	783,3	−3
1939	66,2	+0	581,2	+4	816,0	+4
1940	65,9	−0	594,5	+2	832,8	+2
1941	65,5	−1	582,0	−2	827,9	−1

[a] in Mrd. $, Preise von 1958
[b] Jahresanfangswerte
[c] Jahresdurchschnittswerte

Quelle: F. S. Mishkin (1978), S. 920 und S. 936 f.

setzen. Zwei Jahre nach dem Börsenzusammenbruch, auf dem Höhepunkt der Weltwirtschaftskrise, schreibt er:

> »The immediate cause for the world financial panic ... are obvious. They are to be found in a catastrophic fall in the money value of commodities but of practically every kind of assets. The ›margins‹, as we call them, upon confidence in the maintanance of which the debt and credit structure of the modern world depends have ›run off‹«[4]

Als die Schuldner ihre Zahlungsverpflichtungen nicht mehr termingerecht erfüllen konnten und sich der Gefahr einer Illiquidität ausgesetzt sahen, versuchten sie, über Vermögensverkäufe ihre Liquiditätssituation zu verbessern, mit zum Teil verheerenden Folgen für die Liquiditätsverfassung anderer Schuldner: »And each individual who succeeds in getting more liquid forces down the price of assets in the process, with the result that the margins of other individuals are impaired ...«[5] Zusätzlich verhinderte

[4] *Keynes* (1931), S. 72 f.

[5] *Keynes* (1931), S. 72 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.2

Wirtschaftsdaten der Großen Depression in den Vereinigten Staaten von Amerika

Jahr	BSP in Mrd $ 1972	I/BSP in %	Arbeitslosenquote in %	Konsumentenpreisindex[a]	Zinssatz[b]	Aktienkursindex[a,c]	M1[a]
1929	314,7	17,8	3,2	100,0	5,9	83,1	100,0
1930	285,2	13,5	8,7	97,4	3,6	67,2	96,2
1931	263,3	9,0	15,9	88,7	2,6	43,6	89,4
1932	226,8	3,5	23,6	79,7	2,7	22,1	78,0
1933	222,1	3,8	24,9	75,4	1,7	28,6	73,5
1934	239,4	5,5	21,7	78,0	1,0	31,4	81,4
1935	260,8	9,2	20,1	80,1	0,8	33,9	96,6
1936	296,1	10,9	16,9	80,9	0,8	49,4	110,6
1937	309,8	12,8	14,3	83,3	0,9	49,2	114,8
1938	297,1	8,1	19,0	82,3	0,8	36,7	115,9
1939	319,7	10,5	17,2	81,0	0,6	38,5	127,3

[a] 1929 = 100
[b] Handelswechsel
[c] Standard & Poors

Quelle: Dornbusch / Fisher (1989), S. 415 und Temin (1976), S. 4 f. und S. 141.

in der Zeit nach 1930 eine anhaltende Preisdeflation im Sinne eines gesunkenen Konsumentenpreisindexes einen Rückgang der realen Schuld der Haushalte.

Ferner nahm zwischen 1929 und 1933 der Geldbestand, gemessen als M1, stark ab. Während im Jahr 1929 die Geldmenge M1 noch 26,4 Mrd. US-Dollar betrug, war sie im Jahr 1933 bereits auf 19,4 Mrd. US-Dollar gesunken; das entspricht einem Rückgang um 27 %[6]. Zur gleichen Zeit änderte sich die Zusammensetzung des Geldbestandes. Im März 1931 betrug die Bargeld-Einlagen-Relation ein Fünftel; zwei Jahre später betrug sie schon zwei Fünftel.[7] Der hinter dieser Veränderung der Bargeldhaltung stehende »bank run« zwang viele Banken Konkurs anzumelden, und im Zeitraum von 1929 bis 1933 halbierte sich die Anzahl der Banken in den Vereinigten Staaten.[8] Als wesentliche Ursachen der Kontraktion der Geldmenge M1 und der Bankenflucht erwiesen sich das verlorene Vertrauen der

[6] Vgl. Tabelle C.2 und *Temin* (1976), S. 5.

[7] Vgl. *Dornbusch / Fisher* (1989), S. 590.

[8] Vgl. *Bernanke* (1983), S. 259.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

am Wirtschaftsprozeß beteiligten Wirtschaftssubjekte in das institutionelle Gefüge des Finanzsystems und die weit verbreitete Zahlungsunfähigkeit der Schuldner.

Friedman und Schwartz argumentieren, daß die Depression »in Wirklichkeit ein tragisches Zeugnis der Wichtigkeit monetärer Faktoren ist«[9]. Ein Grund für die Schwere der Großen Depression war das Versagen der Federal Reserve Bank, die nach dem Börsenkrach 1929 aus Angst vor einer Inflation eine kontraktive Geldpolitik betrieb. Die Federal Reserve Bank verteidigte ihrerseits die Geldpolitik mit dem Hinweis auf die bereits zu Beginn der Krise niedrigen Zinsen. Sie identifizierte fehlende Investitionsmöglichkeiten als hauptverantwortlich für die Krise.

Der Börsenzusammenbruch manifestierte sich auch im Niedergang der ökonomischen Aktivität. Der Rückgang des Sozialproduktes um real 29 % zwischen 1929 und 1933 ist einmalig in der Wirtschaftsgeschichte der Vereinigten Staaten. Nominell gesehen stellt sich der Rückgang des Sozialproduktes mit 53 % noch schwerwiegender dar.[10] Wie aus Tabelle C.2 ersichtlich wird, brach die Investitionstätigkeit während der Großen Depression fast vollständig zusammen; tatsächlich verzeichneten die Nettoinvestitionen von 1931 bis 1935 negative Werte. Im gleichen Zeitraum stieg die Arbeitslosenquote von 3 % auf 25 % an.

In der Zeit von 1933–1937 fanden unter dem Namen »New Deal« weitgehende institutionelle Veränderungen statt. Erstmals war das wirtschaftspolitische Schwergewicht auf die interne Stabilität der Volkswirtschaft gerichtet und nicht wie zuvor dem Kriterium der externen Stabilität, im Sinne der Aufrechterhaltung der Währungsparitäten und der Bewahrung des Goldstandards, untergeordnet. Der »New Deal« verband Maßnahmen zur Arbeitsbeschaffung und zur Preisstabilisierung mit regionaler Strukturpolitik und wirtschafts- und sozialpolitischen Reformen. Im Rahmen dieser gesetzgeberischen und verwaltungstechnischen Maßnahmen wurde auch die Zentralbank reorganisiert und die Bundesversicherungsanstalt FDIC (Federal Deposit Insurance Company) zum Schutz der Bankeinlagen gegründet.[11] Ziel dieser Maßnahme war es einerseits, einem erneuten »bank run« vorzubeugen und andererseits einen Vermögensverlust der Anleger bei Konkurs von Banken zu verhindern.[12] Damit brachte die Weltwirtschaftskrise in

---

[9] *Friedman / Schwartz* (1963), S. 300.

[10] Vgl. *Stelter* (1991), S. 342.

[11] Die FDIC versichert die Einlagen der Bankkunden und garantiert ihnen eine Auszahlung ihrer Einlagen bis zu einem vorher bestimmten Maximalbetrag (vgl. *Dornbusch / Fisher* (1989), S. 591).

[12] Im Zuge dieser Regulierungsmaßnahmen entstanden mehrere Aufsichtsbehörden,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

den USA das Ende des unbeschränkten wirtschaftlichen Liberalismus und den Einbau regulierender sozialstaatlicher Elemente in die wirtschaftliche Verfassung.

II. Immobilienpreise und Aktienkurse in ausgewählten Ländern in den achtziger und neunziger Jahren des zwanzigsten Jahrhunderts

Im Gegensatz zu den Deflationen der Vorkriegszeit, die durch absolut sinkende Lebenshaltungskosten gekennzeichnet waren, beobachtete man in einer Reihe von Ländern ab Mitte der achtziger Jahre zunächst eine kontinuierliche und große Steigerung und anschließend einen deutlichen Rückgang der Preise für Immobilien und Aktien, ohne daß es dabei notwendigerweise zu einem sinkenden allgemeinen Preisniveau, gemessen an den Lebenshaltungskosten, kam.

1. Die Entwicklung der Aktienkurse

Wie Abbildung (C.1) zeigt, stiegen in der ersten Hälfte des Jahres 1987 in Japan, den Vereinigten Staaten von Amerika, dem Vereinigten Königreich und Schweden die Aktienkursindizes der national notierten Inlandsaktien deutlich an. Erst der weltweite Börsenzusammenbruch im Oktober 1987 kehrte für kurze Zeit diese Entwicklung in ihr Gegenteil um. Abgesehen von diesem kurzen, in den einzelnen Ländern unterschiedlich starken Rückgang, stiegen die Indizes zu Beginn des Jahres 1988 bis zum Ende 1989 wieder kräftig an. In Japan erreichte beispielsweise der Aktienkursindex (auf der Basis 1986 = 100) im Jahr 1989 einen Stand von 180. Im darauffolgenden Jahr fielen dann die Aktienkursindizes Schwedens, des Vereinigten Königreiches und der Vereinigten Staaten ungefähr auf ihren Ausgangswert von 1986 zurück. Während der Aktienkursindex der Vereinigten Staaten von diesem Zeitpunkt an wieder kontinuierlich anstieg, erfuhren die Akteinkursindizes Schwedens, Japans und des Vereinigten Königreiches Ende des Jahres 1992 einen weiteren schweren Einbruch. Sowohl in Schweden als auch in Japan gingen sie bis auf den Stand von 80 zurück. Trotz aller nationalen Differenzen ist also insgesamt eine Parallelität zwischen den Entwicklungen der jeweiligen nationalen Aktienindizes erkennbar.

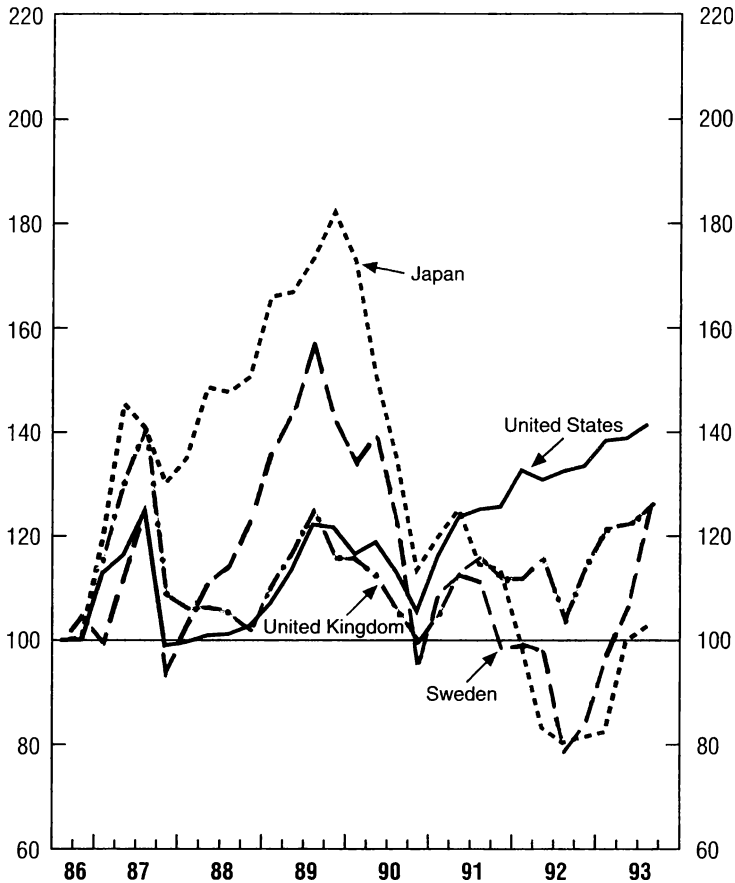
---

wie beispielsweise die Börsenaufsichtsbehörde (Security and Exchange Comission). Es lag in der Absicht dieser Behörde, übertriebene Spekulationsvorgänge zu unterbinden, die als hauptverantwortlich für den Bankenzusammenbruch angesehen wurden (vgl. *Dornbusch / Fisher* (1989), S. 592).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Abbildung C.1

Entwicklung ausgewählter Aktienpreisindizes[a,b,c]



[a] 1986 Q3 = 100

[b] realer Aktienpreisindex, deflationiert mit dem BIP-Deflator

[c] Benutzte Indizes: Stammaktien der New Yorker Wertpapierbörse für die Vereinigten Staaten, Wertpapierbörse in Tokyo für Japan, Financial Times Actuaries Indizes für das Vereinigte Königreich, Industriewerte für Schweden

Quelle: OECD Economic Outlook

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Seit Ende 1992 stiegen die Aktienkursindizes der einzelnen Länder wieder deutlich an, wobei in den nordeuropäischen Ländern und im Vereinigten Königreich die Abwertung der jeweiligen Landeswährung einen zusätzlichen positiven Effekt auf die Aktienkurse ausübte. Daneben unterstützten in einer Reihe von Ländern fallende Zinsen den weiteren Kursanstieg der an den Börsen gehandelten Wertpapiere.

2. Die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien

In den Großstädten der Industriestaaten traten in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre auffällig hohe und lang anhaltende Preissteigerungen bei den Immobilien des Wohnungsbestandsmarktes auf.[13] Ein Blick auf Figur C.2 zeigt, wie sich die Preisindizes für Wohnbauten im Zeitraum von 1986–1992 entwickelten. Mit Ausnahme der Vereinigten Staaten stieg der Hauspreisindex bis Ende 1988 in Japan, Schweden, Australien und im Vereinigten Königreich mit der Basis 1986 = 100 auf den Stand von 140. Seit 1989 gibt es in diesen Ländern unterschiedliche Preisentwicklungen. Während in einigen Ländern, wie beispielsweise dem Vereinigten Königreich, der Hauspreisindex schon rückläufig war, stieg er in anderen Ländern noch kräftig an. Zunächst erfaßte der Rückgang der Immobilienpreise 1988 das Vereinigte Königreich, 1989 Australien, 1990 Schweden und zuletzt folgte 1991 Japan dieser Entwicklung. In allen diesen Ländern wies der Hauspreisindex negative Änderungsraten auf, in einigen Ländern fiel er sogar unter den Stand von 1986 zurück. Diese gravierende Entwicklung des Wohnungsbestandsmarktes kommentierte die Bank of England für das Vereinigte Königreich folgendermaßen: »One of the most distinctive features of the current downturn in the housing market is that prices have fallen in both real and nominal terms.«[14] Wurden die Preissteigerungen Mitte der achtziger Jahre noch von einer erhöhten Bautätigkeit begleitet, erfolgte nun parallel zum Sinken der Preise sowohl eine Einschränkung der Bauleistungen als auch ein Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität in anderen Branchen.

---

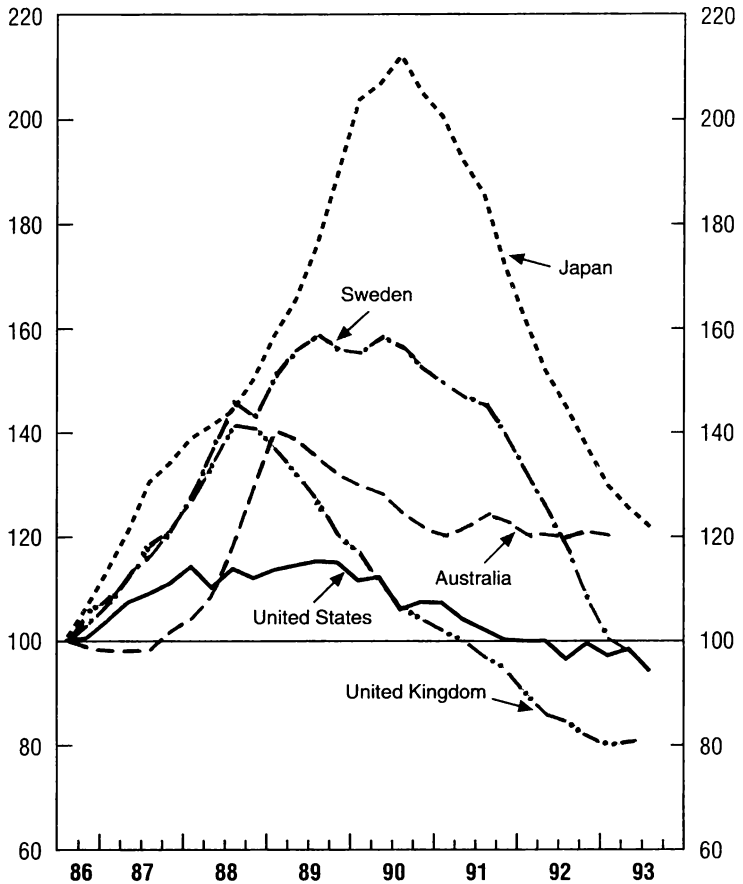
[13] Im Bereich der Wohnungswirtschaft lassen sich drei verschiedene Märkte differenzieren: Auf dem Wohnungsnutzungsmarkt bieten die Eigentümer gegen ein Entgelt (Miete) die Wohnungsnutzung an. Dagegen wird auf dem Wohnungsbestandsmarkt das Eigentumsrecht an bereits bestehenden Wohnbauten (Altbauten) gehandelt; hier bildet sich der Preis für das Wohnungsvermögen. Auf dem Wohnungsbaumarkt werden Bauleistungen von Baufirmen angeboten und von den Bauträgern nachgefragt, die Neubauten errichten wollen (vgl. *Westphal* (1988), S. 172 ff.).

[14] Bank of England (1992b), S. 266.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Abbildung C.2

Entwicklung ausgewählter Hauspreisindizes[a,b,c]



[a] 1986 Q3 = 100

[b] realer Hauspreisindex, deflationiert mit dem Index der Lebenshaltungskosten

[c] Benutzte Indizes: Nationale Indizes für Schweden und die Vereinigten Staaten, Haus- und Grundstückspreisindizes der sechs größten Städte für Japan, Hauspreisindex von London für das Vereinigte Königreich, Hauspreisindex von Sydney und Melbourne für Australien

Quelle: OECD Economic Outlook

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Obgleich die Preisbewegungen in Figur C.2 im einzelnen nicht vergleichbar sind, geben sie doch einen Hinweis darauf, wann der Höhepunkt der Preissteigerungen überschritten wurde und inwieweit eine Preisstabilität auf den nationalen Märkten erreicht wurde. Während in einigen Ländern, wie beispielsweise den Vereinigten Staaten, Australien und dem Vereinigten Königreich, nach 1993 erste Anzeichen einer Stabilisierung der Hauspreise erkennbar sind, fallen in Japan und Schweden die Preise weiter.

3. Die Entwicklung der Preise für Gewerbeimmobilien

Ausgeprägte Schwankungen der Preise für Grundstücke und Gewerbeimmobilien charakterisieren eine nahezu weltweite Entwicklung in den achtziger und neunziger Jahren, die sowohl Kontinental- und Nordeuropa als auch Japan und die englischsprachigen Länder gleichermaßen erfaßte. Als im Oktober 1987 die Aktienkurse an der Wall Street zusammenbrachen, waren die Folgen für die Immobilienmärkte noch nicht zu überschauen. Heute blicken wir auf eine der schwersten und längsten Immobilienkrisen dieses Jahrhunderts zurück.

Die Immobilienmärkte, deren Preissteigerungen in den achtziger Jahren zu beispiellosen Spekulationen und zu einer regen Bautätigkeit im Bereich der Bürogebäude und Gewerbeflächen verführten, wiesen Anfang der neunziger Jahre Leerstände ungeahnten Ausmaßes und sturzbachartig fallende Preise und Mieten auf. Der Grad der Übersättigung auf dem Immobilienmarkt schien in Japan, dem Vereinigten Königreich, Australien und den nordeuropäischen Ländern am größten zu sein; diese Länder verzeichneten im Anschluß an die Scheingewinne der Hochkonjunktur die größten Rückgänge der Immobilienpreise und der Mieten. Tabelle C.3 zeigt die Entwicklung des Marktes für gewerbliche Immobilien am Beispiel der Mietenentwicklung einiger ausgesuchter Länder und Städte auf.

Daraus wird ersichtlich, daß Mietrückgänge bis zu 40 % keine Seltenheit waren und in einigen Ländern, wie beispielsweise im Vereinigten Königreich, der Mietpreis nominell sogar um 51 % in drei Jahren sank. In den Ländern Nord-Amerikas und West-Europas zeigten die verfügbaren Indikatoren einen vergleichsmäßig schwächeren Rückgang der Mieten um 20 % an. Seit 1993 gibt es in einzelnen Ländern erste Anzeichen einer Stabilisierung der Märkte für gewerbliche Immobilien. Trotzdem werden auch in den folgenden Jahren in einzelnen Ländern noch hohe Leerstände zu beklagen sein.

Es gilt zu berücksichtigen, daß Tabelle C.3 notwendigerweise kein genaues Datenmaterial zu liefern vermag, da die nationalen Immobilienmärkte

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.3

Entwicklung des Marktes für Gewerbeimmobilien[a]

	Jahr des Höchst-standes	Prozentuale Veränderung seit Höchststand		
		Nominal	Real[b]	
Vereinigte Staaten (Nord-Osten)	1989	–17	–26	(1992Q4)
Japan[c]	1991	-41	-43	(1993Q3)
Deutschland (Frankfurt)	1991	–18	–23	(1993Q3)
Frankreich (Paris)	1990	–17	–23	(1993Q3)
Italien (Mailand)	1991	–22	–27	(1993Q3)
Vereinigtes Königreich (London)	1990	–51	–57	(1993Q3)
Kanada (Toronto)	1990	–14	–16	(1992Q4)
Australien (Sydney)	1990	–13	–15	(1992Q4)
Finland (Helsinki)	1989	–37	–45	(1993Q3)
Norwegen (Oslo)	1989	–33	–37	(1993Q3)
Schweden (Stockholm)	1989	–42	–48	(1993Q3)

[a] Büromieten
[b] Deflationiert mit Produzentenpreisindex für Finland, Norwegen, Schweden und mit dem BIP-Deflator für die restlichen Länder
[c] Index der Grundstückspreise für gewerbliche Nutzung in den sechs größten Städten Japans

Quelle: International Property Bulletin 1993, UBS Global Research, BIS Annual Report 1992, 1993, OECD Economic Outlook

ihrer Struktur nach sehr unvollkommen sind. Zum einen bestehen sie aus einer großen und hinsichtlich Lage und Qualität sehr heterogenen Anzahl an Objekten, und zum anderen bringt das Bestreben eines Immobilienbesitzers, seinen Immobilienbestand zu liquidieren, die Dynamik des Immobilienmarktes zum Stillstand. Befinden sich Immobilien zudem in staatlichem Besitz, verzerrt sich das Bild weiter. Aus Furcht vor der Realisierung von Verlusten beim Verkauf der Immobilie, veräußern staatliche Institutionen ihren Immobilienbesitz nicht und schreiben die bisherigen Preisansätze konstant fort. Wenn der Marktwert allerdings nicht ermittelt werden kann, leidet in erheblichem Maße die Aussagefähigkeit der Preisindizes für Immobilien und Grundstücke. Selbst die Miete kann nicht immer als ein zuverlässiger Indikator für die Preisentwicklung gesehen werden, wie hohe Leerstandsquoten eindrücklich belegen.

Obgleich sich für den Boom auf den Immobilienmärkten in den achtziger Jahren national sehr unterschiedliche Faktoren verantwortlich zeigten, ging in fast allen betroffenen Ländern dem Anstieg der Immobilienpreise

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

eine Deregulierung des Finanzsektors voraus. Unter dem zusätzlichen Einfluß einer Globalisierung der Finanzmärkte reagierten die untereinander konkurrierenden Finanzinstitute auf diese Entwicklungen mit sinkenden Zinssätzen. Daneben verstärkten nationale Zentralbanken, wie beispielsweise die Bank of England, diesen Abwärtstrend der Zinssätze, indem sie weitere Zinssenkungen zur Vermeidung unerwünschter Aufwertungen gegenüber der D-Mark vornahmen. Begleitet wurde dieses geldpolitische Vorgehen von länderspezifisch gewährten Steuervorteilen und Subventionszahlungen beim Erwerb einer Immobilie: viele Länderregierungen ermöglichten staatliche Vergünstigungen, wie zum Beispiel steuerlich abzugsfähige Hypothekenzinsen oder gesonderte Abschreibungsmöglichkeiten.[15] Für das Verständnis der Immobilienpreisentwicklung müssen wir uns vergegenwärtigen, daß Steuer- oder Abschreibungsvorteile nicht nur zu einer erhöhten Nachfrage nach Immobilien führen, sondern sich gleichzeitig in höheren Immobilienpreisen niederschlagen, d.h., sie werden in den Immobilienpreisen bereits vorweggenommen.

Die Erstellung der obigen Tabellen auf der Basis nationaler Statistiken beleuchtet ein Problem, das sich für die empirische Analyse der Deflation stellt: Preisindexformeln besitzen nur für einen begrenzten Zeitraum Gültigkeit, und die nationalen Erhebungsmethoden weichen deutlich voneinander ab. Außerdem finden regelmäßig Revisionen der Daten statt, so daß die resultierenden Zeitreihen nur mit entsprechender Vorsicht interpretiert werden können.

4. Der Immobilienmarkt in Deutschland

Abschließend wollen wir noch die Entwicklung der Immobilienmärkte in Deutschland skizzieren. Ohnehin wird man seit 1989 von einer deutschen Ausnahmesituation sprechen müssen. Mit einiger Verspätung hat die Krise, unter denen die Immobilienmärkte in vielen westlichen Volkswirtschaften seit Anfang der neunziger Jahre leiden, auch Deutschland erreicht. Monat für Monat verkünden Makler- und Beratungsunternehmen neue Meldungen über Rekordniedrigmieten und Leerstände auf dem Immobilienmarkt.

[15] In Großbritannien können Zinsen für die ersten £30 000 einer Hypothek steuerlich abgesetzt werden, bis 1991 wurden sogar Steuervergünstigungen entsprechend des individuellen Höchststeuersatzes gewährt. In den Vereinigten Staaten können Zinszahlungen für Hypotheken bis zu einer Million Dollar für eine oder zwei Wohneinheiten auf die Steuerschuld angerechnet werden. Ähnliche Steuervergünstigungen gelten in Frankreich, Italien und Japan (vgl. *Carruth / Henley* (1987), S. 429). Im Unterschied zu den genannten Ländern stellt die Wohnungsbauförderung in Deutschland eher auf Prämien und Abschreibungen denn auf Zinshöhen ab. Nach 1987 wurde sie unter dem Eindruck von Bevölkerungsprognosen in Deutschland erheblich reduziert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.4

Entwicklung der Büromieten in Deutschland[a]

Stadt	Frühjahr 1993	Herbst 1993	Frühjahr 1994	Herbst 1994	Frühjahr 1995	Herbst 1995	Frühjahr 1996
Hamburg	46,70	44,29	43,17	43,35	41,91	41,18	40,51
Düsseldorf	44,21	43,15	43,67	42,96	40,38	39,22	37,87
Frankfurt	67,37	63,67	61,31	62,96	59,94	57,03	54,89
Stuttgart	36,25	35,58	33,64	34,28	32,55	31,57	30,01
München	55,25	49,64	45,83	46,10	42,54	41,69	42,20
Berlin	67,50	62,30	57,58	56,40	51,63	48,01	47,26
Leipzig	44,53	40,05	39,90	38,20	35,85	33,85	30,88
Dresden	39,63	36,47	35,80	35,93	33,07	31,30	28,50
Hannover	30,04	28,81	27,39	26,88	26,24	25,53	24,87
Köln	32,83	31,33	31,33	32,64	29,61	29,93	28,21
Nürnberg	26,63	25,55	25,25	26,46	24,42	23,84	22,48
Essen	26,71	26,84	26,29	27,99	26,66	25,74	24,79

[a] Angaben in DM je Quadratmeter und Monat, Mittelwerte der abgegebenen Nennungen für beste Objekte in besten Lagen.

Quelle: DTZ Zadelhoff, Frankfurt

»Die neuen Bundesländer sind Deutschlands Docklands«, lautet dabei der harte Vergleich der Immobilienfachleute[16]. In der Tat fielen die Mieten für gewerbliche Immobilien in einigen ostdeutschen Städten um bis zu 40 % in einem Zeitraum von nur vier Jahren. Wie eine von dem Immobilienunternehmen Zadeldorff durchgeführte Umfrage bei Banken, Investoren und Projektentwicklern ergab (siehe Tabelle C.4), sind die Mieten für hochwertige Büroräume in sehr guten Lagen mit einigen unerheblichen Ausnahmen seit dem Frühjahr 1993 kontinuierlich gesunken. Besonders stark traf ein Mietrückgang von 9 % im zweiten Halbjahr 1995 die Städte Leipzig und Dresden, aber auch Köln verzeichnete einen Rückgang von 6 %. Vergleichsweise moderat verhielt sich der Mietrückgang mit 1,5 % in Hamburg und Berlin. Verglichen mit der Umfrage vom Frühjahr 1993 erzielten Leipzig, Dresden und Berlin im Frühjahr 1996 ein um rund 30 % niedrigeres Niveau bei den Mieten für beste Büroflächen. In München sank das Mietniveau in diesem Zeitraum um rund 24 %, in Düsseldorf um 14 % und in Frankfurt um 19 %.

Ein mögliches Erklärungspotential für diese Entwicklung bietet ein Blick auf Tabelle C.5: In deutschen Großstädten standen im Jahr 1995 Büro-

[16] Vgl. *Weigel* (1996), S. 13.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.5

Büroflächen in Deutschland 1995[a]

Stadt	1995 neu vermietete Fläche	Leerstand absolut	im Bau befindliche Fläche	Geplante Bürofläche
Hamburg	230 000	534 000	367 100	649 500
Düsseldorf	135 000	352 260	239 300	303 500
Frankfurt	300 000	800 000	516 900	1 185 700
Stuttgart	81 000	291 300	69 000	225 800
München	300 000	749 100	428 000	229 900
Berlin	300 000	813 600	1 558 500	..
Leipzig	120 000	296 000	517 600	579 100
Dresden	96 000	174 900	265 100	252 000
Hannover	55 000	117 700	75 300	207 600
Köln	52 000	216 700	111 500	237 300
Essen	37 000	53 000	176 500	31 000
Summe	1 706 000	4 866 660	4 324 800	3 900 800

[a] Angaben in Quadratmeter.

Quelle: Müller International, Düsseldorf

räume mit einer Fläche von knapp fünf Millionen Quadratmetern leer. Dagegen waren es im Jahr 1994 noch 3,7 Millionen Quadratmeter. Die Gründe für dieses Überangebot sind zahlreich. Es scheint, daß neben einer gesamtdeutschen konjunkturellen Schwäche der wirtschaftliche Aufschwung in Ostdeutschland zum Erliegen gekommen ist. Besonders in den ostdeutschen Bundesländern bewirkten Sonderabschreibungen zuvor einen sprunghaften Anstieg der Neubauten und damit einhergehend auch der Leerstände. Von geringen Leerständen und hohen Vermietungsraten der Büroflächen kann unter dieser Perspektive kaum die Rede sein, wie die Entwicklung der Leerstände in den Metropolen Leipzig, Dresden und Berlin zeigt. Allerdings – und das ist ein weiterer Grund für den deutlichen Leerstand – entsprechen viele ältere Gebäude nicht den Anforderungen an modernen Büroraum und werden daher nicht vom Immobilienmarkt aufgenommen. Der hohe Leerstand, verbunden mit Mietausfällen, führt zu Liquiditätsschwierigkeiten und in nicht wenigen Fällen zu Insolvenzen bei den Initiatoren. In Ostdeutschland führte 1996 das Baugewerbe mit einem Anteil von fast 30 % die Insolvenzstatistik an.

Kurioserweise beobachtet man im Jahr 1996 und insbesondere im ersten Quartal 1997 eine Belebung der Nachfrage nach Gewerbeimmobilien in Ostdeutschland, ohne daß es dabei zu einer Preissteigerung kam. Welche Gründe gibt es für diese, auf den ersten Blick widersprüchlich erscheinende

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Entwicklung? Nach wie vor zeigen sich die Leerstandsquoten in den neuen Bundesländern sehr hoch und die Mietpreise sehr niedrig; in Leipzig liegen bei einem Leerstand von einem Drittel des gesamten Bestandes[17] die Spitzenmieten in bester Lage bei 25 DM je Quadratmeter. Noch 1994 wurden in der Leipziger Innenstadt Quadratmeterpreise von durchschnittlich 38 DM erzielt. Die erhöhte Umschlagshäufigkeit ist jedoch weniger auf eine Neuansiedlung von Unternehmen in Ostdeutschland als vielmehr auf einen Tausch von Flächen zurückzuführen. So nutzen viele Unternehmen die gesunkenen Miet- und Immobilienpreise zu einem Umzug in besser ausgestattete Büroräume. Aber auch im westdeutschen Frankfurt am Main wurden im ersten Halbjahr 1996 ungefähr 300 000 Quadratmeter fast ausschließlich durch Flächentausch, nicht durch Unternehmensgründungen oder -erweiterungen, umgesetzt. Das Ergebnis ist ein weiterer Anstieg des Leerstandes frei gewordener Altflächen und eine zunehmende Diskrepanz zwischen Umsatz und Leerstandsvolumen.

Eine grundlegende Umkehr der Entwicklung auf dem deutschen, insbesondere auf dem ostdeutschen Büroimmobilienmarkt ist nicht in Sicht. Noch immer drängen neue Bürohäuser auf den Markt: Ende 1995 befanden sich in den deutschen Ballungszentren mehr als vier Millionen Quadratmeter im Bau. Der Grund für diese anhaltende Bautätigkeit liegt unter anderem in den langen Vorlaufzeiten für große Bauvorhaben, so wurde beispielsweise mit der Planung zweier Bürotürme an der Frankfurter Messe Mitte der achtziger Jahre begonnen – bei Leerstandraten um die 2 %.[18]

Von einer florierenden ostdeutschen Baubranche und ihrer gedachten Vorreiterrolle für einen ostdeutschen Aufschwung ist 1997 nicht mehr die Rede; vielmehr droht sie unter der wachsenden Arbeitslosigkeit unterzugehen. Das hängt einmal mit der schwierigen konjunkturellen Lage in Deutschland und im europäischen Ausland zusammen, aber auch mit dem Auslaufen gesonderter Abschreibungsmöglichkeiten in Ostdeutschland sowie der Abschaffung der Einheitswertbesteuerung und sonstiger steuerlicher Vergünstigungen. Einstweilen haben die Versuche, die Konvergenzkriterien von Maastricht zu erfüllen, und die daraus resultierenden Sparkurse und Reduktionen der Staatsausgaben unübersehbar zu Einsparungen im Baugewerbe geführt und die Krise auf den Immobilienmärkten verschärft.

Nach der deutschen Wiedervereinigung traten nach langjähriger »Stabilität« deutliche Preissteigerungen des Wohnungsvermögens auf. In den Jahren 1990–1993 stieg der Index der Häuserpreise auf der Basis von 1990

[17] In Leipzig wurden im Jahr 1995 ungefähr 360 000 Quadratmeter und im Jahr 1996 ungfähr 400 000 Quadratmeter Bürofläche fertiggestellt (vgl. o. V. (1996), S. 41).

[18] Vgl. *Weigel* (1996), S. 13.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ungefähr um 50 % an.[19] Erste Anzeichen kommender Preisrückgänge, begleitet von Leerständen, sind inzwischen in Ostdeutschland erkennbar. Allein im Jahr 1996 wurden in Leipzig und Umgebung 26 000 Wohnungen fertiggestellt, das entspricht fast 10 % des gesamten Wohnungsbestandes der Stadt. Gleichzeitig sind die Preise für Eigentumswohnungen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um durchschnittlich 10 % gefallen.[20] Es steht also zu erwarten, daß Deutschland eine ähnliche Entwicklung durchläuft wie seine europäischen Nachbarländer.

Vergleichen wir die Aktienkurse mit den Immobilienpreisen und den Lebenshaltungskosten, so kommen wir für die Jahre 1986–1994 zu folgendem Ergebnis: In den achtziger Jahren stieg der Lebenshaltungsindex deutlich langsamer als der jeweilige nationale Aktienkursindex und Immobilienpreisindex. Auffällig ist die Entwicklung der Immobilienpreise im Vereinigten Königreich und in Japan, die ähnlich große Zuwächse wie die Aktienkurse verzeichneten. In diesen Ländern förderte der starke Anstieg der Immobilienpreise die Aktienhausse und umgekehrt. Während Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre sowohl die Kurse der national gehandelten Aktien als auch die Immobilienpreise stark fielen, stieg der Lebenshaltungsindex – wenn auch verhalten – weiterhin an. Für alle Länder läßt sich gleichermaßen feststellen, daß sich die Immobilienmärkte im Vergleich zu den Aktienmärkten schneller »stabilisierten«.

III. Auswirkungen der Schulden-Deflation auf das Verhalten der privaten Haushalte

1. Die Entwicklung des Vermögens und der Schuld der privaten Haushalte

»Developments in the housing market have important implications for the economy as a whole and for policy«, so lautet die These der Bank of England.[21] Ein Vergleich der Abbildung C.2 und der Tabelle C.6 verdeutlicht den engen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Häuserpreise und der Höhe des Sachvermögens der privaten Haushalte. Diese Tatsache läßt sich ohne Schwierigkeiten damit begründen, daß der größte Teil des Sachvermögens der privaten Haushalte aus Immobilien besteht. In der Zeitspanne zwischen 1989 und 1991, als die bis dato höchsten Preise

[19] Vgl. *Shigemi* (1995), S. 96.

[20] O. V. (1997), S. 50.

[21] Bank of England (1989), S. 66.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auf den Immobilienmärkten erzielt wurden, wuchs der Wert des Sachvermögens in Japan auf das Sechsfache und im Vereinigten Königreich auf das Vierfache des jeweiligen persönlich verfügbaren Einkommens an.

Begleitet wurde die Preisentwicklung auf dem Immobilienmarkt von einer starken, anhaltenden Zunahme der privaten Schuld. Nach einer Periode kontinuierlich kräftigen Wachstums erreichte das Verhältnis der Verbindlichkeiten einschließlich der Hypothekarschuld zum persönlich verfügbaren Einkommen gegen Ende der achtziger Jahre in vielen Ländern einen historischen Höchstand. Wie Tabelle C.6 zeigt, stieg in den aufgeführten Ländern im Zeitraum 1984–1990 der Quotient aus Verbindlichkeiten und persönlich verfügbaren Einkommen zum Teil dramatisch an. In einigen Ländern, wie beispielsweise dem Vereinigten Königreich, erreichte er sogar annähernd das Doppelte des ursprünglichen Wertes. Während im Vereinigten Königreich und Schweden das Verhältnis der Verbindlichkeiten des privaten Sektors zum verfügbaren Einkommen bereits 1989 seinen Höhepunkt erreichte, war dies in anderen Ländern erst 1990 und 1991 der Fall. Dagegen sind beispielsweise in Kanada und Australien bis heute noch leichte Zuwächse zu verzeichnen. Der Grund für diese Entwicklung muß nicht notwendigerweise in steigenden Verbindlichkeiten liegen. Vielmehr ist zu berücksichtigten, daß auch das verfügbare Einkommen der Haushalte mit positiven abnehmenden Zuwachsraten eine rückläufige Tendenz im Berichtszeitraum aufweißt (siehe Tabelle C.7).

Parallel zu den Verbindlichkeiten stieg das Nettovermögen, d.h. die Differenz zwischen Vermögen und ausstehenden Schulden der privaten Haushalte. Eine Ausnahme unter den angeführten Ländern bildet allerdings Kanada. Erst als Ende der achtziger Jahre die wirtschaftliche Aktivität der betroffenen Länder starke Einbußen erfuhr, die in die schwerste Rezession der Nachkriegszeit mündete, kehrte sich diese Entwicklung daraufhin dann in ihr Gegenteil um. Obgleich die Vermögenspreise Anfang der neunziger Jahre einen deutlich sichtbaren Rückgang erfuhren, verringerte sich die private Schuld dagegen nur langsam. Diese Entwicklung manifestierte sich in einer andauernden Verminderung des Nettovermögens der privaten Haushalte.

Dieser Zusammenhang ist unmittelbar verständlich: Während bei einer Preisänderung das gesamte Immobilienvermögen eine Umbewertung erfährt, bleiben indessen die Verbindlichkeiten nominell unverändert bestehen. Unterstellen wir, daß zwischen der Höhe der Verbindlichkeiten und dem Schuldendienst in den meisten Ländern eine enge Beziehung besteht, so müssen die privaten Haushalte in Zukunft einen größeren Teil ihres verfügbaren Einkommens für Tilgungszahlungen ihrer Schulden aufwenden. Die Entwicklung sinkender Vermögenspreise bei gleichzeitig steigendem

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.6

Einkommen, Vermögen und Verbindlichkeiten der privaten Haushalte[a]

	1983	1984	1885	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Ver. Staaten												
Netto-Vermögen	488,0	464,9	478,9	491,3	495,8	488,1	502,7	470,8	495,1	488,7	493,1	483,4
Sachvermögen	231,5	225,8	226,9	229,9	234,6	229,0	230,2	216,8	220,0	213,5	213,5	214,9
Finanzvermögen	330,0	313,1	332,2	345,7	348,8	348,9	364,9	346,4	368,0	367,8	375,1	366,8
Verbindlichkeiten	73,5	74,0	80,2	84,2	87,6	89,7	92,4	92,4	92,9	92,5	95,5	98,4
Sparquote	6,8	8,6	7,1	6,4	5,2	5,3	5,0	5,2	5,8	5,7	4,7	4,2
Japan												
Netto-Vermögen	543,9	550,4	561,9	636,9	758,3	797,3	866,4	849,0	775,6	697,7	679,7	674,3
Sachvermögen	397,2	393,5	397,2	452,9	555,9	547,7	614,8	626,8	554,1	487,3	464,0	449,5
Finanzvermögen	231,2	244,4	253,4	275,7	303,3	330,1	363,1	338,7	336,5	320,8	325,7	336,7
Verbindlichkeiten	84,6	87,5	88,7	91,6	100,9	107,5	111,5	116,5	115,0	110,6	110,0	111,9
Sparquote	16,1	15,8	15,6	15,6	13,8	13,0	12,9	12,1	13,2	13,1	13,4	12,8
Ver. Königreich												
Netto-Vermögen	465,6	477,8	491,2	530,3	566,3	632,1	641,7	575,2	561,0	536,0	570,1	540,2
Sachvermögen	302,9	304,0	312,0	328,1	365,7	434,2	422,7	390,3	362,3	323,0	313,3	300,6
Finanzvermögen	237,0	254,2	265,0	293,5	300,3	305,6	331,0	302,1	315,4	325,0	366,1	350,8
Verbindlichkeiten	74,3	80,4	85,8	91,3	99,7	107,7	112,0	117,2	116,6	112,0	109,3	111,1
Sparquote	9,7	11,1	10,7	8,7	7,0	5,6	7,1	8,1	10,1	12,2	11,4	9,6
Deutschland												
Netto-Vermögen	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Sachvermögen	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Finanzvermögen	175,6	180,9	189,3	194,2	192,8	199,2	203,1	196.1	..	..	..	..
Verbindlichkeiten	15,9	16,1	16,5	16,6	16,9	17,1	17,8	17,7	..	..	..	..
Sparquote	10,9	11,4	11,4	12,3	12,6	12,8	12,4	13,8	12,7	12,8	12,2	11,6

[a] Private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Netto-Vermögen, Sachvermögen, Finanzvermögen, Verbindlichkeiten, Ersparnisse in v.H. des persönlich verfügbaren Einkommens. Vermögen und Verbindlichkeiten beziehen sich auf die nominellen Werte am Ende des jeweiligen Jahres. Sachvermögen und Nettovermögen beinhaltet dauerhafte Güter für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich. Netto-Vermögen ergibt sich aus dem Sach- und Finanzvermögen abzüglich der Verbindlichkeiten

Quelle: OECD Economic Outlook

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.7

Persönlich verfügbares Einkommen der privaten Haushalte[a]

Jahr	Vereinigte Staaten[b]	Japan	Vereinigtes Königreich	Deutschland[c]	Australien[d]
	US-$	Yen	£	DM	A-$
1983	2493,7	199 587	205,10	1036,10	127,69
1984	2759,5	209 452	223,64	1078,6	138,83
1985	2943,0	220 655	243,8	1119,3	153,64
1986	3131,5	230 331	264,43	1199,93	166,75
1987	3363,1	236 728	285,29	1240,56	185,18
1988	3640,8	247 713	317,38	1319,22	208,28
1989	3894,5	263 881	352,26	1384,49	232,34
1990	4166,8	279 966	378,33	1532,19	243,73
1991	4343,7	296 162	405,83	1613,35	254,68
1992	4613,7	307 470	434,85	1682,45	265,29
1993	4789,3	313 205	457,45	1696,60	277,15
1994	5018,8	..	472,57	1860,24	290,83
	Prozentuale Veränderung zum Vorjahr				
1983	7,51	..	7,41	4,12	12,0
1984	10,66	4,94	8,87	4,06	8,73
1985	6,45	5,35	8,87	3,87	10,7
1986	6,41	4,39	8,60	7,10	8,53
1987	7,40	2,78	7,88	3,43	11,05
1988	8,25	4,64	11,23	6,34	12,47
1989	6,97	6,53	10,98	4,95	11,55
1990	7,00	6,10	7,39	10,67	4,90
1991	4,24	5,80	7,27	5,30	4,17
1992	6,20	3,82	7,15	4,28	4,47
1993	3,80	1,9	5,19	8,41	4,94
1994	4,79	..	3,30	9,65	7,13

[a] Mrd. in Landeswährung

[b] Revidierte Daten nach 1986

[c] Früheres Bundesgebiet, einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

[d] Haushaltsjahr beginnt am 1. Juli; revidierte Daten nach 1986

Quelle: Vereinigtes Königreich, Central Statistical Office; Deutschland, Statistisches Bundesamt; Vereinigte Staaten, Economic Indicators; Australien, Australian Economic Indicators

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Realwert der Schuld ist nicht nur als ein ökonomischer, sondern auch als ein sozialer Prozeß zu verstehen, der viele Vermögensbesitzer faktisch in Armut trieb. Die von Keynes getroffene Charakterisierung der Großen Depression als eine Krise des Reichtums gewinnt Ende der achtziger Jahre an neuer Aktualität.

2. Das Phänomen des »negative equity«

Obwohl der aggregierte Haushaltssektor eine Nettogläubigerposition gegenüber den anderen Sektoren einnahm, geriet eine große Zahl privater Haushalte in finanzielle Schwierigkeiten. Steigende Immobilienpreise in den achtziger Jahren führten zu zwei typischen Gefährdungen: Wirtschaftssubjekte wurden zu Eigentumserwerb verführt, die sich die zugehörigen Belastungen gar nicht erlauben können und mit der Hoffnung auf weitere Einkommens- und Preissteigerungen entsprechend hohe Anteile ihres Einkommens für Hypothekenzinsen vereinbarten. Unter diesen sind die Erstkäufer[22] besonders gefährdet, denn schon geringfügige Preisrückgänge senkten den Liquiditätsgrad der Vermögensobjekte und erschütterten die Liquiditätsverfassung der Wirtschaftssubjekte. Aber auch viele Haus- und Wohnungsbesitzer, die ihre bisherige Immobilie zu einem scheinbar günstigen (hohen) Preis verkaufen konnten und den Verkaufserlös mit der Folge gestiegener Schuldhöhe in ein neues größeres Objekt investierten, wurden von dem anschließenden Preisverfall getroffen. Einkommenseinbußen durch Arbeitslosigkeit aber auch Wertverluste durch deflatorische Preissenkungen von Immobilien brachten Anfang der neunziger Jahre häufig Überschuldungen und Hypothekenrückstände auf den Plan[23], die Notverkäufe mit großen Verlusten erzwangen. Fallende Häuserpeise führten in erheblichem Maße zu einem Phänomen, das in der Literatur unter dem Begriff »negative equity« diskutiert wird. Fiel der Preis eines Hauses unter die Höhe der verbliebenen Hypothekenschuld, reagierten Hausbesitzer besonders empfindlich auf die mögliche Realisierung von Verlusten beim

---

[22] Unter Erstkäufern verstehten wir jene Käufer, die erstmalig auf dem Häusermarkt auftreten und Wohneigentum erwerben. Wie das Beispiel des Vereinigten Königreiches zeigt, gefährdete die Preisentwicklung auf den Immobilienmärkten besonders diese Gruppe der Erstkäufer. Da über 50 % der Erstkäufer eine Beleihungsquote von über 95 % wählten, sind sie der Gefahr sinkender Immobilienpreise in extrem empfindlicher Weise ausgesetzt (vgl. Department of Environment, Vereinigtes Königreich).

[23] Für das Vereinigte Königreich identifizierte das Council of Mortgage Lenders fünf Hauptgründe für auftretende Hypothekenrückstände und Übertragungen der Immobilie an die Gläubiger: Arbeitslosigkeit (20 – 30 %), Einkommensrückgänge (10 %), Insolvenzen (5 %), familiäre Probleme (20 – 25 %) und finanzielles Mißmanagement (15 %) (vgl. *Breedon / Joyce* (1992), S. 174).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Verkauf des Vermögensobjektes und schränkten ihre Mobilität ein.[24] Tatsächlich vollzogene Zwangsübertragungen übten einen weiteren deutlich negativen Effekt auf die Immobilienpreise aus. Da ehemalige Hausbesitzer nicht unmittelbar nach der Zwangsenteignung wieder als Käufer auf den Häusermärkten auftraten, sanken die Umsätze und mit ihnen die Dynamik auf den Immobilienmärkten weiter.[25]

Steigen aus geldpolitisch erzwungenen Maßnahmen auch noch die Zinssätze, wie es Anfang der neunziger Jahre zu beobachten war, wird der Prozeß zusätzlich verstärkt, die Notverkäufe führen dann weitere Immobilienpreissenkungen herbei. Bereits geringe Anhebungen der Kreditzinsen führten aufgrund der hohen Schuldenquote der privaten Haushalte zu erheblichen Mehrkosten beim Schuldendienst und ceteris paribus zu deutlich geringeren Konsumausgaben, auf die wir im folgenden noch zu sprechen kommen.

3. Das Konsumverhalten der privaten Haushalte

Welche Maßnahmen konnten die privaten Haushalte zur Wiedererlangung ihrer Zahlungsfähigkeit und damit zur Wiederherstellung ihrer Liquiditätsverfassung ergreifen? Zum einen versuchten sie, Vermögensobjekte aus ihrem Portfolio zu verkaufen, mit der Folge, daß sie den Preisverfall

[24] Nach Schätzungen der Bank of England erfuhren Ende 1988 ungefähr 876.000 britische Haushalte eine Überschuldung ihres Wohnbestandes. Noch gravierender als die Anzahl der betroffenen Haushalte ist der Betrag, den die Haushalte bei Verkauf der Immobilie nicht aus dem Erlös finanzieren können. Die Bank of England bezifferte diesen potentiellen Ausfall mit insgesamt £6 Mrd. und durchschnittlich mit £6 000 pro betroffenen Haushalt. Bis zum Jahr 1993 – dem Höhepunkt der Schuldenkrise – nahm der Umfang des »negative equitiy« auf fast £12 Mrd. zu und betraf über 1,8 Millionen Haushalte (vgl. Bank of England (1992b), S. 266 ff.).

[25] Unter Anwendung der Kointegrationsmethode analysierte die Bank of England den Zusammenhang zwischen Hauspreisen, Zahlungsrückständen und Übereignungen für den Zeitraum von 1970–1991. Die unter Zugrundelegung des Vermögenswertansatzes verwendeten drei Gleichungen wurden in einem zweistufigen Verfahren jeweils einzeln geschätzt. Im ersten Schritt wurde mit Hilfe des Maximum-Likelihood-Ansatzes von Johansen der Kointegrationsvektor bestimmt, um im zweiten Schritt die Residuen dieses Vektors in einer dynamischen Gleichung miteinzubeziehen. Die verwendeten Methoden weisen bereits auf schwerwiegende Schätzprobleme hin. Da die Daten jeweils nur für unterschiedliche Zeiträume zur Verfügung standen, konnten die drei Gleichungen nicht simultan geschätzt werden. Außerdem änderte sich das Verhalten der Hauspreise, Zahlungsrückstände und Übereignungen nach 1980 so gravierend, daß die Gleichungen, die auf im wesentlichen stabilen Verhaltensannahmen basieren, nur bis Ende 1985 geschätzt und getestet werden konnten. Trotzdem deuten die ökonometrischen Ergebnisse auf starke Interaktionen zwischen den drei Variablen hin und hätten, nach Aussage der Bank of England, den Verlauf der Entwicklung nach 1985 weitgehend voraussagen können (vgl. *Breedon / Joyce* (1992), S. 176 ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.8

Reale Konsumausgaben in ausgewählten Industrieländern

Jahr	Vereinigte Staaten	Japan	Vereinigtes Königreich	Deutschland	Australien	Finnland	Schweden
	Prozentuale Veränderung zum Vorjahr						
1983	4,6	3,4	4,5	1,5	1,4	2,6	-2,0
1984	4,8	2,7	2,0	1,8	2,9	2,7	1,5
1985	4,4	3,4	3,8	1,7	5,3	3,2	2,7
1986	3,6	3,4	6,8	3,5	1,1	4,0	4,4
1987	2,8	4,2	5,3	3,4	2,5	5,2	4,6
1988	3,6	5,2	7,5	2,7	3,9	5,1	2,4
1989	1,9	4,3	3,2	2,8	5,6	4,3	1,2
1990	1,5	3,9	0,6	5,4	2,5	0	-0,4
1991	-0,4	2,2	-2,2	5,7	0,6	-3,6	0,9
1992	2,8	1,7	0	3,0	3,3	-4,9	-1,4
1993	3,3	1,0	2,7	0,5	2,0	-3,9	-3,7
1994	3,5	2,2	2,6	1,3	4,0	2,0	0,5

Quelle: OECD Economic Outlook

zusätzlich beschleunigten und Insolvenzprobleme verstärkten. Zum anderen reagierten sie auf Zahlungsschwierigkeiten mit der Einschränkung ihrer Ausgaben für dauerhafte und nicht dauerhafte Konsumgüter.

Während der vergangenen Rezession nahm der private Konsum in den meisten Industrieländern stärker ab, als es empirische Untersuchungen über die Volatilität der Konsumausgaben im Konjunkturverlauf zunächst vermuten ließen.[26] Zwar nahm der private Konsum nominell über den gesamten Zeitraum zu, doch gilt dies nicht für die realen Konsumausga-

[26] Von den Nachfrageaggregaten werden als stylized fact die prozyklische Entwicklung von Konsum, Investitionen und Exporten, überdurchschnittliche Amplitude von Investitions- und dauerhaften Konsumgüter sowie antizyklische durchschnittliche Konsumneigung und prozyklische Investitionsquote im Konjunkturzyklus angeführt. Mit Hilfe der Spektralanalyse zeigen Schebeck und Tichy für Österreich, daß alle Nachfragekomponenten prozyklisch schwanken, aber die konjunkturellen Schwankungen im Konsum und den Bauinvestitionen sehr viel schwächer ausgeprägt sind als bei den Lager- und Ausrüstungsinvestitionen sowie den Exporten und Importen (vgl. *Schebeck / Tichy* (1984), S. 208 und S. 215).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ben. Wie Tabelle C.8 illustriert, folgte auf die Jahre deutlicher Zuwächse des realen privaten Verbrauchs eine Periode mit teilweise negativen Änderungsraten Anfang der neunziger Jahre.[27] Genau umgekehrt entwickelte sich in den meisten Ländern die Sparquote, als das Verhältnis der Ersparnis der privaten Haushalten zu ihrem verfügbaren Einkommen (siehe Tabelle C.6). Zunächst ging sie Mitte der achtziger Jahre deutlich zurück, bevor sie dann Anfang der neunziger Jahre wieder kontinuierlich anstieg.

Bei der Interpretation der Daten ist jedoch besondere Vorsicht geboten, da die Möglichkeiten der Kreditbeschaffung in Verbindung mit einem wachsenden Vermögen die Haushalte in die Lage versetzte, ihre Konsumausgaben vom persönlich verfügbaren Einkommen zu entkoppeln. Die Aussagekraft einer Konsumquote, als der Anteil des für Konsumzwecke verausgabten persönlich verfügbaren Einkommens, ist aus diesem Grund höchst fragwürdig. Ferner wird die Sparquote, als der Anteil des tatsächlich gesparten verfügbaren Einkommens eher unterschätzt, weil die Ersparnis der privaten Haushalte als Residuum berechnet wird und sich Sparquote und Konsumquote zu eins addieren müssen.

Die Frage, wieviel weiterer Anpassungsbedarf noch vor den Haushalten liegt, bleibt weiterhin offen und zeigt die Grenzen unserer Analyse auf. Der Verschuldungsprozeß erstreckte sich über eine Zeitspanne von vielen Jahren, in denen sich die Finanzgewohnheiten der privaten Haushalte grundlegend änderten. In Ländern, wie beispielsweise den Vereinigten Staaten, Japan und dem Vereinigten Königreich zeichnete sich unter den Wirtschaftssubjekten deutlich die Bereitschaft ab, sich höher zu verschulden. Es ist zwar unwahrscheinlich, daß der anfängliche Verschuldungsgrad wieder erreicht wird, aber es bleibt ungeklärt, welchen Verschuldungsgrad die Haushalte in Zukunft wählen werden.

---

[27] Insbesondere dauerhafte Konsumgüter, die eng mit dem Umsatz auf den Immobilienmärkten verbunden sind, waren von dieser Nachfrageschwäche betroffen. Dazu zählen Haushaltsgüter, wie zum Beispiel Möbel und Teppiche. Aber auch die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen und anderen dauerhaften Konsumgütern, die traditionell über Konsumentenkredite finanziert werden, nahm wegen der hohen bereits bestehenden Schuld stärker ab, als dies üblicherweise in einer Rezession zu erwarten gewesen wäre. Im Vereinigten Königreich fiel die jährliche Wachstumsrate der Konsumentenkredite von 20 % im Jahr 1988 auf 8 % im Jahr 1990, wobei ein erheblicher Teil dieser 8 % zur Umschuldung alter Konsumentenkredite verwendet wurde (vgl. Bank of England (1991a), S. 22 und Bank of England (1994), S. 149).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

IV. Einflüsse der Schulden-Deflation auf das Verhalten der Unternehmen

1. Die Entwicklung der Schulden und der Zinszahlungen der Unternehmen

Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre dieses Jahrhunderts stiegen die Unternehmensschulden in den hauptsächlichen Industriestaaten dramatisch an. Tabelle C.9 und C.10 illustrieren die Veränderungen der Unternehmensschuld und der Zinszahlungen respektive zum Bruttoinlandsprodukt für die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich, Japan, Australien und Schweden. Als Basis der Berechnungen wurde der Durchschnitt des Quotienten aus Unternehmensschuld bzw. Zinszahlungen und Bruttoinlandsprodukt der Jahre 1980–1985 gleich 100 gesetzt und der Quotient aller weiteren Perioden mit diesem Durchschnittswert verglichen. Folglich weisen die Werte in den Tabellen C.9 und C.10 nicht die Verhältnisse der Unternehmensschuld bzw. der Zinszahlungen zum Bruttoinlandsprodukt aus, sondern deren Veränderungen zum Durchschnitt der Jahre 1980–1985.

Im Jahr 1989 erreichte der Quotient aus Unternehmensschulden und Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten seinen Höhepunkt. Australien folgte dieser Entwicklung mit zweijähriger, Schweden, Japan und das Vereinigte Königreich folgten mit dreijähriger Verzögerung. In den Vereinigten Staaten überschritt das Verhältnis der Zinszahlungen zum Bruttoinlandsprodukt bereits im Jahr 1989 seinen Höhepunkt, ein Jahr später erreichte es im Vereinigten Königreich und Australien den höchsten Stand, bevor es anschließend wieder deutlich rückläufig war. In Japan und Schweden stellte sich diese Entwicklung zwei Jahre später, 1991, ein. Auffällig ist die Entwicklung der Zinsquote zur Schuldenquote. In allen betrachteten Ländern fiel der Quotient aus Zinszahlungen und Bruttoinlandsprodukt schneller als der Quotient aus Unternehmensschuld und Bruttoinlandsprodukt, in einigen Ländern setzte die Abwärtsbewegung der Zinszahlungen sogar vor dem Rückgang der Unternehmensschulden ein.

Das Verhalten des Unternehmenssektors, das zum Aufbau der enormen Schuldensummen führte, wich unter den betroffenen Ländern deutlich voneinander ab. Während in den Vereinigten Staaten die Akkumulation der Schulden in erster Linie auf ein verändertes Verhältnis des Eigenkapitals zum Fremdkapital, d.h. auf einen veränderten Verschuldungsgrad, bei der Finanzierung von Investitionsobjekten zurückzuführen war[28], erfolgte in

[28] Vgl. OECD Economic Outlook (1993), S. 28.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.9

Veränderung des Anteils der Unternehmensschulden am Bruttoinlandsprodukt[a]

	Gesamtschulden des Unternehmenssektors im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt					
	1988	1989	1990	1991	1992	1993[b]
Vereinigte Staaten	123,6	125,5	123,1	119,5	115,9	112,4
Japan	133,2	140,7	146,4	154,5	156,2	155,8
Vereinigtes Königreich	145,6	167,5	155,5	169,3	173,1	171.0
Australien[c]	174,2	189,0	201,3	201,6	184,3	170,1
Schweden	129,8	144,1	145,9	142,3	146,0	..

[a] Angaben in Prozent, Durchschnitt der Jahre 1980–1985 = 100
[b] ab 1993 Schätzungen
[c] Haushaltsjahr endet im Juni

Quelle: OECD National Accounts, OECD Financial Statistics, OECD Economic Outlook

Japan der Aufbau der Unternehmensschuld vornehmlich über den Kauf von Vermögenstiteln. Nicht selten finanzierten japanische Unternehmen Immobilien oder Aktien ausschließlich mit Fremdkapital. Solange die Preise der Vermögensobjekte in einem verhältnismäßig kurzen Zeitraum anstiegen, sanktionierten sie nachträglich die erhöhte Verschuldung der Unternehmen. Für strukturschwache japanische Unternehmen, die im operativen Bereich hohe Verluste einfuhren, erwies sich der Besitz von Immobilien und Grundstücken als vorteilhaft, da steigende Immobilienpreise an der Börse zu einer Hausse dieser Valoren führte.[29] Immobilien und Grundstücke dienten ferner als Kreditsicherheit für diese Unternehmen, und die Aktienbörse honorierte die Wertsteigerung der stillen Reserven mit neuen Höchstkursen. Als 1991 und 1992 sowohl die Vermögenspreise als auch die Renditen der Investitionen fielen, verschlechterte sich die Liquiditätsverfassung der Unternehmen rapide.

2. Auswirkungen der Verschuldung auf das Investitionsverhalten der Unternehmen

»Debt had an important influence on corporate and personal sector behaviour in the 1990–1992 recession and in the subsequent recovery«, konstatiert die Bank of England[30]. Es würde der Komplexität der Phänomens

[29] Vgl. *Becker* (1992), S. 80 f.

[30] Bank of England (1994), S. 144.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.10

Veränderung des Anteils der Zinszahlungen am Bruttoinlandsprodukt[a]

	Zinszahlungen des Unternehmenssektors im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt					
	1988	1989	1990	1991	1992	1993[b]
Vereinigte Staaten	106,6	119,9	115,1	106,1	96,3	90,4
Japan	82,8	85,5	105,9	109,3	85,1	..
Vereinigtes Königreich	96,3	141,9	164,6	146,9	128,5	99,7
Australien[c]	143,4	159,2	179,3	167,3	154,1	120,6
Schweden	110,1	119,3	150,4	159,6	141,1	..

[a] Angaben in Prozent, Durchschnitt der Jahre 1980–1985 = 100
[b] ab 1993 Schätzungen
[c] Haushaltsjahr endet im Juni

Quelle: OECD National Accounts, OECD Financial Statistics, OECD Economic Outlook

der Schulden-Deflation nicht gerecht werden, rekurrierten wir nur auf die Schuldsumme, ohne die vielfältigen Ursachen der Verschuldung in unsere Betrachtung einzubeziehen. Zu große optimistische Investitionen zu ungünstigen Konditionen, spekulative Käufe im Außenhandel, die von rückläufigen Devisenkursen und rückläufigen Güterpreisen getroffen wurden, Insolvenzen bei den Abnehmern, aber auch Spekulationen in Grundstücke, Immobilien und Aktien führten zum Aufbau der hohen Schuldsumme. Unternehmen, die daraufhin zahlungsunfähig geworden waren, standen im wesentlichen vier Maßnahmen zur Wiederherstellung ihrer Liquiditätsverfassung zur Verfügung: erstens konnten sie ihre Investitionstätigkeit reduzieren, zweitens bestand die Möglichkeit des Verkaufs von Vermögensobjekten aus ihrem Portfolio, drittens konnten sie eine Umschuldung bei ihren Gläubigern erwirken und viertens schließlich weitere Aktien emittieren. Nicht alle Maßnahmen führten bei den betroffenen Unternehmen gleichermaßen zum Erfolg; für welches Vorgehen sich die illiquiden Unternehmen entschieden, hing einerseits von der Ursache ihrer Verschuldung und andererseits von der Struktur des nationalen Bankwesens ab.

Zum Boom der Volkswirtschaften gehörte eine allgemeine Konjunktur der Bautätigkeit, die von der Bauwirtschaft passiv in dem Sinne erlebt wurde, daß bereits während des konjunkturellen Aufschwungs Anfang der achtziger Jahre auf Vorrat gebaut wurde: die Bauvorbereitungen, Erschließungen, Infrastrukturentwicklungen und letzlich die Fertigstellungen der gewerblichen Immobilien waren rein spekulativ. Der Umschwung setzte in dem Augenblick ein, als plötzlich die Immobilienpreise einbrachen und da-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.11

Ausrüstungsinvestitionen[a]

Jahr	Vereinigte Staaten	Japan[b]	Vereinigtes Königreich	Deutschland[c]	Frankreich
	US $	Yen	£	DM	FF
	In Preisen von 1991				
1983	325,2	41,80	30,59	158,60	373,74
1984	384,6	46,67	34,14	156,32	369,87
1985	412,0	52,32	37,75	169,82	404,10
1986	421,8	54,69	37,17	176,11	421,57
1987	428,7	57,92	40,19	184,03	450,31
1988	446,7	66,44	45,57	195,65	497,35
1989	471,0	76,06	50,75	212,82	543,15
1990	469,8	84,38	48,55	240,92	563,97
1991	451,8	89,71	43,32	306,77	564,95
1992	472,8	84,68	41,70	296,15	542,09
1993	505,8	76,01	41,79	254,51	502,14
1994	557,8	71,46	44,69	256,56	522,94
	Prozentuale Veränderung zum Vorjahr				
1983	6,52	1,7	4,47	5,61	–3,51
1984	18,27	11,65	11,60	–1,44	–1,04
1985	7,12	12,12	10,57	8,64	9,25
1986	2,31	4,53	–1,59	3,7	4,32
1987	2,41	5,91	8,12	4,5	6,82
1988	4,2	14,71	13,39	6,31	10,45
1989	5,44	14,48	11,37	8,76	9,21
1990	–2,55	10,94	–4,33	13,20	3,83
1991	–3,83	6,32	–10,78	27,33	0,17
1992	4,65	–5,61	–3,74	–3,46	–4,05
1993	7,0	–10,14	2,13	–14,06	–7,37
1994	10,23	–6,0	6,94	0,81	4,14

[a] Mrd. Landeswährung, für Japan 1000 Mrd. Yen.
[b] Einschließlich Nichtwohnbauten.
[c] Bis 1990 früheres Bundesgebiet.

Quelle: Vereinigtes Königreich, Central Statistical Office; Deutschland, Statistisches Bundesamt; Vereinigte Staaten, Economic Indicators; OECD

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

durch deutlich wurde, daß über das Notwendige hinaus gebaut worden war und es auf lange Zeit keine neuen privaten oder öffentlichen Aufträge mehr geben würde. Bei allen nationalen Unterschieden kristallisierte sich folgender Zusammenhang heraus: Je deutlicher die Bautätigkeit in den einzelnen Ländern Anfang der achtziger Jahre gestiegen war, umso stärker ging sie Anfang der neunziger Jahre zurück, verbunden mit einer hohen Anzahl an Bankrotten.[31]

Mit Ausnahme des Vereinigten Königreiches und Australiens reagierten große Unternehmen außerhalb des Bausektors auf Zahlungsschwierigkeiten deutlich flexibler als kleine Unternehmen oder private Haushalte.[32] Trotzdem schränkten die Unternehmen ihre Investitionsausgaben, wie anhand der Tabelle C.11 zu sehen ist, deutlich ein. Nach zum Teil zweistelligen Zuwachsraten Mitte der achtziger Jahre, verzeichneten die Ausrüstungsinvestitionen in Japan und dem Vereinigten Königreich Rückgänge nicht minderen Umfanges.

Erschwerend für die Investitionstätigkeit wirkte die Tatsache, daß bis 1992 die kurzfristigen Zinssätze europaweit nicht merklich gesunken waren (siehe Tabelle C.12). Um zu verstehen, welche Bedeutung den kurzfristigen Zinsen in dieser Zeit zukam, müssen wir uns vor Augen führen, daß sie eine immer größere Rolle bei der Finanzierung langfristiger Projekte spielten. Im Zuge der Deregulierung der Finanzmärkte wurden Schuldkontrakte eher an kurzfristige als an langfristige Zinssätze gekoppelt. Bereits einfache Überlegungen zeigen, daß einerseits bei hohen kurzfristigen Zinssätzen die Rückführung der kumulierten Schulden große Anstrengungen seitens der Wirtschaftssubjekte erforderte und andererseits neue Investitionsobjekte eingeschränkt oder verschoben wurden.

Selbst als nach 1992 die kurzfristigen Zinsen im europäischen Wirtschaftsraum stark rückläufig waren, führte die Instabilität des Europäischen Währungssystems in einigen europäischen Ländern nicht zu der gewünschten Belebung der Investitionstätigkeit. Als beispielsweise das Vereinigte Königreich im September 1992 aus dem Europäischen Währungssystem ausschied, spiegelte sich die daraufhin einsetzende Erwartung steigender Inflationsraten in hohen langfristigen Zinssätzen wider. »One interpretation is that monetary expansion after Black Wednesday, with limited credibility due to Britain's inflation history and lack of independence of

[31] In einer Untersuchung über die nationalen Bautätigkeiten im Zeitraum zwischen 1970 und 1992 vergleicht die OECD die Indices der Bautätigkeit einiger ausgewählter Länder und zeigt, daß mit Ausnahme der Vereinigten Staaten die Aktivität im Bausektor parallel zur Immobilienpreisdeflation einen starken Einbruch erlitten hatte (vgl. OECD Economic Outlook (1992), S. 46).

[32] Vgl. OECD Economic Outlook (1992), S. 45.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.12

Kurzfristige und langfristige Zinssätze

Jahr	Vereinigte Staaten	Japan	Vereinigtes Königreich	Deutschland	Frankreich
	US $	Yen	£	DM	FF
			Kurzfristige Zinssätze[a]		
1983	8,6	6,7	10,1	5,8	12,5
1984	9,5	6,5	9,9	6,0	11,7
1985	7,5	6,6	12,2	5,4	9,9
1986	6,0	5,1	10,9	4,6	7,7
1987	5,8	4,2	9,7	4,0	8,3
1988	6,7	4,5	10,3	4,3	7,9
1989	8,1	5,4	13,9	7,1	9,4
1990	7,5	7,7	14,8	8,5	10,3
1991	5,4	7,2	11,5	9,2	9,6
1992	3,4	4,3	9,6	9,5	10,3
1993	3,0	2,9	5,9	7,3	8,6
1994	4,3	2,3	5,5	5,4	5,8
			Langfristige Zinssätze[b]		
1983	11,1	7,8	11,3	14,4	14,4
1984	12,4	7,3	11,3	13,4	13,4
1985	10,6	6,5	11,1	11,9	11,9
1986	7,7	5,1	10,1	9,1	9,1
1987	8,4	5,0	9,6	10,2	10,2
1988	8,8	4,8	9,7	9,2	9,2
1989	8,5	5,2	10,2	9,2	9,2
1990	8,6	7,0	11,8	10,4	10,4
1991	7,9	6,4	10,1	9,5	9,5
1992	7,0	5,3	9,1	9,0	9,0
1993	5,9	4,3	7,5	7,0	7,0
1994	7,1	4,4	8,2	7,5	7,5

[a] Für die Vereinigten Staaten 3-Monats-Schatzwechsel; für Japan 3–6monatige CD; für das Vereinigte Königreich, Deutschland und Frankreich 3-Monats-Interbankenrate.

[b] Für die Vereinigten Staaten 3-Monats-Schatzwechsel; für Japan und das Vereinigte Königreich 10jährige Staatsanleihen; für Deutschland 8–15jährige Schatzwechsel; für Frankreich öffentliche Anleihen.

Quelle: OECD Economic Outlook

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bank of England, led to a considerable increase in long run inflation expectations.«[33]

Auch in anderen europäischen Ländern manifestierte sich die Unsicherheit hinsichtlich des Fortbestandes des Europäsichen Währungssystems in erhöhten Risikoprämien, die sich wiederum in der Höhe der langfristigen Zinsen zeigten. Wettbewerbsvorteile, die sich einige europäische Länder von rückläufigen kurzfristigen Zinssätzen und den damit möglichen Abwertungen der nationalen Währungen erhofft hatten, wurden durch die hohen Risikoprämien zunichte gemacht. In den Jahren nach 1992 profitierten also die Investitionen nicht in dem gewünschten Maße von den gesunkenen Zinsen, und die Chance einer zügigen wirtschaftlichen Wiederbelebung wurde vertan.

V. Auswirkungen von Schuldenkrisen auf das Verhalten von Banken

Auf der Suche nach den Ursachen für den folgenreichen Verlauf der Schulden-Deflation erhebt sich unweigerlich die Frage nach der Rolle der Banken.[34] Zweifellos wäre der Prozeß der Schulden-Deflation ohne die rapide Entwicklung der Geldwirtschaft im Sinne einer ständig expandierenden und verfeinerten Kreditwirtschaft nicht möglich gewesen.

Anfang der achtziger Jahre führte die Deregulierung der Finanzmärkte durch Innovationen in der Finanztechnologie zu vollkommeneren, or-

---

[33] *Lars E. O. Svensson* (1994), S. 19. Weiterführende Diskussionen sind in den »Inflation Reports« der Bank of England zu finden (vgl. Bank of England (1993a) und Bank of England (1993b).

[34] Der Begriff Bank wird gleichbedeutend mit dem Begriff Kreditinstitut gebraucht. Den rechtlichen Begriff Bank legt in Deutschland das Kreditwesengesetz (KWG) fest; danach sind Kreditinstitute »Unternehmen, die Bankgeschäfte betreiben, wenn der Umfang dieser Geschäfte einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert« (§1 Abs. 1 Satz 1 KWG). Finanzinstitute im Sinne des KWG unterscheiden sich von Kreditinstituten dadurch, daß erstere keine Bankgeschäfte betreiben, sondern gemäß §1 Abs. 3 Satz 1 KWG andere Dienstleistungen erbringen (vgl. *Zerwas* (1996)).

Im Unterschied zu Deutschland, dessen Geschäftsbankensystem die Struktur eines Universalbanksystems aufweist, ist das herausragende Kennzeichen des britischen Bankwesens die traditionelle, wenngleich gesetzlich nicht geprägte Arbeitsteilung mit einer zum Teil sehr weitgehenden Spezialisierung. Wegen des zunehmenden Wettbewerbes geht seit Anfang der achtziger Jahre nun auch im Vereinigten Königreich die Tendenz hin zum Universalbanksystem.

Dagegen ist das Bankwesen in den Vereinigten Staaten nach wie vor durch das sogenannte Trennbankensystem geprägt. Die Depositbanken (Depository Institutions) zählen neben den Investment Banks zu der bedeutsamsten Gruppe im amerikanischen Finanzsystem (vgl. Bank for International Settlements (1996), S. 13).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ganisierteren und konkurrenzfähigeren Finanzmärkten und wirkte stimulierend auf das Kreditvergabeverhalten der Kreditinstitute.[35] Die damit einhergehende Zunahme der Zahl standardisierter Gruppen von Wertpapiermärkten offerierte den Wirtschaftssubjekten ein breit gefächertes Sortiment an Finanzierungsmöglichkeiten und erlaubte ihnen, ihre Ausgaben für Vermögensobjekte in großem Umfang auszudehnen oder intertemporal zu verschieben.

In der Folgezeit fragte das Publikum verstärkt Zahlungsmittel zur Finanzierung von Vermögensobjekten nach, und die Banken räumten nicht selten Kredite in der Höhe des vollen Kaufpreises ein.[36] Die Kreditschöpfung war umso größer, je mehr Kreditgeschäfte die Banken tätigten und je höher die Preise der Vermögensobjekte stiegen, als vermeintliche Sicherheit für die Kreditvergabe. Das Ergebnis war eine deutliche Steigerung der Zahl der abgeschlossenen Kreditkontrakte aber auch der Kreditmenge selbst. Bei der Kreditmenge handelt es um eine Bestandsgröße, die den gesamten in der Vergangenheit und der Gegenwart gewährten Kredit umfaßt und nicht allein den in einer Periode geschaffenen Kredit.

Der Kreditschaffungsprozeß war in dem Augenblick beendet, als die Preise für Vermögensobjekte spürbar sanken und die Vermögensobjekte ihre Kreditsicherungsfunktion einbüßten. Kreditinstitute begannen zunehmend, an der Liquidität der Vermögenstitel, insbesondere der Immobilien und Aktien, zu zweifeln und schränkten die Vergabe von Krediten ein. Aufgrund der abnehmenden Zahlungsfähigkeit der Schuldner während der Rezession, ging zusätzlich die Bereitschaft der Banken zur Schuldenerneuerung und Refinanzierung zurück.

Mit der seit Ende der achtziger Jahre spürbar einsetzenden Deflation in den hauptsächlichen Industriestaaten der westlichen Welt, gingen beträchtliche Gewinneinbußen der Banken einher. Nicht nur eine rückläufige Kreditgewährung, sondern auch Abschreibungen auf notleidende Kredite und erhöhte Rückstellungen für die zu erwartenden Verluste, gefährdeten die finanzielle Situation vieler Banken. Wie Tabelle C.13 zeigt, wiesen die Banken in den Jahren 1990–1991 deutlich geringere Gewinne aus als noch in den vorangegangenen Perioden. In den Vereinigten Staaten und in einigen nordeuropäischen Ländern gerieten die Depositbanken in besonders große Schwierigkeiten. Hohe finanzielle Verluste führten bei amerikani-

[35] Beispielsweise versprachen sich Depositenbanken, die vor der Deregulierung vom Hypothekengeschäft ausgeschlossen waren, lukrative Gewinne bei der Immobilienfinanzierung und traten mit Bausparkassen, die im Vereinigten Königreich und anderen Ländern traditionell für die Finanzierung von Immobilien zuständig waren, in scharfe Konkurrenz (vgl. OECD Economic Outlook (1992), S. 45).

[36] Vgl. *Breedon / Joyce* (1992), S. 175.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle C.13

Gewinne der Geschäftsbanken vor Abzug der Steuern[a]

	1981–1989	1990–1991
Vereinigte Staaten	0,83	0,73
Japan	0,62	0,40
Deutschland	0,58	0,49
Frankreich	0,38	0,28
Italien	0,89	0,82
Vereinigtes Königreich	0,83[b]	0,56
Kanada	0,82[c]	1,17
Australien	0,86	0,81[d]
Finnland	0,50	0,21[d]
Norwegen	0,43	–3,69
Schweden	0,52	0,11

[a] in Prozent des Gesamtvermögens.
[b] 1984–1989.
[c] 1982–1998.
[d] nur 1990.

Quelle: Bank of England, OECD Economic Outlook

schen Geschäftsbanken und Bausparkassen zunehmend zu Insolvenzen und verlangten zum Schutz der Einleger umfangreiche staatliche Eingriffe. In Norwegen, Schweden, Finnland und Japan verschärfte die lang anhaltende wirtschaftliche Rezession zusätzlich die desolate Lage des Geschäftsbankensystems und führte zu zahlreichen Zusammenbrüchen von Banken.

Die Banken reagierten auf die sinkende Liquidität ihrer Forderungstitel und die abnehmende Zahlungsfähigkeit ihrer Kunden mit verschiedenen Maßnahmen: Zum einen verschärften sie die Kreditanforderungen, so daß sich bei gleichgebliebenen oder sogar erhöhtem Kreditbedarf seitens des Publikums eine Kreditrationierung ergab. Zum anderen erhöhten die Kreditinstitute ab 1990 die Zinsmargen, d.h. die Differenz zwischen dem Kreditzins und dem Basiszins, und gaben Zinssenkungen der nationalen Zentralbanken – sofern sie überhaupt stattfanden – nur zum Teil oder mit erheblicher Verzögerung an die Kreditnehmer weiter.[37] Die daraufhin einsetzende scharfe Reduktion der Verfügbarkeit von Krediten[38] veranlaßte die Bank of England zu der besorgten Frage: »Is there a credit crunch?«[39]

[37] Vgl. Bank of England (1992b), S. 243 und Bank of England (1992a), S. 150.

[38] Vgl. OECD Economic Outlook (1993), S. 30.

[39] Bank of England (1991b), S. 256.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Erschwerend für die Restauration der Liquiditätsverfassung von Banken und ihrem Publikum wirkte die Tatsache, daß selbst 1992 die kurzfristigen Zinssätze europaweit nicht merklich sanken. Schlimmer noch, daß die Deutsche Bundesbank im Juli 1992 die kurzfristigen Zinssätze im Hinblick auf das von ihr gesetzte Geldmengenziel sogar vorübergehend wieder anhob. Erst weitreichende finanzielle Vereinbarungen und großzügige staatliche Unterstützungen rekapitalisierten die Banken und brachten das Vertrauen des Publikums in das Bankensystem zurück.[40]

Abschließend können wir festhalten, daß die expansive Kreditvergabe bei deregulierten Finanzmärkten zwar das Wachstum der Volkswirtschaft im Aufschwung förderte, die restriktive Handhabung der Kreditvergabe bei gleichzeitig sinkenden Preisen für Vermögensobjekte den wirtschaftlichen Abschwung jedoch maßgeblich verstärkte. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten Entwicklungen unterschätzte die Wirtschaftspolitik, insbesondere die Geldpolitik, den stimulierenden Einfluß einer Liberalisierung der Finanzmärkte. Ein Grund liegt sicher darin, daß die monetären Indikatoren wenig geeignet waren, auf inflationäre Tendenzen frühzeitig hinzuweisen. Im Gegensatz zu den schleichenden Inflationen der Nachkriegszeit konzentrierten sich die Preiserhöhungen diesmal auf die Vermögensobjekte und spiegelten sich nur bedingt in den Lebenshaltungsindices wieder.

[40] Vgl. OECD Economic Outlook (1992), S. 45.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Theoretische Untersuchungen zur Schulden-Deflation seit dem Ausbruch der Großen Depression

Die wirtschaftswissenschaftliche Theorie reflektiert die dargestellten Entwicklungen von Schulden-Deflationen auf sehr unterschiedliche Weise.[1] Einige dieser theoretischen Beiträge wollen wir im folgenden exemplarisch im Kontext zentraler ökonomischer Doktrinen – wie der Quantitätstheorie, der Liquiditätstheorie und der gleichgewichtigen Konjunkturtheorie – referieren; jedoch beschränken wir uns darauf, sie nur unter ganz dezidierten Fragestellungen zu betrachten.

Der Einfluß der Schuld auf die Volkswirtschaft kann aus dem Interdependenzverhältnis zwischen dem Geldmarkt[2] und den anderen Märkten der Wirtschaft abgeleitet werden. Um die Vielfalt der Wirkungsmöglichkeiten der Schuld analytisch erfassen zu können, spalten wir sie in zwei Kategorien auf: der Einfluß der Schuld auf die güterwirtschaftlichen oder »realen« Größen einer Volkswirtschaft einerseits und auf die geldwirtschaftlichen oder »monetären« Größen einer Volkswirtschaft andererseits. Die »Real«-Größen setzen sich zum Beispiel aus den Angebots- und Nachfragemengen von Waren, Dienstleistungen und Produktionsfaktoren sowie den Austauschrelationen dieser Mengen, den sog. relativen Preisen, zusammen. Die Geld-Größen stellen neben der nominalen Geldmenge u.a. die Geldpreise, d.h. die absoluten Preise, und das allgemeine Preisniveau dar.

Die uns interessierende Fragestellung lautet, ob die Schulden-Deflation ein reales oder monetäres Phänomen ist. Im Sinne des Klassifikationsschemas sprechen wir von einem monetären Phänomen, wenn eine Erhöhung der Geldmenge nur auf die Geldgrößen wirkt und die Realgrößen der Wirtschaft nicht beeinflußt und von einem realen Phänomen, sobald sie auch die Realgrößen und damit die reale Allokation der Ressourcen verändert.

---

[1] Vgl. dazu die Beiträge von *Blanchard* (1993), S. 270 ff.; *Hall* (1993), S. 275 ff.; *Young* (1993), S. 74 ff. und *Pepper* (1993), S. 36 ff.

[2] Bei dieser theoretischen Konzeption des Geldmarktes handelt es sich nicht um die in jeder entwickelten Volkswirtschaft bestehende Institution des Marktes für kurzfristige Gelder (Tagesgeld, Monatsgeld), d.h. des Marktes für Wertpapiere mit sehr kurzer Laufzeit. Vielmehr ist der hier theoretisch verwendete Begriff des Geldmarktes eine Fiktion; ein spezieller, konkreter Geldmarkt existiert nicht (vgl. *Hansen* (1966), S. 25).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

I. Der quantitätstheoretische Erklärungsansatz der Schulden-Deflation von Fisher

1. Fishers Beschreibung der Schulden-Deflation

Die neuere Theorie der Schulden-Deflation nimmt ihren Ausgang bei Fishers 1933 erschienenem Aufsatz »The Debt Deflation Theory of Great Depressions«.[3] Mit seinen Studien zur Schulden-Deflation stellt er eine Theorie vor, die die Große Depression als ein monetäres Phänomen zu erklären versucht. Dabei formuliert er seine Ansichten von einem Schulden-Deflationsprozeß nur verbal und in bezug auf die durch die Große Depression in den Vereinigten Staaten entstandenen Probleme. Ebenso wie die Keynessche Ausführung in der General Theory ist auch seine Analyse von der Vorstellung geprägt, daß die auf Vollauslastung der Ressourcen drängenden Kräfte zu schwach sind, das »Gleichgewicht« des ökonomischen Systems dauerhaft aufrecht zu erhalten[4]. Obgleich zu jedem Zeitpunkt Störungen auftreten, die dazu führen, daß »the exact equilibrium ... is seldom reached and never long maintained«, versucht Fisher jene Faktoren zu

[3] Vgl. *Fisher* (1933), S. 337 ff. Dieser Aufsatz basiert auf seinem 1932 entstandenen Buch »Booms and Depressions – Some first principals« (*Fisher* (1932a)).

Im Gegensatz zu früheren Arbeiten Fishers, fanden seine Ausführungen zur Schulden-Deflation nur geringe Aufmerksamkeit innerhalb der Profession. Die drei unmittelbar nach Veröffentlichung erschienenen Rezensionen zu »Booms and Depressions« besprachen das Buch eher ablehnend. So stellte Bowman fest: »... the book is of little use to the lay reader and of even smaller value to the technical investigator of business cycle phenomena.« (*Bowman* (1933), S. 128) Ebenso negativ äußerte sich Barger: »From the pen of Professor Fisher this book cannot but be something of a disappointment. What little theory it contains is in no way novel.« (*Barger* (1933), S. 681) Arakie bezeichnet ganze Kapitel als enttäuschend und fügt hinzu: »It is meant to be popular, and indeed there is no intricate or cumbrous argument involved, a factor which would in itself be a recommendation, were the reasoning as penetrating as the lucidity of the style.« (*Arakie* (1933), S. 484 f.) Wie Dimand (*Dimand* (1994), S. 92 ff.) in einer Studie belegt, wurden die Arbeiten Fishers zur Schulden-Deflation auch in der darauffolgenden Zeit in der ökonomischen Literatur nur selten zitiert. Die wohl wichtigste Ausnahme bildet Haberlers Zusammenfassung der Fisherschen Theorie der Schulden-Deflation in »Prosperität und Depression« (*Haberler* (1964), S. 113 ff.; deutsche Übersetzung, S. 114 ff.). Erst unter dem Eindruck der Depression Ende der achtziger Jahre ist das Interesse an Fishers Arbeit wieder sprunghaft angestiegen.

[4] Im Gegensatz zu Keynes ist der Fishersche Gleichgewichtsbegriff eher an das Konzept eines Allgemeinen Gleichgewichtes angelehnt. Fisher beschreibt den vorstellbaren Zustand eines idealen Gleichgewichts als die Konstanz aller in einem ökonomischen System enthaltenen Real- und Geldgrößen. »Only in imagination can all of these variables remain constant and be kept in equilibrium by the balanced forces of human desires, as manifested through ›supply and demand‹.« (*Fisher* (1933), S. 337) Abweichungen von diesem idealen Gleichgewichtszustand bezeichnet er als Ungleichgewichte, die es im Rahmen der Konjunkturtheorie zu analysieren gilt. »So-called cycle theory is merely one part of the study of economic dis-equilibrium.« (*Fisher* (1933), S. 337).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

identifizieren, die maßgeblich zur Erklärung von Fluktuationen der wirtschaftlichen Aktivität in Form von Booms und Depressionen beitragen. »The important question is: Which of them have been sufficiently great disturbers to afford any substantial explanation of the great booms and depressions of history?«[5]

Als Antwort auf diese Frage nennt er zwei vorherrschende Faktoren, »namely *over-indebtedness* to start with and *deflation* following soon after«[6], als Explananden für das schwere Ausmaß des wirtschaftlichen Abschwungs: »In short, the big actors are debt disturbances and price level disturbances.«[7] Und er ergänzt: »... the only sure and rapid recovery is through monetary means.«[8]

Ausgehend von den Abweichungen der Preise und der Schulden von ihrem nicht näher bestimmten Gleichgewichtszustand beschreibt Fisher die zeitliche Entwicklung des ökonomischen Systems, die er anhand des Zusammenspiels sieben weiterer sekundärer Faktoren und deren Reaktion auf Veränderungen der zwei primären Faktoren »Überschuldung« und »Deflation« konkretisiert.

> »Assuming, accordingly, that, at some point in time, a state of over-indebtedness exists, this will tend to lead to liquidation, through the alarm either of debtors or creditors or both. Then we may deduce the following chain of consequences in nine links: (1) *Debt liquidation* leads to *distress selling* and to (2) *Contraction of deposit currency*, as bank loans are paid off, and to a slowing down of velocity of circulation. This contraction of deposits and of their velocity, precipitated by distress selling, causes (3) *A fall in the level of prices*, in other words, a swelling of the dollar. Assuming, as above stated, that this fall of prices is not interfered by reflation or otherwise, there must be (4) *A still greater fall in the net worth of business*, precipitating bankruptcies and (5) *A like fall in profits*, which in a «capitalistic«, that is, a private-profit society, leads the concerns which are running at a loss to make (6) *A reduction in output, in trade and in employment* of labour. These losses, bankruptcies, and unemployment, lead to (7) *Pessimism and loss of confidence*, which in turn leads to (8) *Hoarding and slowing down still more the velocity of circulation.* The above eight changes cause (9) *Complicated disturbances in the rate of interest*, in particular, a fall in the nominal, or money, rates and a rise in the real, or commodity, rates of interest.
> Evidently debt and deflation go far toward explaining a great mass of phenomena in a very simple logical way.«[9]

---

[5] *Fisher* (1933), S. 340.

[6] *Fisher* (1933), S. 340 f.

[7] *Fisher* (1933), S. 341.

[8] *Fisher* in einem Brief an den Sekretär des Präsidenten, zitiert in *Allen* (1977), S. 563.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Fisher betont, daß der Prozeß wesentlich durch den Rückgang der Preise bestimmt wird: »except for ... debt and interest on debts, *all fluctuations listed come about through a fall of prices.*«[10]

2. Kritische Anmerkungen zu Fishers Theorie der Schulden-Deflation

Schon die Überlegung, welche Preise Fisher im einzelnen gemeint und wie der Verfall dieser Preise die Depression ausgelöst haben könnte, macht eine genauere Analyse der einzelnen Schritte erforderlich. Wir wenden uns daher in unserer Untersuchung zunächst gesondert einzelnen Problemfeldern im Prozeß der Schulden-Deflation zu, ehe wir auf die eingangs gestellte Frage eingehen, ob es sich bei Fishers Darstellung der Schulden-Deflation um ein monetäres oder reales Phänomen handelt.

Der erste Bereich, den wir ausführlicher behandeln wollen, betrifft die Wahl des geeigneten Preisindexes. Wie wir im ersten Kapitel bereits angesprochen haben, erfassen Deflationen die Preise für Ströme und Bestände sehr ungleichmäßig. Fisher nimmt explizit keine Differenzierung der Preisindices vor. Stattdessen benutzt er den Terminus »Deflation« sowohl für Vermögenspreise als auch für Güter- und Faktorpreise. Seine besondere Aufmerksamkeit richtet er jedoch auf den »businessman's dollar«, der mit dem heutigen Erzeugerpreisindex vergleichbar ist. Für uns stellt sich die unvermeidliche Frage nach der heutigen Relevanz einer Theorie der Schulden und der Deflation in Fishers Bahnen.[11] Seit der Großen Depression wurden zwar in den Industriestaaten mit Ausnahme Japans keine absoluten Rückgänge der nationalen Preisindices der Lebenshaltungskosten mehr beobachtet, aber es traten in unseren heutigen Institutionengefügen Preisrückgänge einzelner Gütergruppen auf, die die Rolle eines fallenden allgemeinen Preisniveaus übernommen haben.

Zweitens erfordern die Ursprünge des Prozesses der Schulden-Deflation unsere besondere Aufmerksamkeit. Wenngleich Fisher auf die »public psychology of going into debt«[12] verweist, scheint er in seinen Ausführungen zur Überschuldung vornehmlich den Unternehmenssektor zu betrachten. Dabei gibt er weder eine genaue Definition der Überschuldung noch un-

---

[9] *Fisher* (1933), S. 341 f.

[10] *Fisher* (1933), S. 344

[11] Vgl. zur Frage nach der heutigen Relevanz der Theorie der Schulden-Deflation auch *Wolfson* (1996), S. 315 ff.

[12] *Fisher* (1933), S. 349

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tersucht er systematisch, wie sich ein erträgliches Maß an Schuld zu einer Überschuldung, entwickelt. Stattdessen verweist er auf »rigid commitments for payment«[13] als Merkmal einer Überschuldung, die er im einzelnen folgendermaßen beschreibt:

> »(a) over-indebtedness is always relative to other items, including national wealth and income and the gold supply, which last is especially important ... and (b) it is not a mere one-dimensional magnitude to be measured simply by the number or dollars owed. It must also take account of the distribution in time of the sums coming due. Debts due at once are more embarrassing than debts due years hence; and those payable at the option of the creditor, than those payable at the convenience of the debitor. Thus debt embarrassment is great for call loans and early maturities.
> For practical purpose, we may roughly measure the total national debt embarrassment by taking the total sum currently due, say within the current year, including rent, taxes, installments, sinking fund requirement, maturities and other definite or rigid commitments for payment on principal.«[14]

Fisher stellt fest, daß eine hohe Schuldensumme noch keine hinreichende Bedingung für einen Zustand der Überschuldung darstellt. Entscheidend ist vielmehr, daß die Schuldner ihre Rückzahlungsverpflichtungen zu festgesetzten Zeitpunkten erfüllen müssen. Wie wir in Kapitel II gesehen haben, ist es nicht zwingend, daß ein Schuldtitel umso illiquider ist, je näher sein Fälligkeitstermin rückt. Es gibt immer eine Reihe kurzfristiger Verbindlichkeiten, die in Wahrheit langfristig sind, weil sie ohne Schwierigkeiten verlängert werden können. Aber in einer, von Pessimismus geprägten wirtschaftlichen Situation verschlechtert sich die Liquiditätsverfassung der Schuldner, denn sie können sich nicht mehr auf eine Schuldenerneuerung und Refinanzierung verlassen.[15]

Es ist zweifelsohne eine der Stärken der Fisherschen Theorie, daß sie die zeitliche Verteilung der Fälligkeitstermine miteinbezieht; andererseits berücksichtigt sie nur sehr unzulänglich die Einkommensströme, die einem Schuldner zur Begleichung seiner Rückzahlungsverpflichtungen zur Verfügung stehen. Das Volksvermögen oder das Volkseinkommen, auf das Fisher in diesem Zusammenhang rekurriert, gibt die Zahlungsfähigkeit einzelner Wirtschaftseinheiten nur unzureichend wider. Solange einer Schuldenstruktur jedoch keine Einkommens- und Vermögensstruktur gegenübersteht, bleibt Fishers Theorie der Schulden-Deflation unbefriedigend.

---

[13] *Fisher* (1933), S. 345.

[14] *Fisher* (1933), S. 345.

[15] In diesem Zusammenhang betont Fisher, daß »debt embarrassment is great for call loans and early maturities« (*Fisher* (1933), S. 345).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Drittens können wir uns fragen, welcher Mechanismus in Fishers Theorie den dauerhaften Schulden-Deflations-Prozeß unterhält. Plötzlich auftretende Preisrückgänge für Wertpapiere – beispielsweise durch eine Erhöhung des Zinssatzes – können einen Zustand der Überschuldung herbeiführen und »through the alarm either of debtors or creditors or both«[16] eine Schulden-Deflation auslösen. Um ihre Bonität aufrechtzuerhalten bzw. wieder herzustellen, versuchen die Schuldner und ihre Kreditinstitute entweder Wertpapiere zu verkaufen oder ihre ordentlichen Betriebsgewinne durch verstärkte Anstrengungen im Wettbewerb zu erhöhen. Gemäß Fishers Ausführungen in Punkt (2) seiner Kette führt die Rückzahlung der Schulden zu einer Verringerung der Sichteinlagen und einer Verlangsamung der sogenannten Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (velocity of circulation). Die sich nun im dritten Schritt anschließende Senkung der Preise als eine Folge des Rückganges der Giralgeldmenge (deposit currency) und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes geht eindeutig auf quantitätstheoretische Erwägungen zurück.[17] Die Quantitätstheorie behauptet die Existenz eines kausalen Zusammenhanges zwischen einer Änderung der in einer Volkswirtschaft befindlichen Geldmenge und einer Änderung des Preisniveaus. Fishers Argumentation, wenn die Geldmenge und die Umlaufgeschwindigkeit sinke, müsse auch das Preisniveau rückläufig sein, steht im Einklang mit dem einfach oder mechanisch genannten quantitätstheoretischen Erklärungsansatz.[18] Erst als Folge dieser Preissenkungen geht in Schritt (6) die Ausbringungsmenge zurück.

Fisher bleibt mit dieser Behauptung hinter den Erkenntnissen seiner Zeit zurück. Schon Hayek[19] unterschied »vier Stufen der Entwicklung der Theorie vom Einfluß des Geldes auf Preise und Produktion«. Während auf der ersten Entwicklungsstufe[20] die »mechanistische Quantitätstheorie« steht, handelt die zweite Entwicklungsstufe von der »Analyse der sukzessiven Wirkung von Geldmengenänderungen« auf das Preisniveau. Im Sinne der

---

[16] *Fisher* (1933), S. 341 f.

[17] Bereits im Jahr 1913 setzt sich Fisher eingehend mit der Verkehrs- oder auch Quantitätsgleichung $M \cdot v = P \cdot T$, wobei M die sich im Besitz der Wirtschaftseinheiten befindliche Geldmenge, T die Transaktionsmenge, P einen Preisindex und v die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bezeichnen, auseinander. (Vgl. *Fisher* (1913), S. 27 ff.)
Sie enthält die selbstverständliche Aussage, daß der gesamte Umsatz einer Periode gleich dem mathematischen Produkt aus der Zahlungsmittelmenge und der – institutionell gegebenen – Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist. Ist diese Umlaufgeschwindigkeit des Geldes keine institutionell gegebene Größe, so stellt die Quantitätsgleichung die Definitionsgleichung für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes dar.

[18] Vgl. *Rieter* (1971), S. 30.

[19] Vgl. *v. Hayek* (1931).

[20] Vgl. *v. Hayek* (1931), S. 3 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Preistheorie versuchte Hayek also, Preisänderungen in einer Marktwirtschaft als das Ergebnis von Dispositionsänderungen handelnder Menschen in bezug auf Nachfrage und Angebot darzustellen.[21] Später bemerkt Minsky dazu: »for output prices – and for wage costs – to fall, excess supply on product and labour markets on a significant scale needs to develop and be maintained.«[22]

In Fishers Szenario einer Schuldendeflation lösen die niedrigeren Preise aber gleichzeitig auch eine Erhöhung der realen Schuldenlast der Schuldner und ihrer Finanzintermediäre aus und zwingen diese zu weiteren Wertpapierverkäufen. »Then the very effort of individuals to lessen their burden of debts increases it, because of the mass effect of the stampede to liquidate in swelling each dollar owed.«[23] In Fishers Vorstellung lernen die Schuldner nicht aus ihren permanenten Mißerfolgen, die Kreditwürdigkeit der Ausgangsperiode wieder herzustellen, sondern treiben den Deflationsprozeß durch ihre ständige Angebotssteigerung permanent an.

Diese Situation ist mit einem standard-prisoners-dilemma vergleichbar: der individuelle Versuch, die eigene Bonität aufrechtzuerhalten, mündet in eine kollektive Verschlechterung. Fisher kommentiert diesen Vorgang mit den Worten: »The more the debtors pay, the more they owe.«[24]

Der vierte Punkt, der Raum für weitere Untersuchungen bietet, zielt auf die Rolle der Banken im Prozeß der Schulden-Deflation ab. Fisher sieht »easy money«[25] zu einem Zeitpunkt, der »new opportunities to invest at a big prospective profit«[26] eröffnet, als die wesentliche Ursache einer Überschuldung an. Andersherum können große Gewinnerwartungen gerade wegen einer Politik des billigen Geldes entstehen und die Kreditwürdigkeit der potentiellen Schuldner verbessern. Obgleich Fisher Bankzusammenbrüche, Bankfluchten oder die Einschränkung der Darlehensvergabe am Ende seiner chronologischen Auflistung der einzelnen Schritte der Schulden-Deflation nennt[27], unterzieht er sie in seiner Studie von 1933 noch keiner eingehenderen Untersuchung. Erst in seiner Schrift »100 % Money«[28] wird er bezüglich der Bedeutung kurzfristiger Schuldverschreibungen im soge-

---

[21] Vgl. auch *Schneider* (1973), S. 228.

[22] *Minsky* (1982), S. 388.

[23] *Fisher* (1933), S. 344.

[24] *Fisher* (1933), S. 344.

[25] *Fisher* (1933), S. 348.

[26] *Fisher* (1933), S. 348.

[27] Vgl. *Fisher* (1933), S. 343.

[28] Vgl. *Fisher* (1935).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nannten »bubble of debt«[29] deutlicher. Dort identifiziert er das »Fractional Reserve System« nicht nur als hauptverantwortlich für die Entstehung der Überschuldungssituation, sondern auch für die dadurch ausgelöste Deflationsspirale. Während ein Zusammenbruch der Vermögenspreise aufgrund von Notverkäufen oft unvermeidbar ist, wird nach Fishers Meinung die Situation noch fragiler, wenn die geldpolitischen Autoritäten nicht einschreiten und die Geldmenge zurückgehen lassen. In diesem Aspekt bestätigt Fisher die Aussage von Friedman und Schwartz über die Wichtigkeit monetärer Faktoren in einer Depression.

Nachdem wir die einzelnen Fragen zur Schuld und Deflation näher untersucht haben, wenden wir uns erneut der Unterscheidung in reale und monetäre Phänomene zu. Unsere bisherige Analyse der Fisherschen Theorie zeigt, daß die Wirtschaftssubjekte bei der Festlegung ihrer Angebots- und Nachfragemengen nicht nur die Knappheitsverhältnisse zwischen den Waren berücksichtigen, sondern auch die Veränderung des Preisniveaus. Im Sinne der eingangs gegebenen Definition, wonach wir Phänomene als monetär charakterisieren, bei denen nicht das Preisniveau, sondern die reale Allokation der Ressourcen auf eine Veränderung der Schuld reagiert, können wir für den Fisherschen Prozeß der Schulden-Deflation folglich nicht behaupten, es handle sich um ein monetäres Phänomen. Dennoch prägen monetäre Faktoren, wie beispielsweise das Verhalten der Banken, wesentlich das Bild der Schulden-Deflation. In diesem Zusammenhang stellt Fisher fest: »[e]asy money is the great cause of over-borrowing«[30]. Auch wenn wir die Schulden-Deflation selbst nicht als monetäres Phänomen charakterisierten, können wir festhalten, daß ihre Auslöser überwiegend monetärer Art sind.[31]

II. Ein Modell der Schulden-Deflation

Wir wollen nun versuchen, die von Fisher verbal vorgetragenen Vorstellungen zu einer Schulden-Deflation in ein einfaches formales Modell von

---

[29] *Fisher* (1935), S. 113 und S. 117.

[30] *Fisher* (1933), S. 348.

[31] An dieser Stelle bricht Fisher mit der herkömmlichen quantitätstheoretischen Geldlehre, wonach die Wirtschaftssubjekte als »frei von Geldillusion« betrachtet werden. Die Annahme »frei von Geldillusion« können wir auch mit dem sogenannten Homogenitätspostulat umschreiben: Verändern sich die Geldpreise im gleichen Verhältnis, so bleiben die Angebots- und Nachfragemengen der Waren unverändert, sie sind »homogen nullten Grades in bezug auf die Geldpreise. Dieses Argument ist nicht umkehrbar, aus unveränderten relativen Preise der Waren, d.h. einer unveränderten Allokation, können wir noch nicht auf »frei von Geldillusion« schließen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tobin[32] zu integrieren. Es zeigt, wie eine deflatorische Preisbewegung in Verbindung mit einer hohen privaten Schuld zu großen Instabilitäten des Systems führen kann.[33]

Bei einem gegebenen Betrag an Außengeld M beschreibt Tobin die gewünschte effektive Gesamtnachfrage E als eine Funktion des Preisniveaus p, der erwarteten Rate seiner Veränderung $\dot{p}/p = \hat{p}$ und der gesamten realen Ausbringungsmenge bzw. des realen Einkommens Y, so daß

$$E = E(P, \hat{p}, Y). \tag{D.1}$$

Im Detail setzt sich die E zusammen aus dem Konsum C der privaten Haushalte, den privaten Investitionen I und den Ausgaben des Staates für Güter und Dienstleistungen G:

$$E = C\left(Y, Y^*, -T, -R, \hat{p}\frac{M}{p}, W\right) + I\left(Y, Y^*, -K, -R\right) + G \tag{D.2}$$

Sowohl die Konsumfunktion als auch die Investitionsfunktion besitzen positive Ableitungen in allen Argumenten. Hierbei bezeichnet T die direkten Steuern und W das Vermögen der privaten Haushalte:

$$W = \frac{M}{p} + q \cdot K,$$

wobei der Koeffizient q der Relation zwischen der Marktbewertung für bestehendes Kapital und dessen Wiederbeschaffungskosten entspricht. Ein Ansteigen des realen Zinssatzes R relativ zur Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals führt zu einem Sinken von q und damit auch von I. Der reale Zinsatz R hängt negativ von M/p und $\hat{p}$ und positiv von Y und W ab.

Diesen Definitionsgleichungen fügt Tobin ein System aus drei Verhaltensgleichungen zu.[34] Als erstes folgt die Veränderung der Ausbringungsmenge $\dot{Y}$ einer Anpassungsfunktion A_Y, die abhängig von der Größe der Lücke zwischen der gewünschten realen Nachfrage E und den tatsächlichen Ausgaben Y ist

$$\dot{Y} = A_Y(E - Y) \tag{D.3}$$

Darüber hinaus enthält Tobins Modell zweitens eine Phillipskurven-Gleichung, die die Lücke zwischen tatsächlicher und erwarteter Inflations-

[32] Vgl. *Tobin* (1975), S. 195-202.

[33] Siehe hierzu auch die Ausführungen von *Dimand* (1994), S. 102 ff.

[34] Tobin formuliert die Verhaltensgleichungen mit Hilfe sogenannter Anpassungsfunktionen $A_y z$, wobei y die sich anpassende Variable, z die Variable, von der die Anpassung abhängt, und A_y eine positive Konstante darstellen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

rate $(\pi - \hat{p})$ mit Hilfe einer Anpassungsfunktion A_p in Relation zur Lücke zwischen tatsächlicher und potentieller Ausbringung setzt.

$$\pi = A_p(Y - Y^*) + \hat{p} \tag{D.4}$$

Ferner wird drittens angenommen, daß die Wirtschaftssubjekte hinsichtlich der Preisänderungsrate adaptive Erwartungen bilden und sich an der Differenz zwischen der tatsächlichen und der erwarteten Preisänderungsrate orientieren.

$$(\dot{\hat{p}}) = A_{\hat{p}}(\pi - \hat{p}) \tag{D.5}$$

Vereinfachend unterstellt Tobin, daß alle Anpassungsfunktionen durch eine Konstante beschrieben werden können.

Das vollständige System sieht dann folgendermaßen aus:

$$\begin{aligned} \dot{Y} &= A_Y(E - Y) \\ \pi &= A_p(Y - Y^*) + \hat{p} \\ (\dot{\hat{p}}) &= A_{\hat{p}}(\pi - \hat{p}) \end{aligned}$$

Bevor wir weitere Schlußfolgerungen für die Theorie der Schulden-Deflation ziehen können, müssen wir uns fragen, ob diese Modellformulierungen im Einklang mit Fishers ökonomischen Beiträgen stehen. Obwohl Tobins formale und Fishers verbale Formulierungen zeitlich gesehen weit auseinander liegen, können wir einige Gemeinsamkeiten feststellen. Bereits 1926 untersuchte Fisher den statistischen Zusammenhang zwischen der Rate der Arbeitslosigkeit und der Rate der Preisänderungen.[35] Jedoch findet sich die Tobinsche Formulierung der Phillips-Kurve (Gleichung (D.4)) nicht an dieser Stelle sondern eher in Fishers Ausführungen zur Korrelation zwischen der Ausbringungsmenge und der zeitverzögerten Preisänderung in seinen beiden Aufsätzen von 1923 und 1926 wieder.[36] Die Formulierung adaptiver Erwartungen in Gleichung (D.5) enthält zwar keine ausdrücklichen Fisherschen Elemente, aber sie widerspricht wiederum auch nicht Fishers Überlegungen zur Erwartungsbildung, wie seine Ausführungen in »The Theory of Interest«[37] zeigen. Zwar ist die Auswahl der unabhängigen Variablen in Gleichung (D.3) stark reduziert, doch steht auch sie durch-

[35] Vgl. *Fisher* (1926), S. 785 ff. Dieser Beitrag wurde unter dem Titel »I Discovered the Phillips Curve« in *Fisher* (1973), S. 496 ff. wieder abgedruckt.

[36] Vgl. *Fisher* (1923), S. 1024–28 und *Fisher* (1925), S. 179–202.

[37] Nachdem Fisher die Abhängigkeit der Geldzinssätze von der erwarteten Inflationsrate gezeigt hat, unterstellt er zwischen den Veränderungen der Geldzinssätze und den Veränderungen der Preise eine zeitliche Verzögerung, ein sogenanntes lag. (Vgl. *Fisher* (1932b), S. 416 ff.; deutsche Übersetzung S. 340 ff.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

aus in Übereinstimmung mit Fishers Ausführungen zur Schulden-Deflation von 1932 und 1933.

Als nächstes untersucht Tobin die lokale Stabilität seines Systems um die Gleichgewichtswerte $Y = Y^*$, $p = p^*$ und $\hat{p} = 0$, so daß

$$E = E(P, \hat{p}, Y) = E(P^*, 0, Y^*) = Y^* \tag{D.6}$$

Wenn das Modell stabil ist, erreicht Y nach einer Störung wieder seinen alten Gleichgewichtswert Y^*. Die notwendige Bedingung für die lokale Stabilität lautet:

$$p^* E_p + A_{\hat{p}} E_{\hat{p}} < 0 \tag{D.7}$$

wobei E_p bzw. $E_{\hat{p}}$ die Ableitung der gewünschten Nachfrage nach dem Preisniveau und der Preisänderungsrate respektive bezeichnen. Tobin kann nun den Zeitverlauf des realen Sozialproduktes angeben; ausgehend von einem Gleichgewichtszustand strebt dieses nach einer Störung wieder zu diesem Gleichgewicht zurück, wenn die Bedingung für die lokale Stabilität erfüllt ist.

Im folgenden wollen wir Tobins Modell auf die Schulden-Deflation anwenden. Natürlich treten innerhalb dieses Modelles eine Reihe von Faktoren auf, die Einfluß auf die realen Ausgaben nehmen können. Da wir an dieser Stelle jedoch nicht alle diskutieren können, beschränken wir uns auf diejenigen, die uns hinsichtlich der Untersuchungen von Fisher am wichtigsten erscheinen.[38]

Zunächst fragen wir uns, wie sich die gewünschten realen Ausgaben bei sinkendem Preisniveau bzw. sinkender Preisänderungsrate verhalten. Tobin behauptet, daß der Preisniveaueffekt E_p negativ ist und führt zur Begründung den Keynes und den Pigou-Effekt an. Den indirekten Effekt einer Preissenkung auf die effektive Nachfrage, den sogenannten Keynes-Effekt, charakterisiert Haberler folgendermaßen:

> »die von Keynes zugegebene Hypothese, daß die durch fallende Preise bewirkte Vergrößerung der in konstanter Kaufkraft gemessenen Geldmenge den Zinsfuß herabdrückt und so das Investitionsvolumen günstig beeinflußt.«[39]

Demnach üben Preissenkungen einen positiven Effekt auf die Investitionsausgaben aus.

---

[38] Für eine ausführliche Diskussion der verschiedenen Effekte siehe *Tobin* (1975), S. 197 f. und für eine Diskussion der Stabilitätsbedingung siehe *Driskill / Sheffrin* (1986), S. 802 ff. und *De Long / Summers* (1986), S. 1031 ff.

[39] *Haberler* (1955), S. 545 n.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In die gleiche Richtung zielt der sogenannte Pigou-Effekt, ein Vermögenseffekt der Konsumption. Je niedriger das Preisniveau, desto höher ist der reale Wert derjenigen Komponenten des privaten Vermögens, die in festen Geldeinheiten fixiert sind. Preissenkungen üben direkt über den erhöhten Realwert der Kassenhaltung eine stimulierende Wirkung auf die Konsumgüternachfrage aus. Hinsichtlich der empirischen Anwendbarkeit dieses Effektes bei stark fallenden Preisen äußert sich selbst Pigou skeptisch.[40]

Berücksichtigen wir nun die Tatsache, daß in modernen Volkswirtschaften die Geldmenge größtenteils in Form von Innengeld besteht, das auf der Verschuldung der Wirtschaftssubjekte basiert. Jeder Schuld entspricht bekanntlich eine Forderung, und es hängt vom gewählten Aggregationsgrad ab, ob die inneren Forderungen und Schulden einer Volkswirtschaft explizit in der Analyse erscheinen. Tatsächlich befinden sich im Portfolio eines einzelnen Wirtschaftssubjektes jedoch neben dem Vermögen auch in Geldeinheiten notierte Schuldkontrakte, deren realer Wert bei sinkenden Preisen steigt. Je weiter das Preisniveau sinkt, desto größer wird der Realwert der Geldschulden, wie wir bereits bei Fisher gesehen haben. Normalerweise geht vom Besitz einer Forderung eine stimulierende Wirkung auf die Konsumgüternachfrage aus, der aber eine kontraktive Wirkung auf die Konsumgüternachfrage von Seiten des Schuldners entgegensteht; beide Effekte können sich, müssen sich aber nicht, gesamtwirtschaftlich kompensieren. Sinkende Preise wirken wie eine Kaufkraftumverteilung von Geldschuldnern zu Geldgläubigern. Dieser deflationsinduzierte Transfer kann aufgrund unterschiedlicher marginaler Konsumneigungen aus Vermögen zwischen Geldschuldnern und Geldgläubigern durchaus negative Effekte auf die aggregierten Ausgaben ausüben. Tobin vertritt die Ansicht, daß »[t]he population is not distributed between debtors and creditors randomly. Debtors have borrowed for good reasons, most of which indicate a high marginal propensity to spend from wealth or from current income.«[41] Zudem sind viele Schuldner liquiditätsrestringiert und ein fallendes Preisniveau führt zu einem steigenden Verschuldungsgrad. Preissenkungen können die Kreditwürdigkeit des Schuldners massiv einschränken oder Bankrotte auslösen, so daß sie keinen positiven Effekt auf aggregierten gewünschten Ausgaben ausüben.

Obwohl hier nur Umverteilungseffekte vorliegen, können diese bei einem großen Volumen der privaten Schuld verheerende Folgen für die effektive Nachfrage nach sich ziehen und der »Pigou effect would be swamped by

---

[40] Vgl. *Pigou* (1947), abgedruckt in: *Lutz / Mints* (Hrsg.) (1952), S. 251.

[41] *Tobin* (1980), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

this Fisher effect«[42]. Wir können also festhalten, daß die Ableitung der gewünschten Nachfrage nach dem Preisniveau E_P positiv wäre; ein niedrigeres Preisniveau würde die gewünschten realen Ausgaben reduzieren.

Entsprechend den Ausführungen von Tobin ist das Vorzeichen von $E_{\hat{p}}$, der ersten Ableitung der gewünschten Ausgaben nach der Preisänderungsrate, positiv. Ein Rückgang der erwarteten Preisänderungsrate führt zu einem steigenden Realzins, der sich negativ auf die Konsum- und Investitionsgüternachfrage auswirkt. Für die Schulden-Deflation ist nun aber entscheidend, daß ein Rückgang einer positiven Preisänderungsrate einen sinkenden Marktwert des Eigenkapitals bedingt und folglich W fällt. Bei Konstanz des Volumens der nominalen Schuld geht die Konsumgüternachfrage zurück.

Fassen wir noch einmal zusammen. In der Situation einer hohen nominellen Verschuldung, wie sie beispielsweise in einer Depression zu beobachten ist, führen Preissenkungen und erwartete rückläufige Preisänderungsraten zu einem Rückgang in der gewünschten realen Nachfrage, d.h., $E_p > 0$ und $E_{\hat{p}} > 0$. Ausgehend von einem Zustand eines Gleichgewichtes, wie wir ihn für Fishers Theorie beschrieben haben (siehe Seite 71), verhält sich Tobins System im Falle einer Schulden-Deflation lokal instabil. Je größer das Volumen der nominalen Schuld im Verhältnis zu den anderen Variablen des Modells ist, desto größer ist die Instabilität des Systems. Nach einer Störung entfernen sich sowohl die reale Ausbringung Y als auch das Preisniveau p von ihren jeweiligen Gleichgewichtswerten Y^* und p^*.

III. Der liquiditätstheoretische Ansatz von Mishkin

1. Das Konzept der Liquiditätshypothese

Im Gegensatz zu der quantitätstheoretischen Herangehensweise von Fisher, versucht Mishkin eine rückläufige Konsumgüternachfrage im wirtschaftlichen Abschwung durch einen liquitätstheoretischen Ansatz zu erklären.[43] Dazu nutzt er die duale Rolle der Sachaktiva aus, die einerseits einen Bestandteil des Vermögens darstellen und andererseits in Form langlebiger Konsumgüter physische Dienstleistungen konsumtiver Art bereitstellen. Diese Unterscheidung eröffnet ihm die Möglichkeit, die Sachaktiva bei der Komposition des Portfolios in ihrer Eigenschaft als Vermögensträger anzusprechen und gleichzeitig ihre Eigenschaft als langlebige Konsum-

[42] *Tobin* (1980), S. 10.

[43] Vgl. *Mishkin* (1978), S. 918 ff. sowie *Kearl / Mishkin* (1977), S. 1571 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

güter angemessen zu berücksichtigen. Das Halten von langlebigen Konsumgütern erlaubt den Haushalten Liquiditätspräferenz, wie Keynes sie nur für die Unternehmen vorgesehen hatte. Im Rahmen seiner Liquiditätshypothese untersucht Mishkin die Interaktionen zwischen einer Veränderung des Portfolios privater Haushalte und deren Ausgaben für langlebige Konsumgüter und Wohnungsvermögen. Im Vordergrund steht die Zusammensetzung der Aktiva und Passiva (!), die sich im Portfolio der privaten Haushalte befinden. Insbesondere unterscheidet er zwischen Konsumeffekten, die einerseits aus dem Halten von Finanzaktiva und andererseits aus dem Halten von Schuldtiteln herrühren. Mit dieser vermögens- bzw. schuldenorientierten Erklärung des Anpassungsverhaltens privater Haushalte betont er die besondere Bedeutung[44] der Bestandsgrößen für die wirtschaftliche Entwicklung: »The composition of the consumer's balance-sheet, as well as his expected income and variance of income, determine the probability of suffering financial distress and hence affect the desired stock of housing«[45]. In der Veränderung der Portfoliozusammensetzung, als das Ergebnis einer Summe von Entscheidungsprozessen, sieht Mishkin einen strukturellen Transmissionsmechanismus zur Übertragung monetärer Impulse auf die realen Größen einer Volkswirtschaft.

Welche Übertragungsmechanismen stehen hinter Mishkins Konzept einer Liquiditätshypothese? Um diese Frage zu beantworten, untersuchen wir zunächst die Abhängigkeit der Nachfrage nach Sachaktiva auf Veränderungen der Finanzaktiva. Wie wir auf Seite 24 gesehen haben, besitzen Vermögensobjekte sehr unterschiedliche Liquiditätsgrade und die Monetisierbarkeit eines Aktivums hängt von der Form des Marktes ab, auf dem es gehandelt wird. Finanzaktiva besitzen einen höheren Liquiditätsgrad als Sachaktiva, sofern sie marktgängiger sind, d.h., ohne hohe Informations- und Transformationskosten schnell und reibungslos in Zahlungsmittel umgetauscht werden können. Dagegen werden Sachaktiva, insbesondere Immobilien, auf unvollkommenen Märkten gehandelt.

Nimmt die Zahlungsfähigkeit eines Wirtschaftssubjektes ab, präferiert es ein Vermögensportfolio, das ihm größtmögliche Zahlungssicherheit bietet und eine schnelle Liquidisierbarkeit sichert. Fällt der Kapitalwert der Finanzaktiva, so senkt das Wirtschaftssubjekt seine Nachfrage nach Sachaktiva, die im Vergleich zu den Finanzaktiva einen niedrigeren Liquiditätsgrad aufweisen. Umgekehrt bietet ein steigender Kapitalwert der Finanzaktivas eine größere Zahlungssicherheit und erhöht die Bereitschaft der

---

[44] Mishkin bricht mit dem Modigliani-Miller-Theorem insofern, als er dem Verschuldungsgrad der Wirtschaftssubjekte zentrale Bedeutung für die Konsumgüternachfrage beimißt.

[45] *Kearl / Mishkin* (1977), S. 1573.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wirtschaftssubjekte, illiquidere Aktiva, d.h. Sachaktiva, in ihr Portfolio aufzunehmen.

Ob die Konsumenten in finanzielle Schwierigkeiten geraten, hängt nicht zuletzt von ihrer gesamten Liquiditätsverfassung ab. Die Wirtschaftssubjekte sind bereit, sich bis zu einer bestimmten, subjektiv sehr verschiedenen Höhe zu verschulden. Für den Fall, daß die effektive Verschuldung diese Verschuldungsnorm überschreitet, können die Wirtschaftssubjekte ihre Schulden nicht termingerecht zurückzahlen und schränken ihre Nachfrage nach Sachaktiva ein. Zwischen der Höhe der Schuld und der Nachfrage nach Sachaktiva besteht eine negative Korrelation. Sprechen wir die Sachaktiva also auch in ihrer Eigenschaft als Konsumgüter an, so ist die gesamte Liquiditätsverfassung auch für die Ausgabenentscheidung von Relevanz.[46]

Fassen wir die Ergebnisse noch einmal zusammen. Wir haben argumentiert, daß die Liquiditätshypothese eine positive Abhängigkeit der Nachfrage nach Sachaktiva vom Wert der im Portfolio befindlichen Finanzaktiva und eine negative Abhängigkeit von der Höhe der Schuldtitel impliziert. Gleichwohl müssen wir darauf aufmerksam machen, daß ein Anstieg der Verschuldung, der durch ein entsprechendes Ansteigen der Sachaktiva im Portfolio ausgeglichen wird oder ein Rückgang des Kapitalwertes der Finanzaktiva, der durch einen Anstieg des Kapitalwertes der Sachaktiva kompensiert wird, zu einem Rückgang zukünftiger Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter führen kann. Entscheidend ist, wie sich die Zusammensetzung des Portfolios verändert hat und ob dadurch das Liquiditätsvolumen verringert und die finanzielle Beweglichkeit der Wirtschaftssubjekte eingeschränkt wurde. Wir sehen also, daß finanzielle Beweglichkeit nicht nur bedeutet, daß die Wirtschaftssubjekte in der Lage sind, termingerecht ihre Schulden zurückzuzahlen, sondern daß sie auch Käufe von Konsumgütern tätigen können und letztlich in der Lage sind, Umstrukturierungen ihres Portfolios vorzunehmen.

Mishkin analysiert also die Bedeutung deflationärer Preisbewegungen der Finanz- und Sachaktiva für die Schwere eines wirtschaftlichen Abschwungs. Wie die Vermögenseffekte, die wir in Kapitel II besprochen haben, kann auch der Liquiditätseffekt eine kontraktive Wirkung auf die Nachfrage nach Gütern ausüben. Sein spezifisches Charakteristikum liegt in seinen monetären Wirkungen: Erhöht sich ceteris paribus die Nachfrage nach Geld und geldnahen Aktiva und werden die Wirtschaftssubjekte illiquider, und zwar in dem Sinne, daß das Liquiditätsvolumen ihres Portfolios an nichtmonetären Forderungs- und Schuldtitel kleiner wird, dann halten sie mehr Geld und geldnahe Aktiva und fragen weniger Konsumgüter nach.

---

[46] Vgl. Radcliffe-Report (1959), Paragraph 389.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Eine empirische Untersuchung der Bilanzeffekte für die Nachkriegsperiode

Die Liquiditätshypothese ist Gegenstand empirischer Untersuchungen von Mishkin[47] und von Kearl und Mishkin[48]. Für die Vereinigten Staaten untersuchen sie ökonometrisch, ob sich Änderungen im Portfolio der privater Haushalte auf deren Ausgaben für Wohnungsvermögen und langlebige Konsumgüter auswirken. Dazu stellen sie für den Zeitraum zwischen 1956 und 1972 die Ausgaben der privaten Haushalte für langlebige Konsumgüter und Einfamilienhäuser respektive als eine Funktion des transitorischen bzw. permanenten Einkommens, des Bestandes an Sachaktiva, der Nutzungskosten für Sachaktiva, der Schulden und der Finanzaktiva privater Haushalte in Preisen von 1958 dar.[49] Als Ergebnis identifizieren sie statistisch signifikante Einflüsse der Höhe der Finanzaktiva und der Schuld auf die Konsumausgaben.

Steigen die Finanzaktiva um eine Geldeinheit an, nehmen die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter ceteris paribus um 0,045 Einheiten und die Ausgaben für Wohnimmobilien ceteris paribus um 0,03 Einheiten zu. Ein quantitativ anderes Ergebnis erhält Mishkin, wenn er die Reaktion der Konsumausgaben auf eine Erhöhung der Schulden betrachtet. Steigt die Schuld um eine Geldeinheit an, geht die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern ceteris paribus um 0,22 Einheiten und die Nachfrage nach Wohnimmobilien ceteris paribus um 0,44 Einheiten zurück.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß die Konsumausgaben auf eine Veränderung der Aktiva und Passiva asymmetrisch reagieren. Selbst wenn der Saldo der Bilanz unverändert bleibt, also eine Änderung der Schuld durch eine entsprechende Änderung der Finanzaktiva ausgeglichen wird, verändert sich die reale Allokation der Ressourcen. Die Diagnose der Schulden-Deflation und ihrer realen Auswirkungen auf die Konsumausgaben fällt schwer: wie wir gesehen haben, kann aus einer Konstanz des Nettovermögens der privaten Haushalte nicht zwingend auf unveränderte Konsumausgaben geschlossen werden. Wirtschaftspolitische Maßnahmen, die nur auf das Nettovermögen und nicht auf die Zusammensetzung des Portfolios blicken, sind in einer solchen Situation unangebracht, da sie den erforderlichen Dispositionsbedarf der Haushalte übersehen.

---

[47] *Mishkin* (1978), S. 926.

[48] Vgl. *Kearl / Mishkin* (1977), S. 1571 ff.

[49] In einer weiteren Untersuchung zeigen sie, daß die Liquiditätshypothese auch für die Ausgaben für Mehrfamilienhäuser statistisch signifikate Ergebnisse liefert. Ferner testen sie für die Jahre 1956 bis 1972 die Verfügbarkeit von Krediten zum Erwerb von Ein- bzw. Mehrfamilienhäusern (Vgl. *Kearl / Mishkin* (1977), S. 1571 ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

3. Eine empirische Untersuchung der Bilanzeffekte für die Große Depression

In einem nächsten Schritt analysiert Mishkin die Reaktion der Konsumausgaben privater Haushalte auf Portfolioänderungen während der Großen Depression. Da die Bilanzbewegungen in diesem Zeitraum nur unzureichend dokumentiert sind, überträgt Mishkin die für die Nachkriegsperiode gewonnenen Koeffizienten auf die Große Depression. Seinen Untersuchungen zufolge bietet die Liquiditätshypothese eine plausible Erklärung für die Schwere des Abschwungs in der Zeit nach 1929. Tatsächlich war ein großer Teil des Rückgangs der aggregierten Nachfrage auf den Wohnungssektor und den Sektor langlebiger Konsumgüter konzentriert. Zusätzlich führten die Liquiditätseffekte zu einem Rückgang der realen Ausgaben der privaten Haushalte für nichtdauerhafte Güter und Dienstleistungen.[50] In diesem Sinn enthält Mishkins Schluß viel Plausibilität.

Es kann natürlich mit Recht eingewendet werden, daß ökonometrische Analysen dieser Art prinzipiell nur dann möglich sind, wenn die Verhaltensweisen der zu untersuchenden Wirtschaftssubjekte im Untersuchungszeitraum einigermaßen stabil sind und keinen größeren Änderungen unterliegen. In der Tat sind die von Mishkin vorgenommenen Rückschlüsse auf die Große Depression einerseits wegen der lückenhaften Daten und andererseits wegen der inkommensurablen Zeitreihenstrukturen problematisch.[51] Dennoch ist die Liquiditätshypothese a priori nicht zu widerlegen. Ihr Erklärungswert für die Schuldendeflation hängt von der behaupteten Durchführung eines Portfoliomanagements seitens der privaten Haushalte ab. Es ist jedoch eine empirische Frage, inwieweit das Verhalten der Haushalte sich tatsächlich nach einer optimalen Portfolioentscheidung richtet und sich ihre Haltung eines Aktivums an der optimalen Zusammensetzung der Aktiva und Passiva orientiert. Solange aber keine, der Liquiditätshypo-

---

[50] Mishkin vergleicht den realen Rückgang der Ausgaben für langlebige Konsumgüter, wie er sie entsprechend seiner Liquiditätshypothese erwarten würde, mit dem tatsächlichen Sinken der Konsumgüterausgaben in Preisen von 1958. Er kommt zu dem Ergebnis, daß »the severity of the Great Depression seems to have been significantly enhanced by the deterioration in households balance sheets« (*Mishkin* (1978), S. 931).

[51] So räumt auch Mishkin ein: »The purpose of these estimates is not to determine precisely the course of the business cycle during the period in question, but rather to indicate the order of magnitude of these effects.« (*Mishkin* (1978), S. 929.) Selbst bei einer Interpretation der Ergebnisse in diesem Sinne ist Vorsicht angebracht, da sich nach dem Zweiten Weltkrieg nicht nur die Verteilung des Einkommens und des Vermögens geändert hat, sondern auch die Richtung der wirtschaftlichen Aktivität. Aufgrund der Asymmetrie zwischen Auf- und Abschwüngen können Ergebnisse ökonometrischer Untersuchungen, die in einer Phase positiver Wachstumsraten entstanden sind, nicht ohne weiteres auf einen Zeitraum mit negativen Wachstumsraten übertragen werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

these widersprechenden, Daten für die Große Depression vorliegen, besteht kein Anlaß etwas anderes anzunehmen und den Erklärungsgehalt der Liquiditätshypothese anzuzweifeln.

IV. Kings Interpretation der Schulden-Deflation als Phänomen der Realen Konjunkturzyklen

Einen prinzipiell anderen Erklärungsversuch für den Anfang der 90er Jahre zu beobachtenden Rückgang der Konsumgüternachfrage in den führenden Industriestaaten (siehe Kapitel C) unternimmt King[52]. Zur Erklärung der sehr stark rückläufigen Konsumgüterausgaben, denen erstens ein starker Anstieg der Schuld seitens der privaten Haushalte und zweitens ein deutlicher Einbruch der Immobilienpreise vorausgeht, greift er auf die Theorie der Schulden-Deflation von Fisher zurück.

1. Schulden-Deflation – ein reales Phänomen?

Kings Ausgangspunkt ist die Feststellung, daß »debt deflation is best thought of as a real business cycle, and not a monetary, phenomenon«[53] und, daß »[t]he analysis of debt deflation requires the construction of real business cycles models without a representative consumer«[54]. Anknüpfend an diese beiden Aussagen erörtern wir im folgenden Abschnitt die Frage nach der Verbindung zwischen dem Konzept der Schulden-Deflation und der Theorie der Realen Konjunkturzyklen. Allerdings wollen wir sie auch in diesem Abschnitt zunächst in zugespitzter Form stellen – zugespitzt nämlich auf die Frage, wie und warum King die Schulden-Deflation als ein reales Phänomen interpretiert.

King vertritt die Ansicht, daß in einem Zustand hoher Verschuldung ein Rückgang des allgemeinen Preisniveaus keine notwendige Bedingung für das Auftreten einer Schulden-Deflation ist. Vielmehr kommt es darauf an, wie sich die jeweils relevanten Preise für die Gläubiger und Schuldner verändern. Aus der Verschiebung der relativen Preise resultiert ein verändertes Nettovermögen, das über eine entsprechend veränderte Verteilung der Kaufkraft Einfluß auf die Konsumgüternachfrage nimmt.

---

[52] Vgl. *King* (1994), S. 419 ff.

[53] *King* (1994), S. 420.

[54] *King* (1994), S. 419

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

»But a falling absolute price level is not a necessary condition for debt deflation. What matters is the fluctuation of asset values relative to the unit of account in which debts are denominated. A falling price level exacerbates the problem in part because it is often associated with a rise in the real interest rate. But this reinforces the point that in essence debt deflation is a real and not a monetary phenomenon, and is concerned with changes in relative prices. It is the change in the distribution of the net worth from debtors to creditors which leads to a fall in demand and output.«[55]

Für das Kingsche Argument ist also entscheidend, daß Gläubiger und Schuldner in ihrem Konsumverhalten unterschiedlich auf die Veränderung der relativen Preise reagieren und eine reale Reallokation der Ressourcen herbeiführen. In Übereinstimmung mit unserer Begriffsbildung auf Seite 70 können wir diese Darstellung der Schulden-Deflation als ein reales Phänomen klassifizieren. Ein sinkendes allgemeines Preisniveau verschlechtert die wirtschaftliche Situation zusätzlich, ist aber keine notwendige Bedingung für das Auftreten einer Schulden-Deflation.

Wie verhält es sich jedoch mit der zweiten Behauptung, die Schulden-Deflation sei ein Phänomen der Realen Konjunkturzyklen? In der Vorstellung von King gibt die Theorie der Schulden-Deflation keine vollständige Theorie der Konjunkturzyklen ab; sie beschreibt den endogenen Mechanismus der Ausbreitung und Verstärkung exogener Impulse auf die Gesamtwirtschaft, ohne jedoch die Herkunft dieser Schocks zu erklären. King stellt also mit Hilfe der Theorie der Schulden-Deflation den Ausbreitungsmechanismus dar, der wiederum die Schwere und Länge eines wirtschaftlichen Abschwungs bestimmt. Unabhängig davon, ob die ursprünglichen Impulse realer oder monetärer Art sind, wird die kumulative Abschwungphase durch den realen Vorgang der Umverteilungseffekte bestimmt. In diesen Sinne ist dann auch die Kingsche Aussage, daß »distributional effects are an important part of the transmission mechanism of both monetary and real shocks«[56] zu verstehen. Die Redistributionseffekte beschreiben den Transmissionsmechanismus ohne notwendigerweise Geld einzuführen, worin ein entscheidendes Merkmal der Theorie der Realen Konjunkturzyklen liegt.

Nun wird die Theorie der Realen Konjukturzyklen aber von der Vorstellung eines repräsentativen Konsumenten geleitet und schließt somit redistributive Effekte von vorneherein aus; die Schulden-Deflation kann also nicht im konventionellen Analyserahmen der Realen Konjunkturzyklen behandelt werden. Aus diesem Grund führt King im ersten Schritt einen re-

[55] *King* (1994), S. 422.

[56] *King* (1994), S. 422.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

präsentativen Schuldner und einen repräsentativen Gläubiger ein, die beide jeweils auf der Vorstellung des »rational handelnden Individuums«, des homo oeconomicus, als entscheidungstheoretischer Grundlage für die Analyse des Verhaltens privater Haushalte beruhen. In einem zweiten Schritt stellt er dann sicher, daß die »marginal propensity to spend from wealth differs between debtors and creditors«[57]. Wären die marginalen Konsumneigungen in Bezug auf Vermögen für den Gläubiger und den Schuldner gleich, könnten zwar Redistributionseffekte aber keine gesamtwirtschaftlichen Veränderungen der Konsumgüternachfrage auftreten.[58] King begründet diese Unterschiede in den Ausgabenneigungen nicht mit Liquiditätsbeschränkungen, sondern verweist auf das precautionary saving-Motive[59]: »The precautionary saving motive means that an increase in uncertainty about future endowments leads households to save more in order to provide for a rainy day«[60]. Indem King dem precautionary saving-Motiv in der Nutzenfunktion der Haushalte eine so große Rolle beimißt, betont er den realen Charakter der Schulden-Deflation im Rahmen der realen Konjunkturzyklen.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß King eine Reihe von Argumenten anführt, die seine Behauptung »it is the real structure which is crucial«[61] belegen. Ausgehend von der Verschuldung der privaten Haushalte, legt er sein Hauptaugenmerk auf distributive Schocks, die sich in der Veränderung der relativen Preise wiederspiegeln. Mit diesem Vorgehen läßt er von vorneherein die enge Verknüpfung der Investitionen in Realkapital aber auch der Ausgaben für langlebige Konsumgüter mit den Bedingungen auf den Finanzmärkten unberücksichtigt. King geht sogar noch einen Schritt weiter und schließt sogar ausdrücklich die mögliche Rolle eines »adverse shift in the technology of supplying credit«[62] in Form von steigenden Kosten

---

[57] *King* (1994), S. 431.

[58] Tobin weist auf die Bedeutung unterschiedlicher marginaler Konsumneigungen aus Vermögen für die Aggregation hin: »Aggregation would not matter if we could be sure that the marginal propensities to spend from wealth were the same for creditors and debitors.« (*Tobin* (1980), S. 10).

[59] Diese Feststellung steht in Einklang mit Kimballs Untersuchungen zur Bedeutung des Precautionary-saving-Motives für das Konsumverhalten (vgl. *Kimball* (1990a), S. 29).

Da die deutsche Fachterminologie keine passende Übersetzung bereit hält, übernehmen wir den englischen Terminus »precautionary saving«. Übersetzt in die deutsche Sprache könnte »precautionary saving« vorsorgliches oder vorbeugendes Sparen bedeuten.

[60] *King* (1994), S. 433.

[61] *King* (1994), S. 442.

[62] *King* (1994), S. 423.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Finanzintermediation aus der Betrachtung aus. Er erklärt diesbezüglich: »I do not mean to play down the significance of the other aspects of the story, but rather to play up an aspect that is at the heart of the Fisher's analysis, namely the real business cycle nature of his model of debt deflation«[63].

2. Kings Modellierungsansatz einer Schulden-Deflation als Ausbreitungsmechanismus: ein Modell des »precautionary saving« mit distributiven Schocks

King entwirft ein mikroökonomisch fundiertes Modell des intertemporalen Konsumverhaltens bei unvollständiger Voraussicht, das ihm gestattet, die Rolle des precautionary savings bei auftretenden distributiven Schocks zu analysieren. Dabei legt er der Modellformulierung folgenden Leitgedanken zugrunde: »Debt Deflation is a propagation mechanism which multiplies small shocks into potentially large changes in aggregate demand and output. The existence of multiple equilibria produces the possibility of instability. To understand this requires a real business cycle model, but one in which the representative consumer is replaced by at least two types of agents, debtors and creditors.«[64]

In dem Versuch, diese Vorstellung einer Schulden-Deflation als Ausbreitungsmechanismus modelltheoretisch zu präzisieren, geht er von einem Mehrperioden-Modell ohne Produktion mit zwei repräsentativen Akteuren aus. Beide Akteure besitzen identische Präferenzen, die sie innerhalb der ihnen gegebenen Möglichkeiten maximal zu befriedigen suchen. Bei gleicher endlicher Lebenserwartung von T Jahren, haben sie in Periode Null den gleichen unbedingten Erwartungswert bezüglich ihres Lebenszeitvermögens und weichen nur in der zeitlichen Verteilung der Ausstattung über den gesamten Lebenszeitraum voneinander ab. Während der erste Akteur mit einer vorgegebenen festen Menge eines nicht liquidierbaren Kapitalgutes ausgestattet ist, die er erst am Ende seiner Lebenszeit mobilisieren und gegen q Konsumgütereinheiten eintauschen kann[65], erhält der zweite Akteur seine gesamte Ausstattung in Form von Konsumgütern bereits

[63] *King* (1994), S. 441.

[64] *King* (1994), S. 442.

[65] Diese Annahme impliziert einen Konsumfluß, der über den gesamten Zeithorizont gesehen nicht gleichmäßig verläuft, sondern zur letzten Periode hin stark verschoben ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zu Beginn seiner Lebenszeit. Aufgrund der Illiquidität des Kapitalgutes entsteht für den ersten Akteur eine Diskrepanz zwischen den Konsumausgaben der laufenden Periode und den Einnahmen durch Mobilisierung des Kapitalgutes in der letzten Periode. Zur Überbrückung dieser Diskrepanz muß sich der erste Akteur, der repräsentative Schuldner, beim zweiten Akteur, dem repräsentativen Gläubiger, verschulden.

In der Situation unvollständiger Voraussicht herrscht nun Ungewißheit hinsichtlich des zukünftigen Wertes q des illiquiden Kapitalgutes in Einheiten des Konsumgutes.[66] Dabei stellt q eine Zufallsvariable (auf dem Intervall $[0, 2]$) dar und der Erwartungswert von q entspricht für den Halter des illiquiden Kapitalgutes seinem erwarteten Lebenszeitvermögen w^1. Neue Informationen über den Erwartungswert von q erreichen die Akteure zu Beginn jeder Periode. Annahmegemäß ist die Verteilung von q schief, d.h. die Wahrscheinlichkeit niedriger Realisationen von q ist größer als die Wahrscheinlichkeit hoher Realisationen. Ferner wird im Modell unterstellt, daß die distributiven Schocks vollständig negativ korreliert sind. Das hat zur Folge, daß »*aggregate* lifetime wealth per head ... is nonstochastic and constant over time.«[67] Mit anderen Worten: fällt der erwartete Wert des illiquiden Kapitalgutes, dann erfährt der repräsentative Schuldner einen Verlust, der gleichzeitig einen Gewinn in gleicher Höhe für den repräsentativen Gläubiger darstellt und umgekehrt. Wie wir uns im einzelnen die Umverteilung und die Veränderung der relativen Preise vorzustellen haben, führt King nicht weiter aus.

In jeder Periode stehen der repräsentative Schuldner und der repräsentative Gläubiger wieder von neuem vor einem Optimierungsproblem. Ausgangspunkt dieses Optimierungsproblemes ist die additiv separable Form der Nutzenfunktion der Akteure im Alter von t Jahren, d.h. einer Restlebenszeit von $T - t$ Jahren:

$$\text{(D.8)} \qquad V_t = E_t \left[\sum_{\tau=0}^{T-t} U(c_{t+\tau})(1+\rho)^{-\tau} \,|q \right], \quad \rho > 0, \quad t = 0, 1, ..., T$$

[66] In Kings Darstellung bleibt unklar, ob eine subjektiv bekannte Wahrscheinlichkeitsverteilung für q vorliegt, oder ob die Ungewißheit durch eine a priori Wahrscheinlichkeit von Wahrscheinlichkeitsverteilungen charakterisiert wird. Während im ersten Fall die Agenten mehrwertige Erwartungen bilden, die mit Hilfe einer subjektiv bekannten Wahrscheinlichkeitsverteilung berechnet werden können, ist das für den zweiten Fall nicht mehr möglich.

[67] *King* (1994), S. 436.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Dabei bezeichnet U den Nutzen, den ein t Jahre alter Konsument der Konsummenge $c_{t+\tau}$ in der zukünftigen Periode $t+\tau$ zuordnet; t steht gleichzeitig für das gegenwärtige Jahr; ρ ist die Zeitpräferenzrate, die die Mindereinschätzung des Konsums in zukünftigen Jahren ausdrückt. Der rational handelnde Akteur bildet seine Erwartungen so, daß seine subjektiven Erwartungen mit dem mathematischen Erwartungswert gegeben der verfügbaren Informationen zum Zeitpunkt t über den Wert des Kapitalgutes übereinstimmen.

Die Budgetrestriktion für den Schuldner besteht aus zwei Komponenten:

$$\text{(D.9)} \qquad \sum_{\tau=0}^{T-t} c^1_{t+\tau} + b^1_{t-1} = q$$
$$E_0(q) = 1, \quad 0 < q < 2$$

Der erste Term in Gleichung (D.9) bezeichnet den Konsum zukünftiger Perioden und der zweite Term b^1_{t-1} den Bestand an Schulden aus der vorangegangenen Periode, der wiederum dem bis zur Periode $t-1$ kumulierten Konsum entspricht. Der Schuldner kann nicht mehr konsumieren als er am Ende seiner Lebenszeit mit Sicherheit zurückzahlen kann.
Demgegenüber steht die Budgetrestriktion des Gläubigers:

$$\text{(D.10)} \qquad \sum_{\tau=0}^{T-t} c^2_{t+\tau} + b^2_{t-1} = \sum_{\tau=0}^{T-t} s_{t+\tau}$$
$$E_0(1 + \sum_{t=0}^{T} s_t) = 1$$

Hier steht $s_{t+\tau}$ für das erwartete Arbeitseinkommen in den zukünftigen Perioden und b^2_{t-1} für die Ersparnisse der Perioden 1 bis $t-1$.

Die Maximierung der Nutzenfunktion (D.8) unter Beachtung der jeweiligen Budgestriktion (D.9) bzw. (D.10) führt zur Konsumfunktion eines t Jahre alten Konsumentens, die nicht nur dessen Präferenzen sondern auch die Verteilung der Ausstattung reflektiert:

$$c^i_t = f^i_t(b^i_{t-1}, s_t), \qquad i = 1, 2, \quad t = 0, 1, ..., T.$$

Bevor wir unsere Modellanalyse mit der makroökonomischen Konsumfunktion fortsetzen, wollen wir an dieser Stelle unseren Gedankengang unterbrechen und die Struktur der mikroökonomischen Konsumfunktion sowie den Vorgang der Redistribution des Vermögens näher erläutern.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

3. Die Struktur mikroökonomischer Konsumfunktionen

In der Situation der unvollständigen Voraussicht entsteht jenes, von Leland[68] und Sandmo[69] präsentiertes und in den letzten Jahren in einer verfeinerten Analyse exakter entwickeltes precautionary saving-Motiv des Sparens, wonach Ersparnisse zum Zweck der Minimierung von Einkommensunsicherheiten angelegt werden. Zentrales Element des precautionary saving-Motives ist die Unsicherheit: »[U]ncertainty has an important effect not only on the level but also on the slope of the decision rule giving consumption as a function of current wealth«[70]. In Kings Modell impliziert das precautionary saving-Motiv, daß der repräsentative Schuldner, der erstens wegen des unsicheren zukünftigen Wertes des illiquiden Kapitalgutes und zweitens wegen der »Schiefe« der Verteilung von q das Risiko eines verhältnismäßig niedrigen Konsumes trägt, bis zum Eintritt der letzten Periode tendenziell weniger konsumiert als der Gläubiger. Vorausgesetzt die Präferenzen weisen einen hinreichenden Grad an abnehmender absoluter Besonnenheit (degree of decreasing absolute prudence)[71] auf, besitzt der Schuldner eine höhere marginale Konsumneigung aus seinem erwarteten Vermögen als der liquidere Gläubiger.

Dieser Unterschied in den Konsumneigungen ist das Ergebnis eines »rationalen« Maximierungskalküls der Akteure und stellt den erklärten Ausgangspunkt der Kingschen Untersuchung dar. Zwar besitzten beide Akteure annahmegemäß die gleiche Nutzenfunktion, doch reagieren sie aufgrund des unterschiedlichen Liquiditätsgrades ihrer Ausstattung und der Schiefe der Verteilung von q verschieden auf das Auftreten von Unsicherheit[72].

---

[68] Vgl. *Leland* (1968), S. 465 ff.

[69] Vgl. *Sandmo* (1970), S. 353 ff.

[70] *Kimball* (1990a), S. 1.

[71] Kimball erklärt: »[T]he term «prudence« is meant to suggest, the propensity to prepare and forearm oneself in the face of uncertainty, in contrast to «risk aversion«, which is how much one dislikes uncertainty and would turn away from uncertainty if possible.« (*Kimball* (1990b), S. 54)

Wenn in einer Situation der Einkommensunsicherheit die Nutzenfunktion die Eigenschaft streng abnehmender absoluter Besonnenheit aufweist, dann steigt die marginale Konsumneigung aus Vermögen bei einem gegebenen Konsumniveau. Die Bedingung dazu lautet

$$-\eta'(c) \geq 2\left(\frac{a'(c)}{a(c)}\right)^2,$$

wobei $\eta(c)$ die absolute Besonnenheit und $a(c) = \frac{-u''(c)}{u'(c)}$ die zugrunde liegende absolute Risikoaversion der Nutzenfunktion beschreibt. (Vgl. *Kimball* (1990b), S. 60 f. und *Kimball* (1990a), S. 9, 15 und S. 18)

[72] King betont die Bedeutung der Schiefe der Verteilung des Preises für das Kapitalgut nur im Zusammenhang mit dem Schuldner. Da er aber unterstellt, daß das

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

»The impact of uncertainty depends on the level of wealth, and thus becomes less important as wealth increases. But, because uncertainty affects the marginal propensity to consume, a large increase in expected income may decrease the need for precautionary saving and lead to a large increase in consumption.«[73]

Aus diesen Überlegungen ist ersichtlich geworden, daß die aggregierten Konsumausgaben der beiden repräsentativen Akteure auf einen negativen distributiven Schock stärker reagieren als im Fall nur eines einzigen repräsentativen Konsumenten. Diesen zusätzlichen Effekt, der durch die Umverteilung des Netto-Vermögens vom Schuldner zum Gläubiger bei gleichzeitig konstantem aggregiertem Vermögen entsteht, interpretiert King als den Ausbreitungsmechanismus der Schulden-Deflation.

4. Die Umverteilung des Vermögens

Die Modifizierung des repräsentativen Akteurs in einen repräsentativen Schuldner und einen repräsentativen Gläubiger gestattet King Umverteilungseffekte im Rahmen der Realen Konjunkturzyklen zu behandeln. Indem die marginalen Konsumneigungen aus Vermögen der Akteure voneinander abweichen, werden »Redistributionen« nicht nur zu einem sinnvollen Terminus innerhalb der Theorie der Realen Konjunkturzyklen, sondern auch zu einem wichtigen ökonomischen Faktor.

Wie aber funktioniert die Umverteilung des Netto-Vermögens zwischen dem Schuldner und dem Gläubiger? Wir wollen die Fragestellung in zweierlei Hinsicht präzisieren, nämlich auf die eine Frage, wie reine redistributive Effekte in der Abwesenheit einer Deflation entstehen und auf die andere Frage, wer der Gewinner einer solchen Umverteilung ist.

Natürlich liegt in Kings Modell keine Deflation im Sinne eines sinkenden allgemeinen Preisniveaus vor, wenn der Preis des Kapitalgutes im Verhältnis zum Preis des Konsumgutes, dem Numeraire, fällt. Geht der Preis des Kapitalgutes zurück, dann fühlt sich normalerweise der Besitzer dieses Titels – in Kings Modell der Schuldner – entsprechend ärmer. Übt diese Veränderung einen Einfluß auf das Nachfrageverhalten des betroffe-

---

aggregierte Vermögen nicht-stochastisch und konstant ist und der Schuldner und der Gläubiger genau entgegengesetzte Schocks erfahren, können wir annehmen, daß die erwartete Vermögensposition des Gläubigers das genaue Spiegelbild der des Schuldners darstellt. Folglich muß der Gläubiger bei einem sinkenden Wert von q entsparen und mehr konsumieren.

[73] *Blanchard / Fischer* (1993), S. 290 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nen Agentens in Form von Minderkonsum aus, handelt es sich um einen negativen Vermögenseffekt. Für die makroökonomische Analyse ist nun aber jene Frage von Wichtigkeit, bei welchen Wirtschaftssubjekt sich der Vermögenszuwachs infolge einer, von King behaupteten, Umverteilung einstellt.

Da King ein Verzugs- oder Ausfallrisiko per Annahme ausschließt, bleibt der Gläubiger von einer Verschlechterung der Kreditwürdigkeit des Schuldners unberührt. Wir können nicht erkennen, wie für den Gläubiger ein Gewinn aus dem sinkenden Preis des Kapitalgutes entsteht und warum er daraus einen positiven Vermögenseffekt erfährt.[74] Und tatsächlich schlägt King einen alternativen Weg der Umverteilung vor: der Gläubiger erfährt annahmegemäß einen positiven Schock in Form eines gestiegenen Arbeitseinkommens (Strom), der vom Umfang gesehen dem negativen Schock entspricht, den der Schuldner in Form eines gesunkenen Preises des Kapitalgutes (Bestand) erleidet.

Es ist unmittelbar einsichtig, daß eine derartige Umwandlung von Beständen in Ströme ökonomisch wenig sinnvoll ist. Genau genommen handelt es sich in Kings Modell um eine reale Umverteilung des Vermögens; der Gläubiger gewährt dem Schuldner einen Realkredit und keinen Geldkredit. Sicher entspricht dies nicht der Kingschen Vorstellung von Umverteilungsprozessen in der Schulden-Deflation Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre.

5. Das Konzept der makroökonomischen Konsumfunktion

Um die makroökonomischen Auswirkungen der Umverteilungen des Vermögens zu bestimmen, wenden wir uns nun der aggregierten Konsumfunktion zu. Unter dem offensichtlichen Einfluß des »rational handelnden Akteurs« hält King es für notwendig, die makroökomische Konsumfunktion aus der individuellen, d.h. mikroökonomisch fundierten Nutzenmaximie-

[74] Natürlich können die Wirtschaftssubjekte, die bisher kein illiquides Kapitalgut besitzen, ein solches bei sinkenden Preisen günstiger erwerben. Aber unter der Modellannahme, daß das Lebenszeitvermögen vollständig verkonsumiert wird, führt dieses Geschäft nur dann zu einem positiven Vermögenseffekt, wenn die Käufer erneut steigende Kapitalgüterpreise vor Ende ihrer Lebenszeit erwarten. Diese Erwartungen treten beispielsweise dann auf, wenn dem Rückgang der Kapitalgüterpreise Notverkäufe – wie bei Fisher – vorausgegangen sind. Aber in Kings Modell finden weder Notverkäufe noch sonstige Käufe und Verkäufe statt und die Preisänderungen der Kapitalgüter sind folglich nicht das Ergebnis von Dispositionsänderungen handelnder Wirtschaftssubjekte. Vielmehr spiegelt sich in der Veränderung der Kapitalgüterpreise ein exogener stochastischer Distributionsschock wider. In Kings Modell vollzieht sich die Schulden-Deflation also nicht als ein dynamischer Prozeß, der durch Notverkäufe ausgelöst wurde.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

rung bei gegebenen Präferenzen und voller Rationalität als Verhaltensmaxime abzuleiten. Hinter dieser Forderung, die makroökonomische Konsumfunktion mikroökonomisch zu fundieren, steht die Vermutung, daß die mikroökonomische Erklärung der Konsumfunktion eher Zustimmung findet.

Modelltechnisch bestimmt King die aggregierte Konsumfunktion pro Kopf als das arithmetische Mittel der beiden Konsumfunktionen in Abhängigkeit vom erwarteten Preis des Kapitalgutes und nicht – wohlgemerkt – in Abhängigkeit vom aggregierten Vermögen. Diesem Vorgehen stellt er folgende Überlegung voran:

> »The macroeconomic analysis is based on the idea that aggregate demand may be a non-monotonic function of the relative price of assets in terms of the numeraire consumption good. Distributional shocks associated with changes in the relative asset price produce a non-monotonic aggregate demand function.«[75]

Auf den ersten Blick verwundert diese Aussage über den nichtmonotonen Verlauf der aggregierten Konsumfunktion und scheint in erklärtem Widerspruch zur mikroökonomischen Fundierung des Modells zu stehen. Würden wir nicht eine monoton steigende aggregierte Konsumfunktion erwarten, wenn zum einen die mikroökonomischen Konsumfunktionen einen monoton steigenden Verlauf annehmen und zum anderen die marginale Konsumneigung aus Vermögen für den Schuldner systematisch, d.h. bei jeder Höhe des Vermögens, größer ist als für den Gläubiger?

Wie die Diskussion um das Aggregationsproblem aber gezeigt hat, ist es gar nicht von vornherein klar, daß sich die makrotheoretisch relevante Konsumfunktion überhaupt konstruieren läßt, wenn die mikroökonomischen Konsumfunktionen bereits bestimmte Relationen zwischen dem erwarteten Preis des Kapitalgutes und den Konsumausgaben der Akteure vorschreiben und über die Vorschrift zur Bildung der Aggregate schon vorweg entschieden worden ist.[76] Tatsächlich läßt sich mit dem Summenaggregat in der Regel keine makroökonomische Konsumfunktion finden, die nicht im Sinne der Monotonieeigenschaft im Widerspruch mit der Mikrotheorie steht.

Wenn King nun die aggregierte Konsumfunktion pro Kopf als das arithmetrische Mittel aus beiden Konsumfunktionen in Abhängigkeit vom erwarteten Preis des Kapitalgutes bildet, dann hat die aggregierte Konsum-

---

[75] *King* (1994), S. 431 ff.

[76] Eine ausführliche Behandlung des Aggregationsproblemes und eine Diskussion des Erklärungswertes makroökonomischer Theorie findet sich in *Vilks* (1984), S. 9 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

funktion c_t im allgemeinen natürlich nicht die Eigenschaft bei beliebigem individuellen Lebenszeitvermögen w_t^i, i=1,2 und den vorgegebenen individuellen Konsumfunkionen u_t^i, i=1,2 den Gesamtkonsum anzugeben. Vielmehr werden durch die Verteilungsannahme (konstantes aggregiertes Vermögen und vollständig negative Korrelation der Vermögensänderungen) die zulässigen w_t^i, i=1,2 festgelegt. Genau genommen ist die aggregierte Konsumfunktion keine Makrorelation; sie besitzt nur dann Aussagekraft, wenn w_t^1 und w_t^2 in einer bestimmten Relation zueinander stehen. Wenn wir im folgenden also von einer makroökonomischen Konsumfunktion sprechen, dann müssen wir beachten, daß sie überhaupt nur für diese außergewöhnliche Situation relevant ist.

Welche ökonomische Interpretation steht hinter der Eigenschaft der Nicht-Monotonie der aggregierten Konsumfunktion? Zunächst können wir einfach sagen, daß in Kings Modell kein eindeutiger Zusammenhang zwischen dem aggregierten Konsum und dem erwarteten Wert des Kapitalgutes zum Zeitpunkt T besteht: verschiedene Erwartungswerte der Zufallsvariablen q führen zu gleich hohen aggregierten Konsumausgaben. Folglich erfährt dieser bei ganz bestimmten Variationen des Erwartungswertes von q keine Änderung; die Gestalt der aggregierten Konsumfunktion hängt ausschließlich von der Verteilung des Vermögens zwischen dem Gläubiger und dem Schuldner ab.

Betrachten wir also im folgenden die aggregierte Konsumfunktion für verschiedene Verteilungen des Vermögens noch genauer. Damit wir überhaupt eine *monotone* aggregierte Konsumfunktion erhalten, muß die Bedingung

$$\text{(D.11)}\quad \exists b \in \mathbf{R} : c_2'(E_t(q)) < b \wedge c_1'(E_t(q)) > b, \forall E_t(q) \in \mathbf{R}^+, \qquad i = 1,2$$

wobei $c_i'(\cdot)$ die marginale Konsumneigung aus Vermögen respektive für den Schuldner und den Gläubiger bezeichnet, erfüllt sein. Diese Bedingung ist hinreichend für die Monotonie der aggregierten Konsumfunktion. Unter der Annahme einer schiefen Verteilung des Wertes des illiquiden Gutes, läßt eine stetige Umverteilung des Vermögens zuungunsten des Schuldners seine Konsumneigung aus Vermögens schneller abnehmen als die Konsumneigung des Gläubigers zunimmt. Damit Bedingung (D.11) erfüllt ist, muß die marginale Konsumneigung aus Vermögen für den Schuldner bei jeder Verteilung des Vermögens größer sein als für den Gläubiger. In einer Situation der Unsicherheit ist diese Bedingung sehr schwer zu erfüllen, es sei denn, die Unsicherheit bezüglich des Wertes des Kapitalgutes ist sehr groß. Bevor wir die aggregierte Konsumfunktion als eine monotone oder eine nicht-monotone Konsumfunktion erkennen, müssen wir im allgemeinen die Gestalt der zugundeliegenden mikroökonomischen Nutzenfunktionen sehr

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

genau überprüfen. A priori scheint es aber sehr schwer, die Plausibilität einer bestimmten Gestalt der Nutzenfunktion zu bewerten.[77]

Zusammenfassend können wir festhalten, daß der nicht-monotonene Verlauf der aggregierten Konsumfunktion weniger auf ökonomische als vielmehr auf technische Gründe zurückzuführen ist. Die Interpretation Kings, daß die nicht-monotone Nachfragefunktion zu multiplen Gleichgewichten als eine Möglichkeit von »financial instability ... [e]ven without any further demand shocks«[78] führt, ist modelltheoretisch nicht fundiert. Natürlich kann ein solches formales Modell der Schulden-Deflation nur das wiedergeben, was King auch hinein gesteckt hat – in diesem Fall die Umverteilung des Vermögens und damit die Entscheidung über das Konsumverhalten der Schuldner und der Gläubiger. Es gelingt ihm, den der Schulden-Deflation zugeschriebenen Rückgang der aggregierten realen Nachfrage auf güterwirtschaftliche und nicht auf monetäre Phänomene zurückzuführen.

In diesem Kapitel stellten wir uns die Frage, ob die Schulden-Deflation eher als ein monetäres oder als ein reales Phänomen zu erklären sei. Obgleich jede der hier vorgetragenen Theorien ihren eigenen Erklärungs- und Erkenntniswert für die Schulden-Deflation besitzt, zeigten sie übereinstimmend den realen Charakter von Schulden-Deflationen auf. Absichtlich behandelten wir diese Fragestellung ausschließlich aus modelltheoretischer Sicht, d.h. ohne auf die sogenannte »Realität« einzugehen. Konkrete Bedingungen des Einzelfalls, wie wir sie im zweiten Kapitel beschrieben haben, lassen sich nur in den seltesten Fällen unter »passende, von der Theorie formulierte allgemeine Gesetzmäßigkeiten«[79] subsumieren. Die Theorie der Schulden-Deflation, wie wir sie hier analysiert haben, ist eine reine Modelltheorie, d.h., sie besteht grundsätzlich aus gedanklichen, durch die jeweiligen Annahmen des Modells hergestellten wirtschaftlichen Situationen. Unsere Klassifikation der Schulden-Deflation in reale oder monetäre Phänomene bezieht sich ausschließlich auf die dargestellten Modelle und

---

[77] Deaton schreibt über die Nutzenfunktion »[i]t is difficult to judge the plausibility of convexity a priori« (*Deaton* (1992), S. 178), wogegen Kimball bemerkt »[i]t should be noted, that almost all commonly used parameterizations of the utility function have decreasing absolute prudence. Constant relative risk aversion guarantees decreasing absolute prudence, and even exponential and quadratic utility guarantee at least nonincreasing absolute prudence. Moreover any positive linear combination of decreasing absolute prudence utility functions has decreasing absolute prudence.« (*Kimball* (1990a), S. 21). Zu ergänzen wäre, daß sich Kimball auf die Eigenschaft abnehmender absoluter Besonnenheit bezieht. In unserem Mehrperioden-Fall müssen wir wir jedoch die Eigenschaft streng abnehmender absoluter Besonnenheit verlangen, die schon von weitaus weniger Nutzenfunktionen erfüllt wird.

[78] *King* (1994), S. 438.

[79] *Vilks* (1997), S. 48.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ihre Annahmen und nicht auf irgendeine wirtschaftliche Wirklichkeit. Zwar können die Modelle von Fisher, Mishkin oder King den realen Situationen im einzelnen Punkten mit für die konkrete Fragestellung hinreichender Genauigkeit entsprechen, oft besteht aber nur eine entfernte Ähnlichkeit mit der in der Wirklichkeit anzutreffenden Situation. An einigen Stellen haben wir bereits auf diese Diskrepanz hingewiesen. Im folgenden wollen wir Einzelprobleme, die nicht ausführlich innerhalb der obigen Theorien der Schulden-Deflation behandelt wurden, genauer untersuchen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

E. Einzelprobleme: Makroökonomische Folgen von Deflation und Verschuldung

I. Redistributive Wirkungen einer Deflation

In öffentlichen Diskussionen und Stellungnahmen kritisieren die Vertreter aller relevanten Wirtschaftsgruppen, wie die Unternehmerverbände, die Gewerkschaften, die Rentenempfänger und die Staatsdiener – um nur einige zu nennen – die *Inflation* als etwas Schädliches, das es zu vermeiden gilt. Es scheint, daß die Verteilungswirkungen inflatorischer Prozesse[1] diesen politischen Widerstand hervorgerufen haben, obwohl nur wenige Wirtschaftssubjekte eine begründete und nachgeprüfte Vorstellung von diesen Verteilungswirkungen besitzen. Daher fordern sie häufig undifferenziert antiinflationäre Maßnahmen, ohne dabei die Verteilungswirkungen dieser Maßnahmen hinreichend ins Auge zu fassen. Denn die resultierenden *deflatorischen* Prozesse üben mindestens ebenso schwerwiegende Wirkungen auf die Vermögensverteilung und das Schuldner-Gläubiger-Verhältnis aus, wie die inflatorischen Prozesse. Angesichts der wirtschaftlichen Entwicklung nach dem Zweiten Weltkrieg, die von einem anhaltenden Anstieg des allgemeinen Preisniveaus gekennzeichnet ist, versetzt diese Fehleinschätzung antiinflationärer Maßnahmen niemanden wirklich in Erstaunen. Aber selbst unter Ökonomen ist dem Phänomen der Deflation keineswegs immer Beachtung geschenkt, geschweige denn ein Konsens über seine Verteilungswirkungen gefunden worden.

1. Bedingungen für das Eintreten von Deflationen

Bevor wir jedoch die Verteilungswirkungen einer Deflation analysieren, untersuchen wir die Bedingungen für das Eintreten einer Deflation genauer. Um den Einfluß sinkender Preise auf die monetären und realen Größen einer Volkswirtschaft einerseits und die weitere Ausbreitung der Deflation andererseits erfassen zu können, schließen wir einige Bemerkungen zur Preisbildung in den verschiedenen Sektoren des Inlandes an.

---

[1] Einen Überblick über die Verteilungswirkungen inflatorischer Prozesse gibt *Zierke* (1970), S. 17 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Eine der wenigen neueren Versuche, eine Theorie der Deflation zu erstellen, findet sich bei Feldsieper.[2] Er beschreibt die Deflation »wie ihr Gegenteil die Inflation als Abweichung vom Zustand des gesamtwirtschaftlichen .. Gleichgewichts«[3]. Vorweg wollen wir auf ein Problem hinweisen, das sich mit diesem Definitionsansatz ergibt: In einem vorstellbaren Allokationsmodell gibt es in der Regel viele Gleichgewichte und es läßt sich gar nicht feststellen, ob die jeweils neu beobachteten Preise tatsächlich »Gleichgewichtspreise« sind. Wenn wir nämlich weder das Ausgangs- noch das Endgleichgewicht kennen, können wir über die zugehörigen Preisindices keine Aussage treffen. Dieses Einwand sollten wir immer im Kopf behalten, wenn wir im folgenden die Begriffsbestimmung, wie sie Feldsieper vorgenommen hat, einer näheren Betrachtung unterziehen.

a) Die monetäre Komponente

Bei der Charakterisierung der Deflation unterscheidet Feldsieper zwischen einer monetären und einer güterwirtschaftlichen Abweichung vom gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht. Die Abweichung vom monetären Gleichgewicht manifestiert sich darin, daß ein in seiner Gütererfassung breiter und von vielen Wirtschaftssubjekten als bedeutsam angesehener Preisindex über eine längere Zeitspanne hinweg ständig zurückgeht. In seiner Vorstellung tritt die Abweichung vom monetären gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht dauerhaft nur dann ein,

> »wenn – endogen, vor allem aber exogen bedingt – die Geldversorgung der Wirtschaft nicht in dem Maße zunimmt, wie dies zur Finanzierung eines zunehmenden Transaktionsvolumens in der Wirtschaft erforderlich ist. Mit anderen Worten: mit deflationären Erscheinungen ist immer dann zu rechnen, wenn bei unveränderten Zahlungsbedingungen die Rate der Geldmengenexpansion – dauerhaft und spürbar – hinter der Wachstumsrate des potentiellen gesamtwirtschaftlichen Angebots zurückbleibt.«[4]

Das theoretische Argument, das dieser Aussage zugrunde liegt, ist die immer gültige Gleichheit zwischen der Summe der Wachstumsraten der Geldmenge und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, und der Summe der Wachstumsraten des realen Sozialproduktes und des allgemeinen Preis-

---

[2] Vgl. *Feldsieper* (1980), S. 133 ff.

[3] *Feldsieper* (1980), S. 133.

[4] *Feldsieper* (1980), S. 133.
Der alleinige Verweis auf das potentielle gesamtwirtschaftliche Angebot ist ungenau. Korrekterweise müßte die Wachstumsrate des potentiellen gesamtwirtschaftlichen Angebots bei konstanten Preisen betrachtet werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

niveaus. Bezeichnet M die Geldmenge, v die Umlaufgeschwindigkeit, Y^r das reale Sozialprodukt und P das allgemeine Preisniveau, dann gilt:

$$\hat{M} + \hat{v} = \hat{Y}^r + \hat{P},$$

A priori ist diese quantitätstheoretische Deflationserklärung nicht zu widerlegen. Ihr Erklärungswert für die Deflationstheorie hängt von der behaupteten Stabilität der Geldnachfragefunktion im Deflationsprozeß ab.

Das empirische Faktum dieser Aussage ist die hohe Korrelation zwischen der Entwicklung der Geldmenge und dem allgemeinen Preisniveau in einer Volkswirtschaft. Doch sagt diese enge statistische Korrelation zwischen den Größen natürlich noch nichts über deren kausale Beziehung aus.[5] Die Geldmenge wird – endogen oder exogen – in verschiedenen Volkswirtschaften zu verschiedenen Zeitpunkten aus sehr unterschiedlichen Gründen erhöht oder verringert und nicht alle Vorgänge, die zu ihrer Veränderung führen, werden im einzelnen erfaßt.

Eine Theorie der Deflation, die nach diesen Gründen fragt, ist notwendigerweise uneinheitlich. Es scheint, als rechtfertige die historisch enge Beziehung zwischen der Geldmenge und dem Preisniveaus (siehe Tabelle C.2) die Konzentration auf die Rolle der Geldmenge bei der Charakterisierung der monetären Komponente einer Deflation. Folgerichtig trifft Feldsieper zwei Aussagen von großer Tragweite für den Rückgang der Geldmenge: Erstens behauptet er, daß ohne ein Zurückbleiben der Geldversorgung der Wirtschaft hinter dem zunehmenden (!) Transaktionsvolumen in der Wirtschaft eine Abweichung vom gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht nicht möglich ist (notwendige Bedingung) und zweitens lassen sich seines Erachtens Abweichungen vom gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht *immer* herbeiführen, wenn die Rate der Geldmenge bei unveränderten Zahlungsbedingungen hinter der Wachstumsrate des gesamtwirtschaftlichen Angebotes zurückbleibt (hinreichende Bedingung). Diese beiden Sätze begründen, wenn sie zutreffen, eine monokausale monetäre Deflationstheorie.[6]

---

[5] Vgl. *Schneider* (1970), S. 117.
Empirische Untersuchungen für die Bundesrepublik Deutschland zeigen keinerlei Evidenz für die behauptete Abhängigkeit der Preisänderungsrate von der Geldmengenexpansion. Vielmehr scheinen die Ergebnisse eine Dominanz der Geldnachfrage für die Entwicklung der Geldmenge in der Abgrenzung von M3 zu belegen. Danach zeigen sich die Inflationsrate und der langfristige Zinssatz kausal für das Geldmengenwachstum und nicht umgekehrt die Wachstumsrate von M3 bestimmend für die Preissteigerungsrate (Vgl. *Beyer*, Die Geldmenge M3 in Deutschland: Geldnachfrage und Geldmengensteuerung. Eine ökonomische Studie, Geld – Währung – Kapitalmarkt, Working Paper Nr. 33, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main 1994; zitiert in: *Filc* (1994), S. 284).

[6] Zu beachten ist, daß sie keineswegs immer gleichbedeutend sind, wie der Ausdruck »mit anderen Worten« suggeriert. Das hängt widerum weitgehend davon ab, ob die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Umgekehrt können wir auch sagen, daß ein potentiell zunehmendes Transaktionsvolumen finanzmäßig nur bewältigt werden kann, wenn das Bankensystem eine größere Geldmenge zu Transaktionszwecken bereitstellt. Die Rolle des Bankensystems ist hier also ein passive. Der Anstoß zur Vergrößerung der Geldmenge ist die Erhöhung der effektiven Nachfrage; das Bankensystem paßt nur die Geldmenge entsprechend der Erhöhung des Transaktionsvolumens an. Hier wird der Kausalzusammenhang der Analyse von Feldsieper umgekehrt.

Wir wollen uns nun fragen, aus welchen Gründen die Geldmenge – endogen oder exogen – zu verschiedenen Zeitpunkten erhöht oder verringert wird. Die transaktionsorientierte Sicht der Geldmenge, die dem ersten Teil der Aussage von Feldsieper zugrunde liegt, vernachlässigt zwei Aspekte: Erstens fragen die Wirtschaftssubjekte im Zuge einer zunehmenden Ausweitung des Finanz- und Sachvermögens nicht nur Geld zu Transaktionszwecken nach, sondern auch zu »Vermögenszwecken«. Indem die Besitzer von Vermögen über die Zusammensetzung ihres Portfolios entscheiden, beeinflussen sie auf diese Weise die Zahlungsmittelmenge in der Volkswirtschaft.[7] Ein steigendes Finanzvermögen verlangt eine zunehmende Diversifikation auf die verschiedenen Anlageformen und führt zu einer Erhöhung der Kassenhaltung zu Vermögenszwecken. Neben die sogenannte aktive Geldnachfrage zu Transanktionszwecken tritt also eine inaktive Geldnachfrage zu Vermögenszwecken. Letztere gilt deshalb als inaktiv, da sie nicht vom Umsatz auf den Gütermärkten abhängig ist.[8] Zweitens verringert sich mit einer erwarteten deflationären Preisbewegung der Liquiditätsgrad der Vermögensobjekte und die Wirtschaftssubjekte fragen verstärkt Geld oder geldnahe Aktiva nach. In dieser Situation besitzen die Wirtschaftssubjekte eine Vorliebe zur Geldhaltung, da Geld perfekte Liquidität darstellt.

Darüber hinaus muß beachtet werden, daß für das heutige internationale Geld- und Kreditsystem die Behauptung exogen erzeugter und kontrollierter Geldmengen außerordentlich fragwürdig ist. Bei großer internationaler Kapitalmobilität verändern beispielsweise Devisengeschäfte die inländische Geldmenge. Tatsächlich scheint das Geldangebot und damit die Geldmenge so elastisch zu sein, daß die Nachfrage sich das Angebot selbst schafft.

Zahlungsbedingungen tatsächlich unverändert sind und ob das Geldangebot unabhängig von der Geldnachfrage ist.

[7] Vgl. *Schneider* (1973), S. 18.

[8] Bereits Keynes bemerkt, daß das Geldangebot und damit die Geldmenge eben gerade nicht »perversely correlated with the demand for money in the active circulation« sind. (*Keynes*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. 29 (1973), S. 56.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Festzuhalten bleibt, daß die bisherigen Untersuchungen unter der Annahme eines potentiell steigenden Transaktionsvolumens durchgeführt wurden. Wie wir allerdings in Kapitel D gesehen haben, ist gerade ein rückläufiges Transaktionsvolumen kennzeichnend für eine Deflation. Diesen Vorgang, den Feldsieper als Abweichung vom güterwirtschaftlichen Gleichgewicht beschreibt, unterziehen wir im folgenden einer eingehenden Untersuchung.

b) Die reale Komponente

Feldsieper charakterisiert den Zustand eines güterwirtschaftlichen Ungleichgewichtes als eine ständige, sich im Zeitablauf gegebenenfalls verstärkende Unterauslastung des Produktionspotentials.[9] Wie wir bereits angemerkt haben, bleibt diese Beschreibung ohne einen Bezug auf Preise unvollständig.

Eine Zusammenfassung der wesentlichen realen Ursachen für deflationäre Tendenzen in einer geschlossenen Volkswirtschaft gibt Robinson:

> »A fall in prices may be due to a falling off in demand, or it may be the result of wage-cuts, or it may be due to the accumulation of capital equipment and to improved methods of production.«[10]

Daneben können institutionelle Gegebenheiten, aber auch Einflüsse aus dem Ausland zu Preisrückgängen führen.

Im ersten Fall ist ein Rückgang der Güterpreise nur unter der Voraussetzung denkbar, daß die bei herrschenden Preisen auftretende Nachfrage das Warenangebot auf den jeweiligen Märkten unterschreitet. Das Sinken des konkreten Preisniveaus hängt zudem von der Anzahl der Märkte und der Zusammensetzung der monetären Nachfrage ab. Selbst bei konstanter monetärer Nachfrage kann eine Veränderung in der Zusammensetzung der monetären Nachfrage zu einer Veränderung des Preisniveaus führen, wenn die Flexibilität der Preise nach oben nicht symmetrisch zur Flexibilität der Preise nach unten ist. In diesem Fall werden die aus einer verringerten monetären Nachfrage resultierenden Preissenkungen in einzelnen Sektoren nicht durch entsprechende Preissteigerungen in anderen Sektoren kompensiert, obwohl die monetäre Gesamtnachfrage konstant bleibt. Folglich gibt es in einer Volkswirtschaft mit einer Vielzahl von Gütern keine eindeutige Beziehung zwischen der monetären Gesamtnachfrage und dem Preisniveau.

---

[9] *Feldsieper* (1980), S. 133.

[10] *Robinson* (1947), S. 48.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Genau genommen handelt es sich bei Robinsons Aussage um eine notwendige Bedingung, ob und in welchem Ausmaß eine Preissenkung eintritt, hängt von der Elastizität des Güterangebots in bezug auf die Preise ab. Diese wiederum wird maßgeblich von der Flexibilität der Preise einzelner Gütergruppen und vom konjunkturellen Ausgangspunkt der Volkswirtschaft beeinflußt.

c) Bemerkungen zur Preisbildung

Es ist zu beobachten, daß sich auf unterschiedlichen Märkten die Flexibilität der Preise auf Nachfrageschwankungen sehr verschieden verhält. Bei einigen Warengruppen gestaltet sich die Preisbildung praktisch vollkommen flexibel und der Preis sorgt wie bei einer Auktion für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage. In diesem Fall sprechen wir von *nachfragedeterminierten* Preisen: die Preise reagieren unverzüglich auf Veränderungen in der Nachfrage, so daß das zunächst aufgetretene Überschußangebot in kürzester Zeit durch eine entsprechende Preissenkung beseitigt wird. Diese Form der Preisbildung tritt überwiegend bei Welthandelsgütern, wie zum Beispiel Rohstoffen, und bei Objekten des Sachvermögens, wie zum Beispiel Immobilien, auf.

Aus der Beobachtung, daß Unternehmen des industriellen Sektors ihre Preise über längere Zeit – trotz Schwankungen der Nachfrage – konstant halten (»administrierte Preise«[11], ergab sich die Vorstellung der *kostendeterminierten* Preise[12]. Danach folgen die Preise, insbesondere industriell erzeugter Güter, Nachfrageschwankungen langsamer, wobei Preiserhöhun-

---

[11] Den Begriff und das Konzept der administrierten Preise führte Means ein, der bereits 1935 den »administered price« definierte als »... a price which is set by administrative action and held constant for a period of time« (*Means* (1935), S. 1).

[12] Vgl. *Hall* und *Hitch* (1951), S. 125. Mittels der Vollkostenkalkulation versuchten die Autoren dem Problem der Indeterminiertheit oligopolistischer Preisbildung zu begegnen. Diese Veröffentlichung zog in der darauffolgenden Zeit eine lebhafte Diskussion über die Preissetzung nach dem Vollkostenprinzip versus der neoklassichen Marginalanalyse nach sich. In den Vereinigten Staaten wurde die Kontroverse besonders durch die Beiträge von Lester und Machulp geprägt. Vgl. *Lester* (1946), S. 63-82 und *Machulp* (1946), S. 519–554. In England versuchte Andrews auf der Grundlage empirischer Untersuchungen die Gültigkeit des – wie er es nennt – Normalkostenprinzips zu beweisen. Vgl. *Andrews* (1949). In jüngerer Zeit führte die Bank of England aufbauend auf einer Studie von Blinder eine Untersuchung über Gründe und Ausmaß der Preisstarrheiten im Vereinigten Königreich durch. Sie identifizierte kostenbasierende Preisregeln, explizite und implizite Kontrakte aber auch Koordinationsschwierigkeiten und Nonprice-elements als wichtigste Gründe für verzögerte Preisanpassungen der Unternehmen auf veränderte Rahmenbedingungen. Vgl. *Blinder* (1992), S. 89 ff. und Bank of England (1996), S. 180 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gen bei einer Überschußnachfrage eher erfolgen, als Preissenkungen bei einem Nachfragedefizit. Diese eingeschränkte Flexibilität der Preise nach unten ist die Folge des unternehmerischen Preissetzungsverhaltens und durchaus ohne Rückgriff auf bestimmte Marktformen, wie zum Beispiel monopolistischer Marktstrukturen, erklärbar.

Befinden sich die Anbieter im Bereich konstanter oder steigener Grenzkosten, können sie bei einem Rückgang der effektiven Nachfrage ihre aktuellen Kosten, d.h. die Kosten der laufenden Periode, oft nicht in dem Maße einschränken, wie sie bei Erhöhung der effektiven Nachfrage gestiegen sind. Die Folge sind steigende Stückkosten in den betroffenen Sektoren. Legen die Unternehmer diese erhöhten Stückkosten vollständig auf die Preise um, führen gestiegene Preise in diesen Sektoren wiederum zu höheren Kosten in anderen Sektoren, die in der Regel für weitere Preissteigerungen sorgen. Sind die Preise einiger Güter ausschließlich durch die Kosten ihrer Herstellung determiniert, erweisen sich die Preise als vollkommen rigide nach unten und können nur bei gleichzeitiger Preisreduktion in anderen Sektoren gesenkt werden.

Bestehen die Kosten zum größten Teil aus Lohnkosten, so müssen diese laut Robinson sinken, um zu einem entsprechenden Preisrückgang zu führen. In der Regel zeigen sich Löhne selbst bei mangelnder Nachfrage und hoher Arbeitslosigkeit weitgehend rigide nach unten[13] und die Gewerkschaften setzen im Gegenteil weitere Lohnanhebungen durch. Die unausweichliche Folge einer solchen Gewerkschaftspolitik sind weitere Preisanhebungen. Sollen dagegen die Kosten sinken, so bleibt als letzte Möglichkeit nur die von Robinson genannte Steigerung der Produktivität übrig, vornehmlich der Arbeitsproduktivität. Die Steigerung der Arbeitsproduktivität hängt indessen von der Art des technischen Fortschritts und der industriellen Struktur einer Volkswirtschaft ab. Sie betrifft zum einen nicht alle Wirtschaftsbereiche gleichermaßen und ist zum anderen eher langfristig zu erwarten. Lohnsteigerungen sind dagegen über alle Wirtschaftsbereiche gleichmäßig verteilt, da sowohl die Konkurrenz unter Arbeitgebern, als auch der gewerkschaftliche Druck verhindern, daß sich die Lohnstruktur schnell verändert. Folglich kann eine erhöhte Arbeitsproduktivität in der Regel die gestiegenen Lohnkosten nicht kompensieren.

Wir müssen also deutlich zwischen nachfragedeterminierten und kostendeterminierten Preisen unterscheiden. Aufgrund von Preisrigiditäten, die

[13] Rothschild gibt verschiedene Erklärungsansätze, die die Fragen nach den Ursachen rigider Löhne zu beantworten versuchen. Er unterscheidet nach institutionell, insbesondere gewerkschaftlich, bedingten Starrheiten einerseits und Rigiditäten als Unternehmensoptimum bei unbestimmten Arbeitskontrakten, wie Kontrakt- oder Effizienzlöhnen andererseits. (Vgl. *Rothschild* (1994), S. 36 ff.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bevorzugt bei kostendeterminierten Preise auftreten, erwarten wir deflationäre Preisbewegungen eher bei Gütern, deren Preise nachfragedeterminiert sind. Diese Tatsache scheint unsere Charakterisierung der Deflation auf Seite 31, als anhaltender Rückgang der Preise einzelner, als wichtig angesehener Gütergruppen, zu rechtfertigen.

Zusammenfassend läßt sich im Ergebnis feststellen, daß Preisrückgänge in einer Marktwirtschaft zwar viele individuelle Ursachen haben, sie jedoch immer das Ergebnis von Dispositionsänderungen handelnder Wirtschaftssubjekte in Bezug auf Angebot und Nachfrage sind.[14] Natürlich ist bei einem erwarteten oder tatsächlichen Preisrückgang mit einer Veränderung der wirtschaftlichen Aktivität zu rechnen, doch der Kausalzusammenhang dieser Aussage ist umgekehrt. In welchem Ausmaß sich letztendlich Dispositionsänderungen einzelner Wirtschaftssubjekte in veränderten Preisen manifestieren, zeigt allein die anschließende Transaktion und kann a priori nicht bestimmt werden.

2. Verteilungswirkungen einer Deflation

Die im vorangegangenen Kapitel angestellten Überlegungen zeigen, daß man unter der Überschrift Deflation sehr unterschiedliche Prozesse untersuchen kann. Im Anschluß daran wollen wir nun die Umverteilungswirkungen einer »reinen« Deflation beschreiben, die die Grundlage und den Ausgangspunkt unserer späteren verteilungstheoretischen Überlegungen zur Schulden-Deflation bilden.

Aus der Darstellung des Deflationsprozesses für die Große Depression folgt für die Frage nach den Redistributionswirkungen dann, daß durch A-priori-Überlegungen wenigstens die folgenden Feststellungen über die Wirkungen einer Deflation auf die Einkommens- und Vermögensverteilung getroffen werden können:[15]

1. Eine Deflation induziert eine Kaufkraftumverteilung zu Lasten der Einkommensbezieher, deren Einkommen aufgrund einer deflatorischen Entwicklung schneller sinken als die Preise, die sie bezahlen müssen, zugunsten solcher Einkommensempfänger, deren deflationsbedingter Einkommensrückgang geringer als der Rückgang der für sie relevanten Preise ist.

---

[14] Vgl. *Schneider* (1973), S. 228.

[15] Eine ausfuhrliche Darstellung der Konsequenzen fallender Preise während der Großen Depression findet sich im Macmillan-Report. (Vgl. Committee on Finance and Industry: Report (»Macmillan Report«) (1931), §190.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Der deflatorische Prozeß verteilt reale Kaufkraft von den Vermögensbesitzern, deren Nettovermögenswert (Wert des Bruttovermögens abzüglich der Schulden) schneller fällt als das allgemeine Preisniveau, zu denjenigen, deren Nettovermögenswert langsamer fällt als das allgemeine Preisniveau.

3. Die Deflation führt zur Umverteilung realer Kaufkraft von Schuldnern zu Gläubigern, wenn die Schuld in festen Beträgen der Währungseinheit fixiert ist.[16]

Natürlich bedeuten die hier beschriebenen Kaufkraftumverteilungen in der Regel keine Transfers zwischen zwei Wirtschaftssubjekten, da sie mit Ausnahme der Gläubiger und Schuldner, explizit keinen Vertrag miteinander abgeschlossen haben. Tatsächlich begündet die erhöhte bzw. gesunkene Kaufkraft der Wirtschaftssubjekte nur einen gestiegenen, bzw. gesunkenen Anspruch an das Sozialprodukt; bevor die Vermögensbesitzer ihren Anspruch an das Sozialprodukt durchsetzen, müssen sie ihre Vermögensgewinne, bzw. -verluste erst realisieren.

Mit solchen A-priori-Schlüssen können wir über die tatsächlichen Deflationsgewinner und -verlierer natürlich nichts aussagen. Offensichtlich kommt es immer auf die Fähigkeit einzelner Wirtschaftssubjekte an, Preisrückgänge vorauszusehen, und ihre nachteiligen Folgen durch geeignete Maßnahmen zu umgehen. Selbst wenn sich die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte hinsichtlich der deflatorischen Preisänderungen erfüllen, können sie aber die Verteilungswirkungen von Schuldnern zu Gläubigern nicht immer durch entsprechende Kreditvereinbarungen unterlaufen. Denn die Zinssätze können in einer Geldwirtschaft nicht unter Null fallen und die Schuldner sind nicht in der Lage, jeden erwarteten Preisrückgang vollständig zu kompensieren.[17]

---

[16] Bereits Keynes weißt auf die Umverteilungen des Vermögens innerhalb eines Gläubiger-Schuldner-Verhältnisses hin: »[A] fall in prices, which is the same thing as a rise in the value of claims on money, means that real wealth is transferred from the debtor in favour of the creditor, so that a larger proportion of the real asset is represented by the claims of the depositor, and a smaller proportion belongs to the nominal owner of the asset who has borrowed in order to buy it.« (*Keynes*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. 9 (1972), S. 152.)

[17] Der Begriff der »Antizipation« von Preisänderungen durch Wirtschaftseinheiten wird in der Literatur nicht einheitlich benutzt. Wir wollen darunter die Voraussicht einer fortgesetzten Änderung des Preisniveaus und dessen Berücksichtigung in den Wirtschaftsplänen der Wirtschaftseinheiten verstehen, mit dem Ziel, potentielle preisänderungsbedingte Kaufkraftverluste zu vermeiden. Die Antizipation der Preisänderungen bezeichnen wir als erfolgreich, wenn mögliche potentielle Kaufkraftverluste durch diese Preisänderungen vollständig vermieden werden. Dagegen ist eine Antiziptation nicht erfolgreich, wenn trotz der Erwartung sich verändernder Preise und der Beachtung dieser

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Welche Auswirkungen hat die Deflation nun auf die funktionelle Einkommensverteilung und auf die private Sekundärverteilung? Genauer, wie verändert ein Rückgang des allgemeinen Preisniveaus erstens die Aufteilung der im Produktionsprozeß entstandenen Leistungseinkommen auf die an der Erstellung des Produktes beteiligten Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital und zweitens die Aufteilung des dem Produkionsfaktor Kapital zurechenbaren Einkommens (Gewinn) auf die unterschiedlichen Anspruchsberechtigten, d.h. auf die Empfänger kontraktbestimmter Einkommen aus Vermögenstiteln und die Bezieher residualbestimmter Profite?[18]

3. Einige modelltheoretische Überlegungen

Anknüpfend an ein formales Modell zu den Verteilungswirkungen der Inflation von Holzman[19], wollen wir nun die Vorstellung der Wirkung einer Deflation auf die Einkommensverteilung formulieren. Dabei lösen wir uns einerseits von der Vorstellung klar identifizierbarer Interessengruppen, die durch ihre Verteilungskämpfe den deflationären Prozeß aufrechterhalten und vorantreiben, und andererseits von der Idee voll flexibler, d.h. nachfrageabhängiger Preisfixierung.

Wir unterstellen eine Aufteilung des nominellen Volkseinkommens Y_t^n auf die Gruppen der Arbeitnehmer, Unternehmer und Bezieher fester Einkommen mit den Werten A_t, U_t, R_t respektive:

$$Y_t^n = A_t + U_t + R_t$$

Preisänderungsraten in den Wirtschaftsplänen, preisänderungsbedingte Verluste für die betroffenen Wirtschaftssubjekte entstehen.

In der Realität kann der Erfolgsgrad einer Antizipation immer erst im nachhinein festgestellt werden. Trotzdem können wir sagen, daß eine erfolgreiche Antizipation in einer Deflation oder in einer Schulden-Deflation nicht immer möglich sein wird. Gründe für diese Mängel der Antizipation der Preisänderungen liegen zum einen in falschen Erwartungen hinsichtlich der Preisentwicklung und zum anderen in einem fehlenden Verständnis der ökonomischen Zusammenhänge sowie in Mängeln der institutionellen Organisation der Wirtschaft.

[18] Gegenstand der Verteilungstheorie im »üblichen« Sinn ist die Verteilung der im Produktionsprozeß entstandenen Leistungseinkommen, die Ansprüche auf das produzierte Sozialprodukt darstellen. Für die Verteilung der im Produktionsprozeß entstandenen Leistungseinkommen auf die an der Erstellung des Produktes beteiligten Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital prägte bereits 1908 Clark den Begriff der funktionalen Einkommensverteilung (vgl. *Clark* (1908), S. 6).

Eine umfassende Übersicht über die einzelnen Verteilungskonzepte gibt *Stobbe* (1962), S. 3 ff. sowie *Zierke* (1970), S. 23 f.

[19] Vgl. *Holzman* (1950), S. 150 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ferner nehmen wir an, daß das reale Volkseinkommen Y_t^r im Zeitablauf konstant bleibt; Veränderungen in der Größe von Y_t^n reflektieren dann Änderungen des allgemeinen Preisniveaus.

$$Y_t^n = Y_t^r \cdot P_t = Y_0^r \cdot P_t$$

Der Deflationsprozeß sei exogen gegeben, und das Preisniveau nehme mit einer konstanten Rate π im Zeitablauf ab.

$$P_t = (1-\pi)P_{t-1}, \qquad 0 < \pi < 1.$$

Zusätzlich nehmen wir an, daß der anfängliche Gleichgewichtszustand auch in der Periode $t = -1$ gilt, also $P_{-1} = P_0$.
Die Gewinneinkommen der Unternehmer seien residual bestimmt und daher ex post festgelegt:

$$U_t = Y_t^n - R_t - A_t$$

die Rentiereinkommen seien im Zeitablauf nominell fixiert:

$$R_t = R_0 \qquad \text{für alle} \quad t = 1, 2, ...$$

Uns interessiert indessen vornehmlich die Frage, wie sich der Anteil des Unternehmereinkommens am Volkseinkommen im Verhältnis zum Anteil des Arbeitnehmereinkommens am Volkseinkommen während einer Deflation verändert. Bleiben in einer ersten Näherung die Lohneinkommen der Arbeitnehmer nominell unverändert, also $A_{t+1} = A_0$, so ergibt sich für das Unternehmereinkommen

$$U_{t+1} = Y_{t+1}^r(1-\pi)P_t - R_0 - A_0$$

Bei konstantem realen Volkseinkommen gilt

$$Y_{t+1}^r \cdot (1-\pi)P_t < Y_t^r$$

und damit

$$U_{t+1} < U_t$$

Das Gewinneinkommen nimmt im Verhältnis zum nominell fixierten Lohneinkommen im Zeitablauf ab.

$$\frac{U_{t+1}}{U_t} < \frac{A_{t+1}}{A_t}$$

In einem zweiten Schritt nehmen wir nun an, daß es den Unternehmern gelingt, die Löhne der Arbeitnehmer jeweils nach einer Periode dem gesunkenen Preisniveau anzupassen. Die Anzahl der Arbeitskräfte sei hier

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

konstant, also $L_{t+1} = L_0$, und die Unternehmen verändern den Lohnsatz w_{t+1} entsprechend der Preissenkungsrate π.

$$w_{t+1} = (1-\pi)w_t$$

Daraus ergibt sich für das Arbeitnehmereinkommen

$$A_{t+1} = w_{t+1} \cdot L_0 = (1-\pi)w_t \cdot L_0$$

und für das Unternehmereinkommen

$$U_{t+1} = Y^r_{t+1} \cdot (1-\pi)P_t - R_0 - (1-\pi)w_t L_0$$

Mit diesen Gleichungen können wir nun die Wirkung eines deflatorischen Prozesses auf das Verhältnis der Arbeitnehmereinkommen zu den Unternehmereinkommen im Zeitablauf beschreiben.
Das Einkommen der Arbeitnehmer geht nominell mit der Rate π zurück, da

$$\text{(E.1)} \qquad \frac{A_{t+1}}{A_t} = \frac{(1-\pi)^2 w_{t-1} \cdot L_0}{(1-\pi)w_{t-1} \cdot L_0} = 1-\pi$$

Für die Veränderung des Unternehmereinkommens im Zeitablauf erhalten wir

$$\text{(E.2)} \qquad \frac{U_{t+1}}{U_t} = \frac{Y^r_{t+1} \cdot (1-\pi)^2 P_{t-1} - R_0 - (1-\pi)^2 w_{t-1} L_0}{Y^r_t \cdot (1-\pi)P_{t-1} - R_0 - (1-\pi)w_{t-1}L_0}$$

Es gibt nun zwei Möglichkeiten:

(a) $R_0 = 0$, das kontraktbestimmte Einkommen aus Vermögenstiteln ist Null.
Damit folgt aus Gleichung (E.2)

$$\frac{U_{t+1}}{U_t} = 1-\pi$$

Das Einkommen der Unternehmer sinkt im Zeitablauf mit der gleichen Rate π wie das Einkommen der Arbeitnehmer.

(b) $R_0 \neq 0$, das kontraktbestimmte Einkommen aus Vermögenstiteln ist größer als Null. Wie verhält sich $\frac{U_{t+1}}{U_t}$ zu $\frac{A_{t+1}}{A_t}$?
Zum Vergleich von (E.2) mit Gleichung (E.1) bilden wir den Quotienten

$$\begin{aligned}
\frac{\frac{U_{t+1}}{U_t}}{\frac{A_{t+1}}{A_t}} &= \frac{U_{t+1}}{U_t} \cdot \frac{1}{1-\pi} \\
&= \frac{Y^r_{t+1} \cdot (1-\pi)^2 P_{t-1} - (1-\pi)^2 w_{t-1} L_0 - R_0}{Y^r_t \cdot (1-\pi)^2 P_{t-1}(1-\pi)^2 w_{t-1} L_0 - (1-\pi)R_0}
\end{aligned}$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wegen $R_0 > (1-\pi)R_0$ und $0 < 1-\pi < 1$ folgt daraus das Ergebnis

$$\frac{U_{t+1}}{U_t} < 1-\pi$$

Mit anderen Worten: das Einkommen der Unternehmer sinkt im Zeitablauf mit einer größeren Rate als π.

Unsere Überlegung zeigt, daß die Unternehmereinkommen als residualbestimmte Profite umso stärker im Deflationsprozeß zurückgehen, je höher das kontraktbestimmte Einkommen aus Vermögenstiteln ist und je unvollständiger es den Arbeitgebern gelingt, ein fallendes Preisniveau durch geringere Lohnsätze zu kompensieren. Während die Bezieher fester Einkommen ihren Anteil am nominellen Volkseinkommen beständig ausweiten und damit als Gewinner aus einer deflationsinduzierten Einkommensumverteilung hervorgehen, stehen die passiv agierenden Unternehmer als die eigentlichen Verlierer dar, die es nicht vermochten, ihren Anteil am Volkseinkommen durch aktives Verhalten ex ante zu sichern.

Ein solches einfaches formales Modell kann natürlich nur das wiedergeben, was wir zuvor hineingesteckt haben. Das ist neben dem Unternehmer- und Arbeitnehmerverhalten ein konstantes Realprodukt und eine konstante Anzahl an Beschäftigten; der Arbeitsmarkt existiert praktisch nicht. An sich ist aber einsichtig, daß insbesondere in einem Deflationsprozeß das reale Sozialprodukt nicht fixiert ist. Analytisch ergeben sich aber schnell große Probleme, wenn in einem Modell Depression und Deflation gemeinsam behandelt werden. Vor allem ist die Frage, zu welchen Teilen ex ante Angebotsüberschüsse zu sinkender Produktion und fallendem Preisniveau führen, formal außerordentlich schwierig zu erfassen.

Wir wollen uns damit helfen, daß wir unseren Überlegungen ein Modell neoklassischer Provenienz mit einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion zugrunde legen. Nicht eine mangelnde Nachfrage führt hier zu einem Rückgang der Beschäftigung, sondern die, auf Grund des gesunkenen Preisniveaus, rückläufige Grenzproduktivität der Arbeit erzwingt die Anpassung der Beschäftigung nach unten.

In einer geschlossenen Volkswirtschaft bezeichne Y_t^n das Nominal- und Y_t^r das reale Sozialprodukt. Die Produktion erfolgt mit Hilfe der beiden Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital, wobei L_t den Arbeitseinsatz und K_t den Kapitaleinsatz in der Periode t bezeichne. Die technischen Möglichkeiten werden durch die Cobb-Douglas-Produktionsfunktion

$$\text{(E.3)} \qquad Y_t^r = K_t^\alpha L_t^\beta, \qquad \alpha, \beta = \text{konst.} \quad 0 < \alpha, \beta < 1$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

angegeben. Die Funktion besitzt konstante Skalenerträge, d.h. $\alpha + \beta = 1$, und genügt dem neoklassischen Ertragsgesetz, d.h. sie besitzt positiv abnehmende partielle Grenzprodukte. Darüber hinaus nehme im Sinne einer Deflation das Preisniveau mit einer konstanten Rate π ab,

$$P_t = P_0 e^{-\pi t}, \qquad P_0 = 1$$

Das nominelle Volkseinkommen Y_t^n einer Periode wird aufgespalten in das Einkommen aus Vermögenstiteln R_t, das Arbeitnehmereinkommen A_t und das Unternehmereinkommen U_t:

$$\begin{aligned} Y_t^n &= A_t + U_t + R_t \\ &= w_t \cdot L_t + U_t + R_t \end{aligned}$$

wobei analog zum obigen Modell $R_t = R_0$ und $w_t = w_0$ konstant sind.

Im Unterschied zum neoklassischen Modell, in dem alle verfügbaren Arbeitskräfte beschäftigt werden und die Grenzproduktivität der Arbeit den zugehörigen Lohnssatz bestimmt[20], wählen in unserem Modell die Unternehmer den Arbeitseinsatz L_t so, daß das Wertgrenzprodukt der Arbeit dem nominell fixierten Lohnsatz w_0 entspricht:

$$\begin{aligned} \frac{\partial Y_t^n}{\partial L_t} &= K_t^\alpha \beta L_t^{\beta-1} \cdot P_t \\ &= w_0 \end{aligned}$$

Ferner nehmen wir an, daß der Kapitaleinsatz K_t im Zeitablauf unverändert bleibt und Anpassungen an das gesunkene Preisniveau nur über Beschäftigungsänderungen erfolgen. Aus einem Vergleich des Wertgrenzproduktes der Arbeit in der Periode t mit dem Wertgrenzprodukt der Arbeit in der Ausgangsperiode $t = 0$

$$\begin{aligned} \frac{\partial Y_0^n}{\partial L_0} &= K_0^\alpha \beta L_0^{\beta-1} \cdot P_0 \\ &= w_0 \end{aligned}$$

ergibt sich

$$\frac{L_t}{L_0} = \left(\frac{P_t}{P_0}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} \tag{E.4}$$

Da $P_t < P_0$ und $0 < \beta < 1$ gilt:

$$\frac{L_t}{L_0} < 1 \tag{E.5}$$

[20] Vgl. *Solow* (1956), S. 68.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Daraus folgt, daß die Beschäftigung im Zeitablauf abnimmt. Wegen positiv abnehmender Grenzerträge des Faktors Arbeit geht auch das Realprodukt aus Gleichung (E.3) zurück.

Als nächstes ist zu fragen, wie sich bei einem gesunkenen Nominalprodukt das Verhältnis der Lohneinkommen zu den Gewinneinkommen verändert hat. Werden die Produktionsfaktoren mit ihren Grenzprodukten entlohnt, dann errechnen sich die Faktoreinkommen als das Produkt der jeweiligen Produktionselastizität mit dem nominellen Sozialprodukt. Für das Lohneinkommen erhalten wir $A_t = \beta Y_t^n$ und für das Gewinneinkommen $U_t + R_t = \alpha Y_t^n$.
Unter Berücksichtigung dieser Ergebnisse verhalten sich die Unternehmereinkommen zu den Arbeitnehmereinkommen in der Periode t wie

$$\frac{U_t}{A_t} = \frac{\alpha Y_t^r \cdot P_t - R_0}{\beta Y_t^r \cdot P_t} = \frac{\alpha}{\beta} - \frac{R_0}{\beta Y_t^r \cdot P_t} = \frac{\alpha}{\beta} - \frac{R_0}{\beta \cdot Y_t^n}$$

Da das nominelle Sozialprodukt im Zeitablauf abnimmt, ergibt sich, daß auch das Unternehmereinkommen im Verhältnis zum Arbeitnehmereinkommen zurück geht.

Wir können also festhalten, daß eine Deflation unter den hier angenommenen neoklassischen Bedingungen eine systematische Umverteilungswirkung zugunsten der Bezieher von kontraktbestimmten Einkommen, wie beispielsweise Zinseinkommen, ausübt. Erstens erhöht sich bei einem sinkenden Preisniveau der Realwert dieser kontraktbestimmten Einkommen und zweitens nimmt ihr Anteil an einem rückläufigen Realvolkseinkommen permanent zu. Somit erhöhen die Bezieher fester Einkommen im Deflationsprozeß beständig ihren Anspruch auf das Realprodukt. Diese Einkommensumverteilung erfolgt zu Lasten der Empfänger residualbestimmter Leistungseinkommen, die diese kontraktbestimmten Zahlungen aufbringen müssen.

Es sind in diesem Modell die passiven Verhaltensweisen der beteiligten Akteure, die den Deflationsprozeß über die Wirkung eines einfachen Preisprozesses hinaus fortdauern lassen und zu einem Rückgang des Realproduktes führen. Selbst wenn die Arbeitnehmer über Tarifverhandlungen einen konstanten Lohnsatz erwirken, büßen sie auf Grund des resultierenden Beschäftigungabbaus Einkommensanteile am Realprodukt ein. Den oft vernachläßigten festen Einkommen aus Vermögenstiteln kommt für die Ausprägung des Deflationsprozesses eine wichtig Stellung zu. Wenn allerdings den Rückgangen der Anteile der Arbeitnehmer- und der Unternehmereinkommen am Volkseinkommen durch eine Verringerung der kontraktbestimmten Einkommen Einhalt geboten werden kann, ergibt sich die Chance auf eine Beendigung der Rezession.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Es scheint, als erführe unsere Eingangsbehauptung über die Folgen unkontrollierter antiinflationärer Maßnahmen eine erste Rechtfertigung durch die schwerwiegenden Depressionsfolgen einer Deflation. Eine starre Lohnpolitik erzwingt eine Arbeitslosigkeit, die ihrerseits das Schisma »Arbeitende gegen Arbeitssuchende« in der Gesellschaft erzeugt. Natürlich ist unmittelbar einsichtig, daß für konkrete Volkswirtschaften mit diesen Modellen kaum Diagnosen der Depressions- und Verteilungswirkungen deflationärer Prozesse gewagt werden können. Daran hindern uns nicht nur die unumgänglichen Vereinfachungen, die wir im Rahmen unserer theoretischen Untersuchung vornehmen mußten, sondern auch die sich ständig ändernden Faktorproportionen, die die relative Preis- und Lohnentwicklung beeinflussen und von den reinen Deflationswirkungen nicht zu unterscheiden sind. Hinzu kommen die deutlichen staatlichen Einwirkungen auf die ökonomische Aktivität beispielsweise durch Steuergesetzgebung aber auch andere nationale Besonderheiten in den institutionelle Gefügen der einzelnen Länder.

4. Der Deflationsprozeß in einer offenen Volkswirtschaft

Im letzten Abschnitt haben wir mit unserem einfachen makroökonomischen Modell deflatorische Prozesse unter Berücksichtigung von Verteilungswirkungen dargestellt. Da das heutige internationale Wirtschaftsgefüge durch eine weitgehende Liberalisierung des Handels von Gütern und Dienstleistungen sowie einer zunehmenden Verflechtung der Binnenwirtschaft mit den wirtschaftlichen Entwicklungen im Ausland die wirtschaftliche Autonomie eines einzelnen Landes deutlich eingeschränkt hat, ist eine Analyse der Zusammenhänge zwischen Außenhandel und Deflation erforderlich.

Prinzipiell gelten die Fragestellungen des vorangegangenen Abschnitts weiter, allerdings treten zu den Verteilungswirkungen nun auch Unterschiede in den Deflationsraten für national und international handelbare Güter, Veränderungen des Außenbeitrages sowie Differenzen zwischen den in- und ausländischen Zinssätzen hinzu.

Wenn wir nun im folgenden versuchen werden, die Auswirkungen von Deflationen in einer offenen Volkswirtschaft zu untersuchen, werden wir von einem anfänglich bestehenden internationalen Gleichgewicht ausgehen, das dann durch nicht weiter erklärte Preisrückgänge im In- bzw. Ausland gestört wird. Ferner erfordert eine eingehende Analyse des Übertragungs- und Ausbreitungsmechanismus deflationärer Preisbewegungen eine Aufgliederung des inländischen Unternehmenssektors in einen Sektor, der na-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tionale Produkte erzeugt, und einen, der internationale Produkte herstellt. Unter nationalen bzw. international nicht handelbaren Produkten verstehen wir solche Güter, die aufgrund hoher Transportkosten oder geringer Mobilität weder importiert noch exportiert werden können. Zu den nationalen Gütern zählen in erster Linie Dienstleistungen und die Produktion des Bausektors. Dagegen sind internationale Produkte solche Güter, die infolge ihrer relativ geringen Transportkosten international gehandelt werden. Darüber hinaus unterscheiden wir zwischen einem internationalen Währungssystem mit festen Wechselkursen und weitgehender Konvertibilität der Währung und einem Währungssystem mit flexiblen Wechselkursen.

a) Die Auswirkungen einer Deflation bei festen Wechselkursen

Zunächst untersuchen wir die unmittelbaren Auswirkungen einer Deflation im Ausland auf das Inland. Wir nehmen an, daß das ausländische Preisniveau schneller als das inländische Preisniveau gesunken ist und betrachten zunächst die Möglichkeit einer importierten Deflation. Dabei verstehen wir unter importierter Deflation einen wirtschaftlichen Prozeß, der durch Preisrückgänge im Ausland ausgelöst wird und sich in einem anhaltenden Sinken des inländischen Preisniveaus niederschlägt.

Bei unveränderter inländischer monetärer Nachfrage ist bei einem Rückgang der Preise internationaler Güter im Ausland mit einem Rückgang der Exportmenge und einem Anstieg der Importmenge zu rechnen. Die Übertragung der gesunkenen Preise im Ausland auf die Preise der inländischen Güter hängt unter anderem von der Art der Preisbildung ab. Nehmen wir die vollkommene Flexibilität der Preise auf weitgehend vollkommenen Märkten an, dann treibt der Wettbewerb unter den Nachfragern den Preis nach unten, so daß der Angebotsüberhang letztlich schwindet. Liegen jedoch kostendeterminierte Preise vor und erfolgt die Preisbildung nach einem Zuschlagssystem, so kann der inländische Anbieter gegebenenfalls seine Preise nicht in dem gleichen Ausmaß senken, wie die ausländische Konkurrenz. Auf diese Asymmetrie in den Preisänderungen nach oben und nach unten, haben wir bereits im letzten Kapitel verwiesen.

In Abhängigkeit vom Zusammenhang zwischen Importpreis, Importwert und direkter Preiselastizität der Nachfrage nach inländischen Gütern, führt die ausländische Konkurrenz zu einem Rückgang der inländischen Nachfrage und der inländischen Beschäftigung. Ein infolge der Deflation im Ausland rückläufiges heimisches Sozialprodukt übt wiederum Druck auf die inländischen Lohnsätze nach unten aus.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wir gehen nun dazu über, die monetären Auswirkungen eines Leistungsbilanzdefizites unter Voraussetzung eines freien internationalen Kapitalverkehrs zu untersuchen. Dazu nehmen wir an, daß sich die in- und ausländischen Kapitalanleger bei ihren Dispositionen allein vom Ziel der kurzfristigen Gewinnmaximierung leiten lassen. Wenn wir ferner unterstellen, daß die inländische Wirtschaft gegenüber dem Rest der Welt keine dominierende Rolle spielt, ist das inländische Zinsniveau durch das ausländische beeinflußt.

Die im Zuge des internationalen Güterverkehrs geleisteten Zahlungen zwischen den Inländern und den Ausländern beeinflussen die sogenannte inländische Liquiditätsposition, sobald eine inländische Institution, wie beispielsweise die Zentralbank, zur Aufrechterhaltung eines bestimmten Wechselkurses verpflichtet ist. Bildet sich aufgrund der ausländischen Preissenkung ein Defizit in der inländischen Devisenbilanz, so bewirkt dieser Devisenabfluß tendenziell eine Erhöhung des inländischen Zinsniveaus. Sobald das Zinsniveau des Inlandes über das des Auslandes zu steigen droht, setzen jedoch infolge der Zielsetzung der kurzfristigen Zinsgewinnmaximierung der Kapitalanleger Kapitalimporte ein, die den Ausgleich des nationalen Zinsniveaus wieder herbeiführen.

Für den Ablauf des Prozesses der importierten Deflation ist von Bedeutung, daß sich die sogenannten Liquiditätseffekte der Leistungsbilanzdefizite nicht ausschließlich in einem Kapitalimport niederschlagen. Vielmehr induzieren sie Nachfrageänderungen, die neben anderen Faktoren das Ausmaß und die Geschwindigkeit der inländischen Preisrückgänge beeinflussen. Die Wirkungen der Zinssteigerung im Inland hängen von der Zinselastizität der inländischen Nachfrage nach inländischen Gütern ab, wobei die Reagibilität der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nach Gütern auf Änderungen des Zinsniveaus in allgemeinen eher gering ist.[21] Am ehesten besteht bei Investitionen im Bereich des Immobilienbaus ein enger und wirksamer Zusammenhang zwischen Zinssatz und Güternachfrage. Die größere Wirksamkeit von Zinsänderungen auf diese Komponente der effektiven Nachfrage erklärt sich mit der Langfristigkeit dieser Investitionen. Hat die Investition eine lange Laufzeit, so können sich Änderungen im Kalkulationszinsfuß erheblich auf die Vorteilhaftigkeit der Investition auswirken.

Zusammenfassend können wir sagen, daß eine Deflation im Ausland durchaus auf das Inland übergreifen und sich kontraktiv auf die inländische Nachfrage auswirken kann. Auch wenn der gesamtwirtschaftliche Effekt der Preisrückgänge internationaler Güter im Ausland unter den ge-

[21] Vgl. *Musgrave* (1848), S. 224

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

machten Voraussetzungen zunächst eher als gering bezeichnet werden muß, besteht die eigentliche Gefahr in einer importierten Deflation. Preisrückgänge internationaler Güter im Ausland übertragen sich nämlich nicht nur auf den einheimischen Unternehmenssektor für internationale Güter, sondern auch auf die Sektoren, die von den Preisrückgängen des Auslandes zunächst nicht unmittelbar betroffen sind. In diesem Fall können wir unsere Analyse aus dem vorherigen Abschnitt wieder anwenden. Bei einem residualbestimmten Unternehmereinkommen schmälern Preisrückgänge im Ausland den Unternehmergewinn und die heimische Einkommensverteilung verändert sich zuungunsten der Unternehmer. Wenn das Sozialprodukt infolge der einheimischen Deflation fällt, steigen die Anteile der Bezieher fester Einkommen, während die Anteile der Unternehmer und Arbeitnehmer sinken. Ferner können wir auch in diesem Fall davon ausgehen, daß das Verhältnis der Unternehmereinkommen zu den Arbeitnehmereinkommen sinkt.

Wir gehen nun dazu über, inländische Deflationsprozesse im Kontext einer offenen Volkswirtschaft zu untersuchen. Betrachten wir nun den Fall, daß die inländischen Preise für nationale Güter stark rückläufig sind. Bei unveränderter heimischer monetärer Gesamtnachfrage kommt es entsprechend der Preiselastizität der Nachfrage ceteris paribus entweder zu einer Verschiebung der inländischen Nachfrage zugunsten heimisch produzierter nationaler Güter oder zu einer erhöhten Nachfrage nach anderen nationalen oder internationalen Gütern. Ist die Folge ein Anstieg der Importe bei gleichzeitig sinkender wirtschaftlicher Aktivität, sind unsere Überlegungen zu den Verteilungswirkungen auch auf diesen Fall übertragbar.

Ein anderes Bild ergibt sich, wenn die Deflation sowohl die nationalen als auch die internationalen inländischen Gütermärkte erfaßt. Je nach Preiselastizität der Nachfrage nach internationalen Gütern ist die primäre Folge dieses Preisrückganges eine Erhöhung der Exporte nach Wert und Gütermenge. Die monetäre Nachfrage nach im Inland produzierten Gütern nimmt zu, und bei unverändertem heimischen Güterangebot wirkt die Exportsteigerung tendenziell preissteigernd im Inland.

Die weitere Ausbreitung der deflatorischen Preisentwicklung wird unter anderem durch die Veränderung der Gewinne und der Produktivität des internationalen Sektors beeinflußt, so daß sich eine veränderte Allokation der Ressourcen im Inland einstellt. Wenn infolge der steigenden Auslandsnachfrage sowohl die Stückkosten sinken als auch die Absatzmenge steigt, werden sich die Gewinne des heimischen internationalen Sektors erhöhen.

Mit dem Rückgang der Preise internationaler Güter im Inland kann auch ein expansiver Liquiditätseffekt verbunden sein. Der Devisenzufluß infolge

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

höherer Ausfuhrmengen wirkt – soweit das in einer offenen Volkswirtschaft mit freiem Kapitalverkehr möglich ist – in Richtung auf eine Zinssenkung und eine größere Verfügbarkeit an Geld. Investitionen, die vorher wegen unzureichender Finanzierungsmittel unterlassen werden mußten, können nun aufgrund des Liquiditätszustromes finanziert werden. Die Zinssenkung begünstigt – wenn sie überhaupt einen Einfluß ausübt – die Investitionsnachfrage des nationalen Sektors.

Bei festen Wechselkursen wird sich eine inländische Deflation internationaler Güter also in Exporterhöhungen niederschlagen und tendenziell in Richtung Aufwertung wirken. Dabei lassen sich die unterschiedlichen Deflationsraten im In- und Ausland nicht über längere Zeit in stark abweichender Höhe halten, ohne daß eine Wechselkurskorrektur notwendig wird. Unter der Annahme, daß eine Deflation im Inland zu Exportsteigerungen führt, neutralisiert die erhöhte Nachfrage aus dem Ausland teilweise die im Inland auftretenden Einkommens- und Verteilungswirkungen deflationärer Preisbewegungen.

b) Die Auswirkungen einer Deflation bei flexiblen Wechselkursen

In einem internationalen Währungssystem mit festen Wechselkursen, freiem Handel und Konvertibilität der Währungen wird ein internationaler Konjunkturzusammenhang in erster Linie durch den Einkommens- und den Preismechanismus hergestellt. Im vorherigen Abschnitt haben wir versucht zu zeigen, wie sich die Preisrückgänge im Ausland in einem solchen internationalen Währungssystem auf die inländische Volkswirtschaft übertragen können. Nun wollen wir uns fragen, ob bei einem Übergang zu einem System flexibler Wechselkurse das Ausland dauerhaft deflationäre Preisbewegungen erfahren kann, ohne daß diese auf das Inland übergreifen. Dabei sprechen wir von einem Währungssystem mit flexiblen Wechselkursen, wenn durch Veränderungen des Wechselkurses stets ein Ausgleich von Angebot und Nachfrage auf dem Devisenmarkt hergestellt wird, ohne daß ein Eingriff in den Marktmechanismus durch eine offizielle Intervention seitens der Zentralbank erfolgt.

Nach der Kaufkraftparitätentheorie werden ausländische Preisrückgänge bei flexiblen Wechselkursen nicht auf das Inland übertragen, weil der Wechselkurs der inländischen Währung infolge des sinkenden ausländischen Preiniveaus gleichermaßen sinken wird. Unter diesen Umständen bleiben die Preisrelationen zwischen den inländischen und den ausländischen Märkten unverändert, so daß weder die Importeure noch die Exporteure ihre Entscheidungen zu revidieren brauchen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Gegen diese Überlegung können wir einwenden, daß sie wesentliche Bestimmungsgründe des Wechselkurses, wie Kapitalbewegungen oder unterschiedliches Wachstum in den Währungsgebieten unberücksichtigt läßt. Aber selbst wenn wir von diesen Faktoren absehen, ist es zweifelhaft, ob die inländische Währung im gleichen Maß abgewertet wird wie das ausländische Preisniveau fällt, so daß die Deflation des Auslandes nicht importiert wird. Wie wir bereits in Kapitel III gesehen haben, dürfen wir uns nicht nur auf das Preisniveau im Ausland konzentrieren, sondern müssen auch eine Veränderung der Preisstruktur in unsere Betrachtung einbeziehen.

Unsere Untersuchungen bei festen Wechselkursen zeigten, daß bei sinkenden Preisen internationaler Güter im Ausland im Regelfall mit einer Erhöhung der importierten Gütermenge zu rechnen ist. Im Fall flexibler Wechselkurse führt der gesunkene Außenbeitrag zu einer Abwertung der inländischen Währung und damit zu einem erneuten Ausgleich der Devisenbilanz. Ferner bewirkt eine Abwertung einerseits einen Anstieg der heimischen Exporte und damit einen Anstieg der inländischen Nachfrage und andererseits einen Kapitalexport, der der Abwertung entgegenwirkt.

Verteilungswirkungen im Inland, wie sie im Fall fester Wechselkurse entstanden sind, treten – wenn überhaupt – nur in abgeschwächter Weise auf. Wir können festhalten, daß die Einführung eines flexiblen Wechselkurses die ökonomischen Folgen einer importierten Deflation zwar dämpft, doch sie insbesondere wegen der zeitlichen Verzögerung, die zwischen dem Rückgang der Preise internationaler Güter im Ausland und den daraus resultierenden Wechselkursänderungen liegt, auch nicht vollständig beseitigt. Es ist unmittelbar einleuchtend, daß eine generelle Aussage über die Länge des »time-lags« nicht möglich ist und sie von Fall zu Fall neu bestimmt werden müssen.

Fragen wir uns nun, wie sich eine Deflation im Inland bei flexiblen Wechselkursen auswirkt. Zunächst betrachten wir dazu wieder deflationäre Preisbewegungen nationaler Güter, die von einer Abwertung der inländischen Währung begleitet werden. In diesem deflationären Kontext ist die Zunahme der Kapitalimporte in Form von Käufen inländischer Produktionsstätten oder Immobilien zwar denkbar aber unwahrscheinlich, wie folgende Überlegung zeigt. Erwarten die Wirtschaftssubjekte nämlich weiter anhaltende Preissenkungen, sinkt die spekulative Nachfrage nach nationalen Gütern und führt zu einer weiteren Abwertung der inländischen Währung. Spekulationen des Auslandes, die eine Stabilisierung des Wechselkurses herbeiführen könnten, verstärken eher die nationalen Wirkungen einer Deflation. Die ökonomischen Folgen einer solchen Prozesses gestalten sich umso schlimmer, wenn weder eine Perspektive noch ein Zeithorizont für den Deflationsprozeß besteht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Greift die deflationäre Preisbewegung nationaler Güter auch auf die internationalen Güter über, führt ein steigender Export und ein sinkender Import zu Aufwertungstendenzen der einheimischen Währung, die die primären Verteilungswirkungen einer Deflation dämpfen. Wahrscheinlich muß nach wie vor mit einem Rückgang des Unternehmer- und Arbeitnehmereinkommens am Volkseinkommens gerechnet werden, wenn auch weniger stark als im Fall einer geschlossenen Volkswirtschaft oder in einem Währungssystem mit festen Wechselkursen.

Im Ergebnis können wir festhalten, daß die Erweiterung der Perspektiven auf offene Volkswirtschaften kaum zu qualitativ anderen Konsequenzen der Deflationsprozesse für die heimische Volkwirtschaft führt. Wie wir gesehen haben, kommt den Kapital- und Zinsbewegungen in diesem Prozeß nun eine besondere Rolle zu. Sie können die Wechselkursbewegungen, die die Folge unterschiedlicher Preisentwicklungen im In- und Ausland sind, vorübergehend stoppen oder sogar für längere Zeit aufhalten und so den Deflationsprozeß im Inland verlängern. Verstärkt wird diese Tendenz, wenn zu den Deflationsprozessen gleichzeitig noch Schuldenprozesse auftreten, wie wir im folgenden Kapital noch genauer sehen werden.

II. Die Schuldner-Gläubiger-Beziehung in der Schulden-Deflation

Stößt schon die Darstellung der Verteilungswirkungen für eine Deflation auf erhebliche Probleme, so fällt für die Schulden-Deflation, der wir uns im folgenden zuwenden wollen, die Diagnose noch schwerer. Schon die Beschreibung der Redistributionsvorgänge ist aufwendig, aber eine Bestimmung der Gewinner und Verlierer scheint manchmal unmöglich. Daß sich die in der Schulden-Deflation relevanten Preise nicht immer einheitlich in eine Richtung bewegen, erschwert die theoretische und empirische Analyse zusätzlich. Darin liegt aber gerade das charakteristische Merkmal einer durch Schulden-Deflation verursachten Preisänderung, daß sie sehr ungleichmäßig Ströme und Bestände erfaßt und dadurch die einzelnen Wirtschaftsgruppen sehr unterschiedlich trifft.

1. Einkommens- und Vermögensumverteilungen in einer Schulden-Deflation

Bereits bei der Beurteilung der Theorie von Fisher fragten wir nach der heutigen Relevanz sinkender Preise (Seite 73). Wenn wir nun aber nicht, wie gerade analysiert, von einem absolut fallenden allgemeinen Preisniveau

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ausgehen, sondern statt dessen disinflatorische Bewegungen des allgemeinen Preisniveaus betrachten, dann kommen wir dieser Frage näher. Anknüpfend an unsere Untersuchung in Kapitel III gehen wir wir im folgenden davon aus, daß sich deflationäre Preisbewegungen der Vermögenstitel und disinflationäre Entwicklungen des allgemeinen Preisniveaus gegenseitig überlagern. Dabei dient bezüglich unseres Untersuchungsgegenstandes ein Rückgang in der Inflationsrate, d.h. eine Disinflation, dem gleichen analytischen Zweck wie ein absoluter Rückgang des allgemeinen Preisniveaus.

Vergleichbar mit den Wirkungen einer Inflation induziert eine Disinflation eine Kaufkraftumverteilung zu Lasten der Einkommensbezieher, deren Einkommen weniger schnell steigen als die Preise, die sie bezahlen müssen, zugunsten der Einkommensempfänger, deren Einkommenserhöhung größer als die Steigerung der für sie relevanten Preise ist. Da in einer Disinflation die Inflationsrate zwar positiv aber abnehmend ist, fallen ceteris paribus sowohl die Kaufkraftgewinne als auch die Kaufkraftverluste geringer aus als in der »reinen« Inflation.

In unserem Zusammenhang entscheidend ist jedoch, ob und wie Vermögensumverteilungen im Rahmen einer Schulden-Deflation auftreten. Es liegt nun nahe, die Ergebnisse der Inflationstheorie auf die Schulden-Deflation zu übertragen. Dabei müssen wir jedoch feststellen, daß es keine Entsprechung mehr gibt. Sinkt in einem schon länger andauernden Inflationsprozeß die Inflationsrate und ist diese Tatsache von keinem Vermögensbesitzer antizipiert worden, so wird auch die reale Kaufkraft der Vermögensbesitzer durch die Preissteigerungen nicht erhöht.

Wenn aber die Vermögensbesitzer bei einer Deflation ihrer Vermögensobjekte und einer disinflationären Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus ceteris paribus ihren potentiellen Anspruch an das produzierte Sozialprodukt nicht vergrößern, wer sind dann die Gewinner eines solchen Prozesses? Von einer Schulden-Deflation profitieren die Wirtschaftssubjekte, die in der Erwartung sinkender Preise ihre Kaufentscheidung zeitlich verschoben haben und nun die Vermögensobjekte zu einem niedrigeren Preis kaufen können. In welchem Umfang letztlich die Vermögensbesitzer durch einen kontinuierlichen Preisrückgang betroffen sind, hängt ab von ihren Informationen und Vorstellungen über die zukünftige Preisentwicklung und ihre Fähigkeit, potentielle Kaufkraftverluste durch entsprechende Verhaltensweisen zu neutralisieren.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Die Gläubiger-Schuldner-Hypothese

Wie wir bereits oben angedeutet haben, kann ein Rückgang der Inflationsrate ähnliche nachhaltige Wirkungen auf das Gläubiger-Schuldnerverhältnis ausüben, wie ein absoluter Rückgang des allgemeinen Preisniveaus. Erwartet der Schuldner bei Abschluß des Schuldkontraktes eine höhere Inflationsrate als tatsächlich eintritt, so ist seine termingerechte Zahlungsfähigkeit gefährdet. Diesbezüglich stellen Fazzari und Caskey fest, daß die Probleme des Schuldners entweder aus »a decline in prices or a decline in the rate of inflation relative to previously anticipated levels«[22] herrühren. In die gleiche Richtung argumentiert auch Tobin: »These considerations do not apply solely to ancient history. Imagine the distress which occur if debtors who have borrowed in the 1970s in anticipations of continued inflation were suddenly confronted by price stability.«[23] Nicht antizipierte rückläufige Inflationsraten erhöhen also das Kredit- und Verzugsrisiko.

Die sog. Schuldner-Gläubiger-Hypothese[24], daß eine Schulden-Deflation reale Kaufkraft von Schuldnern zu Gläubigern umverteilt, begründet sich auf die unvollkommene Antizipation der Preisänderungsraten durch die Schuldner und ihr Unvermögen, Zinssenkungen durchzusetzen, die die Zunahme des Realwertes der Zinszahlungen vollständig kompensiert.
Wir können also festhalten:

1. Eine nicht-antizipierte Schulden-Deflation führt zur Umverteilung realer Kaufkraft von Schuldnern zu Gläubigern, wenn die Schuld in festen Beträgen der Währungseinheit fixiert ist.
2. Soweit das wirtschaftliche Verhalten jedoch durch genau eintreffende Erwartungen hinsichtlich der Preisänderungen bestimmt ist, kann diese, im vorangegangenen Punkt notierte, Verteilungswirkung von Schuldnern zu Gläubigern umgangen werden.

Die Aussage unter (1) besagt, daß Schuldner gegenüber Gläubigern im Disinflationsprozeß verlieren, da sie die Preisänderungen nicht antizipiert haben.

---

[22] *Ferazzi* und *Caskey* (1989), S. 191.

[23] *Tobin* (1980), S. 11.

[24] Der Begriff »Schuldner-Gläubiger-Hypothese« lehnt sich an die »Gläubiger-Schuldner-Hypothese« in der Theorie der Inflation an. Die Stellung der ersten beiden Wörter gibt an, in welche Richtung der Kaufkrafttransfer verläuft.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Welche Auswirkungen hat eine Schulden-Deflation auf die funktionelle Einkommensverteilung und die private Sekundärverteilung, wenn zusätzlich Schuldner-Gläubiger-Beziehungen vorliegen? Die in Kapitel 2 getroffenen Feststellungen über die Gewinner und Verlierer einer deflationären Preisbewegung gelten nicht mehr gleichermaßen für die einzelnen Wirtschaftseinheiten der großen Gruppen – der Unternehmer, der Arbeitnehmer und der Bezieher fester Einkommen.

Ein deflations- bzw. disinflationsinduzierter Kaufkrafttransfer von Schuldnern zu Gläubigern verändert nicht nur die private Sekundärverteilung, sondern führt gleichzeitig zu Kaufkraftumverteilungen innerhalb des Unternehmenssektors. So entstehen innerhalb der Gruppe der Unternehmen große Verschiebungen in der Einkommensverteilung – einige Wirtschaftseinheiten verbessern deutlich ihre Stellung in der Einkommenspyramide, während andere erkennbar abfallen – ohne daß dies im Gesamteinkommen der Gruppe differenziert zu sehen ist.

Die Produktionsunternehmen (nonfinancial corporations) sind in der Regel Nettoschuldner, während beispielsweise die Banken und die Versicherungen (financial industry) Nettogläubiger sind. Eine nicht-antizipierte Deflation bzw. Disinflation bewirkt eine Umverteilung von den Unternehmen, d.h. den Kreditnehmern, zu ihren Banken. Die Unternehmen werden umso stärker durch die deflationsbedingte Abwertung ihrer Sachaktiva und die reale Aufwertung ihrer monetären Aktiva geschädigt, je stärker der Geldwert ihrer Aktiva fällt und je höher ihr Verschuldungsgrad ist.

Letztendlich basiert die Schuldner-Gläubiger-Hypothese auf dem Umstand, daß die Zinssätze, zu denen die jeweiligen Schuldverträge abgeschlossen werden, implizit unterschiedliche Erwartungen der Wirtschaftssubjekte hinsichtlich zukünftiger Preisentwicklungen reflektieren. Verbunden mit der Tatsache, daß die meisten Schuldner ihre Schuldkontrakte nicht indizieren und ihre Verträge zu festen Zinssätzen unterzeichnen[25], tragen die resultierenden Redistributionen zwischen Schuldnern und Gläubigern zu Konkursen von Unternehmen bei, so daß selbst eine erhöhte Preisflexibilität der Güter und Dienstleistungen nicht zu mehr Stabilität führt.

---

[25] An dieser Stelle wollen wir auf einen wichtigen Punkt hinweisen. Zwischen dem Abschluß der Schuldkontrakte zu festen oder variablen Zinssätzen besteht ein folgenreicher Unterschied. Wenn sowohl die Inflationsrate als auch der nominelle Zinssatz gleichermaßen sinken, der reale Zinssatz also unverändert bleibt, erhöht sich tendenziell die finanzielle Belastung derjenigen Kreditnehmer, die ihre Darlehen zu festen Zinssätzen kontrahiert haben. Dagegen erfahren diejenigen Schuldner keine reale Veränderung ihrer Zinszahlungen, die bei Aufnahme ihres Darlehens variable Zinssätze vereinbart hatten. Nun scheinen aber die nominellen Zinssätze den Preisänderungsraten nachzulaufen, so daß eine Schulden-Deflation mit ihren Folgen bis zu einem bestimmten Grad selbst bei Schuldkontrakten mit variablen Zinssätzen auftritt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

3. Der Schuldner-Gläubiger-Transfer unter Berücksichtigung der Zusammensetzung des Vermögensportfolios

Bei der Formulierung der Umverteilungseffekte sprachen wir bisher von dem Vermögensbesitz, ohne die einzelnen Positionen genauer zu differenzieren. Betrachten wir im folgenden die individuellen Vermögensportfolios, die sowohl aus Geld- und Forderungsvermögen bestehen, als auch – wie schon so oft betont – Realvermögensanteile in Form von Aktien, Haus- und Grundbesitz enthalten, so kann sich die Schulden-Deflation nicht nur auf den Schuldner-Gläubiger Transfer auswirken, sondern auch zu rückläufigen nominellen Sachvermögenswerten und zu sinkenden Einkommen aus Realvermögen führen.

Interessant ist, daß dem Sektor der privaten Haushalte, abgesehen von der Wahlmöglichkeit zwischen variablen und konstanten Zinssätzen, bei der Aufnahme von Hypotheken oft kaum Maßnahmen zur Vermeidung dieser Vermögensverluste zur Verfügung stehen, beispielweise durch eine veränderte Zusammensetzung ihres Portfolios während des Deflationsprozesses. Zwar sollte man vermuten, daß die Haushalte Anlagen vorziehen, die nicht im Wert mit der Deflation fallen, doch steht ihr Nachfrageverhalten im erklärten Widerspruch zu diesem Gedanken. Ein Grund liegt darin, daß Vermögensobjekte für die privaten Haushalte nicht nur Vermögensanlagen, sondern häufig auch langfristigen Konsum bedeuten. Aus privaten Überlegungen heraus erwerben Haushalte vertärkt im jungen Alter Immobilienbesitz und ihr Nachfrageverhalten bezüglich der Preisentwicklung der Vermögensobjekte ist daher sehr unelastisch. Außerdem können Haushalte mit geringen Vermögensbeständen die Zusammensetzung ihres Portfolios nicht beliebig ändern. Zum einen liegt das daran, daß gerade bei ihnen die Informationen und die Kenntnisse über den Wirtschaftsablauf, die die Voraussetzung für eine »rationale« Portfoliogestaltung darstellen, nicht vorhanden sind. Zum anderen sind die Transaktionskosten bei einer Vermögensumschichtung zu hoch. Wenn die Mitglieder niedriger Einkommensklassen überhaupt Realvermögen besitzen, dann überwiegend in der Form langfristiger, abnutzbarer Konsumgüter, wie zum Beispiel Haushaltsgeräte, für die nur ein sehr unvollkommener Gebrauchtmarkt besteht.

Der Besitz von Sachvermögen bietet in einer Schulden-Deflation nicht automatisch einen Schutz vor den Folgen einer inflationären Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus. Im Gegenteil, sinkende reale Vermögenserträge, entweder aufgrund eines nominellen Rückganges der Erträge oder aufgrund eines Anstieges des allgemeinen Preisniveaus, können nicht immer durch überproportionale Wertsteigerungen des Sachvermögens kompensiert werden. In einem makroökonomischen Umfeld mit geringen Preissteigerungs-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

raten verliert das Sachvermögen seine Eigenschaft der Einkommens- und Vermögenssicherung.

Eine Überprüfung der a priori-Aussagen zu Verteilungswirkungen der Schulden-Deflation an empirischen Daten stößt auf erhebliche Schwierigkeiten. Einerseits können die ceteris paribus-Annahmen, die den a priori-Schlüssen zugrunde liegen, nie in der sogenannten Realität erreicht werden, andererseits sind weder genaue Informationen über den Umfang der monetären Schuldner- und Gläubigerpositionen noch über die Antizipationsbasis bei Gründung der jeweiligen Schuldverhältnisse und ihre Berücksichtigung in den Zinssätzen verfügbar. Genaue Aussagen können nur durch gezielte Betrachtungen jedes einzelnen Aktivums im Kontext der Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus getroffen werden. Für jeden Vermögensgegenstand müßte separat untersucht werden, wie groß seine gesamte Wertänderung ist, die sich aus der Veränderung der laufenden Erträge und der Vermögenswertänderung ergibt.

Darüber hinaus gilt zu beachten, daß Preis- und Einkommensentwicklungen nie allein einem disinflationären bzw. deflationären Prozeß zuzuordnen sind, sondern immer auch von anderen ökonomischen Erscheinungen in einer Depression begleitet sind. So kennzeichnen erhebliche Einbußen des realen Wachstums, geänderte Faktorproportionen und langsam einsetzender sozialer und institutioneller Wandel – um nur einige Faktoren zu nennen – den internationalen wirtschaftlichen Abschwung Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre und erschweren eine quantitative Überprüfung der Verteilungshypothesen.[26]

4. Auswirkungen einer Umverteilung des Vermögens zwischen Schuldnern und Gläubigern auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage

Im vorangegangenen Abschnitt versuchten wir die Redistributionen des Vermögens zwischen Schuldnern und Gläubigern darzustellen. Im folgenden untersuchen wir nun die ökonomischen Folgen der Umverteilung potentieller Kaufkraft von Schuldnern zu Gläubigern. Unserer Auffassung zufolge verlängern und verstärken Redistributionseffekte in einer Schulden-

[26] Wie wir auf Seite 57 n. gesehen haben, unternimmt die Bank of England mit der Berechnung der »negative equities« einen Versuch, die Deflationsverluste zu quantifizieren. Dieses Maß kann jedoch nur eine sehr grobe Abschätzung der Höhe des möglichen, durch den Prozeß der Schulden-Deflation induzierten, Deflationsverlustes der Schuldner geben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Deflation den wirtschaftlichen Abschwung.[27] Diese depressive Wirkung resultiert aus zwei Tatsachen, die abhängig von der wirtschaftlichen Ausgangslage mehr oder weniger deutlich in Erscheinung treten:

1. Die Umverteilung des Vermögens von Schuldnern zu Gläubigern bewirkt einen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität, wenn die Schuldner eine höhere marginale Ausgabenneigung in bezug auf Vermögen besitzen als die Gläubiger.
2. Die Umverteilung des Vermögens führt zu einer finanziellen Krise oder schwächt den Finanzsektor, wenn die Banken wegen zahlungsunfähigen Schuldnern Verluste erleiden.

Den unter 1. gekennzeichneten Prozeß untersuchen wir anhand der Konsumgüter- und Investitionsgüternachfrage. Der Konsum ist der größte Bestandteil des Sozialproduktes, und die Vermögensbesitzer bestimmen mit ihren Konsumausgaben folglich über die Höhe der monetären Gesamtnachfrage mit. Dagegen stellen die Investitionsausgaben zwar einen kleineren Teil des Sozialproduktes dar, verstärken aber wegen ihrer hohen Volatilität die Wirkungen einer Umverteilung des Vermögens. Auf den wirtschaftlichen Vorgang unter Punkt 2 gehen wir erst in Kapitel V ausführlich ein.

a) Unterschiede in den Ausgabenneigungen

Die Aggregation der Konsum- bzw. Investitionsausgaben der Schuldner und der Gläubiger würde für die wirtschaftliche Aktivität keine Rolle spielen, wenn wir sicher sein könnten, daß die marginalen Ausgabenneigungen in bezug auf das Vermögen für Schuldner und Gläubiger dieselben wären. Es gibt nun aber in der Tat Gründe, die dafür sprechen, daß die Ausgabenneigungen in bezug auf das Vermögen für die Schuldner größer sind als die für die Gläubiger.

Erstens sind die Wirtschaftseinheiten einer Volkswirtschaft nicht zufällig in Gläubiger und Schuldner aufgeteilt. »Debtors have borrowed for good reasons, most of which indicate a high marginal propensity to spend from wealth or from current income or from any liquid resources they can command«[28]. Zweitens sind die Schuldner unter den Wirtschaftseinheiten oft liquiditätsbeschränkt. »Typically their indebtedness is rationed by lenders ... because the borrower has greater optimism about his own prospects

[27] Vgl. *Lando* (1992), S. 55 sowie *Malinvaud* (1994), S. 15.

[28] *Tobin* (1980), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

and the value of his collateral, or greater willingness to assume risk .. than the lender regards as objectively and prudently justified«[29]. Im Fall steigender Einkommen konsumieren liquiditätsrestringierte Akteure mit großer Wahrscheinlichkeit eine zusätzliche Einkommenseinheit, während sie im Fall sinkenden Einkommens oder Vermögens ihren Konsum entsprechend einschränken. Insbesondere junge Familien, die Wohnraum und Mobiliar erwerben, noch bevor sie ein ausreichendes Einkommen beziehen, um diese Vermögensgegenstände sofort zu bezahlen, befinden sich in einer Schuldnerposition. Entstehen Restriktionen bei der Kreditaufnahme gegen zukünftiges Einkommen, dann unterliegen sie Liquiditätsbeschränkungen und besitzen eine hohe marginale Konsumneigung. Daneben fragen Unternehmen als Kreditnehmer im Rahmen ihrer Produktionstätigkeit typischerweise dauerhafte und nicht dauerhafte Produktionsgüter nach und haben eine starke Ausgabenneigung hinsichtlich physischer Produktionsmittel. Liquiditätsbeschränkte Schuldner besitzen aus vielen Gründen eine größere marginale Konsumneigung in bezug auf das laufende Einkommen oder in bezug auf das Vermögen als ihre nichtliquiditätsrestringierten Gläubiger. Im Zuge wachsender Unsicherheit des Schuldners hinsichtlich seines zukünftigen Einkommens führt drittens das precautionary saving-Motiv zu einer steigenden marginalen Ausgabenneigung in bezug auf das Einkommen oder das Vermögen. Eine intuitive Begründung für die steigende Ausgabenneigung der Konsumenten gibt Kimball: »[T]he reason income uncertainty might raise the slope of the neoclassical consumption function is that an extra dollar in an uncertain world not only loosens an agent's budget constraint, but also makes the agent feel less need for prudence in the allocation of his or her resources, thus encouraging extra consumption«[30].

b) Verlängerung des wirtschaftlichen Abschwungs

Für die Netto-Schuldner gilt gleichermaßen, daß die Schuldendienste einen höheren Anteil der Schuldnereinkommen beanspruchen, wenn die Wirtschaftssubjekte einen Rückgang der Inflationsrate und damit eine Verminderung des nominellen Sozialproduktes nur unzureichend antizipiert haben. Erhöhter Schuldendruck und drohende Zahlungsunfähigkeit führen in der Folge dazu, daß private Haushalte ihre Konsumausgaben und Unternehmen ihre Investitionsausgaben einschränken. Beispielsweise räumen Kapitalgesellschaften, deren Aktienvermögen sich verringert, der Wiederherstellung ihrer Finanzstruktur Vorrang gegenüber Realinvestitionen ein.

---

[29] *Tobin* (1980), S. 10.

[30] *Kimball* (1990a), S. 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Kürzung oder völlige Beseitigung der Gewinnausschüttungen an die Aktionäre schließt sie zudem von einem weiteren Zugang zu Krediten aus. Das Absinken des realen Marktwertes ihrer Aktienbestände, hervorgerufen durch die größeren Kreditbelastungen, übersteigt bei weitem die Gewinne der Kreditgeber.[31]

Um ihre Zahlungsverpflichtungen termingerecht zu erfüllen, bleibt den Wirtschaftssubjekten oft nur die Veräußerung ihrer Vermögensbestände übrig. Diese sogenannten Notverkäufe üben einen deflationären Effekt auf die Preise der Vermögensobjekte aus und sind mit weiteren depressiven Konsequenzen verbunden. Bieten Schuldner, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind, ihre Vermögensobjekte zu unerwartet niedrigen Preisen an, wenden zahlungsfähige Wirtschaftssubjekte ihre finanziellen Mittel zum Kauf dieser Vermögensobjekte auf und schränken gegebenenfalls ihre laufenden Ausgaben ein. Neben diesem direkten Einfluß auf die effektive Nachfrage entsteht ein zusätzlicher indirekter Einfluß auf die Zinssätze. Wenn die Preise der Vermögensgüter, beispielsweise der Aktien oder Immobilien sinken, dann ist dies gleichbedeutend mit einem Steigen der Zinssätze. Dies verhindert einerseits eine Finanzierung neuer Investitionen durch die Emittierung von Aktien und andererseits eine erneute Kreditaufnahme mit den Vermögensgütern als Sicherheit. Steigende Zinssätze und sinkende Preise für Vermögensgüter senken die Rentabilität der Investition in Sachvermögen. Insbesondere bei Vermögensobjekten besteht die Möglichkeit, die Anschaffung und die Produktion auf einen unbestimmten späteren Zeitpunkt zu verschieben, so daß die gegenwärtige wirtschaftliche Aktivität weiter abnimmt.

Bevor wir uns ein abschließendes Urteil über die depressiven Wirkungen einer Schulden-Deflation bilden können, müssen wir noch die Reaktionsweisen der Gläubiger untersuchen. Da die Gläubiger systematisch eine niedrigere marginale Konsumneigung in bezug auf das Einkommen und auf das Vermögen besitzen als die Schuldner, weiten erstere ihre Ausgaben nicht im gleichen Umfang aus, wie letztere ihre Nachfrage eingeschränkt haben. Vielmehr müssen wir davon ausgehen, daß die Gläubiger zumindest vorübergehend die aus dem Schuldendienst erhaltenen Zahlungen in liquider Form halten und weder neue Ausgaben tätigen noch weitere Kredite gewähren. Zusätzlich auftretende Konkurse und Zahlungsverzögerungen übertragen die finanziellen Schwierigkeiten der Schuldner auf ihre Gläubiger, indem sie die Zahlungsfähigkeit und Liquidität von einzelnen Kreditgebern und Kreditinstituten gefährden.

---

[31] Vgl. *Tobin* (1980), S. 11.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

c) Versuch einer empirischen Verifizierung

In einer empirischen Studie versucht Blanchard[32] die Gründe für die Rezession vom 1990–1991 in den Vereinigten Staaten herauszuarbeiten. Blanchard erklärt, daß der lang anhaltende Abschwung bei gleichzeitig negativen Wachstumsraten einzigartig in der Geschichte sei. Im Unterschied zu bisherigen Rezessionen, so Blanchard, bestehe kein alleinig ausschlaggebender Grund für den Verlauf d es Abschwungs. Daher stelle die Vektorautoregressionsanalyse, die a priori keine Einteilung in endogene und exogene Variablen vornimmt, das geeignete Analysemittel dar. Wir beschränken uns hier auf die Darstellung seiner Ergebnisse und vernachlässigen die weiteren technischen Details.[33]

Blanchard identifiziert starke negative Konsumschocks als verantwortlich für die Persistenz und die Schwere der Rezession. Konsumschocks entfalten eine lang anhaltende Wirkung und beeinträchtigen die Erholung der wirtschaftlichen Aktivität. Da die Methode der Vektorautoregression a-theoretisch ist und die In- oder Exklusion bestimmter Variablen keine wesentliche Rolle bei der Identifikation des Modells spielt, läßt sein Verfahren allerdings keine Rückschlüsse auf die Gründe für das Auftreten der Konsumschocks zu. »The purpose of the paper is to look at the data, putting just enough economic structure on the econometrics to pinpoint, if not the deep, at least the proximate cause of the recession.«[34] So nennt Blanchard im Anschluß an die Vektorautoregression auch einerseits die »Vorraussicht«, wonach Konsumenten zukünftige Einkommensveränderungen in ihren heutigen Konsumausgaben antizipieren und andererseits »animal spirits« als mögliche Gründe der Konsumschocks. Unter letzterem subsumiert er wachsende Besonnenheit, Veränderungen intertemporaler Präferenzen sowie Paniken und Überschuldung.

Wir können also festhalten, daß Redistributionen und damit verbundene Zahlungsschwierigkeiten zu Minderausgaben führen und den Tiefstand der ökonomischen Aktivität intensivieren und verbreitern. Allerdings kann das Verfahren der Vektorautoregression, das erklärtermaßen ökonomische Zusammenhänge ausspart, das Ausmaß der Konsumschocks nicht quantifizieren. Als Instrument zur Erstellung wirtschaftspolitischer Empfehlungen erweist es sich daher als ungeeignet.

---

[32] Vgl. *Blanchard* (1993), S. 270 ff.

[33] Eine ausführliche Darstellung der Vektor Autoregression findet sich in *Hamilton* (1994), S. 291 ff.

[34] *Blanchard* (1993), S. 270.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Vermögen und Konsum

In Ansehung der Kenntnis, daß sich das Verhältnis von Vermögen zu Schulden auch auf das Verhältnis von Vermögen zum Konsum niederschlägt, erscheint eine eingehende Darstellung der Zusammenhänge angezeigt. Ein wichtiger Aspekt der Konsumgüternachfrage bezieht sich auf eine ihrer Bestimmungsgrößen: das Realeinkommen. Die uns hier interessierende Frage ist, ob sich die Konsumgüternachfrage in der Schulden-Deflation nach der in der jeweiligen Konjunkturphase registrierten Einkommenshöhe richtet oder nach dem durchschnittlich erwarteten Einkommen während eines bestimmten Zeitraumes, also hier während des konjunkturellen Zeitablaufs.

1. Vermögen als Bestandteil des Einkommens

In der Diskussion um die Wahl des Einkommenskonzeption für die Konsumfunktion konkurrieren im wesentlichen zwei Ansätze miteinander: der Ansatz von Keynes[35] und die von Milton Friedman vorgeschlagene Hypothese des permanenten Einkommens[36]. Eine dritte Konzeption, die von Modigliani in Zusammenarbeit mit Brumberg und Ando entwickelte Lebenszyklushypothese[37] beziehen wir nicht in unsere Betrachtungen mit ein, da sie wegen ihrer restriktiven Annahmen nicht zur Erklärung der Schulden-Deflation beitragen kann.[38]

In der Vorstellung von Keynes werden die Konsumausgaben wesentlich aus dem laufenden Einkommen bestritten, wobei die marginale Konsumquote regelmäßig kleiner als eins ist.[39]

Ansätze für weitere Untersuchungen bietet die Vorstellung, daß die privaten Haushalte ihren Konsum nicht nur am laufenden Einkommen, sondern auch an ihrem Vermögen und ihren Ressourcen ausrichten. Im Gegensatz zum laufenden Einkommen, das sich aus verschiedenen periodisch wiederkehrenden Einkünften zusammensetzt, stellt das Vermögen einen Bestand an Gütern dar, die nicht notwendigerweise Einkünfte erbringen. Während

---

[35] Vgl. *Keynes* (1936), S. 90 ff.

[36] Vgl. *M. Friedman* (1957), S. 1 ff.

[37] Vgl. *Ando* und *Modigliani* (1963), S. 55 ff. und *Modigliani* (1986), S. 297 ff.

[38] Vgl. *Evans* und *Pesaran* (1984), S. 238 f.

[39] Keynes erhob diesen Sachverhalt, daß die marginale Konsumquote zwar positiv aber kleiner als eins ist zum »fundamental psychologischen Gesetz«. (Vgl. *Keynes* (1936), S. 96.)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die laufenden Einkommen also Leistungseinkommen aus dem Produktionsprozeß einer bestimmten Periode darstellen, leisten Vermögensobjekte in der Regel keinen produktiven Beitrag zum Sozialprodukt.

Bekanntlich vertritt Friedman eine solche vermögenstheoretisch orientierte Einkommenskonzeption, die sowohl das Einkommen als auch Änderungen des Vermögenswertes in der Einkommensentstehungsperiode einschließt. Dabei legt er seiner Einkommenskonzeption folgenden Leitgedanken zugrunde: »the income ... is not income as measured by the national accounts but income as conceived of as the net return on a stock of wealth«[40]. Angelehnt an die Hickssche Definition des Einkommens[41] führt Friedman weiter aus: »On the theoretical level, income is generally defined as the amount a consumer unit would consume (or believes that it would) while maintaining its wealth intact«[42].

Für Friedman bildet das permanente Einkommen und nicht das tatsächlich beobachtete Periodeneinkommen die Einkommensbasis der Konsumentscheidung. Die eigentliche Begründung des permanenten Einkommens als relevante Einkommensvariable geht auf die Portfolioanalyse zurück. Es berechnet sich wie folgt: Zunächst ist der Gegenwartswert aller zukünftigen Einkommen zu bestimmen. Wird zum Beispiel die gesamte Lebenszeit als relevanter Zeithorizont für den Konsumenten unterstellt, beinhalten die zukünftigen Einkommen den Einkommensstrom der Modiglianischen Lebenszyklus-Hypothese. Dieser Gegenwartswert der zukünftigen Einkommen stellt das Vermögen des Konsumenten dar, W, das sich aus menschlichem H und nicht-menschlichem Vermögen V zusammensetzt, $W = H + V$. Das permanente Einkommen Y_p ist nun gleich dem »Zinseinkommen« aus dem gesamten Vermögensbestand: $Y_p = r \cdot W$, wobei r die Ertragsrate aus menschlichem und nicht-menschlichem Vermögen darstellt. Praktisch – und vor allem in Hinblick auf empirische Untersuchungen – errechnet sich das permanente Einkommen als gewogenes Mittel vergangener Einkommen.[43]

Bezüglich unserer Fragestellung ist es interessant festzustellen, daß das Einkommenskonzept Friedmans mit dem Einkommenskonzept von Fisher in einem Punkt übereinstimmt: Auch Fisher betrachtet das Einkommmen als eine abgeleitete, durch die gesamten menschlichen und nicht-

---

[40] *M. Friedman* (1956), S. 10.

[41] Hicks definiert »a man's income as the maximum value which he can consume during a week, and still expect to be as well off at the end of the week as he was at the beginning« (*Hicks* (1946), S. 172).

[42] *M. Friedman* (1956), S. 10.

[43] Vgl. *Claassen* (1980), S. 201.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

menschlichen Ressourcen und den Zinssatz bestimmte Größe[44]. Er spricht ebenfalls von der Möglichkeit, das Einkommen als einen »Fluß von psychischen Befriedigungen«[45] aufzufassen, worin dann nicht nur das pekuniäre, sondern auch das nichtpekuniäre Einkommen enthalten wäre. Schließlich konzentriert sich Fisher doch auf das Geldeinkommen, da er die Schwierigkeiten bei der Messung dieses psychischen Einkommens für unlösbar hält.

Der Vorteil der Einkommenskonzeption von Friedman gegenüber der von Keynes liegt darin, daß sowohl das laufende Einkommen als auch die Wertänderungen des Vermögensbestandes berücksichtigt werden und der Einfluß der Deflation gleichzeitig auf die Einkommens- und die Vermögensverteilung analysiert werden kann.

Gegen die Inklusion der Wertänderungen am Vermögensbestand[46] als Bestandteil des Einkommens[47] wird vorgebracht, daß einige der Wertänderungen der Vermögensbestände rein transitorisch sind, während andere einen gewissen Grad an Beständigkeit aufweisen. Doch dieser Grad an Beständigkeit variiert von Fall zu Fall, und die Klassifikation von Wertänderungen der Vermögensbestände nach ihrer Beständigkeit ist alles andere als ein objektives Vorgehen.

Ein weiterer Grund dafür, daß reine Scheingewinne bzw. -verluste (Windfalls) nicht zum Einkommen gezählt werden, liegt darin, daß diese Buchgewinne bzw. -verluste oft nicht realisiert werden. Trotzdem besteht einige empirische Evidenz, daß die marginale Konsumneigung aus diesen »windfalls« größer als null ist.[48] Auch Keynes räumt ein, daß »[t]he consumption of the wealth-owning class may be extremely susceptible to unforseen changes in the money-value of its wealth«[49]. Diese »windfall-changes«, so Keynes weiter, »should be classified amongst the major factors capable

---

[44] Vgl. *Fisher* (1932b), S. 331 f.

[45] *Fisher* (1932b), S. 435.

[46] Der Begriff »Wertänderungen am Vermögensbestand« steht für den englischen Begriff »capital gains and capital losses«.

[47] Für die Vereinigten Staaten stellt Bhatia fest: »Most time-series studies of the aggregate consumption function in the United States have relied on the official estimates of income and saving which do not include capital gains; consequently, capital gains have been generally ignored.« (*Bahatia* (1972), S. 866.)

[48] Vgl. *Bhatia* (1972), S. 866. Ferner stellt Bodkin fest, daß »the true ... value of the marginal propensity to consume out of windfall income is, in all likelihood, quite high« (*Bodkin* (1959), S. 613).

[49] *Keynes* (1936), S. 92 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

of causing short-period changes in the propensity to consume«[50]. Zudem fungieren in der Realität Vermögensobjekte oft als Kreditsicherheiten und müssen nicht erst realisiert werden, um nachfragewirksam zu werden. Vor dem Hintergrund der Wertsteigerungen der Vermögensbestände eröffnet beispielsweise das sogenannte »housing equity withdrawal«, auf das wir im folgenden noch zu sprechen kommen, den Konsumenten eine Gelegenheit, diese Scheingewinne nachfragewirksam werden zu lassen. Treten hingegen Wertverluste am Vermögensbestand auf, erhöhen die Wirtschaftssubjekte ihre Ersparnisse aus dem laufenden Einkommen der Periode und schränken ihre Konsumausgaben ein.

Ein Problem der Friedmanschen Einkommenskonzeption besteht nun darin, daß der Wert des Vermögensbestandes und seine Wertänderungen zu jedem Zeitpunkt bestimmt werden müssen. Nun vermitteln die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung und die Volkswirtschaftliche Vermögensrechnung zumindest theoretisch den Eindruck, daß Wertänderungen am Vermögensbestand empirisch genau zu bestimmen seien. Bei genauerer Betrachtung der zugrundeliegenden Erhebungsvorschriften sehen wir allerdings, daß die Unterscheidung zwischen Einkommen und Wertänderung des Vermögensbestandes genauso konventioneller Art ist, wie die Bestimmung des Vermögens selbst.[51] Es hängt genau von diesen Konventionen ab, ob sich wichtige ökonomische Fragen zum Vermögen und Konsum stellen oder nicht. Wenn aber eine Bewertung des Vermögens nicht immer eindeutig und zu jedem Zeitpunkt möglich ist (siehe Kapitel I) und daher keine statistischen Daten für die Einkommenskonzeption von Friedman zur Verfügung stehen, müssen die deflationsbedingten Änderungen des Wertes verschiedener Vermögensgegenstände, wie beispielsweise der Immobilien, jeweils gesondert betrachtet werden und die Einkommenskonzeption ist in dieser Form nicht durchgängig anwendbar.

In der Realität schränkt die Situation auf den Vermögensmärkten und insbesondere auf den Immobilienmärkten die Kreditaufnahme während einer Schulden-Deflation ein. Zu jedem Zeitpunkt gibt es liquiditätsrestringierte und nichtliquiditätsrestringierte Konsumenten. Der Hypothese des permanenten Einkommens liegt die Vorstellung zugrunde, daß die privaten Haushalte keinen Liquiditätsbeschränkungen unterliegen. Wenn aber ein nennenswerter Teil der Haushalte am Kreditmarkt rationiert ist, gewinnt

---

[50] *Keynes* (1936), S. 93.
Diesen Zusammenhang bestätigen empirische Untersuchungen von Pesaran und Evans für das Vereinigte Königreich. Für den Zeitraum von 1953–1981 gelangen sie zu dem Ergebnis, daß ein »signifikanter« Einfluß der Wertänderungen des Vermögensbestandes auf die Sparquote besteht (vgl. *Evans / Pesaran* (1984), S. 237 ff.).

[51] Vgl. *Malinvaud* (1987), S. 296 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

das laufende Einkommen als eine der Bestimmungsgrößen der Konsumgüternachfrage wieder deutlich an Gewicht.

2. Die Auswirkungen des »housing equity withdrawal« auf die Konsumausgaben

Wir haben gesehen, daß die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben nicht ausschließlich aus dem persönlich verfügbaren Einkommen bestreiten und, daß das persönlich verfügbare Einkommen, wie es die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung ermittelt, weder dem tatsächlichen noch dem permanenten Einkommen entspricht. Wie setzt sich aber nun das Einkommen zusammen, das den Haushalten tatsächlich für Konsumausgaben zur Verfügung steht und welche Rolle spielt dabei das Immobilienvermögen?[52]

Ein maßgebliches Ereignis, das die Erforschung der besonderen Rolle des Immobilienvermögens auf das Konsumverhalten intensivierte, war der unvorhergesehene Anstieg der Konsumausgaben während der achtziger Jahre und der darauffolgende dramatische Konsumausfall. Dieses Phänomen, das besonders deutlich im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten auftrat, führte unter Ökonomen zu ernsthaften Zweifeln an der bisherigen Spezifikation der Konsumfunktion; die auf dieser Basis durchgeführten ökonometrischen Tests unterschätzten das Wachstum der Konsumausgaben in der Mitte der achtziger Jahre um zwei bis drei Prozentpunkte.[53] Vor diesem Hintergrund erklärt sich das verstärkte Interesse, das Immobilienvermögen als eine weitere Erklärende zur Bestimmung der Konsumausgaben hinzuzufügen.[54] Ausgehend von diesen Beobachtungen, beschäftigen wir uns im folgenden mit der Frage, wie Vermögenswertsteigerungen, die aus Bestandsumbewertungen resultieren, in verfügbares Einkommen überführt werden können.

Für Immobilienwertsteigerungen eröffnet das Phänomen des sogenannten »housing equity withdrawal«[55] die Möglichkeit, Bestände in Ströme umzuwandeln. Im Zuge einer Immobilientransaktion entnehmen die Haushalte Teile ihres Immobilieneigentums, indem sie das Immobilienvermögen in gewünschter Höhe kapitalisieren und so ihr verfügbares Einkommen um diesen Betrag vergrößern. Im Kontext einer aggregierten Konsumfunktion

[52] Einen ausführlichen Überblick gibt *Miles* (1994).

[53] Vgl. *Carruth / Henley* (1990a), S. 211 ff.

[54] Vgl. *Carruth / Henley* (1987), S. 429.

[55] In die deutsche Sprache übersetzt, beschreibt »housing equity withdrawal« eine Entnahme von Wohnvermögen. Im folgenden behalten wir den englischen Ausdruck bei.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wird das Konzept des housing equity withdrawal sinnvollerweise mit der Frage nach der zu wählenden Einkommenskonzeption verknüpft.

Grundsätzlich unterscheiden wir vier Möglichkeiten des housing equity withdrawal:[56]

1. Wirtschaftssubjekte treten als letzte Verkäufer einer Immobilie auf, d.h. sie investieren nach erfolgreichem Geschäftsabschluß nicht wieder in den Immobilienmarkt. Der gesamte Verkaufserlös geht ihnen dann als Einkommen zu.
2. Haushalte erwerben ein Wohnhaus, dessen Kaufpreis geringer als der Verkaufspreis des alten Hauses ist, und realisieren die Differenz zwischen dem erzielten Verkaufspreis des alten Wohnhauses und dem geleisteten Kaufpreis für das neue Haus.
3. Bei einem Umzug in ein neues Wohnhaus nehmen Haushalte einen Kredit auf, der größer als die Differenz zwischen dem Wert des alten Hauses und dem Kaufpreis des neuen Hauses ist. In welcher Höhe die Differenz tatsächlich zusätzliches Einkommen für den Haushalt bedeutet, hängt nicht zuletzt davon ab, ob und zu welchen Konditionen er erneut in den Immobilienmarkt investiert.
4. Haushalte nehmen eine neue oder zweite Hypothek auf ihre Immobilie auf.

In allen vier Fällen verfügen die Haushalte nunmehr über zusätzliches Einkommen, das sie beispielsweise dem Kauf von Konsumgütern, insbesondere langlebigen Konsumgütern, widmen können. Während die ersten drei Möglichkeiten des housing equity withdrawal an Transanktionen auf dem Immobilienmarkt gebunden sind, steht die vierte Gelegenheit zum housing equity withdrawal in keinem direkten Zusammenhang zur Aktivität auf dem Immobilienmarkt. Da sie jedoch sowohl von Immobilienpreisen als auch von Hypothekenzinssätzen abhängt, ist sie dennoch indirekt mit dem Umsatz auf dem Immobilienmarkt verbunden.

Damit gelangen wir an einen, für das Verständnis des housing equity withdrawal, grundlegenden Punkt: zwischen dem Vorgang der Kapitalisierung von Vermögenszuwächsen eines einzelnen Haushaltes und einer gesamten Volkswirtschaft besteht ein wesentlicher Unterschied. Für das einzelne Wirtschaftssubjekt bedeutet housing equity withdrawal zunächst eine Umschichtung seines Portfolios und eine Erhöhung seines verfügbaren Einkommens. Da die Immobilienpreisentwicklungen hohe pekuniäre Er-

[56] Vgl. *Lee / Robinson* (1990), S. 40.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

träge versprechen, kapitalisieren Haushalte ihr Immobilienvermögen nur, wenn sie es einer anderen Verwendung zuführen wollen, also beispielsweise Ausgaben für Konsumgüter planen. Das heißt, daß housing equity withdrawal nicht per se Entsparen bedeutet, aber eine entscheidende Möglichkeit dazu bietet. Gesamtwirtschaftlich gesehen hebt sich der Effekt des housing equity withdrawal nicht notwendigerweise gegenseitig auf, obwohl jedem Verkäufer natürlich auch ein Käufer gegenüber steht. Tritt beispielsweise ein Wirtschaftssubjekt aus dem Ausland als Käufer einer Immobilie auf, fließt der Kaufpreis in voller Höhe dem Inland als Einkommen zu, sofern sich das Vermögensobjekt zuvor in inländischem Besitz befand. Desweiteren erlauben vielfältige Finanzierungsformen, Vermögen auf die unter (4) beschriebene Art gesamtwirtschaftlich wirksam zu kapitalisieren, wobei die Höhe von den aktuellen Kreditkonditionen abhängig ist. Insbesondere wenn Hypothekarkredite, wie es beispielsweise im Vereinigten Königreich gebräuchlich ist, kurzfristig und revolvierend gewährt werden, spielen die historischen Zinssätze und damit die Zinsbelastung der privaten Haushalte eine große Rolle für das Konsumverhalten.

Wollen wir den Umfang des housing equity withdrawal abschätzen, müssen wir uns eine Kette von Immobilientransaktionen vorstellen, die den Erstkäufer mit dem letzten Verkäufer verbindet. An einem Ende der Kette steht ein Haushalt, der erstmalig als Käufer einer Immobilie auftritt. Investiert der Verkäufer des Wohnhauses nicht wieder in den Immobilienmarkt, handelt es sich um den letzten Verkäufer, und die Kette ist beendet. Erwirbt er aber wiederum eine Immobilie, erhält ein dritter Haushalt den Kaufpreis, der nun seinerseits vor einer Investitionsentscheidung steht.

Zusammenfassend läßt sich sagen: Die Anzahl der Gelegenheiten für housing equity withdrawal ist von der Umschlagshäufigkeit der Immobilien, d.h. von der Anzahl der Zwischenglieder einer solchen Immobilienkette, abhängig, während die Größenordnung mit dem Preis der Immobilien in Zusammenhang steht. Es ist unmittelbar einsichtig, daß Haushalte, die sich bei der Wahl ihres Hauses verkleinern, die eigentliche Quelle für Variationen des housing equity withdrawal darstellen.

3. Empirische Arbeiten zum Zusammenhang des »housing equity withdrawal« und der Konsumausgaben

Im makroökonomischen Kontext einer aggregierten Konsumfunktion ist das Konzept des housing equity withdrawal mit dem bereits geschilderten Problem der Bestimmung des Einkommens verbunden. Um einen Eindruck über die Größenordnung des housing equity withdrawal zu gewinnen, stel-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

len wir uns zunächst die Frage, wie hoch schätzungsweise das Einkommen war, das den Haushalten in den achtziger Jahren tatsächlich für Konsumausgaben zur Verfügung stand.

Dazu gehen wir von einer langfristigen Konsumfunktion aus, deren einzige Erklärende das langfristige Einkommen darstellt.

$$C_L = c \cdot Y_L \tag{E.6}$$

Gleichung (E.6) bringt zum Ausdruck, welcher Konsum verschiedenen alternativen Höhen des Einkommens entspricht, wenn die alternativen Einkommen in ihrer jeweiligen Höhe als über längere Perioden bestehende unveränderliche Größe angesehen werden, an die eine langfristige Anpassung des Konsums stattgefunden hat.[57] Ferner nehmen wir an, daß sich die Haushalte in ihrer Konsumneigung c_L langfristig an das Einkommen Y_L angepaßt haben. Das langfristige Einkommen übersetzt den Verlauf des permanenten Einkommens. Dabei kann »langfristig« mehrere Jahre oder sogar ein Jahrzehnt bedeuten, die jeweilige Länge der Periode hängt im einzelnen von der Fragestellung und der Dauer möglicher Anpassungsprozesse ab.

Ex post können wir für den langfristigen Konsum den durchschnittlichen Konsum über eine hinreichend lange Zeitperiode als eine Proxivariable heranziehen. Unter Kenntnis der langfristigen Konsumneigung, die wir ex post ebenfalls mit Hilfe der durchschnittlichen Konsumneigung beschreiben, berechnen wir entsprechend Gleichung (E.6) das langfristige Einkommen und vergleichen es mit dem aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung erhaltenen durchschnittlichen persönlich verfügbaren Einkommen des betrachteten Zeitraumes. Die Differenz zwischen dem errechneten und dem persönlich verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung stellt dann zusätzliches Einkommen dar, wie es beispielsweise durch housing equity withdrawal-Effekte entsteht.

Exemplarisch für das Vereinigte Königreich untersuchen wir für den Zeitraum 1985–1989 die Konsumausgaben bei Vorliegen von equity withdrawal. Für die durchschnittlichen Konsumausgaben im Zeitraum von 1985 bis 1989 erhalten wir einen Wert von $C_{85-89} = 1351{,}2$ Mrd. Pfund Sterling und für das durchschnittliche persönliche Einkommen der gleichen Periode einen Wert von $Y_{85-89} = 1462{,}9$ Mrd. Pfund Sterling.[58] Berechnen wir als Proxivariable für die Konsumquote c_L die durchschnittliche Konsumquote

[57] Vgl. *Schneider* (1973), S. 130.

[58] Die Daten stützen sich auf die Angaben des Central Statistical Offices des Vereinigten Königreiches.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

des Zeitraumes von 1974–1994, das entspricht ungefähr zwei Konjunkturzyklen, so erhalten wir den Wert $c_L = 0,902$.

Aus diesen Größen können wir nun das tatsächliche Einkommen bestimmen, das für die Jahre 1985–1989 durchschnittlich bei 299,6 Mrd. Pfund Sterling lag. Die Differenz zwischen dem gemessenen und dem berechneten Einkommen liegt bei 7,02 Mrd. Pfund Sterling pro Jahr. Wir können also sagen, daß den privaten Haushalten jährlich durchschnittlich 7,02 Mrd. Pfund Sterling mehr zur Verfügung standen, als die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung in der Größe des persönlich verfügbaren Einkommens ausgewiesen hat.

Betrachten wir das Jahr 1988 genauer, in dem die stärksten Preissteigerungen auf den Immobilienmärkten auftraten. Nach Angaben des Central Statistical Office lag der tatsächliche Konsum bei 299,4 Mrd. Pfund Sterling und das persönlich verfügbare Einkommen bei 317,4 Mrd. Pfund Sterling. Ziehen wir erneut die durchschnittliche Konsumquote über die Jahre 1974–1994 heran, so erhalten wir entsprechend obigen Überlegungen ein Einkommen von 331,93 Mrd. Pfund Sterling. Die Differenz zum persönlich verfügbaren Einkommen liegt bei 14,5 Mrd. Pfund Sterling.

Diese einfache Abschätzung liefert uns einen ersten groben Anhaltspunkt über die Größenordnung des Phänomens. Sie berücksichtigt allerdings weder explizit die Gründe einer Abweichung des langfristigen Einkommens vom gemessenen persönlich verfügbaren Einkommen noch gibt sie Aufschluß über die Mittelherkunft.

Als nächstes wenden wir uns daher differenzierteren Methoden zu. Allerdings liegen nur wenige empirische Arbeiten vor, die die Größenordnung des housing equity withdrawal bis auf die disaggregierte Ebene der Haushalte untersuchen. Vor diesem gedanklichen Hintergrund entwickeln Carruth und Henley[59] ein Maß, daß ex post die Effekte des housing equity withdrawal bei der Bestimmung des Einkommens der privaten Haushalte berücksichtigt. Sie nennen dieses Einkommen das »angepaßte Einkommen«, das sie deutlich zum persönlich verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung abgrenzen. Dabei kommt dem Immobilienmarkt insofern eine besondere Rolle zu, als daß er den privaten Haushalten einen zusätzlichen Freiheitsgrad bei der Wahl ihres Einkommens beschert. In Perioden erhöhter wirtschaftlicher Aktivität sehen sich die Haushalte in die Lage versetzt, ihr perönlich verfügbares Einkommen an ihr gewünschtes Einkommen anzupassen, indem sie housing equity withdrawal-Effekte realisieren.

---

[59] Vgl. *Carruth / Henley* (1990b), S. 31 ff. und *Carruth / Henley* (1990a), S. 211 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Diese Vorstellungen setzen Carruth und Henley in einem asymmetrischen Modellierungansatz um, der den Umfang des housing equity withdrawal im Aufschwung als einen festen Anteil δ am liquiden Immobilienvermögen der Haushalte beschreibt und im Abschwung bei geringen Umsätzen auf den Immobilienmärkten vollständig aussetzt.

$$HEW = \delta TW_h$$

Der Effekt des housing equity withdrawal HEW ergibt sich als eine feste Proportion T des Umsatzes auf dem Immobilienmarkt, der wiederum von den erzielten Preisen und der Anzahl der getätigten Umschläge abhängt. W_h bezeichnet den Wert des Immobilienvermögens der privaten Haushalte.

Carruth und Henley erweitern die Spezifikation einer aggregierten Konsumfunktion von Hendry und von Ungern-Sternberg[60] um die Einkommenskomponente des housing equity withdrawal.

$$Y^* = Y - \beta \dot{p} W + \delta TW_h$$

In dieser Notation entspricht Y^* dem angepaßten Einkommen der privaten Haushalte und Y dem persönlich verfügbaren Einkommen. Der mittlere Term beschreibt den Anpassungsvorgang an die inflationsbedingte Abwertung des Finanz- und Sachvermögens der Haushalte, worauf wir aber nicht näher eingehen.

Angelehnt an die Vorgehensweise von Hendry und von Ungern-Sternberg schätzen Carruth und Henley die Spezifikation ihrer aggregierten Konsumfunktion mit der Methode der Verallgemeinerten Kleinsten Quadrate. Die Schätzwerte für die Parameter δ und β erhalten sie mit Hilfe eines nichtlinearen Maximum-Likelihood-Schätzverfahrens. Für den Zeitraum 1971–1986 geben sie den Umfang des housing equity withdrawal im Vereinigten Königreich mit neun Prozent des Wertes der gehandelten Wohnimmobilien an. Unter Berücksichtigung der Boomjahre 1986 bis 1988, in denen die Preise der Wohnimmobilien stark anstiegen, erhöhte sich nach ihren Schätzungen die Rate des housing equity withdrawal ab 1971 sogar jährlich auf durchschnittlich zwölf Prozent. Das bedeutet, daß allein 1988 den privaten Haushalten ungefähr 14 Mrd. Pfund Sterling über den Betrag des persönlich verfügbaren Einkommens hinaus zur Verfügung standen. Dieser Wert entspricht dem Ergebnis unserer obigen Abschätzung und stellt etwa zwölf Prozent des Gesamtvolumen der gehandelten Wohnimmobilien im Wert von 115 Mrd. Pfund Sterling im Jahr 1988 dar. Insgesamt stiegen im Vereinigten Königreich die Konsumausgaben im Jahr 1988 um sieben Prozent, wovon nach Schätzungen von Carruth und Henley ungefähr vier

[60] Vgl. *Hendry / von Ungern-Sternberg* (1981), S. 193 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Prozentpunkte auf Konsumausgaben aus zusätzlichem Einkommen durch housing equity withdrawal entfielen.

Während die Analyse von Carruth gute statistische Ergebnisse für den Effekt des housing equity withdrawal im Aufschwung bietet, können keine vergleichbaren Aussagen für den Abschwung getroffen werden. Der Prozeß des housing equity withdrawal verhält sich nicht symmetrisch in Aufschwüngen und Abschwüngen des Immobilienmarktes.

IV. Die Bedeutung des Kredites für die Schulden-Deflation

Wenn wir in unseren bisherigen Ausführungen über Schuldverhältnisse gesprochen haben, so bestanden diese nicht selten in Form von Kreditbeziehungen. Um diese, für die Schulden-Deflation charakteristischen Zusammenhänge besser zu verstehen, müssen wir etwas genauer auf die Rolle des Kredits, insbesondere des Bankkredits, eingehen.

1. Die Besonderheiten des Kreditmarktes

Ist der Kreditmarkt ein Markt wie ein Gütermarkt? Welche Erklärungsansätze kann die Wirtschaftswissenschaft für das empirische Phänomen der Schulden–Deflation bieten, wenn der Kreditmarkt wie ein Gütermarkt behandelt wird – oder bedarf es einer anderen Möglichkeit diesen Markt zu analysieren? Bereits Jaffee und Stiglitz[61] geben eine Antwort auf diese Frage, indem sie zunächst auf die Besonderheiten des Kreditmarktes im Unterschied zu Standard-Gütermärkten hinweisen. Auf Gütermärkten, auf die sich das Interesse der klassischen Wettbewerbstheorie konzentriert, handeln erstens zahlreiche Wirtschaftssubjekte mit einem *homogenen* Gut und stellen zweitens Zahlung und Lieferung dieses Gutes einen Marktvorgang dar, erfolgen also *simultan*.

Auf dem Kreditmarkt, der einen weder örtlich noch zeitlich begrenzten Markt darstellt, werden kurz- und langfristige Forderungen sowie Kapitalrechte gehandelt, die das Pendant zu den Schuldtiteln bilden.[62] Im Unterschied zu den Gütermarkttransaktionen läßt sich der Kredit nicht vollständig über eine Mengen- und eine Preiskomponente charakterisieren. Dies folgt unter anderem daraus, daß er das *Versprechen* eines Wirtschaftssubjektes enthält, seinen zukünftigen Schuldverpflichtungen ordnungs- und

[61] Vgl. *Jaffee / Stiglitz* (1990), S. 838.

[62] Vgl. *B. Friedman* (1987), S. 320 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

termingerecht nachzukommen. Die vorläufige Hinnahme einer Forderung an Stelle der sofortigen Zahlungsleistung setzt Vertrauen des Gläubigers in die Zahlungswilligkeit und Zahlungsfähigkeit des Schuldners voraus. Die Erfüllung dieses Versprechens ist natürlicherweise unsicher, da der Fälligkeitstermin der Zahlung in der Zukunft liegt und daher von der Zahlungsbereitschaft des jeweiligen Schuldners zu einem späteren Zeitpunkt abhängt. Verschuldung ist also nicht dem Erwerb eines Gutes oder einer Dienstleistung gleichzusetzen, bei dem Preise allein die Nachfrage und das Angebot zum Ausgleich bringen. »Schuld« ist eben kein Gut wie jedes andere und der Zins ist nicht der »Preis«, der das Kreditangebot und die Kreditnachfrage zur Übereinstimmung bringt.

Die Unsicherheit ist das charakteristische Merkmal des Kreditmarktes, die von asymmetrischen Informationen, unvollständigen Verträgen und der Entstehung von Kosten bei Konkurs des Schuldners begleitet ist. Zur Minimierung der Unsicherheit und der Transaktionskosten als auch zur Vermeidung unvollständiger Verträge kommt der Ausgestaltung der Schuldkontrakte besondere Bedeutung zu. Die Schuldverträge legen beispielsweise die Höhe des gewünschten Kredits, die Vereinbarung fixer oder variabler Zinssätze, die Laufzeit des Kredits, die Rückzahlungstermine und die Forderung von Sicherheiten fest.[63]

Da der vereinbarte Zahlungsmodus und die entsprechenden Finanzierungsmöglichkeiten eng mit den Finanzinstitutionen verbunden sind, determinieren sowohl die bestehenden Finanzstrukturen als auch das Verhalten der Finanzinstitute im Zeitablauf die wirtschaftliche Entwicklung einer Volkswirtschaft, die wiederum Einfluß auf das Finanzgebahren nimmt.

2. Bedeutung des Bankkredits

In ihrer Eigenschaft als Kreditvermittler und »Schöpfer« von Forderungstiteln monetärer und nichtmonetärer Art[64] kommt den Banken als Akteuren auf dem Kreditmarkt besondere Aufmerksamkeit zu. Bereits Keynes weist darauf hin, daß »eine moderne Bank zwei getrennte Arten von Diensten [erfüllt]. Sie liefert einen Ersatz für das Staatsgeld ... [und] sie wird auch in bezug auf eine besondere Art des Kreditgeschäfts als Vermittler tätig...«[65]. Ferner kommt den Banken als Akteuren auf dem Kreditmarkt besondere Aufmerksamkeit zu. Nach Keynes ist entscheidend,

---

[63] Vgl. *Davis* (1995), S. 5 und *Jaffee / Stiglitz* (1990), S. 839 f.

[64] Vgl. *Gurley / Shaw* (1960), S. 46–53, 123–125 und 195–197.

[65] *Keynes* (1930), S. 213; deutsche Übersetzung S. 470 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

daß der Übergang von einer niedrigeren zu einer höheren wirtschaftlichen Aktivität eine erhöhte Nachfrage nach liquiden Mitteln beinhaltet und nicht eine höhere Ersparnis verlangt.

> »the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax, the growing congestion of the short-term loan market or of the new issue market ... will inhibit the improvement ... the investment market can become congested through a shortage of cash.«[66]

Während eine expansive Kreditvergabe seitens der Banken das Wachstum der Volkswirtschaft im Aufschwung fördert, verstärkt eine restriktive Handhabung der Kreditvergabe bei gleichzeitig sinkendem Wert der Kreditsicherheiten den wirtschaftlichen Abschwung. Unbestritten ist, daß die Kreditgewährung selbst noch keine produktive Handlung darstellt. Stattdessen ermöglicht sie dem Unternehmer die Verfügung über Güter, und damit die Durchsetzung einer alternativen Verwendung dieser Güter. In diesem Sinne wirkt die Kreditgewährung allokationsverändernd in einer Volkswirtschaft.

Die theoretische Literatur über die Bedeutung der Banken und des Bankkredits für die aggregierte ökonomische Aktivität ist zu umfangreich, um sie an dieser Stelle zu behandeln. Gertler gelingt es in einem Übersichtsartikel die bisherigen theoretischen Ansätze zu diesem Sachverhalt zusammenzufassen und ihre wesentlichen Annahmen herauszuarbeiten.[67] Eine Überprüfung dieser Theorien im Lichte der Erfahrung bietet er allerdings nicht. Viele Fragen, die der theoretischen Analyse zugänglich sind, werden keiner empirischen Untersuchung unterzogen.

3. Die Existenz von Kreditrationierung

> »There is, that is to say, in Great Britain an habitual system of rationing in the attitude of banks to borrowers – the amount lent to any individual being governed not solely by the security and the rate of interest offered, but also by reference to the borrower's purposes and his standing with the bank as a valuable or influential client. Thus there is normally a fringe of unsatisfied borrowers who are not considered to have the first claims on a bank's favours, but to whom the bank would be quite ready to lend if it were to find itself in a position to lend more.«[68]

---

[66] *Keynes* (1937), S. 668.

[67] Vgl. *Gertler* (1988), S. 559 ff.

[68] *Keynes* (1930), S. 365.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Keynes vertiefte seine Untersuchungen zur Rationierung auf dem Kreditmarkt nicht weiter. Auch erfuhr der Aspekt unvollkommener und asymmetrischer Information in den Arbeiten der fünfziger Jahren zur »availibility doctrine«[69] nur geringe Aufmerksamkeit. Abgesehen von den Aufsätzen von Hodgman[70], gewann der Informationsaspekt erst in Folge der Akerlofschen[71] Analyse des Marktversagens aufgrund von Informationsasymmetrien wieder an Bedeutung. Neben der Arbeit von Jaffee und Russell[72] gelingt es insbesondere Stiglitz und Weiss[73], in ihrem Modell des Kreditmarktes mit möglicher Rationierung die zentrale Bedeutung asymmetrischer Informationen für die Kreditvergabe herauszuarbeiten.

Im Modell von Stiglitz und Weiss besitzen Banken nur unvollständige Informationen bezüglich ihrer potentiellen Kreditnehmer. Dadurch entsteht die Gefahr, daß die Höhe des Kreditzinssatzes einen negativen Einfluß auf die erwarteten Rückzahlungen eines gewährten Kredits ausübt. Der Grund hierfür liegt in den von Akerlof beschriebenen »adverse selection effects«, so daß bei steigenden Zinssätzen die Zahl der Unternehmen mit geringer Zahlungsfähigkeit unter den potentiellen Kreditnehmern steigt. Ein gewinnmaximierendes Verhalten der Banken kann daher zu Zinssätzen führen, die unter dem markträumenden Niveau liegen. Es entsteht eine sogenannte Kreditrationierung.

4. Die Informationsasymmetrie auf dem Kreditmarkt

Mikroökonomisch ist Kreditrationierung immer leicht zu erklären, wenn institutionelle Regelungen die Kreditzinsen auf einen nicht markträumenden Satz fixieren. Übersteigt die Nachfrage nach Krediten das zum gegebenen Zinssatz vorhandene Angebot, kommt es zu einer Rationierung der Nachfrage, ohne daß eine Anpassung des Zinssatzes erfolgt. Tritt dagegen nicht ein Kreditinstitut, sondern ein privates Wirtschaftssubjekt als Gläubiger auf, entsteht Kreditrationierung aufgrund des größeren Pessimismus und der geringeren Risikobereitschaft des Gläubigers im Vergleich zum Schuldner.[74]

---

[69] Vgl. *Scott* (1957), S. 42 ff.

[70] Vgl. *Hodgman* (1960), S. 258 ff. und *Hodgman* (1961), S. 257 ff.

[71] Vgl. *Akerlof* (1973), S. 488 ff.

[72] Vgl. *Jaffee / Russel* (1976), S. 651 ff.

[73] Vgl. *Stiglitz / Weiss* (1981), S. 393 ff.

[74] Vgl. *Tobin* (1980), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Auf makroökonomischer Ebene scheint es hingegen grundsätzlich unklar zu sein, in welchem Sinne wir überhaupt von einer Kreditbeschränkung sprechen können. Theoretisch gesehen gibt es zwar eine Obergrenze für die Kreditgewährung der Banken, sie ist bestimmt durch die gesetzliche Verpflichtung der Banken zur Reservehaltung, doch wird dieser Kreditrahmen praktisch nie vollständig ausgeschöpft. Tatsächlich gibt es nicht einen gesamtwirtschaftlichen Kreditmarkt, auf dem ein Ungleichgewicht zwischen Kreditnachfrage und -angebot besteht. Vielmehr müssen wir davon ausgehen, daß bei der Heterogenität der Gruppe der Unternehmer mehrere Kreditangebots- und Kreditnachfragefunktion nebeneinander bestehen und mehrere Gleichgewichte existieren. Wenn wir trotzdem makroökonomisch von einer Kreditrationierung sprechen, dann liegt diese Beschränkung im Verhalten der Banken begründet.

Um die zu beobachtende Rationierung von individuellen Kreditnachfragern zu erklären, werden oft asymmetrische Informationen zwischen Gläubigern und Schuldnern herangezogen. Das zentrale Argument der Kreditmärkte unter asymmetrischen Informationen lautet, daß die Ertragserwartung der Kreditgeber nicht allein vom festgelegten Zinssatz, sondern auch von der Zahlungsfähigkeit der Kreditnehmer abhängt. Tatsächlich kennen die Banken und andere Finanzintermediäre nicht mit Sicherheit die gegenwärtigen und zukünftigen Einkommen aller ihrer Kreditnehmer. Nun besteht das Problem der Bonitätsprüfung darin, daß alle verfügbaren Informationen die Vergangenheit beschreiben, während für die Kreditgewährung die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung entscheidend ist. Natürlich läßt sich diese nur schwer prognostizieren, zumal sie maßgeblich durch zukünftige Aktionen der Kreditnehmer beeinflußt wird. Daher hängt die erwartete Rendite aus einem Kreditvertrag nicht nur vom vereinbarten Kreditzinssatz ab, sondern auch vom dessen Ausfallrisiko. Daß dieses Risiko in einer Rezession hoch sein kann, zeigen unsere Ausführungen zur Insolvenz von Unternehmen auf Seite 62.

Wir unterscheiden zwischen drei verschiedenen Formen der Informationsasymmetrie:

1. Die Finanzinstitute besitzen Informationsdefizite hinsichtlich des Investitionsprojektes und der Bereitschaft des Kreditnehmers hohe Risiken bei den durch Kredit zu finanzierenden Projekten einzugehen.[75]

2. Die Gläubiger können nicht ohne Kosten feststellen, ob die Schuldner richtige Auskünfte über die tatsächliche Profitabilität des Investitionsprojekt geben. Daher können Zahlungsverpflichtungen nur bis zu einem bestimmten Grad erfolgsabhängig von der Berichterstattung des Schuldners gestaltet werden.[76]

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

3. Die Finanzinstitute können nicht per se diejenigen Schuldner erkennen, die betrügerischen Bankrott planen und begehen.[77]

Solange es einem Kreditgeber unmöglich ist, eine vollständige Differenzierung der Kreditnachfrager nach dem Kriterium der Zahlungsfähigkeit vorzunehmen, treten Effekte adverser Selektion und adverser Anreize auf.[78]

Den Effekt adverser Selektion können wir folgendermaßen erklären: Die vorhandenen potentiellen Kreditnehmer fragen je nach Höhe des Kreditzinssatzes einen Kredit nach oder auch nicht. Bei einem Anstieg des Kreditzinssatzes wird für die Kreditnehmer mit relativ sicheren Projekten der erwartete Nettoertrag ihrer Investition negativ, wogegen der erwartete Nettoertrag für Projekte mit höherem Risiko aufgrund der beschränkten Haftung und der damit verbundenen Übertragung des Risikos auf die Kreditgeber positiv bleiben kann. Ein steigender Zinssatz verändert die Zusammensetzung der Gruppe der Kreditantragsteller: Potentielle Schuldner, deren Investitionsprojekte zwar eine geringere Rendite aber eine hohe Rückzahlungswahrscheinlichkeit aufweisen scheiden zugunsten potentieller Schuldner aus, deren Investitionsprojekte ein hohes Risiko anhaftet. Entsprechend dieser Argumentation hängt die erwartete Rückzahlungswahrscheinlichkeit negativ vom Kreditzins ab.

Im Unterschied zu dieser beschriebenen Negativauslese in der Gruppe der Kreditnachfrager führt der Effekt der adversen Anreize zu einer Verhaltensänderung einzelner Unternehmen. Nehmen wir an, daß ein Unternehmen aus Projekten mit unterschiedlichen Risiken auswählen kann, wobei die Auswahl vom Kreditgeber nicht beeinflußt werden kann. Aufgrund der Möglichkeit der Risikoübertragung auf den Kreditgeber, kann eine Erhöhung des Kreditzinssatzes einen Anreiz für die Unternehmung bedeuten, im Sinne von Rothschild und Stiglitz[79] risikoreichere Investitionen zu tätigen.

Im Rahmen langfristiger Überlegungen kann es für Banken vorteilhafter sein, einen bestimmten Kundenkreis zu erhalten und zu pflegen, um so einen dauerhaften Gewinn und mehr Sicherheit zu erzielen, als durch ein übereiltes Heraufsetzen der Zinssätze kurzfristige Gewinnchancen auszunutzen und somit den verfügbaren Kredit nur an Kunden mit risikoreichen Investitionsobjekten zu gewähren.

---

[75] Vgl. *Stiglitz / Weiss* (1981), S. 393 ff.

[76] Vgl. *Townsend* (1979), S. 265 ff.

[77] Vgl. *Jaffee / Russel* (1976), S. 351

[78] Vgl. *Jaffee / Stiglitz* (1990) S. 855 ff.

[79] Vgl. *Rothschild / Stiglitz* (1970), S. 225 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Obwohl es eine recht umfangreiche theoretische Literatur zur Mikrotheorie der Kreditrationierung gibt, die sich seit einigen Jahren vor allem auf den Aspekt asymmetrischer Information stützt, liegen bisher nur wenige empirische Arbeiten vor.[80]

5. Die Auswirkung der Kreditrationierung auf die ökonomische Aktivität

Die dynamische Interaktion zwischen dem Kreditrahmen einzelner Kreditnehmer und den Preisen für Vermögensobjekte stellt einen wichtigen Transmissionsmechanismus zur Erklärung eines langanhaltenden wirtschaftlichen Abschwungs dar.[81] Zu jedem Zeitpunkt gibt es Unternehmen, die potentiellen Kreditrationierungen unterliegen. Dabei hängt das Vertrauen der Gläubiger in die Kreditwürdigkeit der Schuldner zum einen von ihren Einschätzungen hinsichtlich der Profitabilität des Investitionsprojektes und zum anderen von den Kreditsicherheiten der Schuldner ab. Erscheint ihnen die Zahlungsfähigkeit unsicher, verlangen Kreditinstitute von ihren Kunden eine Deckung des Kreditbetrages. Diesbezüglich unterscheidet Schumpeter zwei Fälle: »Entweder hat der Unternehmer irgendein Vermögen, das er der Bank verpfänden kann. Dieser Umstand wird es ihm in praxi gewiß sehr erleichtern, sich Kredit zu verschaffen ... Oder der Unternehmer verpfändet Güter, die er mit der ausgeliehenen Kaufsumme erwirbt.«[82] Im Firmenkundenbereich bieten sich als Kreditsicherheiten beispielsweise Grundpfandrechte, Bürgschaften von Kreditgarantiegemeinschaften, Sicherungsübereignungen von Anlagen oder Kraftfahrzeugen oder die Zession von Forderungen an.[83]

---

[80] In einem makroökonomischen Ansatz versucht Winker den Kreditmarkt in der Bundesrepublik Deutschland in den Jahren 1974 bis 1989 auf eine mögliche Kreditrationierung zu untersuchen. Er kommt zu dem Ergebnis, daß sich sowohl in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre als auch Mitte der achtziger Jahre eine Kreditrationierung im Umfang von jeweils 15% der gesamten Kreditmenge ergab (vgl. *Winker* (1994), S. 27 ff.).

[81] Vgl. *Kiyotaki / Moore* (1993), S. 1 ff.

[82] *Schumpeter* (1926), S. 146 f.

[83] Eine Untersuchung des Firmenkreditgeschäftes deutscher Banken ergab, daß 80 % der Kreditverträge und 70 % des Kreditvolumens bei kurz- und mittelfristigen Krediten besichert sind.

Kreditsicherheiten üben nicht nur Einfluß auf das Kreditvolumen, sondern auch auf den Kreditzinssatz aus. Von allen befragten deutschen Banken sehen 86 % eine positive Wirkung von Mobiliarsicherheiten auf das Kreditvolumen einzelner Schuldner und 60 % geben an, einen niedrigeren Zinssatz bei Vorlage von Sicherheiten zu gewähren. Die Bedeutung von Kreditsicherheiten für den Kreditspielraum zeigt sich besonders gut darin, daß Kreditrationierungen umgangen werden können. Aus einer Umfrage unter kleinen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Im Zuge der Kreditgewährung versuchen Banken, sich gegen unvorhergesehene Wertschwankungen abzusichern, indem sie keinen Kredit in voller Höhe der Kreditsicherheit gewähren: »they will only lend him money up to a certain proportion of the value of the asset which is the 'security' offered by the borrower to the lender«[84].

Was passiert nun, wenn der Ausgangszustand durch einen Anstieg der Zinssätze oder einen Rückgang der Gewinne erschüttert wird? Für liquiditätsbeschränkte Unternehmen verringert sich die Möglichkeit zur Innenfinanzierung neuer Investitionsprojekte durch einbehaltene Gewinne.[85] Ferner verhindern die Schwierigkeiten, die mit einem Rückgriff auf ausländische Finanzierungsquellen verbunden sind, Konventionen und Sicherheitsüberlegungen ausländischer Kreditanbieter, daß sich inländische Kreditnachfrager, die infolge der Kreditrationierung der inländischen Banken nicht befriedigt wurden, aus ausländischen Quellen finanzieren. Wenn ein nennenswerter Teil der Unternehmen am inländischen Kreditmarkt rationiert ist, dann nimmt in der Regel auch die Nachfrage nach Investitionsgütern ab. Dabei üben Investitionen eine dualistische Wirkung auf das Einkommen einerseits und die Produktionskapazität andererseits aus.

Darüber hinaus manifestiert sich ein mangelndes Vertrauen der Kreditgeber in die Kreditfähigkeit der Schuldner in fallenden Vermögenspreisen: »A collapse in the price of equities, which has had disastrous reactions on the marginal efficiency of capital, may have been due to the weakening either of speculative confidence or of the state of credit.«[86] Der Investor schränkt seine Investitionsausgaben ein, wenn die erwartete Rendite einer geplanten Investition in Vermögensobjekte unter dem Marktzinssatz liegt. Gleichzeitig erschüttern fallende Preise der Vermögensobjekte deren Wert als Kreditsicherheit und führen wegen zunehmender Liquiditätsbeschränkungen zu weiteren Einschränkungen in der Nachfrage nach Investitionsgütern. Dienen die Vermögensobjekte nicht nur zur Absicherung von Krediten, sondern gleichzeitig auch als Produktionsfaktoren, verstärkt sich der wirtschaftliche Abschwung zusätzlich.

---

und mittelständigen Unternehmen geht hervor, daß Kreditanträge bei 10 % der befragten Unternehmen abgelehnt wurden, was wiederum in 65 % der Fälle mit mangelnden Sicherheiten begründet wurde. (Vgl. K. Fischer, Hausbankbeziehungen als Instrumente der Bindung zwischen Banken und Unternehmen: Eine theoretische und empirische Analyse, Bonn 1990, S. 90 und 97.)

[84] *Keynes* (1972), S. 152.

[85] Einbehaltene Gewinne stellen die wichtigste Finanzierungsquelle für Unternehmen dar (vgl. *Mayer* (1990)).

[86] *Keynes* (1936), S. 158.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Prozeß wirkt kumulativ im Zeitablauf und überträgt finanzielle Schwierigkeiten liquiditätsbeschränkter Unternehmen auch auf die Unternehmen, die bisher keiner Kreditrestriktion unterlagen. Der Grund liegt in der Eigenschaft einer Deflation, den gesamten Vermögensbestand zu erfassen und dessen Liquiditätsgrad zu verringern. Versuchen die Unternehmen durch den Verkauf von Vermögensobjekten ihre Kreditwürdigkeit individuell aufrechtzuerhalten, ist das Ergebnis eine fortgesetzte Deflation und eine kollektive Verschlechterung der Liquiditätsverfassung der Wirtschaftssubjekte.

Während eine sinkende Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer hinreichend ist, eine Deflation herbeizuführen, leitet eine Lockerung des Kreditrahmens, beispielsweise durch Zinssenkungen, nicht notwendigerweise einen erneuten Aufschwung ein. Dazu bedarf es zusätzlich des erstarkten Vertrauens des Schuldners in die Profitabilität eines neuen Investitionsprojektes.[87] Erst wenn sich die Kreditwürdigkeit der Unternehmen erhöht und sich die Erwartungen hinsichtlich der Erträge auf Investitionen verbessern, ist die Grundlage für einen wiederbeginnenden Aufschwung geschaffen.

6. Die Kreditkontraktion im wirtschaftlichen Abschwung

Typischerweise wird die Kreditkontraktion als ein Merkmal jedes wirtschaftlichen Abschwungs in einer Volkswirtschaft mit einem entwickelten Bankensystem angesehen. Wie wir bereits auf Seite 1 gesehen haben, nutzte Haberler die Kontraktion des Kredits zur begrifflichen Bestimmung der Deflation. Eine eingehende Untersuchung dieses Definitionsansatzes gibt uns die Möglichkeit, die Zusammenhänge zwischen Kreditkontraktion und wirtschaftlichen Abschwung näher zu beleuchten.

Nach Lautenbach kann ein wachsendes oder ein kontrahierendes Kreditvolumen zweierlei Gründe besitzen: zum einen kann es das Ergebnis bestimmter realer Vorgänge im Wirtschaftsprozeß sein, zum anderen kann es das Resultat monetärer Vorgänge in der Kreditorganisation sein.[88]

Wenn bei Ausbruch einer Rezession Kreditknappheit im Sinne eines zu geringen Angebotes von Krediten auftritt, dann bezeugt dies keine Überschußnachfrage nach Sachvermögen, sondern es entsteht Kreditknappheit gerade wegen einer zu geringen Bereitschaft zu investieren. Wenn aber die Investitionsausgaben zurückgehen, und mit ihnen die Beschäftigung, nimmt folglich auch das Einkommen in den betroffenen Branchen und die

[87] Vgl. *Keynes* (1936), S. 158.

[88] Vgl. *Lautenbach* (1952), S. 80.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Konsumgüternachfrage der betroffenen Wirtschaftssubjekte ab. Auf der Seite der Produzenten kommt es zu Absatzeinbußen, die nun ihrerseits eine neue Nachfrage nach Krediten entstehen lassen: Die Unternehmen benötigen Durchhaltekredite, die von den Banken aber grundsätzlich abgelehnt, regelmäßig sogar mit der Forderung beantwortet werden, die bisherigen Kredite abzudecken.

Dies ist ein weiteres typisches Merkmal der Rezession in einer entwickelten Kreditwirtschaft: die Kreditnachfrage der Unternehmer nimmt nicht etwa wegen einer geringeren Produktion ab, sondern wird in charakteristischer Weise verlagert. Es werden weniger Anlagekredite und mehr Betriebskredite verlangt. Die Banken registrieren die zunehmende Illiquidität der Unternehmen und die bereits gewährten Kredite »frieren ein«.

Wir können also festhalten: Während sich im wirtschaftlichen Aufschwung das Kreditvolumen und mit ihm die Zinssätze erhöhen, schlägt eine analoge Beschreibung der Depression fehl. Der Prozeß der Kreditausdehnung in der Prosperität kehrt sich nicht selbstverständlich in eine Kreditkontraktion in der Depression um. Das Kreditvolumen verringert sich nicht automatisch, wenn die Produktion und mit ihr die Umsätze zurückgehen, sondern die Kredite frieren ein.

Wir fragen uns, wie Bankkredite in einer Rezession gesamtwirtschaftlich überhaupt getilgt werden können und woher die finanziellen Mittel zu ihrer Tilgung kommen. Dazu stellen wir die mit der Abnahme der Bankkredite korrespondierenden Veränderungen in der realen und der monetären Sphäre fest.[89]

Rückgänge der Bankkredite, die sich in den Veränderungen in der Bankenbilanz wiederspiegeln können drei Ausprägungen besitzen:

1. Die Bankkredite nehmen beispielsweise durch Zahlungen aus dem Ausland ab, die Einlagen der Banken bleiben jedoch unverändert.
2. Die Bankkredite und die Einlagen der Banken nehmen pari passu ab, indem die Bankgläubiger zugunsten der Bankschuldner über ihre Guthaben verfügen.
3. Die Bankkredite nehmen aufgrund der Abschreibung der Kreditausfälle seitens der Banken ab.

Der unter (1) aufgezeichnete Vorgang ist rein kredittechnischer Natur, der sich nur in der Geld- und Kreditsphäre abspielt, ohne mit dem Wirtschaftsprozeß in Verbindung zu stehen. Die unter (3) dargestellte Mög-

[89] Vgl. *Lautenbach* (1952), S. 84 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lichkeit des Rückganges der Bankkredite ist zwar ein buchungstechnischer Vorgang doch nimmt er im wirtschaftlichen Abschwung ein nicht zu unterschätzendes Ausmaß an. Wir interessieren uns im wesentlichen für den unter (2) geschilderten Fall, in dem die Zahlung entweder Gegenwert von wirtschaftlichen Leistungen oder Gegenwert von Vermögenstiteln ist, welche die Bankgläubiger von den Bankschuldnern erwerben. Neben Aktien oder festverzinslichen Wertpapieren können dies auch Hypotheken sein.

a) Der Kreditrückgang durch Vorgänge in der Güterwelt

Zunächst untersuchen wir, ob Bankschuldner durch Zahlungen, die sie für wirtschaftliche Leistungen empfangen, das gesamtwirtschaftliche Kreditvolumen beeinflussen können. Dazu betrachten wir zunächst die Einkommen aus Arbeitnehmertätigkeit und die Einkommen aus Geschäftstätigkeit.

In welchem Umfang können Bankkredite während eines wirtschaftlichen Abschwungs zu Lasten der Spardepositen von Nichtunternehmern getilgt werden? Empirische Beobachtungen zeigen, daß die Einkommen der privaten Haushalte in Rezessionen regelmäßig abnehmen und die Spareinlagen sogar noch zunehmen. Nur wenn die Nichtunternehmer ihre Ersparnisse aufzehren und zum Kauf von Gütern verwenden, kann sich die Liquidität der Unternehmer verbessern. Da es erfahrungsgemäß aber umgekehrt ist und die Ersparnisse der Nichtunternehmer im wirtschaftlichen Abschwung wachsen, so ist von dieser Seite eher eine Abnahme der liquiden Mittel der Unternehmer zu erwarten.

Damit kommen wir zu der zweiten Möglichkeit: Werden Bankkredite im Wirtschaftsprozeß zu Lasten von Geschäftsdepositen getilgt? Diese Frage stellen heißt beinahe schon, sie zu verneinen, zumindest für die Phase der Depression. Wenn nämlich in der Rezession die Unternehmen durch eine verringerte Produktion und einem Lagerabbau wirklich liquider würden, so besäßen sie genügend liquide Mittel zur Tilgung ihrer Bankkredite. In einem wirtschaftlichen Abschwung sind alle Unternehmen gleichermaßen bestrebt, liquide zu sein. Aber die individuelle Veräußerung von Gütern führt zu einer kollektiven Verschlechterung ihrer Liquiditätsverfassung.

Unsere Überlegung führt zu dem ersten Ergebnis, daß die Vorräte in einer Rezession nur erfolgreich liquidiert und zur Tilgung von Bankkrediten verwendet werden können, wenn eine zusätzliche Nachfrage aus einer anderen Quelle als dem laufenden Einkommen der Wirtschaftssubjekte erschlossen wird. Eine Möglichkeit besteht in einer vermehrten Nachfrage des Auslandes, also der Aktivierung der Leistungsbilanz des betroffenen Landes. Einen anderen Weg ermöglicht die gesetzlich verankerte Fürsorge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

pflicht des Staates. Indem die Unternehmen ihre Beschäftigung abbauen, übertragen sie ihre Personalkosten auf den Staat, der in Form von Arbeitslosengeld und Sozialhilfe die Nachfrage der entlassenen Arbeitnehmer aufrecht erhält.

b) Der Rückgang des Kreditvolumens durch kredittechnische Operationen

Jetzt fragen wir uns, ob Rückgänge des Kreditvolumens durch kreditwirtschaftliche, nicht mit dem konkreten Wirtschaftsprozeß zusammenhängende Operationen bewirkt werden können. Bei einem gegebenen Preisgefüge erwerben Banken oder andere Wirtschaftssubjekte Vermögenstitel, die die Bankschuldner veräußern, um ihre Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Insbesondere in der ersten Phase der Rezession, bei nach wie vor hohen Preisen für Vermögensgüter, können diese Transaktionen zu einem Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Kreditvolumens führen. Übersteigt im weiteren Verlauf der Rezession jedoch das Angebot an Vermögenstiteln die Nachfrage, sinken die Preise der Vermögenstitel. Das ihnen noch verbleibende Vermögen verliert durch diese Preissenkung zunehmend an Wert und die Vermögensverluste sind umso größer, je höher die Unternehmen verschuldet sind, weil – wie schon so oft erwähnt – den nominell nur geringfügig veränderten Schulden ein stark verringertes reales Vermögen gegenübersteht. Die veräußernden Unternehmen verspüren nur zu Beginn der Rezession und nur für eine kurze Zeit eine Verbesserung ihrer Liquiditätsverfassung. Wir können festhalten, daß diese Rückführung des Kreditvolumens rein kredittechnischer Natur ist und nicht auf Grund realwirtschaftlicher Vorgänge erfolgt.

Ob derartige Vorgänge ablaufen oder nicht und ob infolgedessen die Kreditkontraktion weiter geht oder nicht, hängt nicht nur von der Schwere der ursprünglichen Störung ab, durch welche der ursprüngliche Kontraktionsprozeß in Gang gesetzt wurde, sondern auch – und wahrscheinlich in vielen Fällen in größerem Maße – von institutionellen und psychologischen Umständen.

Unsere Untersuchung führt uns also zu dem Ergebnis, daß die regelmäßig zu beobachtenden depressionsüblichen Rückgänge des Kreditvolumens, wie wir sie zum Beispiel während der Schulden-Deflation in den achtziger Jahren beobachten konnten, überwiegend kredittechnisch durch Vorgänge in der Kreditwirtschaft bedingt sind und weniger mit Vorgängen im realen Wirtschaftsprozeß im Zusammenhang stehen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

V. Finanzkrisen im Kontext asymmetrischer Informationen

1. Begriffliche Bestimmung der Finanzkrise

Finanzkrisen infolge von Bankpaniken gehören zu den ältesten Themen der ökonomischen Literatur. Spätestens seit dem 18. Jahrhundert, dessen Währungspolitik weitgehend durch Experimente im Stile von John Law geprägt war[90], kehren sie regelmäßig in das ökonomische Blickfeld zurück. An dieser Stelle kann keine umfassende Erörterung der Geschichte der Finanzkrisen erfolgen, und wir müssen uns mit der Feststellung begnügen, daß bis Ende der achtziger Jahre dieses Jahrhunderts zwei konträre Auffassungen von Finanzkrisen die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion dominierten: ein streng monetaristisches Konzept und ein eher eklektischer Ansatz nach Kindleberger[91] und Minsky[92]. Die Anhänger der monetaristischen Erklärungsweise, insbesondere Friedman und Schwartz[93], verbinden Finanzkrisen in erster Linie mit Bankpaniken. Eine Kontraktion der Geldmenge ist nach ihrer Auffassung eine unausweichliche Konsequenz der Bankpanik, die zu einem Zusammenbruch der wirtschaftlichen Aktivität führt. Diese monetaristische Sichtweise ist sehr begrenzt, da sie ausschließlich auf Bankpaniken und ihre Auswirkungen auf das Geldangebot fokussiert.

Eine gänzlich andere Sichtweise von Finanzkrisen vertreten Kindleberger und Minsky. Ihrer Meinung nach tendieren kapitalistische Finanzsysteme an sich zu Instabilitäten, die sich in empfindlichen Rückgangen der Preise für Vermögensobjekte, Disinflationen oder Deflationen, Insolvenzen großer Finanzunternehmen oder Störungen auf den Devisenmärkten konkretisieren. Eine einfache Aufzählung verschiedener Beobachtungen bietet allerdings noch keine operationale Definition einer Finanzkrise und erschwert eine Abgrenzung zu den Phänomenen, die üblicherweise in einer Depression auftreten.[94]

Schließlich brachten die Schwierigkeiten in den obigen Begriffsbestimmungen Mishkin auf den Plan. Vor dem Hintergrund asymmetrischer In-

---

[90] Vgl. *North* (1994), S. 130 ff. und *Rieter* (1971), S. 198 ff.

[91] Vgl. *Kindleberger* (1989), S. 3 ff.

[92] Vgl. *Minsky* (1977), S. 139 f. und *Minsky* (1982b), S. 13 ff.

[93] Vgl. *Friedman / Schwartz* (1963), S. 351.

[94] Kindleberger und Laffargue weisen auf die Schwierigkeiten hin, die sich mit der Begriffsbestimmung einer Finanzkrise ergeben. Sie betonen, daß unter den Ökonomen keineswegs Einigkeit hinsichtlich der Definition einer Finanzkrise besteht (vgl. *Kindleberger / Laffargue* (1982), S. 2).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

formationen und von moral hazard definiert er eine Finanzkrise folgendermaßen:

> »A financial crises is a disruption to financial markets in which adverse selection and moral hazard problems become much worse, so that the financial markets are unable to efficiently channel funds to those who have the most productive investment opportunities.«[95]

Diese Ineffizienz des Finanzmarktes manifestiert sich in einem Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität.

2. Der Verlauf einer Finanzkrise

Ausgehend von der Theorie asymmetrischer Informationen und der damit verbundenen Kreditrationierung arbeitet Mishkin fünf Faktoren heraus, die eine Finanzkrise auslösen können:

1. Erhöhungen des Zinssatzes,
2. Rückgange der Wertpapierkurse,
3. allgemeine Unsicherheiten,
4. Paniken der Banken,
5. nicht antizipierte Rückgänge des allgemeinen Preisniveaus.

Indem wir diese einzelnen Faktoren näher erläutern, versuchen wir, wesentliche Charakteristika einer Schulden-Deflation nochmals im Überblick darzustellen.

(1) Erhöhungen des Zinssatzes: Die Anfälligkeit einer Volkswirtschaft für Finanzkrisen hängt nicht zuletzt von den Zinssätzen ab, die einerseits bei gegebener Schulden- und Vermögensstruktur die Sicherheitsmargen zum Einsturz bringen können und andererseits Investitionen im Vergleich zu alternativen Anlageformen auf dem Kapitalmarkt unrentabel werden lassen.

Wie wir bereits im Zusammenhang mit der Theorie asymmetrischer Informationen gesehen haben, wird der marginale potentielle Kreditnehmer, der nach einer Zinssatzerhöhung gerade noch einen Kredit nachfragt, ein höheres Risiko im Sinne einer geringeren zu erwarteten Rückzahlungswahrscheinlichkeit aufweisen, als der marginale Kreditnachfrager vor der Zinserhöhung. Wegen der resultierenden adversen Selektion schränken die

[95] *Mishkin* (1991), S. 7.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kreditgeber die Kreditvergabe ein, was zu einer verringerten Investitionstätigkeit führt. Sind die Schuldkontrakte überwiegend kurzfristiger Art, erhöht sich die Gefahr einer Finanzkrise, da die Anschlußverträge zu neuen unbekannten Konditionen abgeschlossen werden müssen. Daneben sind aber auch die privaten Haushalte von der Zinssatzerhöhung betroffen, die Hypotheken zu variablen Zinssätzen abgeschlossen haben. Nach der Zinssatzerhöhung beansprucht der Schuldendienst einen größeren Teil des verfügbaren Einkommens und die privaten Haushalte sind gezwungen, ihre Konsumausgaben einzuschränken.

(2) Rückgang der Wertpapierkurse und der Preise für Vermögenstitel: Eine gute Möglichkeit, das Problem asymmetrischer Informationen zu umgehen und sich vor den Folgen möglicher Fehlinvestitionen zu schüzen, ergibt sich für die Banken durch die Einforderung zusätzlicher Sicherheiten. Fallen nun die Aktienkurse und die Preise der Vermögenstitel, vergrößert eine gesunkene Sicherheitsmarge die Gefahr, daß die Banken die Verluste einer Fehlinvestition selber tragen müssen. Der Effekt der adversen Selektion nimmt zu und verschlechtert die Solvenz der Kreditinstitute, die ihrerseits mit der Einschränkung der Kreditvergabe reagieren. Mit ausgesprochener Klarheit beschreibt Keynes diesen Vorgang:

> »For the banks, being aware that many of their advances are in fact 'frozen' and involve a larger latent risk than they would voluntarily carry, become particularly anxious that the remainder of their assets should be as liquid and as free from risk as it is possible to make them. This reacts in all sorts of silent and unobserved ways on new enterprises. For it means that the banks are less willing than they would normally be to finance any project which may involve a lock-up of their resources.«[96]

(3) Allgemeine Unsicherheiten: Ein deutlicher Anstieg der Unsicherheit im Wirtschaftsgefüge, beispielsweise durch Konkurse großer Unternehmen, Rezessionen oder Börsenzusammenbrüche, erschwert es den Banken risikoarme und risikoreiche Kredite zu unterscheiden. Die daraus resultierende Unfähigkeit des Kreditgebers, das Problem asymmetrischer Informationen zu lösen, führt zu einer eingeschränkten Kreditvergabe und damit zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität.

(4) Bankenpaniken: Abermals spielen asymmetrische Informationen eine wesentliche Rolle. Da Bankkunden nicht zwischen solventen und insolventen Banken unterscheiden können, heben sie bei allen Banken ihre Einlagen ab. Gleichzeitig berührt die Zahlungsunfähigkeit einer Bank die Liquidität und Solvenz derjenigen anderen Banken, die dieser Bank auf kürzere oder längere Frist Kredit gewährt haben. Der Zusammenbruch einer Bank kann

[96] *Keynes* (1972), S. 153 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

eine Kette von Insolvenzen in Gang setzen, die sich im schlimmsten Fall auf das gesamte nationale Finanzsystem ausbreiten.

Aufgrund der besonderen Position der Banken bei der Finanzintermediation und der besonderen Rolle für die Investitionsentscheidungen der Unternehmen, kommt es bei mehreren gleichzeitigen Zusammenbrüchen zu einem Rückgang der ökonomischen Aktivität. Wenn Banken Konkurs anmelden, gehen außerdem Informationen über die Kreditwürdigkeit der Kunden verloren und private Wirtschaftssubjekte können nicht mehr zu den alten Konditionen Kredite beziehen.

(5) Nichtantizipierte Rückgänge des Preisniveaus: Nichtantizipierte Preisrückgänge verringern den Liquiditätsgrad der Vermögensobjekte. Der Preisverfall von Vermögensobjekten im Verhältnis zu der Höhe der Verbindlichkeiten schmälert den Wert der Sicherheiten, den Unternehmen bei der Kreditvergabe vorweisen müssen, und der Effekt der adversen Selektion vermindert das Kreditvolumen, die Investitionen und die wirtschaftliche Aktivität.

Abbildung E.1 gibt die von Mishkin vorgeschlagene Reihenfolge der Ereignisse während einer Finanzkrise wider. Diese Darstellung der Finanzkrise im Kontext asymmetrischer Informationen umfaßt einerseits die eingangs erläuterte monetaristische Sichtweise und andererseits die von Fisher entwickelte Theorie der Schulden-Deflation. Tatsächlich bietet der Ansatz asymmetrischer Informationen einen möglichen Transmissionsmechnismus zur Übertragung eines Rückganges des Geldangebotes auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität. In Verbindung mit einem Verfall des allgemeinen Preisniveaus verringern sich die Preise der Vermögensobjekte weiter und es verschärft sich das Problem adverser Selektion zusätzlich.

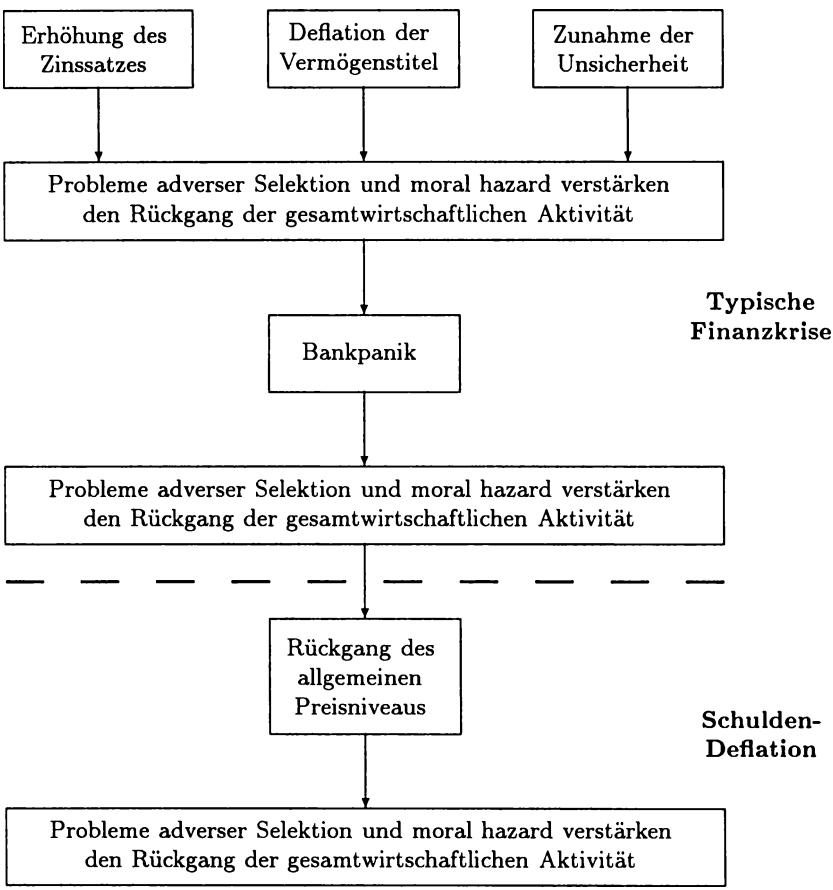
3. Der »lender of last resort« – Interventionen, die einen Schulden-Deflationsprozeß verhindern

Die Beziehung zwischen dem Investitions- und Finanzierungsverhalten hängt in einer kapitalistischen Volkswirtschaft nicht zuletzt von ihrem Institutionengefüge ab. Obwohl die konkrete Entwicklung, die zu finanziellen Instabilitäten führen kann, das Ergebnis eines Finanzprozesses ist, in dem die Banken und ihre Kunden Vertragsfreiheit genießen, hängt die allgemeine Form und Ausprägung einer Finanzkrise doch von institutionellen Eigenheiten der jeweiligen Volkswirtschaft ab. Das spezielle institutionelle Charakteristikum, das neben der Wirtschaftskraft eines Landes, eine Finanzkrise verhindern kann, ist die Fähigkeit und die Bereitschaft einer Zentralbank, die Rolle des »lender of last resort« zu übernehmen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Abbildung E.1

Sequenz der Ereignisse im Verlauf einer Finanzkrise



DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Das Konzept des »lender of last resort« – des letztinstanzlichen Geldgebers – der bei Finanzkrisen eingreifen und Banken mittels Bereitstellung von Liquidität vor Konkursen bewahren soll, bildete sich bereits Ende des 18. Jahrhunderts heraus. Gleichwohl vollzog sich dessen Umsetzung erst sehr viel später. Beispielsweise gab die Bank of England ihren Widerstand erst allmählich auf, nachdem Walter Bagehot in seiner 1873 erschienenen »Lombard Street« überzeugend dargelegt hatte, daß Bankgouverneure als »trustless of the public« fungieren müßten, weil ihr Institut das »last lending house« im Geld- und Kreditsystem des Landes sei.[97] Für uns stellt sich insbesondere im Kontext eines internationalen Finanzsystems erneut die Frage, welche Institution den »lender of last resort« verkörpern soll und welche Aufgaben diese Institution zu welchem Zeitpunkt zu erfüllen hat.

In einer Schulden-Deflation tritt die Zentralbank als »lender of last resort« auf, wenn die Mehrzahl der Schuldner selbst durch Verkäufe der Vermögenstitel nicht mehr die notwendigen finanziellen Mittel zur Erfüllung ihrer Zahlungsverpflichtungen bereitstellen können.[98] Die Entscheidung, zu welchem Zeitpunkt, in welcher Größenordnung und zu welchen Konditionen interveniert werden soll, ist nicht unumstritten. Wer, wie die Monetaristen, von einer stabilen, zum – wie auch immer definierten – Gleichgewicht tendierenden Volkswirtschaft ausgeht und Instabilitäten des Finanzsystems unter anderem als die Ursache falscher Geldpolitik begreift, wird Schwierigkeiten haben, den Verursacher der Instabilitäten auch als deren Beheber einzusetzen. Daher reduziert sich in der Vorstellung der Monetaristen die Rolle des »lender of last resort« auf die Bereitstellung von zusätzlichen Krediten bei einer sich abzeichnenden Bankpanik.[99] Wird allerdings, wie bei Minsky, von einer generellen Instabilität des Finanzsektors ausgegangen, tritt der »lender of last resort« zur Sicherung der finanziellen Stabilität auf, wobei angenommen wird, daß der »lender of last resort« von dieser Instabilität nicht betroffen sei.

Da das heutige internationale Währungssystem mit seinem System flexibler Wechselkurse, weitgehender Konvertibilität der Währungen und weitreichender Liberalisierung des Handels von Gütern und Dienstleistungen die Verflechtung der Binnenwirtschaft mit der wirtschaftlichen Entwicklung des Auslandes fördert, erhöht sich die Gefahr einer eintretenden Finanzkrise.

---

[97] Vgl. *Bagehot* (1873).

[98] Vgl. *Minsky* (1982a), S. 391.

[99] Vgl. *Mc Clam* (1982), S. 257.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

»If a [financial] crises were to develop, I believe its capacity to generate major damage to the real economy may be greater today than it was in the past. The fundamental reason for this is the nature, speed, and complexity of the operational, liquidity, and credit interdependencies that bind together all major financial institutions and markets in the world.«[100]

Deutet sich in dieser Situation eine nationale Finanzkrise an, verfügen die nationalen »lender of last resort« nicht mehr über ausreichende geldpolitische Mittel zu deren Bekämpfung und schließen sich daher zu einem supranationalen »lender of last resort« zusammen. Beispielsweise traten die Vereinigten Staaten von Amerika und der Internationale Währungsfonds in der Mexiko-Krise Ende 1994 gemeinsam als »lender of last resort« auf. Auch wenn der Zusammenschluß einzelner »lender of last resort« größere Finanzkrisen verhindern konnte, zeigt sich am Phänomen der Schulden-Deflation, also Deflationen unter dem Einfluß von Schuldbeziehungen, daß die Gefahr von Finanzkrisen durchaus heute noch Aktualität besitzt.

[100] *Corrigan* (1990), S. 9.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

F. Einige grundsätzliche Bemerkungen zum Verhältnis von Inflation und Deflation

Am Schluß wollen wir auf die Unterschiede der Deflation im Vergleich zur Inflation hinweisen und damit ein kurzes Resumee unter einem leicht veränderten Blickwinkel ziehen. Daß dabei die unterschiedlichen Wirkungen der Deflation und der Inflation nicht leicht zu beschreiben sind, hängt davon ab, daß sie nicht nur mannigfaltig, interdependent und je nach Ursache der Preisänderung verschieden sein können, sondern auch, daß sie sich im historischen Zeitablauf kontinuierlich verändern. Eine Volkswirtschaft, die innerhalb eines kapitalistischen Finanzgefüges Kapital akkumuliert, operiert mit den Erbschaften der Vergangenheit, auch wenn sie über die Ausstattungen der Zukunft entscheidet.

Der erste Bereich, den wir ausführlicher behandeln wollen, betrifft den Prozeß der Preisbildung in Inflationen und Deflationen. In der Vorstellung der Quantitätstheoretiker führt eine Geldmengenerhöhung zu höheren Preisen, da die privaten Wirtschaftssubjekte ihre reale Kassenhaltung aufrecht erhalten wollen. Sie werden daher aus ihren gestiegenen Kassen vermehrt Güter und Dienstleistungen nachfragen. Der gemeinsame individuelle Versuch erhöht die gesamtwirtschaftliche monetäre Nachfrage und damit die Preise, bis schließlich die gewünschte reale Kassenhaltung der exogen gegebenen Geldmenge wieder entspricht.

Diese Erklärungsweise der Preissteigerungen muß für Preisrückgänge der Deflation fehlschlagen. Der Grund dafür liegt in der Behauptung der Quantitätstheoretiker, daß die Geldnachfrage einer besonders stabilen Funktion gehorcht.[1] Während die behauptete Stabilität der Geldnachfrage schon in der Inflation zumindest überprüfungswürdig erscheint, verliert sie in der Deflation vollständig ihre Rechtfertigung. In einer Deflation verändert sich schlagartig die Präferenz des Publikums für das Halten von Geld. Erwarten die Wirtschaftssubjekte anhaltende deflationäre Preisbewegungen, fragen sie verstärkt Geld und geldnahe Aktiva nach. Die Geldnachfragefunktion ist nicht stabil, wie die Finanzkrisen und Bankfluchten eindrücklich belegen.

---

[1] Vgl. *Friedman* (1963), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Preiseffekte bei veränderten Geldausgaben werden erstaunlich selbstverständlich von den Quantitätstheoretikern unterstellt – sie sind aber gerade im einzelnen und in ihrer aggregierten Wirkung auf das allgemeine Preisniveau zu zeigen. Schon früh wurde darauf aufmerksam gemacht, daß Preiserhöhungen bei einer Überschußnachfrage eher erfolgen als Preissenkungen bei einem Nachfragedefizit. Eine wirkliche Einsicht in den Preisbildungsprozeß verlangt, die Preispolitik der Unternehmen einerseits und den Produktionsprozeß andererseits näher zu untersuchen.

Immer wieder wurde die Preispolitik der Unternehmer für den anhaltenden Inflationsprozeß in den letzten vier Jahrzehnten verantwortlich gemacht.[2] Übersteigt die monetäre Nachfrage bei Vollbeschäftigung das Angebot an Gütern und Dienstleistungen zu herrschenden Preisen, so ist ein steigendes Preisniveau die zu erwartende Folge. Unabhängig davon, ob auf den Märkten vollständige Konkurrenz herrscht oder ob die Unternehmer als Monopolisten auftreten, liegt dieser Fall vor, wenn auf allen Stufen des Produktionsprozesses die Kapazitäten weitgehend ausgelastet sind und die Anbieter sich im Bereich steigender Grenzkosten befinden.[3]

Hingegen schlägt sich ein Rückgang der monetären Nachfrage nicht notwendigerweise in einer Verminderung der Ausbringung bei gleichzeitig sinkenden Preisen nieder. Unternehmer, die sich im Bereich steigender Grenzkosten befinden, haben in die einzelnen Stufen des Produktionsprozesses investiert und eine Produktionsstruktur geschaffen, die nach der Durchführung der Investitionsausgabe weitgehend unveränderlich und irreversibel ist. Selbst wenn sie bei einem Rückgang der monetären Nachfrage ihre Lohnkosten beispielsweise durch die Rückführung von Überstunden senken können, bleiben die Kapitalkosten in unveränderter Höhe bestehen. Kapitalistische Investitions- und Produktionsprozesse sind nicht beliebig umkehrbar und ein Rückgang der monetären Nachfrage schlägt sich nicht sofort in Preissenkungen nieder, sondern zunächst in erhöhten Leerkapazitäten.

Hält der Rückgang der effektiven Nachfrage hartnäckig an, führt er schließlich nicht nur zu sinkenden Preisen, sondern auch zu einer rückläufigen Beschäftigung:

---

[2] Vgl. *Scherf* (1967), S. 65 ff.

[3] Inflations- und Deflationsprozesse unterscheiden sich gerade darin, daß in Inflationen das Sozialprodukt seine natürliche Obergrenze in der Vollbeschäftigung findet, während in der Deflation eine solche vergleichbare Grenze nach unten eben nicht existiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

»There is, perhaps, something a little perplexing in the apparent asymmetry between inflation and deflation. For whilst a deflation of effective demand below the level required for full employment will diminish employment as well as prices, an inflation of it above this level will merely affect prices.«[4]

Keynes begründet diese Asymmetrie mit dem Hinweis, daß sich Arbeitnehmer jederzeit in der Position befinden, eine Arbeit zu verweigern, wenn der Reallohn geringer als das Grenzleid der Arbeit bei dieser Beschäftigungsmenge ist. Auf der anderen Seite können sie aber keine Arbeit einfordern, wenn der Reallohn nicht größer ist, als das Grenzleid der Arbeit bei dieser Beschäftigungsmenge.

Als nächstes sind nun die durch die Preispolitik der Unternehmen aber auch durch das Gewerkschaftsverhalten möglicherweise ausgelösten induzierten Lohn- und Preissteigerungen in die Analyse einzubeziehen. Um den Verlauf der Inflation richtig zu verstehen, müssen wir dazu die Rolle der Gewerkschaften für die Lohnentwicklung genauer betrachten. Eines der Hauptziele gewerkschaftlichen Verhaltens ist die Steigerung der Löhne. Ihre Forderung nach Lohnerhöhungen, die den seit dem letzten Tarifabschluß eingetretenen Anstieg der Lebenshaltungskosten zumindest ausgleichen sollen, haben das Ziel, den Rückgang des Reallohnes der Arbeitnehmer während des Inflationsprozesses zu verhindern.

Auffällig ist, daß die Löhne in den verschiedenen Branchen im Vergleich zu den sehr unterschiedlichen Nachfrage-, Preis- und Produktivitätsentwicklungen eine recht einheitliche Entwicklung zeigen, obwohl oft nur eine geringe Mobilität auf den Arbeitsmärkten herrscht. Diese Tatsache läßt sich zu einem erheblichen Teil damit begründen, daß die Gewerkschaften sich in den Lohnverhandlungen an den sogenannten Wachstumsbranchen orientieren und die dort ausgehandelten Lohnsteigerungen unter den Hinweis auf soziale Gerechtigkeit und drohenden Arbeitskampf auf die schrumpfenden Branchen übertragen. Die von Lohnsteigerungen und damit von Kostensteigerungen betroffenen Sektoren müssen ihre Preise erhöhen, was erneut zu Lohnsteigerungen im Sinne einer Lohn-Preis-Spirale führt.

Daß die Lohnentwicklung auch eine entscheidende Rolle innerhalb des Deflationsprozesses spielt, entspricht der Tatsache, daß eine Volkswirtschaft nach massiven Lohnerhöhungen nicht durch Lohnsenkungen zu früheren Bedingungen zurückkehren kann. In den »Economic Consequences of Mr. Churchill« warnt Keynes vor den Gefahren einer Deflation und schreibt: »Deflation does not reduce wages 'automatically'. It reduces them

[4] *Keynes* (1936), S. 291.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

by causing unemployment.«[5] Die grundlegende Erkenntnis von Keynes ist, daß die Wirkungen von Lohnerhöhungen und Lohnsenkungen nicht symmetrisch verlaufen.

Zudem existieren Unterschiede in der Flexibilität der Löhne nach oben und nach unten. Während sich die Löhne im allgemeinen sofort oder jedenfalls sehr schnell den gestiegenen Preisen nach oben anpassen, verhalten sie sich nach unten verhältnismäßig starr. Diese Lohnstarrheiten nach unten bieten weiteres Erklärungspotential, warum die Deflation in einer Rezession nicht nur die Preise, sondern auch die Beschäftigung nach unten treibt. Löhne und Gehälter bestimmen nicht nur entscheidend die Höhe der monetären Nachfrage mit, sondern stellen auch einen wichtigen Bestandteil der Kosten dar. Wenn nun Lohnstarrheiten aufgrund ihres Kosteneffektes in Deflationszeiten Arbeitslosigkeit hervorrufen, wirken Lohnerhöhungen erst recht in diese Richtung. Die Behauptung der Gewerkschaften, daß in Depressionszeiten, wenn die Kosten ohnehin im Verhältnis zu den Preisen sehr hoch sind, die Löhne zur Stützung der Nachfrage gesteigert werden sollten, ist deshalb unsinnig. Vielmehr müßten unter bestimmten Umständen Eingriffe in den Preismechanismus erfolgen.

Darüber hinaus können wir uns fragen, welche Auswirkungen Redistributionen in der Inflation und in der Deflation auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage haben. In der ökonomischen Literatur finden sich zu den Wirkungen der *Inflation* auf die funktionelle Einkommensverteilung vornehmlich Aussagen über zeitliche Verzögerungen in der Anpassung der interessierenden Einkommen an den Preissteigerungsprozeß und über das Gläubiger-Schuldner Verhältnis.[6]

Aus diesen Darstellungen wird schließlich gefolgert, daß die Unternehmer die Hauptgewinner einer Inflation darstellen, da sie einerseits ihre Gewinne veränderten Lohnzahlungen schnell anpassen können und sie andererseits – wie schon so oft betont – im allgemeinen zu den Schuldnern zählen. Sofern andere Einkommensgruppen, wie die Arbeitnehmer und die Empfänger von Transferzahlungen, den Preissteigerungsprozeß nicht voraussehen und durch geeignete Maßnahmen umgehen können, zählen sie zu den Verlierern eines Inflationsprozesses. In der Realität folgen Löhne und Gehälter, aber auch Renten, wegen der vertraglichen Dauer der Kontrakte den Preissteigerungen nur mit zeitlicher Verzögerung. Die Versuche der entscheidenden wirtschaftlichen Gruppen, die Einkommensverteilung zu erhalten oder zu verändern, treiben den Inflationsprozeß voran.

---

[5] *Keynes* (1972), S. 220.

[6] Vgl. *Scherf* (1968), S. 259.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bei einem Vergleich der Redistributionswirkungen von Inflation und Deflation stellen wir fest: Wirkt ein inflatorischer Prozeß zuungunsten der Einkommensbezieher, deren Einkommen aus laufender Produktion und Vermögen langsamer wachsen als das allgemeine Preisniveau, so zeigt sich eine Deflation für die Einkommensbezieher vorteilhaft, deren Einkommensrückgang geringer als der Rückgang der für sie relevanten Preise ist. Gehen ferner diejenigen Vermögensbesitzer als Gewinner aus einer Inflation hervor, deren Vermögensobjekte im Preis schneller als das allgemeine Preisniveau wachsen, wirkt hingegen die Deflation zuungunsten der Vermögensbesitzer, deren Vermögensbestandteile im Preis schneller sinken als das allgemeine Preisniveau. Analoge Aussagen gelten auch für den Vergleich des Gläubiger-Schuldner-Transfers. Während in einer Inflation die Schuldner von nicht antizipierten Preissteigerungsraten profitieren, erscheinen sie in einer Deflation als die großen Verlierer, da ihre reale Schuld wächst.

Bislang haben wir nur die Umverteilungsvorgänge in der Inflation und in der Deflation miteinander verglichen. Welche Folgen entstehen aus den deflatorischen Preisbewegungen für die wirtschaftliche Aktivität und die Beschäftigung in einer Volkswirtschaft? Die Existenz nichterfüllter Schuldkontrakte in Geldeinheiten eröffnet eine Möglichkeit der Übertragung von Preisrückgängen auf die realen Ausgaben. Je größer das Volumen der noch ausstehenden nominalen Schulden und anderer Kontrakte in Geldeinheiten ist und je ungünstiger die Schuldenstruktur im Verhältnis zur Vermögensstruktur ist, desto empfindsamer reagieren die realen Ausgaben auf eine erwartete Veränderung der Preise und damit auf eine wahrgenommene Veränderung der realen Schuldenbelastung und des realen Wertes der Vermögenstitel. »[F]or any unit, capital losses and gains are not symmetrical: there is a ceiling to the capital losses a unit can take and still fulfill its commitments. Any loss beyond this limit is passed on to its creditors by way of default or refinancing of the contracts.«[7] Schulden halten eine Volkswirtschaft in einem Tiefpunkt fest, da zum einen die Wirtschaftssubjekte der Wiederherstellung ihrer Liquiditätsverfassung Vorrang vor neuen Ausgaben einräumen und zum anderen finanzielle Schwierigkeiten der Schuldner auf ihre Gläubiger übertragen werden.

Wir sehen, daß sich Inflationen und Deflationen nicht nur grundsätzlich verschieden auf die Einkommensverteilung auswirken, sondern daß auch vollkommen andere Verhaltensweisen der beteiligten Akteure zum Tragen kommen. Während in einer Inflation die aktiven Verhaltensweisen der beteiligten Akteure den Inflationsprozeß unterstützen, sind es in der Deflation die passiven Reaktionen der Wirtschaftssubjekte, die den Deflationsprozeß

[7] *Minsky* (1982c), S. 7.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

über die Wirkung eines einfachen Preisprozesses hinaus fortdauern lassen und zu einem Rückgang des Realproduktes führen. Selbst wenn die Arbeitnehmer über Tarifverhandlungen einen konstanten Lohnsatz erwirken, büßen sie auf Grund des resultierenden Beschäftigungasbbaus Einkommensanteile am Realprodukt ein. Die Ohnmacht der Einkommensgruppen angesichts des Deflationsprozesses und deren Passivität verhindern eine schnelle Gesundung der Volkswirtschaft. Erst wenn den Rückgängen der Anteile der Arbeitnehmer- und der Unternehmereinkommen am Volkseinkommen durch eine Verringerung der kontraktbestimmten Einkommen Einhalt geboten werden kann, ergibt sich die Chance für eine Beendigung der Rezession.

Wir sehen, daß jeder Prozeß, die Inflation und die Deflation, dem Wirtschaftsablauf schweren Schaden zufügen. Während die Inflation die Verteilung der Einkommen und Güter auf die verschiedenen Schichten negativ beeinflußt und so den politischen Widerstand hervorruft, hemmt die Deflation die Produktion von Gütern. Keynes weist im »Tract on Monetary Reform« auf letzteren Sachverhalt hin: »If, for any reason, right or wrong, the business world *expects* that prices will fall, the process of production tend to be inhibited«[8]. In leichten und kurzwährenden Rezessionen werden die Investitionen durch den Glauben aufrechterhalten, ein hoher Beschäftigungsstand und Prosperität wären die Norm. Sobald jedoch das Vertrauen in das Wirtschaftsgefüge zerstört ist, sind Nachfrage- und Beschäftigungseinbußen die unausweichliche Folge einer Deflation.

Nachdem wir die Folgen einer Deflation für die Produktion untersucht haben, wenden wir uns nun der Konsumtion zu. Steigen zunächst die Immobilienpreise im Zuge einer Inflation, erzielen die Besitzer der Immobilien zunächst Buchgewinne. Wie wir bereits auf Seite 135 gesehen haben, können sie Teile ihres gestiegenen Immobilienvermögens im Zuge einer Immobilientransaktion kapitalisieren und in Konsumgüter überführen.

Für den Abschwung mit sinkenden Immobilienpreisen können wir keine vergleichbaren Aussagen treffen, da sich der Prozeß des housing equity withdrawals nicht symmetrisch in Auf- und Abschwüngen verhält.[9] Wie wir bereits ausgeführt haben, wächst die Anzahl der Gelegenheiten für housing equity withdrawal mit der Umschlagshäufigkeit auf den Immobilienmärkten. Während eines Abschwunges nimmt die Umschlagshäufigkeit einerseits und der Preisanstieg andererseits auf den Immobilienmärkten regelmäßig ab. Außerdem erfährt das Nettoimmobilienvermögen im Abschwung keine Zuwächse durch eine beschleunigte Rückführung der Schuld,

[8] *Keynes* (1923), S. 32; deutsche Übersetzung S. 32.

[9] Vgl. *Carruth / Henley* (1990b), S. 31.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

da in einer Rezession charakteristischerweise die Einkommen sinken und die Ersparnisse aus Vorsichtsmotiven ansteigen. Folglich ist die Möglichkeit zu erhöhten Konsumausgaben mittels housing equity withdrawal im konjunkturellen Abschwung deutlich eingeschränkt.

Ein weiterer Punkt, der Raum für die Abgrenzung der Inflation von der Deflation bietet, zielt auf die Bedeutung des Bankkredits und die Rolle der Banken ab. Die Veränderungen, die wir in Inflationen und Deflationen innerhalb der Kreditwirtschaft beobachten, wie wachsende oder kontrahierende Kreditvolumina, steigende oder fallende Zinssätze, können auf realwirtschaftliche Vorgänge einerseits oder auf rein technische Vorgänge in der Kreditorganisation andererseits zurückzuführen sein.

Steigt im konjunkturellen Aufschwung die effektive Nachfrage, so ist unter bestimmten Umständen nicht nur mit inflationären Preisbewegungen zu rechnen, sondern auch mit einer erhöhten Kreditnachfrage. Wenn mehr Investitions- und Konsumausgaben getätigt werden, zieht im Regelfall auch der Zinssatz an. Das klingt ungemein plausibel, und man ist versucht, in einer Deflation nur die Umkehr dieses Prozesses, d.h. eine sinkende Kreditnachfrage, zu erwarten. Tatsächlich kehrt sich dieser Prozeß aber nicht selbstverständlich um. Wie wir in Kapitel IV gesehen haben, schrumpft das Kreditvolumen nicht automatisch, wenn die Produktion und die Preise fallen, sondern die Kredite frieren ein. Ein Rückgang des Kreditvolumens in der Depression ist überwiegend kredittechnisch bedingt und steht nicht mit güterwirtschaftlichen Vorgängen im Zusammenhang.

Ferner kann eine Zentralbank durch den gezielten Einsatz einer Hochzinspolitik zwar den privaten Konsum und die Preissteigerungsraten binnen kürzester Zeit vermindern, doch wirkt der Zinsmechanismus, nachdem es zu einer Schuldenkrise gekommen ist, nicht mehr symmetrisch in die andere Richtung.[10]

Daß der Zinsmechanismus einseitig ist und den Zentralbanken keinen Spielraum läßt, ausschließlich auf Preissteigerungen bestimmter Märkte zu reagieren, entsteht aus der Tatsache heraus, daß eine Zentralbank nicht gleichzeitig alle Zinssätze direkt kontrollieren kann: sie kontrolliert nur den Zinssatz auf einem Markt, dem Geldmarkt, und damit nur einen Punkt im zeitlichen Zinsstrukturspektrum. Während Zinsänderungen, insbesondere Zinssteigerungen auf den Immobilienmärkten sofort und ohne große Verzögerung weiter gegeben werden, reagieren die Märkte für handelbare Güter weniger flexibel. Im Bereich der nichthandelbaren Güter stehen der Zentralbank kaum noch wirksame zinspolitische Mittel zur Bekämp-

[10] Die Bank of England spricht von einer »muted response« auf die Zinssenkungen (vgl. Bank of England (1992a), S. 147).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

fung von Preissteigerungen, die beispielsweise durch Lohnerhöhungen verursacht wurden, zur Verfügung.

Daneben entstehen Asymmetrien im Zinsmechanismus durch das Verhalten des Bankensektors, der Zinssenkungen der Zentralbank nicht in gleicher Höhe an kleinere Unternehmen und private Haushalte weitergibt. Im Gegenteil, die Kreditinstitute verschärfen selbst in Perioden rückläufiger Zinsen ihre Kreditqualifizierungsschemata. Tatsächlich bieten sinkende Zinsen allein in einer Situation hoher Schulden und schlechter Arbeitsplatzaussichten noch keinen Anreiz für die Haushalte mehr zu konsumieren. Selbst die Nachfrage nach Immobilien steigt bei günstigen Kreditkonditionen nicht deutlich an, da die Immobilien im Zuge sinkender Immobilienpreise ihren Status als »inflation-hedge« im Portfolio der Wirtschaftssubjekte verloren haben.[11]

Die seit Ende der achtziger Jahre spürbar einsetzende Deflation in den wichtigsten Industriestaaten der westlichen Welt machte schließlich der Erkenntnis Platz, daß nicht eine Inflation den eigentlichen Gefahrenherd für ein Land bildete, sondern eben die in den unterbeschäftigten Wirtschaften eingetretene Deflation der Vermögensobjekte. Dieser Tatbestand brachte eine Diskussion um die Geldpolitik mit sich, die im allgemeinen für effizienter in Zeiten der Inflation als in der Deflation gehalten wurde: die Geldpolitik und mit ihr die Kreditvergabepolitik ist zwar in der Lage, eine Expansion zu mildern, wenn nicht sogar zu stoppen, indem sie sich weigert, die Geldbeschaffung fortzusetzen und die Kreditgewährung zu fördern; sie kann aber in einer Rezession niemanden zwingen, unter welch günstigen Bedingungen auch immer, seine Produktion und seinen Konsum zu erhöhen, so daß nur noch ein »deficit spending« seitens des Staates zur Belebung der wirtschaftliche Aktivität übrig bleibt.

[11] Vgl. die Ausführungen »The Housing Market and the Economy« von *Cutler* in: Bank of England (1996), S. 260.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

G. Schlußbetrachtung

Zweifellos ist die Schulden-Deflation ein schwerwiegendes Problem, für dessen Lösung sich keine einfachen Mittel anbieten. Wir versuchten zu zeigen, daß unterschiedliche Verhaltensweisen der relevanten Wirtschaftseinheiten aber auch institutionelle Bedingungen dazu führen, daß die Schulden-Deflation mit erheblichen wirtschaftlichen und sozialen Kosten verbunden ist. Diese bestehen vornehmlich in einer Umverteilung des Vermögens und in einem unerwünschten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität.

Die Tatsache, daß in einer kapitalistischen Volkswirtschaft ganz beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen der Wirtschaft in bezug auf das Wachstum und die Produktivität bestehen, andererseits starke gesellschaftliche Kräfte, wie zum Beispiel Gewerkschaften, eine Veränderung der sekundären Einkommensverteilung zu verhindern versuchen, weist auf ein Hauptproblem der Deflation hin. Gelingt es den Arbeitnehmern und den Beziehern fester Einkommen, durch kollektives Handeln auf politischer und auf wirtschaftlicher Ebene eine Anpassung ihrer Einkommen an die wirtschaftlichen Entwicklung zu verhindern, muß sich der wirtschaftliche Abschwung weiter verschärfen.

In diesem Sinne erwies sich die Schulden-Deflation relevant für die Redistributionen zwischen Gläubigern und Schuldnern, die im Mittelpunkt des Kapitel E standen. Die Analyse der Verhaltensweisen und der Möglichkeiten vor allem von verschuldeten Haushalten und verschuldeten Unternehmen, zeigte, daß einfache Patentrezepte nicht zum gewünschten Resultat von mehr Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung führen. Vielmehr droht ein Übergreifen der Zahlungsunfähigkeit einiger Schuldner auf die Banken, die in Verbindung mit einer Bankflucht in eine Finanzkrise münden kann. Die Geld- und Kreditpolitik der Banken spielen dann eine verhängnisvolle Rolle; sie schränken die Kreditvergabe ein und unterstützen den wirtschaftlichen Abschwung.

Bislang verhinderte eine Kombination der Zentralbank als lender of last resort, die eine Refinanzierung in finanzielle Schwierigkeiten gelangter Kreditinstitute sicherstellt, mit einem einflußreichen Staat, der in der Rezession deficit spending betreibt, eine Finanzkrise im Kontext einer Deflation.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Trotzdem zeigt sich am Phänomen heutiger Schulden-Deflationen, daß die Gefahr von Finanzkrisen durchaus noch Aktualität besitzt. Bei einem liberalisierten Außenhandel ist die Abhängigkeit der inländischen Preisentwicklung von Veränderungen der Preise im Ausland besonders groß und erschwert eine Stabilisierungspolitik der geldpolitischen Autoritäten. Ferner werden Investitionen, beispielsweise Immobilieninvestitionen, zunehmend über internationale Finanzmärkte finanziert. Zwar sind Kriterien zur Bewertung von Kreditsicherheiten, Wege zur Beschaffung von Informationen über die Investitionsprojekte und zur Vermeidung asymmetrischer Informationen für nationale Kreditmärkte weitgehend entwickelt, doch versagen diese Instrumente auf den internationalen Finanzmärkten. Der Versuch, mittels gesetzlicher Maßnahmen zur Regulierung der Finanzmärkte ausgeprägte Finanzkrisen zu vermeiden, wird durch die Internationalisierung der Finanzmärkte zunehmend konterkariert.

In den betroffenen Volkswirtschaften deckte die zurückliegende Rezession nicht nur ökonomische, sondern in besonderem Maße auch gesellschaftliche Probleme auf. Dabei sind in vielerlei Hinsicht die sozialen Konsequenzen einer Schulden-Deflation sogar noch schwerwiegender als die ökonomischen Folgen. Die Deflation verändert auf brisante Weise die Einkommens- und Vermögensverteilung unter den verschiedenen Gesellschaftsgruppen, und die Etablierung einer neuen Ordnung bringt ernsthafte politische und soziale Probleme mit sich.

In den vergangenen Jahrzehnten sind Leistungsbereitschaft bei gleichzeitiger Stabilität wesentliche Merkmale der westlichen Gesellschaftsordnungen gewesen und bildeten zugleich das kulturelle Fundament des wirtschaftlichen Erfolges. Die vergangene Schulden-Deflation, die keine Armuts-, sondern eine Wohlstandskrise darstellt, erschütterte tief das Vertrauen in das jeweilige nationale, aber auch internationale Wirtschafts- und Gesellschaftsgefüge. Von diesem Standpunkt aus sind die Ereignisse der achtziger und neunziger Jahre wirklich bedeutungsvoll. Eine bedrohliche Veränderung vieler Vermögenswerte war ausreichend, jede ökonomische Kalkulation und viele soziale und ökonomische Errungenschaften zu zerstören. Vielleicht ist ein politischer Eingriff in die Einkommens- und Vermögensverteilung, der die andauernden Auseinandersetzungen um die Anteile am Sozialprodukt mildert, daher unvermeidlich.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Literaturverzeichnis

Akerlof, George A. (1973): The Market for «Lemons«: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 84.

Allen, William R. (1977): I. Fisher, F. D. Roosevelt and the Great Depression, in: History of Political Economy, Bd. 9,4.

Ando, Albert K. / *Modigliani,* Franco (1963): The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, in: American Economic Review, Bd. 53.

Andrews, P. W. S. (1949): Manufacturing Business, London 1949, repr. London und New York 1963.

Bagehot, Walter (1873): Lombard Street. A Description of the Money Market, London.

Bahatia, Kul B. (1972): Capital Gains and the Aggregate Consumption Function, in: The American Economic Review, Bd. 62,5.

Bank for International Settlements (1996): Implications for Central Banks of the Development of Electronic Money, Brüssel.

Bank of England (1989): Quarterly Bulletin, Bd. 29,1.

— (1991a): Quarterly Bulletin, Bd. 31,1.

— (1991b): Quarterly Bulletin, Bd. 31,2.

— (1991c): Quarterly Bulletin, Bd. 32,2.

— (1992a): Quarterly Bulletin, Bd. 32,2.

— (1992b): Quarterly Bulletin, Bd. 32,3.

— (1993a): Quarterly Bulletin, Bd. 33,2.

— (1993b): Quarterly Bulletin, Bd. 33,4.

— (1994): Quarterly Bulletin, Bd. 34,2.

— (1995): Quarterly Bulletin, Bd. 35,3.

— (1996): Quarterly Bulletin, Bd. 36,2.

Becker, Helmut (1992): Japanische Investitionen in Europa 1992 – Eine Bestandsaufnahme, Deutsche Industrie und Handelskammer (Hrsg.), Tokyo.

Bernanke, Ben (1983): Nonmonetary Effects of the Financial Crises in the Propagation of the Great Depression, in: The American Economic Review, Bd. 73.

Blanchard, Olivier J. (1993): What caused the last Recession? Consumption and the Recession of the 1990–1991, in: American Economic Review – Papers and Proceedings, Bd. 83.

Blanchard, Olivier J. / *Fischer*, Stanley (1993): Lectures on Macroeconomics, 7. Auflage, Cambridge / Mass. und London.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Blinder, Alan S. (1992): Why are prices sticky? Preliminary results from an interview study, in: American Economic Review, Bd. 82.

Bodkin, Ronald (1959): Windfall Income and Consumption, in: American Economic Review, Bd. 49.

Breedon, F. J. / *Joyce,* Michael A. (1992): House prices, arrears and possessions, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Bd. 32,2.

Carruth, Alan. A / *Henley,* Andrew G. (1987): Consumer Spending and Housing Wealth, in: John Eatwell u.a. (Hrsg.), The New Palgrave, Bd. 1, London.

— (1990a): Can Existing Consumption Functions Forcast Consumer Spending in the late 1980s?, in: Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 52.

— (1990b): The housing market and consumer spending, in: Fiscal Studies, Bd. 11,3.

Claassen, Emil-Maria (1980): Grundlagen der Geldtheorie, 2. Auflage, Berlin u.a.

Clark, John B. (1908): The Distribution of Wealth: A Theory of Wages, Interest and Profits, New York und London.

Committee on Finance and Industry (1931): Report (»Macmillan Report«), London.

Committee on the Working of the Monetary System (1959): Report (»Radcliffe Report«), London.

Corrigan, G. (1990): A Perspective on Recent Financial Disruptions, in: Federal Reserve Bank New York Quarterly Review, Winter 1989 / 1990.

Davis, E. Phillip (1955): Debt, Financial Fragility and Systematic Risk, Oxford.

Deaton, Angus (1992): Understanding Consumption, Oxford 1992.

De Long, Brandford J. / *Summers,* Lawrence H. (1986): Is Increased Price Flexibility Stabilizing?, in: American Economic Review, Bd. 76,5.

Diehl, Karl (Hrsg.) (1926): Beiträge zur Wirtschaftstheorie, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 173.

Dimand, Robert W. (1994): Irving Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: Review of Social Economy, 52,1.

Dornbusch, Rüdiger / *Fisher,* Stanley (1989): Makroökonomik, 3. Auflage, München und Wien.

Driskill, Robert A. / *Sheffrin,* Steven M. (1986): Is Price Flexibility Destabilizing?, in: American Economic Review, Bd. 76,4.

Engels, Wolfram / *Sablotny,* Herbert / *Zickler,* Dieter (1974): Das Volksvermögen, Frankfurt und New York.

Evans, R. A. / *Pesaran,* M. Hashem (1984): Inflation, Capital Gains and U.K. Personal Savings: 1953–1981, in: The Economic Journal, Bd. 94.

Feldsieper, Manfred (1980): Deflation, in: Willi Albers u.a. (Hrsg.), Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 2, Stuttgart u.a.

Ferazzi, S. / *Caskey,* J. (1989): Debt Commitments and Aggregate Demand: a Critique of the Neoclassical Synthesis and Policy, in: Willi Semmler (Hrsg.), Financial Dynamics and Business Cycles: New Perspectives, New York.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Filc, Wolfgang (1994): Die Bundesbank zwischen Geldmengenorientierung und Zinsverantwortung, in: Wirtschaftsdienst Bd. 6.

Fischer, K. (1990): Hausbankbeziehungen als Instrumente der Bindung zwischen Banken und Unternehmen: Eine theoretische und empirische Analyse, Bonn.

Fisher, Irving (1913): The Purchasing Power of Money, New York 1913; deutsche Übersetzung: Die Kaufkraft des Geldes, Berlin 1916.

— (1923): Business Cycle Largely a »Dance of the Dollar«, in: Journal of the American Statistical Association, New Series 218,144.

— (1925): Our Unstable Dollar and the So-Called Business Cycle, in: Journal of the American Statistical Association, New Series 20,150.

— (1973): A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes, in: International Labour Review, Bd. 13,6 (1926); wieder abgedruckt als »I Discovered the Phillips Curve«, in: Journal of Political Economy, Bd. 81.

— (1932a): Booms and Depressions, New York.

— (1932b): The Theory of Interest, New York, 1932; deutsche Übersetzung: Die Zinstheorie, Jena 1932.

— (1933): The Debt-Deflation Theory of Great Depressions in: Econometrica, Bd. 1.

— (1935): 100% Money, New York 1935.

Friedman, Benjamin M. (1987): Capital, Credit and Money Markets, in: John Eatwell u.a. (Hrsg.), The New Palgrave, Bd. 1, London u.a.

Friedman, Milton (1957): A Theory of the Consumption Function, Princeton.

— (1963): Inflation, Causes and Consequences, London.

Friedman, Milton / *Schwartz,* Anna J. (1963): A Monetary History of the United States 1867–1960, Princeton.

Gerster, Max (1964): Die Bewertung von Vermögenskomplexen, insbesondere die Bestimmung des Volksvermögens, Zürich und St. Gallen.

Gertler, Mark (1988): Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Bd. 20,3.

Goldsmith, Raymond W. (1950): Measuring National Wealth in a System of Social Accounting, in: NBER Studies in Income and Wealth, Bd. 12, New York.

Gurley, John G. / *Shaw,* Edward S. (1955): Financial Aspects of Economic Development, in: The American Economic Review, Bd. 45.

— (1960):Money in a Theory of Finance, Washington.

Haberler, Gottfried (1955): Prosperity and Depression, 5. Auflage, Cambridge / Mass. 1964; deutsche Übersetzung: Prosperität und Depression, 2. Auflage, Tübingen und Zürich 1955.

Hahn, L. Albert (1930): Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, 3. Auflage, Tübingen.

— (1954): Wirtschaftswissenschaft des gesunden Menschenverstandes, Frankfurt am Main.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hall, R. L. / *Hitch,* C. J. (1939): Price Theory and Business Behaviour, in: Oxford Economic Papers, Bd. 2 (1939), wieder abgedruckt in Wilson, T. und Andrews, P. W. S. (Hrsg.), Oxford Studies in the Price Mechanism, Oxford 1951; repr. Oxford 1959.

Hall, Robert E (1993): Macro Theory and the Recession of 1990 - 1991, in: American Economic Review – Papers and Proceedings, Bd. 83.

Hamilton, James D. (1994): Time Series Analysis, Princeton.

Hansen, Bent (1966): Lectures in Economic Theory, Teil I: General Equilibrium Theory, Lund.

Hendry, David F. / *Ungern-Sternberg,* Thomas von (1981): Liquidity and inflation effects on consumers' expenditure, in: Angus S. Deaton (Hrsg.), Essays on the Theory and Measurement of Consumers' Behaviour, Cambridge.

Hicks, John R. (1946): Value and Capital, 2. Auflage, Oxford.

Hodgman, Donald R. (1960): Credit Risk and Credit Rationing, Quarterly Journal of Economics, Bd. 74.

— (1961): The Deposit Relationship and Commercial Bank Investment Behaviour, in: the Review of Economics and Statistics, Bd. 43.

Holzman, Franklyn D. (1950): Income Determination in Open Inflation, in: The Review of Economics and Statistics, Bd. 32.

Höpker-Aschoff, Hermann (1939): Geld und Gold, Jena.

International Monetary Fund (1994): World Economic Outlook, Bd. 5.

Jaffee, Dwinght M. / *Russel,* Thomas (1976): Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing, Quarterly Journal of Economics, Bd. 90.

Jaffee, Dwinght M. / *Stiglitz,* Joseph E. (1990): Credit Rationing, in: Benjamin M. Friedman und Frank H. Hahn (Hrsg), Handbook of Monetary Economics, Band II, Amsterdam u.a.

Jostock, P. (1944): Das Volksvermögen und seine Erfassung in Geldeswert, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 159.

Kearl, James R. / *Mishkin,* Frederic S. (1977): Illiquidity, the Demand for Residential Housing, and Monetary Policy, in: Journal of Finance, Bd. 32.

Keynes, John M. (1923): A Tract on Monetary Reform, London 1923; deutsche Übersetzung: Ein Traktat über Währungsreform, München und Leipzig 1924.

— (1930): Treatise on Money, London 1930; deutsche Übersetzung: Vom Gelde, 3. Auflage, Berlin 1983.

— (1931): The World's Economic Crises, Halley Stewart Lecture, London.

— (1936): The General Theory of Employment, Interest and Money, London.

— (1937): The »Ex Ante« Theory of Interset, in: Economic Journal, Bd. 47.

— (1972): The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. 9: Essays in Persuasion, Cambridge.

— (1973): The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. 29, London.

Kimball, Miles S. (1990a): Precautionary Saving and the Marginal Propensity to Consume, NBER Working Paper Series, Nr. 3403.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

— (1990b): Precautionary Saving in the Small and in the Large in: Econometrica, Bd. 58,1.

Kindleberger, Charles P. / *Laffargue,* Jean-Pierre (1982): Financial Crises, Theory, History and Policy, Cambridge u.a.

Kindleberger, Charles P. (1989): Manias, Panics and Crashes, 2. Auflage, London.

King, Mervyn (1994): Debt Deflation: Theory and Evidence, in: European Economic Review, Bd. 38.

Kiyotaki, Nobuhiro / *Moore,* John (1993): Credit Cycles, mimeo.

Kuznets, Simon (1938): On the Measurement of National Wealth, in: NBER Studies in Income and Wealth, Bd. 2, New York.

Lando, Henrik (1992): The Economic Consequences of Debt-Deflation, in: Bruno Amoroso und Jesper Jespersen, Macroeconomic Theories and Policies for the 1990s – A Scandinavian Perspective, Hampshire und London.

Lautenbach, Wilhelm (1952): Zins, Kredit und Produktion, in: Wolfgang Stützel (Hrsg.), Zins, Kredit und Produktion, Tübingen.

Lee, Catherine / *Robinson,* Bill (1990): The Fall in the Savings Ratio: the Role of Housing, in: Fiscal Studies, Bd. 11,1.

Leland, Hayne E. (1968): Saving and Uncertainty: the Precautionary Demand for Saving, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 82.

Lester, Richard A. (1946): Shortcomings of Marginal Analysis for Wage-Employment Problems, in: The American Economic Review, Bd. 36.

List, Friedrich (1928): Über das Wesen und den Wert einer nationalen Gewerbsproduktivkraft, in: Edgar Salin u.a. (Hrsg.), Friedrich List – Schriften, Reden, Briefe, Bd. 5, Berlin.

Machulp, Fritz (1946): Marginal Analysis and Empirical Reserach, in: The American Economic Review, Bd. 36.

Malinvaud, Edmond (1987): Capital gains and losses, in: John Eatwell u.a. (Hrsg.), The New Palgrave, Bd. 1, London u.a.

— (1994):Are Macroeconomic Theories Challenged by the Present European Recession?, in: Labour, Bd. 8,1.

Mayer, Colin (1990): Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development, in: R. Glenn Hubbard (Hrsg.), Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, Chicago und London.

McClam, Warren (1982): Financial Fragility and Instability: Monetary Authorities as Borrowers and Lenders of Last Resort, in: Charles P. Kindleberger und Jean-Pierre Laffargue (Hrsg.): Financial Crises, Theory, History and Policy, Cambridge.

Means, Gardiner C. (1935): N. R. A., A. A. A., and the Making of Industrial Policy, Senate Document No. 13: Industrial Prices and their Relative Inflexibility, 74th Congress of the United States, 1st Session, Washington.

Merkle, Degenhard (1968): Der Begriff des Vermögens und seine Stellung in der Nationalökonomie, München.

Miles, David (1994): Housing, Financial Markets and the Wider Economy, New York u.a.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Minsky, Hyman P. (1977): A Theory of Systemic Fragility, in: Edward I. Altman und Arnold W. Sametz (Hrsg.), Financial Crises, New York u.a.

— (1982a): Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Bd. 35.

— (1982b): The Financial-Instability-Hypothesis: Capitalistic Process and the Behaviour of the Economy, in: Charles P. Kindleberger und Jean-Pierre Laffargue (Hrsg.), Financial Crises, Theory, History and Policy, Cambridge.

— (1982c): Can It' Happen Again? Essays on Instability and Finance, New York.

Mishkin, Frederic S. (1978): The Household Balance Sheet and the Great Depression, in: Journal of Economic History, Bd. 38

— (1991): Anatomy of a Financial Crises, NBER Working Paper Series Nr. 3934, Dezember.

Modigliani, Franco (1986): Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations, American Economic Review, Bd. 76.

Musgrave, Richard A. (1948): Credit Controls, Interest Rates, and Management of Public Debt, in: Income, Employment and Public Policy. Essays in Honour of A. H. Hansen, New York.

North, Michael (1994): Das Geld und seine Geschichte: Vom Mittelalter bis zur Gegenwart, München.

OECD (1992): Economic Outlook, Bd. 52.

— (1993): Economic Outlook, Bd. 54.

o.V. (1996): Keine Besserung auf dem Büromarkt Leipzig in Sicht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 178 (02.08.1996).

— (1997): Preise für Eigentumswohnungen gefallen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 112 (16.05.1997).

Pepper, Gordon (1993): Economic Viewpoint: A Policy of Debt Deflation, in: Economic Outlook, London Business School, Bd. 17,5.

Pigou, Arthur C. (1947): Economic Progress in a Stable Environement, in: Economica, Bd. 14 (1947), abgedruckt in: F. A. Lutz und L. W. Mints (Hrsg.), Readings in Monetary Theory, London 1952.

Rieter, Heinz (1971): Die gegenwärtige Inflationstheorie und ihre Ansätze im Werk von Thomas Tooke, Berlin und New York.

— (1997): Thomas Tooke und die Geldlehre seiner Zeit, in: Bertram Schefold u.a. (Hrsg.), Vademecum zu dem Klassiker der Banking School: Thomas Tooke, An Inquiry into the Currency Principle, Düsseldorf.

Robinson, Joan (1947): Introduction to the Theory of Employment, London.

Rothschild, Kurt W. (1994): Theorien der Arbeitslosigkeit, 2. Auflage, München und Wien.

Rothschild, Michael / *Stiglitz,* Joseph E. (1970): Increasing Risk: I. A Definition, in: Journal of Economic Theory, Bd. 2.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1973): Jahresgutachten 1973 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Bundesdrucksache 7/1273 (22.11.1973): Sachgebiet 700.

Sandmo, Agnar (1970): The Effect of Uncertainty on Saving Decisions, in: Review of Economic Studies, Bd. 37.

Schebeck, Fritz / *Tichy,* Gunther (1984): Die »Stylized Facts« in der modernen Konjunkturdiskussion, in: Gottfried Bombach u.a. (Hrsg.), Perspektiven der Konjunkturforschung, Tübingen.

Scherf, Harald (1967): Untersuchungen zur Theorie der Inflation, Tübingen.

— (1968): Inflation und Einkommensverteilung, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 100.

Schmidt, Klaus-Dieter (1971): Ergänzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung durch Vermögensrechnungen; zur Frage der Fortentwicklung und Verbesserung des vermögensstatistischen Instrumentariums. Forschungsbericht im Auftrag des Bundesministers für Arbeit und Sozialordnung, Kiel.

— (1972): Was ist Vermögen, in: Allgemeines Statistisches Archiv, Bd. 56.

Schneider, Erich (1956): Einführung in die Wirtschaftstheorie, I. Teil: Theorie des Wirtschaftskreislaufes, 6. Auflage, Tübingen.

— (1970): Automatism or Diskretion in Monetary Policy?, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Bd. 93.

— (1973): Einführung in die Wirtschaftstheorie, III. Teil: Geld, Kredit, Volkseinkommen und Beschäftigung, 12. Auflage, Tübingen.

Schumpeter, Josef A. (1926): Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Auflage, München und Leipzig.

Scott, Ira O. (1957): The Availibility Doctrine: Theoretical Underpinnings, in: Review of Economic Studies, Bd. 25.

Shigemi, Yosuke (1995): Asset Inflation in Selected Countries, in: Bank of Japan Monetary and Economic Studies, Bd. 13,2.

Solow, Robert M. (1956): A Contribution to the Theory of Economic Growth, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 70.

Stackelberg, Heinrich von (1948): Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, 2. Auflage, Bern.

Stelter, Daniel (1991): Deflationäre Depression – Konsequenzen für das Management, Wiesbaden.

Stiglitz, Joseph E. / *Weiss,* Andrew (1981): Credit Rationing in Markets with Asymmetric Information, in: American Economic Review, Bd. 71.

Stobbe, Alfred (1962): Untersuchungen zur makroökonomischen Theorie der Einkommensverteilung, Kieler Studien, Bd. 59.

— (1984): Volkswirtschaftslehre I, 6. Auflage, Berlin u.a.

Stützel, Wolfgang (1959): Liquidität, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, (Hrsg.): Bd. 6, Stuttgart, Tübingen und Göttingen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Svensson, Lars E. O. (1994): Monetary Policy with Flexible Exchange Rates and Forward Interest Rates as Indicators, NBER Working Paper Series, Nr. 4633.

Teichmann, Arndt (1990): Bürgerliches Gesetzbuch und Nebengesetze, Bd. 2 (Schuldrecht I), 12. Auflage, Stuttgart u.a. 1990.

Temin, Peter (1976): Did Monetary Forces Cause the Great Depression, New York.

Tobin, James (1975): Keynesian Models of Recession and Depression, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Bd. 65,2.

— (1980): Asset Accumulation and Economic Activity, Chicago.

Tooke, Thomas / *Newmarch,* William (1858): Die Geschichte und Bestimmung der Preise während der Jahre 1793–1857, autorisierte Übersetzung von C. W. Asher, Dresden 1858.

Townsend, Robert M. (1979): Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification, in: Journal of Economic Theory, Bd. 21.

United Nations (1993): A Sytem of National Accounts, Brüssel u.a.

Veit, Otto (1948): Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität, Frankfurt am Main.

Vilks, Arnis (1984): Aggregation und Kausalität im Modell des allgemeinen Konkurrenzgleichgewichtes, Göttingen.

— (1997): Wirtschaftstheorie und betriebswirtschaftliches Studium, in: Heribert Meffert und Gishold Odd (Hrsg.), Managementperspektiven und Managementausbildung – Festschrift für Ludwig Trippen, Leipzig.

Weigel, Stefan (1996): Raum ohne Volk, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 195 (22.08.1996).

Westphal, Uwe (1988): Makroökonomik, Berlin u.a.

Weyermann, Moritz R. (1916): Sozioökonomische Begriffsentwicklung des Vermögens und des Volksvermögens, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 52.

Winker, Peter (1994): Eine makroökonomische Analyse von Kreditmarkt und Kreditrationierung, Bankkredite in der Bundesrepublik Deutschland 1974–1989, in: Diskussionsbeiträge des Sonderforschungsbereiches 178 der Universtität Konstanz, Serie II – Nr. 220.

Wolfson, Martin H. (1996): Irving Fisher's Debt-Deflation Theory: Its Relevance to Current Conditions, in: Cambridge Journal of Economics, Bd. 20.

Young, Garry (1993): Debt Deflation and the Company Sector: the Economic Effects of Balance Sheet Adjustment, in: National Institute Economic Review, Bd. 144.

Zerwas, Herbert (Hrsg.) (1996): Kreditwesen-Gesetz, Düsseldorf.

Zierke, Manfred (1970): Die redistributiven Wirkungen von Inflationen, Göttingen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Sachwortregister

Der Zusatz n nach einer Seitenangabe verweist auf ein Sachwort in einer Fußnote.

Abschwung, wirtschaftlicher, *siehe* wirtschaftlicher Abschwung
Anreize
- adverse 146

Bankenpanik 155

Deflation 67, 72, 100, 149, 160
- als Abweichung vom gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht 104
- als Abweichung vom monetären Gleichgewicht 101
- als Kontraktion der Geldmenge 30
- als Kontraktion der Kreditmenge 30
- als Rückgang der monetären Nachfrage 30
- als Rückgang des Preisniveaus 30 f.
- importierte 116 ff., 120
- und Außenhandel 115
- und Beschäftigung 164
- und Einkommensverteilung 107 ff.
- und gesamtwirtschaftliche Nachfrage 163
- und Konsum 165
- und Lohnentwicklung 162 f.
- und Produktion 165
- und Rolle der Banken 103, 166
- und Umverteilung 164
- und Vermögensverteilung 109
- Verteilungswirkung einer 107 ff.
Depression
- Große, *siehe* Große Depression
- Modell einer 78
Deregulierung 48, 67
Disinflation 31, 122

Einkommen
- angepaßtes 139 f.
- langfristiges 138
- laufendes 131
- permanentes 85, 132
- transitorisches 85
- verfügbares 53, 59, 135, 138

Finanzkrise 127, 153
- Auslöser 154

Gelddeflation 30 n.
Geldillusion 77 n.
Gleichgewicht 71, 101 f.
Große Depression 38 f., 71
- und Konsum 86

Housing equity withdrawal 134 ff.

Illiquidität 39, 74
- als Eigenschaft von Schuldtiteln 28
Immobilienkrise 46
Inflation 160
- und gesamtwirtschaftliche Nachfrage,163
- und Lohnentwicklung 162 f.
- und Rolle der Banken 166
- und Umverteilung 164

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Information
- asymmetrische 145, 154
- unvollständige 144
Investitionen 62 ff.

Kaufkraftparitätentheorie 119
Keyneseffekt 80
Konjunkturzyklen
- reale, *siehe* Reale Konjunkturzyklen
Konsum 84 f., 88, 130
- der privaten Haushalte 58 f.
- langfristiger 138
Konsumfunktion
- mikroökonomische 93
- makroökonomische 96 ff.
- nicht-monotone 96 ff.
Konsumneigung 127
Kredit
- Bankkredit 142 f., 150
Kreditbeziehung 28 f.
- als Schuldbeziehung 29
Kreditkontraktion 149 f.
Kreditmarkt 141 ff.
Kreditrationierung 69, 143 ff., 147 f., 154
Kreditsicherheit 147 f.
Kreditverflechtung 29
- volkswirtschaftliche 29
Kreditvergabe 67 ff.

Lender of last resort 158 f.
Liquidität 23
- als Geldnähe der Aktiva 23 ff.
- als Wertaufbewahrungsmittelnähe der Aktiva 24 ff,
- als Zahlungsfähigkeit der Wirtschaftssubjekte 34, 58
- als Zahlungsmittelnähe der Aktiva 23 ff.
Liquiditätseffekt 85, 118 f.
Liquiditätshypothese 83 ff., 86
Liquiditätspräferenz 83
Liquiditätsrestriktion 81, 127 f., 134
Liquiditätsverfassung 34 f., 38 f., 50, 57, 84, 151, 164
- der Banken 69
- der Haushalte 57
- der Unternehmen 61 f.

Moral hazard 154

Negative equity 56
New Deal 41

Pigoueffekt 81
Precautionary saving 89, 93 f., 128
Preis
- für Aktien 42, 52
- für Gewerbeimmobilien 46 f., 64
- für Wohnimmobilien 44, 51 f.
Preisbildung 105, 160
Preise
- kostendeterminierte 105
- nachfragedeterminierte 105
Preisindex 31 f., 73
- des Bruttosozialprodukts 32
- der Großhandelspreise 32
- der Lebenshaltung 32 f.
Preisniveau 31
- -effekt 80

Quantitätstheorie 75, 101, 160

Reale Konjunkturzyklen 87 ff.

Schuld 26 ff., 141 f., 164
- der Haushalte 53
- der Unternehmen 62 f.
- juristische Konzeption 27
- ökonomische Konzeption 27
Schulden-Deflation 15, 34 ff., 80, 86 ff., 121, 156
- als Ausbreitungsmechanismus 90 ff., 94
- als monetäres Phänomen 71 f., 77, 98 f.
- als reales Phänomen 70, 88, 98 f.
- und Einkommensverteilung 124
- und Rolle der Banken 66, 76

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- und Verhalten der Haushalte 52
- und Verhalten der Unternehmen 60 ff.
- und Vermögensportfolio 125
- Verteilungswirkung einer 121 ff.

Schuldner-Gläubiger-Hypothese 108, 123 ff.
Selektion
- adverse 146, 154

Überschuldung 72 ff.
Umverteilung 94 f.

Vektorautoregression 130
Vermögen 15 ff.
- Bewertung des, *siehe* Vermögensbewertung
- einzelwirtschaftlich 19 f.
- gesamtwirtschaftlich 19
- hedonistische Konzeption 16
- juristisches 20
- materielle Konzeption 16
- sozioökonomische Konzeption 17
- und Konsum 131
- Volksvermögen 18f., 74

Vermögensbewertung
- zu Ertragswerten 21 ff.
- zu Kostenwerten 21
- zu Marktpreisen 22 f.

Vermögenseffekt 95
Verschuldungsgrad 59, 124

Wechselkurse
- feste 116
- flexible 119

windfall profits 133
Wirtschaftlicher Abschwung 69, 72
- und Deflation 84
- und Konsum 82
- und Kreditkontraktion 149
- und Liquiditätshypothese 86
- und Umverteilung 88, 127

Zinssatz 58, 63 ff., 69

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-49673-0
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:26:33
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH