

# PREISERWARTUNGEN, MONETAERE STOERUNGEN UND FEHLINVESTITIONEN<sup>1)</sup>

Von F. A. von HAYEK (London).

## I

**W**ENN man versuchen wollte, in einem Satz die Eigenart unserer Generation von theoretischen Nationalökonomern zu charakterisieren, so müsste man meiner Ansicht nach das Bemühen hervorheben, die Methoden und Erkenntnisse der allgemeinen Theorie, der Lehre vom wirtschaftlichen Gleichgewicht, auf verwickeltere, »dynamische« Vorgänge anzuwenden. Zunächst möchte man freilich glauben, dass dies für jede Generation gelten müsste, dass es stets das Bemühen der Nationalökonomern gewesen wäre, durch schrittweise Verringerung des Abstraktionsgrades näher an die Wirklichkeit heranzukommen. Trotzdem kann kaum von den letzten Generationen gesagt werden, dass sie in diesem Bemühen sehr weit gekommen wären. Die Entwicklung der Nationalökonomie ist nicht der Systematik des Lehrbuches gefolgt, das vom allgemeinen zum speziellen Teil fortschreitet. Die Probleme der Wirklichkeit waren zu dringend, als dass die mehr praktisch gesinnten Männer bereit gewesen wären, zu warten, bis ihnen der Fortschritt der reinen Theorie eine Schema bot, das sie in ihren Arbeiten unmittelbar verwenden konnten.

In der Vergangenheit lassen sich im Wesentlichen dreierlei Einstellungen zur Anwendung der Theorie auf das Verständnis der kompliziertesten Erscheinungen der wirtschaftlichen Dynamik, der Krisen und Konjunkturerscheinungen insbesondere, feststellen. Vielfach hatten die Männer, denen sich die Bedeutung der

---

<sup>1)</sup> Der folgende Aufsatz stellt im Wesentlichen eine Wiedergabe eines Vortrages dar, den der Verfasser am 7. Dezember 1933 in der Socialökonomisk Samfund in Kopenhagen hielt. Einzelne Abschnitte wurden gekürzt, soweit sie Fragen behandelten, die der Verfasser schon an anderer Stelle erörtert hat, und in Fussnoten auf jene anderen Veröffentlichungen hingewiesen. Dafür wurden andere Abschnitte die Ergänzungen zu jenen früheren Arbeiten enthalten, etwas erweitert.

# PREISERWARTUNGEN, MONETAERE STOERUNGEN UND FEHLINVESTITIONEN<sup>1)</sup>

Von F. A. von HAYEK (London).

## I

**W**ENN man versuchen wollte, in einem Satz die Eigenart unserer Generation von theoretischen Nationalökonomern zu charakterisieren, so müsste man meiner Ansicht nach das Bemühen hervorheben, die Methoden und Erkenntnisse der allgemeinen Theorie, der Lehre vom wirtschaftlichen Gleichgewicht, auf verwickeltere, »dynamische« Vorgänge anzuwenden. Zunächst möchte man freilich glauben, dass dies für jede Generation gelten müsste, dass es stets das Bemühen der Nationalökonomern gewesen wäre, durch schrittweise Verringerung des Abstraktionsgrades näher an die Wirklichkeit heranzukommen. Trotzdem kann kaum von den letzten Generationen gesagt werden, dass sie in diesem Bemühen sehr weit gekommen wären. Die Entwicklung der Nationalökonomie ist nicht der Systematik des Lehrbuches gefolgt, das vom allgemeinen zum speziellen Teil fortschreitet. Die Probleme der Wirklichkeit waren zu dringend, als dass die mehr praktisch gesinnten Männer bereit gewesen wären, zu warten, bis ihnen der Fortschritt der reinen Theorie eine Schema bot, das sie in ihren Arbeiten unmittelbar verwenden konnten.

In der Vergangenheit lassen sich im Wesentlichen dreierlei Einstellungen zur Anwendung der Theorie auf das Verständnis der kompliziertesten Erscheinungen der wirtschaftlichen Dynamik, der Krisen und Konjunkturerscheinungen insbesondere, feststellen. Vielfach hatten die Männer, denen sich die Bedeutung der

---

<sup>1)</sup> Der folgende Aufsatz stellt im Wesentlichen eine Wiedergabe eines Vortrages dar, den der Verfasser am 7. Dezember 1933 in der Socialökonomisk Samfund in Kopenhagen hielt. Einzelne Abschnitte wurden gekürzt, soweit sie Fragen behandelten, die der Verfasser schon an anderer Stelle erörtert hat, und in Fussnoten auf jene anderen Veröffentlichungen hingewiesen. Dafür wurden andere Abschnitte die Ergänzungen zu jenen früheren Arbeiten enthalten, etwas erweitert.

hier bestehenden Probleme aufdrängte und die sich an ihre Lösung machten, wenig Kenntnis von augenblicklichen Stand der ökonomischen Theorie. Unter ihnen befanden sich, neben ungezählten Querköpfen, eine Reihe von klaren Denkern mit reicher Erfahrung, denen wir viel verdanken. Daneben gab es eine zweite kaum minder wichtige Gruppe, die die Sätze der reinen Theorie zwar kannte, aber als von geringem Nutzen für die Aufgabe betrachtete, die sie besonders interessierte. Beide Gruppen haben bedeutendes geleistet, und ich werde noch Gelegenheit haben, einige Beiträge aus der Mitte des vorigen Jahrhunderts zu erwähnen, die wir solchen Männern verdanken. Es scheint mir keineswegs ausgemacht, dass dies weniger ist, als das was wir auf unserem Gebiet der dritten Gruppe schulden, nämlich jenen Forschern, die — wie uns heute scheinen muss, verfrüht — versuchten, eine übervereinfachte und mangelhafte allgemeine Theorie auf die komplizierteren Erscheinungen anzuwenden. So berechtigt ihr Betreiben war, auf diese Weise den Nutzen und die Lebensberechtigung der reinen Theorie zu erweisen, und so richtig ihr Instinkt, dass nur auf diese Weise sich schliesslich eine wirklich befriedigende Erklärung dieser Erscheinungen würde aufbauen lassen, so führten ihre Versuche, von der »theorie des debouches« an, doch eher dazu, dass die Probleme in die Zwangsjacke eines Schemas gepresst wurden, das kaum zur Aufhellung der Probleme beitrug.

## II

Erst die Entwicklung der modernen Gleichgewichtstheorie und die reinliche Feststellung der Voraussetzungen ihrer Anwendbarkeit hat sowohl die Natur der hier bestehenden Probleme klar gezeigt als auch die Wege zu ihrer Lösung aufgedeckt. Und wenn auch die einzelnen Forscher sicher verschiedene Wege gehen, so lässt sich heute doch sagen, dass in allen Ländern mit einer grossen theoretischen Tradition das Streben aller jungen Kräfte auf die Ueberbrückung des Gegensatzes zwischen »Statik« und »Dynamik« gerichtet ist. Manchem mögen die dabei bestehenden Differenzen sehr gross erscheinen. Aber ob der einzelne dabei in seinem Eifer, vorwärts zu kommen, die Unzulänglichkeit der statischen Theorie mehr oder weniger stark betont, scheint mir mehr eine Temperamentsfrage als in den Zielen oder in der Methode begründet zu sein. Ich glaube, dass die grosse Mehrzahl der jüngeren Nationalökonomien sich einig ist in der Zuversicht, dass es möglich sein wird, die Kontinuität der Entwicklung zu wahren,

und in der Ueberzeugung, dass wir nur auf diesem Weg zum Ziel kommen werden.

Was wir alle suchen ist somit nicht ein Sprung in etwas ganz neues, sondern eine Entwicklung unseres grundlegenden Apparates in der Richtung, dass er zur Erklärung der dynamischen Erscheinungen verwendbarer wird. Vor nicht langer Zeit habe ich noch geglaubt, dies am besten so formulieren zu sollen, dass die Konjunkturtheorie nach der wir suchten, organisch auf die bestehende Gleichgewichtstheorie aufgesetzt werden müsse. Ich bin nun immer mehr geneigt, dies so auszudrücken, dass die allgemeine Theorie selbst so ausgebaut werden muss, dass wir in der Lage sind, sie unmittelbar zur Erklärung der individuellen Konjunkturzyklen der Wirklichkeit zu verwenden. Wie in jüngster Zeit namentlich von F. Lutz<sup>1)</sup> in recht überzeugender Weise ausgeführt wurde, ist die Aufgabe nicht die Entwicklung einer eigenen Konjunkturtheorie, d. h. eines detaillierten Schemas, in das sich alle empirischen Konjunkturschwankungen, einordnen lassen, sondern ein Ausbau jener Kapitel der Theorie, die wir zur Analyse der unter sich vielfach sehr verschiedenen empirischen Konjunkturschwankungen brauchen.

Ein grosser Teil dieser Arbeit wird zweifellos einfach eine Fortentwicklung besonderer Kapitel der allgemeinen Theorie, insbesondere der Kapitaltheorie und der Geldtheorie in der Richtung einer sorgfältigeren Analyse des Prozesses darstellen, der sich an jede Datenänderung anschliesst. Es ist jedoch eine gemeinsame Eigenheit aller solcher Versuche, die Theorie realistischer zu gestalten, dass sie uns alle sehr bald zu dem Grundproblem aller ökonomischen Theorie zurückbringen, nämlich zu der Frage der Bedeutung des Gleichgewichtsbegriffes und seine Relevanz für die Erklärung eines in der Zeit ablaufenden Prozesses. Er kann kein Zweifel bestehen, dass sich dabei manche der üblichen Formulierungen der Gleichgewichtstheorie als wenig nützlich erweisen und nicht nur die Details ihrer Ausführungen sondern auch der Inhalt der Gleichgewichtsvorstellung als solcher eine gewisse Revision bedürfen wird.

Dass diese Vorstellung von einem Gleichgewichtszusammenhang in der Vergangenheit keinen ganz unveränderlichen und auch nicht immer einen ganz klaren Inhalt gehabt hat, es ist wohl nicht zu bestreiten. Letzteres gilt mindest für die Anwendung des Gleichgewichtsbegriffes auf die Vorgänge in einer aus unabhän-

<sup>1)</sup> F. Lutz: Das Konjunkturproblem in der Nationalökonomie, Jena 1932.

gigen Individuen zusammengesetzten Tauschwirtschaft, während er auf die Wirtschaft einer einzelnen Person oder eines zentral geleiteten kommunistischen Systems angewendet, wohl einen definitiven Sinn hat. Während hier mit Recht von einem notwendigen Gleichgewicht gesprochen werden kann, in dem die von einer Person in einem Zeitpunkt getroffenen Verfügungen zueinanderstehen müssen, ist es weit weniger klar, in welchem Sinn wir die gleiche Vorstellung auf das Zusammenspiel einer grossen Anzahl von Personen anwenden dürfen, deren wechselseitige Reaktionen sich notwendig in der Zeit abspielen und nur durch besondere, wirklichkeitsfremde Konstruktionen als ein zeitloser Gleichgewichtszusammenhang behandelt werden können.

Jedenfalls bedarf die Gleichgewichtsanalyse, wenn wir sie mit Nutzen auf die Analyse der Vorgänge in einer sich verändernden Tauschwirtschaft anwenden sollen, einer genaueren Präzisierung ihrer Voraussetzungen als dies üblicher Weise geschieht. Die Relevanz der von der herkömmlichen Theorie des wirtschaftlichen Gleichgewichts beschriebenen Tendenzen zu einem Gleichgewichtszustand für die Erklärung der Vorgänge der Wirklichkeit wird sich erst feststellen lassen, wenn wir uns ganz klar darüber sind, welches die Voraussetzungen sind, unter denen es sich zumindest vorstellen lässt, dass so ein Gleichgewichtszustand in der Wirklichkeit zustande kommt.

Die hauptsächlichliche Schwierigkeit der traditionellen Analyse bestand natürlich in ihrer völligen Abstraktion vom Zeitelement. Ein Gleichgewichtsbegriff, der im Wesentlichen nur auf eine zeitlos gedachte Wirtschaft Anwendung hatte, konnte nicht von grossem Wert sein. Glücklicherweise hat sich aber gerade in dieser Hinsicht in letzter Zeit viel geändert. Es ist klar geworden, dass an Stelle einer einfachen Vernachlässigung des Zeitmoments ganz bestimmte Annahmen über die Einstellung der handelnden Personen gegenüber der Zukunft treten müssen. Die Voraussetzungen dieser Art, die die Gleichgewichtsanalyse machen muss, sind im Wesentlichen, dass alle beteiligten Personen die relevanten Vorgänge in der Zukunft richtig voraussehen und dass diese Voraussicht nicht nur die Veränderung in den objektiven Daten sondern auch das Verhalten aller anderen Personen einschliessen muss.

Es ist nicht meine Absicht, mich hier eingehender mit dieser neueren Entwicklung der Gleichgewichtsanalyse als solcher zu befassen. Ich hoffe aber, dass diese knappen Andeutungen genü-

gen werden, gewisse Schlussfolgerungen, die sich daraus für die Analyse dynamischer Vorgänge ziehen lassen, verständlicher zu machen. Es scheint mir nämlich, als ob sich unter diesem Gesichtspunkten endlich gewissen Begriffen, die die meisten von uns in etwas leichtfertiger Weise zu gebrauchen gewohnt sind, ein bestimmter Sinn geben liesse. Ich denke hier an die gerade in der Konjunkturtheorie so häufig gebrauchten Aussagen, dass sich entweder ein ganzes Wirtschaftssystem oder ein bestimmter Preis wie etwa der Zins im Gleichgewicht oder nicht im Gleichgewicht befänden.

Es ist offenbar, dass die Erwartungen, auf die sich die Entscheidungen der verschiedenen Individuen in einem Augenblick gründen, vereinbar oder nicht vereinbar sein können, und dass, wenn letzteres der Fall ist, die Erwartungen zumindest eines Teiles der Individuen enttäuscht werden müssen. Es ist weiter wohl auch klar, dass die Erwartungen der Individuen in einem gegebenen Moment in weitem Masse auf die in diesem Moment bestehenden Preise gegründet sein werden, und dass sich auch hier Konstellationen von gegenwärtigen Preisen denken lassen, die Erwartungen auslösen, die notwendig enttäuscht werden müssen, und andere, die noch nicht den Keim einer solchen Enttäuschung in sich tragen und im allgemeinen Erwartungen hervorrufen, die — zumindest wenn keine unvorhergesehenen Aenderungen in der äusseren Umständen eintreten — mit dem tatsächlichen Verlauf der Ereignisse übereinstimmen können. Hier scheint sich mir ein hoffnungsvoller Ansatzpunkt für die weitere Entwicklung der Konjunkturtheorie zu ergeben.

### III

Jede Erklärung der Krisen muss natürlich die Annahme in sich schliessen, dass die Unternehmer Irrtümer begangen haben. Man darf es nur nicht als eine letzte und ausreichende Erklärung der Krisen betrachten, wenn man auf das Bestehen solcher Irrtümer hinweist. Fehldispositionen, die zu allgemeinen Verlusten führen, lassen sich nur verständlich machen, wenn man einen Grund zeigen kann, warum alle Unternehmer Irrtümer in der gleichen Richtung begehen sollen, und mir persönlich scheint, als ob sich dies kaum allein durch psychologische Ansteckung oder sonst einfach als gemeinsame und vermeidbare Urteilsfehler aller Unternehmer erklären liesse. Die Wahrscheinlichkeit scheint mir eher dafür zu sprechen, dass sie alle durch die Beobachtung von

Symptomen, auf die sie normaler Weise mit Recht ihr Urteil stützen, irreführt wurden. Oder, konkreter gesprochen, dass die bestehenden Preise, auf die sie ihre Entscheidungen stützen müssen, Erwartungen hervorriefen, die notwendig enttäuscht werden mussten. Wir hätten demgemäss gewissermassen berechnete, durch das Preissystem selbst hervorgerufene Irrtümer in den Antizipationen von irriger Voraussicht über die bevorstehenden Datenänderungen zu unterscheiden. Ohne darauf näher eingehen zu können möchte ich doch wenigstens darauf hinweisen, dass mir eine nahe Beziehung zwischen dieser Unterscheidung und der herkömmlichen Gegenüberstellung von »endogenen« und »exogenen« Konjunkturtheorien zu bestehen scheint.

Der für unsere Zwecke wichtigste, weil alle Gebiete des Wirtschaftsleben berührende Fall, in dem der Erfolg der gegenwärtigen Entscheidungen der Unternehmer völlig von der Richtigkeit ihrer Erwartungen abhängt, ist der der Investitionen, soweit diese von der Lage des Kapitalmarktes im allgemeinen und nicht von der besonderen Lage der betreffenden Industrie abhängig sind. Der Erfolg jeder, auf längere Frist gemachten Investition ist von der künftigen Entwicklung des Kapitalangebotes und des Zinssatzes abhängig. Jede Erweiterung des Produktionsapparates, die in einem gegebenen Augenblick begonnen wird, ist in der Regel nur ein Teil eines neuen Prozesses, dessen Vollendung, weitere Investitionen über einen längeren Zeitraum erfordert, und wird daher sich nur als erfolgreich erweisen, wenn die Entwicklung des Kapitalangebotes diese weiteren Investitionen auch möglich macht. Im allgemeinen lässt sich wohl sagen, dass die Mehrzahl der Investitionen in der Erwartung vorgenommen wird, dass ein dem gegenwärtigen zumindest ähnliches Kapitalangebot durch längere Zeit fortbestehen wird. Das heisst, die Unternehmer betrachten das gegenwärtige Kapitalangebot und den bestehenden Zinssatz als ein Symptom dafür, dass ein Kapitalangebot von ähnlichem Umfang und ein ähnlicher Zinssatz durch längere Zeit fortbestehen werden. Es ist nur diese Annahme, die sie berechtigt, in irgend einem gegebenen Augenblick ein zusätzliches Kapitalangebot zum Beginn neuer Produktionsumwege zu verwenden, deren Vollendung weitere Investitionen durch eine längere Periode hindurch notwendig macht. (Diese weiteren Investitionen, die notwendig sind, wenn die gegenwärtig vorgenommenen sich als erfolgreich erweisen sollen, mögen entweder Investitionen des gleichen Unternehmers, oder — und wahrscheinlicher — Investi-



tionen anderer Unternehmer in die vom ersten erzeugten Produkte sein.) Damit ihre Erwartungen nicht enttäuscht werden ist es dabei zwar nicht notwendig dass das Angebot von neuem Kapital völlig konstant bleibt, aber — wie ich an anderer Stelle zu zeigen versuchte<sup>1)</sup> — dass es während keines Zeitabschnittes um mehr fällt als um den Betrag, der bisher zum Beginn neuer Produktionsumwege verwendet wurde.

Sehr starke und von den Unternehmern nicht vorhergesehen Schwankungen in der Spartätigkeit würden daher schon ausreichen, ausgedehnte Verluste an den in der vorhergegangenen Periode gemachten Kapitalinvestitionen zu verursachen und damit die wesentlichen Erscheinungen einer Krise hervorzurufen. Die Ursache der Krise in diesem Falle wäre, dass die Unternehmer zu Unrecht das vorübergehend gesteigerte Kapitalangebot als eine Dauererscheinung angesehen und in dieser Erwartung gehandelt hätten. Dass wir dies nicht auch als eine hinreichende Erklärung der tatsächlich beobachteten Krisen ansehen können, liegt einfach darin, dass die Erfahrung uns keinen Anlass gibt, anzunehmen, dass solche Schwankungen in der Spartätigkeit anders denn als Folge der Krisen auftreten. Wäre es nicht als Folge der Krisen, die wir demzufolge durch andere Umstände zu erklären haben, so würde sich die Annahme der Unternehmer, dass das Angebot von Sparmitteln in annähernd dem gegenwärtigen Umfang durch längere Zeit fortbestehen würde, wahrscheinlich als berechtigt erweisen. Die Entscheidungen der Unternehmer über die Zeitpunkte, in denen sie die Produkte ihrer gegenwärtigen Investitionstätigkeit für den Konsum bereitstellen wollten, würde mit den Absichten der Konsumenten hinsichtlich des Teiles ihres Einkommens, den sie laufend konsumieren wollten, übereinstimmen.

#### IV

Nun ist bekanntlich das laufende Angebot von Geldkapital nicht notwendig identisch mit dem Betrag der laufenden Ersparnisse. Alle möglichen Arten von monetären Störungen, die sich kurz als Veränderungen der Geldmenge und Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes charakterisieren lassen, in Wirklichkeit aber viel mannigfaltiger sind, als diese beiden Aus-

<sup>1)</sup> Vgl. meinen Aufsatz »Capital and Industrial Fluctuations« *Econometrica*, Band 2, No. 2, April 1934, in dem ich auch die hier nur knapp skizzierte Unterscheidung zwischen vollständigen und unvollendeten Produktionsprozessen ausführlicher dargestellt habe.



drücke zunächst vermuten lassen, können das Angebot von Geldkapital unabhängig von der Entwicklung der Spartätigkeit verändern. Das bedeutet aber, dass in allen solchen Fällen die Unternehmer ihre Investitionstätigkeit nicht an der tatsächlich zum Ausdruck gebrachten Willigkeit der Konsumenten zu sparen orientieren, sondern an einem Trugbild, das nicht einmal den Entscheidungen der Konsumenten in der Gegenwart entspricht und daher auch keinerlei Anhaltspunkt dafür bietet, wie die Konsumenten in der Zukunft ihr Einkommen zwischen Konsum und Sparen aufteilen werden. Die Unternehmer werden ihre Entscheidung über den Umfang ihrer Investitionen, d. h. über die Zeitpunkte für die sie die Produktionsfaktoren investieren sollen, so treffen, als ob die gegenwärtige Verteilung der Geldnachfrage zwischen Konsumgütern und Investitionen der Verteilung der Einkommen der Konsumenten zwischen Konsum und Sparen entspräche. Die Folge davon muss aber sein, dass die Art, in der die Unternehmer ihre Mittel zwischen der Produktion für die nähere und der Produktion für die fernere Zukunft aufteilen, verschieden sein wird von dem Verhältnis, in dem die Gesamtheit der Konsumenten ihr laufendes Einkommen zwischen dem laufenden Konsum und der Vorsorge für späteren Konsum aufzuteilen beabsichtigt.

In einer solchen Situation besteht offenbar ein Widerspruch zwischen den Absichten der Konsumenten und den Absichten der Unternehmer, der sich früher oder später bemerkbar machen und die Erwartungen zumindest einer der beiden Gruppen enttäuschen muss. So ein Zustand ist jedenfalls nicht ein Gleichgewichtszustand in dem früher angedeuteten Sinn. Ein Gleichgewichtszustand würde erfordern, dass die Absichten der beiden Gruppen miteinander verträglich sind und die bestehenden Preise und insbesondere der herrschende Zinssatz nicht Erwartungen bezüglich des Verhaltens anderer Mitglieder der Gesellschaft auslösen, die durch nichts begründet sind. In der gleichen Weise könnte der Gleichgewichtszinssatz sinnvoll definiert werden als jener Zinssatz, der die Pläne der Unternehmer hinsichtlich der Investitionstätigkeit mit den Absichten der Konsumenten in Uebereinstimmung brächte. Unter der Annahme einer konstanten Sparrate wäre das, wie wir gesehen haben, jener Zinssatz, der sich auf dem Markte bilden würde, wenn das Angebot auf dem Kapitalmarkte ausschliesslich aus den von den Konsumenten ersparten Beträgen bestünde.

Wenn wir jedoch statt dessen zunächst den Fall betrachten, in dem dieses Kapitalangebot durch monetäre Veränderungen über jenen Betrag hinaus vergrössert wird, so wird offenbar dadurch der Zinssatz unter jenen Gleichgewichtssatz gesenkt und die Unternehmer werden dadurch veranlasst werden, einen grösseren Teil der vorhandenen Produktionsmittel der Produktion für die entfernte Zukunft zu widmen, als der Aufteilung des Einkommens der Konsumenten zwischen Sparen und Konsumieren entspräche.

Zur Zeit, da die Unternehmer diese Entscheidung treffen, haben die Konsumenten keine Möglichkeit, ihre Absichten mit hinreichenden Nachdruck zum Ausdruck zu bringen, da ihr Geldeinkommen noch unverändert ist, während die Kreditexpansion den Betrag der für Investitionszwecke verfügbaren Fonds gesteigert hat. Die Investition dieser Fonds muss aber mit der Zeit die Folge haben, dass der Gesamtbetrag der Einkommen mit der Zeit um nahezu denselben Betrag gesteigert wird, entweder dadurch, dass die verstärkte Konkurrenz der Unternehmer in den früheren Produktionsstufen die Entlohnung der schon vorher beschäftigten Produktionsfaktoren in die Höhe treibt, oder dadurch dass es nun möglich wird, bisher unbeschäftigte Produktionsfaktoren zu beschäftigen. Dies muss jedenfalls das relative Gewicht der Nachfrage nach Konsumgütern beeinflussen und alles weitere hängt davon ab, wie die Konsumenten dieses zusätzliche Geldeinkommen zwischen Konsum und Sparen verteilen werden.

Der erste Punkt, der dabei im Auge zu behalten ist, ist dass diese Steigerung des Geldeinkommens der Konsumenten keine Steigerung ihres Realeinkommens bedeuten kann, vielmehr zunächst wahrscheinlich sogar eine Senkung ihres Realeinkommens eintreten wird. Wie gross auch der den Konsumenten zur Verfügung stehende Geldbetrag, sie können nie mehr konsumieren als alle auf den Markt kommenden Konsumgüter — und insofern die Neuinvestitionen mit einer Umdirigierung von bisher schon beschäftigten Produktionsfaktoren in längere Produktionsprozesse verbunden ist, muss dies zu einer vorübergehenden Verminderung des Stromes von Konsumgütern führen. Die durch die Investitionen selbst ermöglichte Steigerung des von den vorhandenen permanenten Produktionsfaktoren erzielbaren Konsumgüterertrages kann sich erst später fühlbar machen. Aber selbst wenn die ersten Resultate der Neuinvestitionen auf den Markt zu kommen beginnen bedeutet dies nur, dass die von einer gegebenen Produktionsfaktorenmenge erzeugte Konsumgütermenge steigt, nicht aber, dass

der Anteil der gesamten Menge von Produktionsfaktoren steigt, dessen Produkt laufend auf den Markt kommt. Wie wir aber gleich sehen werden, ist es letztere Grösse und nicht die absolute Konsumgütermenge, die für unser Problem entscheidend ist.

Es besteht wenig Grund anzunehmen, dass sich unter diesen Umständen der Anteil des gesteigerten Geldeinkommens, den auf den laufenden Konsum verwendet werden wird, vermindern sollte. Die Sparwilligkeit der Konsumenten wird durch diese Vorgänge kaum berührt werden, die Sparfähigkeit der Einkommensempfänger im ganzen eher verringert. Nur insofern, als im Zuge des Prozesses Einkommensverschiebungen vor sich gehen (Unternehmergewinne!), die die Sparfähigkeit eines sparwilligeren Teiles der Bevölkerung auf Kosten weniger sparwilliger heben, ist mit einer gewissen Steigerung der Sparquote zu rechnen. Ob nun aber die Konsumenten das zusätzliche Geldeinkommen in dem gleichen Verhältnis zwischen dem laufenden Konsum und Sparen aufteilen oder ob das Verhältnis, in dem das ganze vergösserte Geldeinkommen zwischen diesen beiden Zwecken aufgeteilt wird, dem Sparen etwas günstiger ist, in jedem Fall wird die Steigerung des Geldeinkommens eine beträchtliche Erhöhung der in Geld ausgedrückten Nachfrage nach Konsumgütern und damit eine Steigerung der Konsumgüterpreise (zumindest relativ zu ihren Kosten) verursachen.

Der Umfang der Investitionstätigkeit braucht dadurch nicht beeinflusst zu werden, so lange die für Investitionen zur Verfügung stehenden Fonds durch weitere Kreditexpansion in hinreichendem Ausmass gesteigert werden, um trotz wachsender Konkurrenz der Konsumgüterindustrien jenen steigenden Anteil der verfügbaren Produktionsfaktoren an sich ziehen zu können, der zur Fertigstellung der begonnenen Produktionsprozesse nötig sind. Dass dazu eine progressiv wachsende Kreditexpansion notwendig ist und dass diese, selbst abgesehen von allen währungstechnischen Hindernissen, nicht unbeschränkt fortgeführt werden kann, einfach weil sie mit der Zeit zu einem progressiven, schliesslich jedes Mass übersteigenden Preisfall führen müsste, ist nicht schwer zu sehen<sup>1)</sup>. Für uns hier ist in erster Linie von Interesse, was geschieht, wenn schliesslich der unausbleibliche Moment kommt, in dem die Konsumgüternachfrage nicht nur absolut sondern auch relativ zu den für Investitionszwecke verfügbaren Mitteln zu steigen beginnt.

<sup>1)</sup> Vgl. auch darüber meinen früher zitierten Aufsatz in der »Econometrica« besonders S. 161 f.

## V.

Wir sind nun zu dem Augenblick gekommen, in dem sich der durch die Kreditexpansion verursachte Widerspruch zwischen den Absichten der Konsumenten und den Absichten der Investoren geltend macht. Die Unternehmer, die in Erwartung eines fort-dauernd niederen Zinsfusses und eines Angebotes von Geldkapital, das sie in der Lage setzen würde, zu den herrschenden Preisen die zur Vollendung der beginnenden Anlagen notwendigen Produktionsfaktoren kaufen zu können, ihre Produktionsanlagen auszu-dehnen begannen, finden diese Erwartung enttäuscht. Das Steigen der Preise aller jener Produktionsfaktoren, die auch in späteren Produktionsstufen verwendet werden können, erhöht ihre Kosten und das Steigen der Zinssätze senkt gleichzeitig die Nachfrage nach den von ihnen erzeugten Kapitalgütern seitens der Unternehmer in späteren Produktionsstufen, die die Abnehmer für ihre Produkte darstellen.

Das Phänomen, mit dem wir uns hier beschäftigen, scheint mir der zentrale Punkt der Kriesenerklärung und gleichzeitig der Punkt, der den grössten Widerspruch hervorruft und besonders dem Laien am aller unwahrscheinlichsten scheint. Dass Kapitalmangel dazu führen soll, dass die vorhandenen Kapitalgüter zum Teil nicht verwendet werden können, dass Ueberfluss an Kapitalgüter also ein Symptom von Kapitalmangel ist und die Ursache dieser Erscheinung nicht eine unzureichende sondern eine verhältnismässig zu grosse Nachfrage nach Konsumgütern ist, ist zweifellos mehr, als ein theoretisch nicht geschulter Geist leichthin anzunehmen bereit ist.

Nichtsdestotrotz scheint mir die Richtigkeit gerade dieser Erwägungen ausser Zweifel zu stehen und bevor ich versuche, sie noch in gewisser Hinsicht zu ergänzen und hoffentlich auch die Formulierung zu verbessern, ist es vielleicht nicht unangebracht, darauf hinzuweisen, dass sich der Grundgedanke dieser Lehre schon um die Mitte des vorigen Jahrhunderts den erfahrenen Beobachtern der Krisen dieser Periode aufdrängte und dann durch längere Zeit grossen Einfluss behielt, bis er später durch die sozialistische Propaganda für die Unterkonsumtionstheorie in den Hintergrund gedrängt wurde. Die Lehre, an die ich hier denke, ist die von der Umwandlung von zu viel zirkulierendem Kapital in fixes Kapital, die durch die Schaffung von »fiktiven Kapital« begünstigt wird und schliesslich zu einer Knappheit des »disposable« oder »floating capital« führt und dadurch die Fertigstel-

lung vieler begonnenen Unternehmungen unmöglich macht. Der Mann der vor allem im Anschluss an die grossen Eisenbahnkrisen der Mitte des 19. Jahrhunderts diese Lehre entwickelte und propagiert hat, war der erste Herausgeber des »Economist« James Wilson. Sie wurde dann von einer Gruppe von erfahrenen Geschäftsleuten in Manchester ausgegriffen und weiterentwickelt und schliesslich von Bonamy Price in England und Courcelle-Seneuil und Bonnet in Frankreich auch in akademische Kreise eingeführt. Yves-Guyot fasste ihren Grundgedanken schliesslich sogar in dem bezeichnenden Satz zusammen — ich zitiere nach der englischen Uebersetzung seines Buches »La Science Economique«: — »Commercial and financial crises are produced, not by over-production, but by over-consumption«<sup>1)</sup>).

Ganz so sehr dem gesunden Menschenverstand wiederstrebend wie uns heute scheint, muss diese Lehre also doch nicht sein, wenn sie sich in einem so frühen Stadium konjunkturtheoretischer Forschung zu solchem Ansehen aufschwingen konnte. Dass sie sich gegenüber der Kritik nicht dauernd halten konnte, liegt wohl an dem unklaren Sinn der dem Bankierjargon übernommenen Kapitalbegriffe, die in ihrer Formulierung eine so grosse Rolle spielen. Dass es mit diesem unvollkommenen Begriffsapparat schwer sein musste, die intuitiv richtig gesehenen Zusammenhänge überzeugen darzustellen und gegen Einwände zu verteidigen, ist nicht schwer zu verstehen. Wir sind heute diesem Stadium noch keineswegs völlig entwachsen und die Vieldeutigkeit — oder richtiger der Mangel an klarer Bedeutung — der verschiedenen Kapitalbegriffe, die wir immer noch verwenden, ist auch heute noch eines der grössten Hindernisse für Verständigung auf diesem Gebiete.

Das gilt zunächst für den Begriff des Kapitalmangels selbst und für den damit eng zusammenhängenden Begriff des »freien Kapitals«, auf das sich der erste ja bezieht. Dass sich an den Begriff »Mangel an freiem Kapital« eine ziemlich klare Vorstellung knüpft und er in vielen Zusammenhängen zweckmässiger Weise verwendet wird, ändert nichts daran, dass der Ausdruck als solcher irreführend ist und leicht zu nutzlosen Problemstellungen Anlass geben kann. Der Ausdruck scheint nämlich auf eine ein-

<sup>1)</sup> Yves Guyot, Principles of Social Economy, London 1884, S. 249. Für eine etwas ausführliche Darstellung dieser Theorien aus der Mitte des 19. Jahrhunderts siehe den Anhang zum III. Kapitel in der demnächst erscheinenden 2. Auflage meiner Buches »Prices and Production«, London (Routledge) 1934.

zelne, messbare Grösse wie einen Geldbetrag oder »Subsistenzmittelfond« hinzuweisen, der das »freie Kapital« darstellt und die es in Wirklichkeit einfach nicht gibt. Was wir mit Knappheit oder Ueberfluss an freiem Kapital bezeichnen ist jedoch nichts anderes als eben der Umstand, dass die Verteilung der Nachfrage zwischen Konsumgütern und Produktionsmitteln für erstere entweder günstiger oder ungünstiger ist als das Angebot an beiden Arten von Gütern.

## VI

Wichtiger erscheint mir jedoch eine andere Schwierigkeit, in die uns die Verwendung der traditionellen Kapitalbegriffe zu verwickeln drohte und derentwegen mir vor allem jene Umformulierung der an die Lehren Wicksell's anknüpfenden Konjunkturtheorie notwendig scheint, die ich in diesem Vortrag anzudeuten versuchte. Es lag nahe, den Prozess der künstlichen Anspornung der Investitionstätigkeit und der darauf folgenden Zerstörung eines Teiles der dabei geschaffenen Kapitalanlagen einem abwechselndem Wachstum und Schrumpfen der absoluten Grösse des Kapitalbestandes der Gesellschaft gleichzusetzen und, wie ich das gelegentlich selbst getan habe, zu sagen »dass die Konjunkturschwankungen im Grunde nichts anderes als gegenläufige Schwankungen im Aufbau der Produktion darstellen«<sup>1)</sup>. Für die meisten praktischen Zwecke mag das auch eine hinreichend genaue Beschreibung der wirklichen Vorgänge sein. Theoretisch erschien diese Formulierung besonders anziehend, weil sie es zu ermöglichen schein, die Bedingungen eines Gleichgewichtszustandes in einfacher, heute so populär gewordener Weise als eine Frage der Uebereinstimmung von Sparen und Investieren zu formulieren. Aber gerade der Versuch, diese beiden Grössen, die einander doch quantitativ entsprechen sollten, exakt zu formulieren zeigte, dass es sich dabei um nichts weniger als exakte Begriffe handelte. Beide Begriffe hängen nämlich, wie sich leicht zeigen lässt, von der Vorstellung einer nicht weiter definierten »normalen« Konstanterhaltung des Kapitals ab. Als Erparnisse werden nämlich jene Teile des Einkommens bezeichnet, die nicht konsumiert werden, und um zu wissen, was Einkommen ist, müssen wir vorher feststellen, welche Teile der Bruttoeinkänge für die Kapitalamortisation abgezogen werden müssen. Und ebenso lässt sich natürlich nur feststellen, was als Neuinvestitionen anzusehen sind, wenn wir vorher klargelegt haben, welcher Teil der Investi-

<sup>1)</sup> »Preise und Produktion«, Wien 1931, S. 91—92.

tionstätigkeit als blosser Ersatz des aufgebrauchten Kapitals angesehen werden muss. Was als Sparen und was als Neuinvestitionen angesehen werden muss, hängt also durchaus davon ab, ob wir im Stande sind, dem Begriff der Kapitalerhaltung einen klaren Sinn zu geben, der zu den Vorgängen in der Wirklichkeit in einer bestimmten Beziehung steht.

Dass das der Fall ist, wird zwar herkömmlicher Weise in der Theorie als so selbstverständlich angenommen, dass eine nähere Untersuchung als ganz überflüssig betrachtet und kaum je versucht wurde. Nimmt man eine solche Untersuchung jedoch ernstlich in Angriff, so merkt man bald, wie ich demnächst an anderer Stelle ausführlicher zu zeigen hoffe, dass dieser Begriff der Kapitalerhaltung nicht nur keineswegs einen bestimmten Sinn hat, sondern dass auch kein Grund besteht anzunehmen, dass unter dynamischen Verhältnissen die Unternehmer sich so verhalten werden oder auch nur verhalten können, dass die gesamte Kapitalmenge in irgend einem quantitativen Sinn, in irgend einer messbaren Dimension, konstant bliebe. Wie sie sich tatsächlich verhalten werden und ob sie am Werte ihres Kapitalbesitzes unerwartete Gewinne oder Verluste erleiden werden, hängt natürlich von dem Grade ihrer Voraussicht ab. Aber selbst wenn wir vollkommene Kenntnis der Zukunft bei ihnen voraussetzen dürften, bestünde kein Anlass anzunehmen, dass sie so handeln würden, dass der Wert oder irgend eine andere Dimension ihres Kapitalbesitzes (im Gegensatz zu dem daraus erzielten Einkommen) sich in eindeutig bestimmbarer Weise verhalten müsste.

Diese Erwägungen, die ich hier nur andeuten kann, die aber hoffentlich auch in dieser knappen Form die Schwierigkeiten verständlich machen, die sich bei einer genaueren Untersuchung ergeben, würden einen schweren Stoss gegen die ganze hier besprochene Theorie bedeuten, wenn diese wirklich in dem Masse mit den Begriffen des Sparens und Investierens und den damit eng verbundenen Begriffen der Konstanterhaltung bzw. absoluten Vermehrung oder Verminderung der gesamten Kapitalmenge zusammenhänge, wie dies in den heute verbreiteten Formulierungen der Fall zu sein scheint. Glücklicherweise besteht jedoch kein notwendiger Zusammenhang dieser Art. Bei der Form der Darstellung dieser Theorie, die ich im ersten Teil dieses Vortrages zu skizzieren versuchte, scheint mir jeder solche Zusammenhang mit der Vorstellung von absoluten Veränderungen in der Grösse des Kapitalbestandes und damit auch mit dem Begriffspaar Sparen



und Investieren beseitigt. Den Ausgangspunkt für eine entwickelte Theorie dieser Art würde auf der einen Seite die Absichten aller Konsumenten zu bilden haben hinsichtlich der Art in der sie in jedem Augenblick des in Frage kommenden Zeitabschnittes ihre gesamten Mittel (nicht bloss ihr »Einkommen«) zwischen laufenden und künftigen Konsum aufzuteilen wünschen, und auf der anderen Seite die Entscheidungen der Unternehmer über den Umfang, in dem sie für jeden dieser Zeitpunkte Konsumgüter bereitstellen. Die Uebereinstimmung dieser beiden Gruppen von Entscheidungen würde dann den Gleichgewichtszustand charakterisieren, den wir heute als eine Uebereinstimmung von Sparen und Investieren zu beschreiben gewohnt sind, und dem die Vorstellung von einem Gleichgewichtszins entspricht. Ein Zins, der unter diesem Gleichgewichtssatz liegt, würde dann zur Folge haben, dass die Unternehmer einen geringeren Teil der vorhandenen Produktionsmittel zur Erzeugung von Konsumgütern für die nähere Zukunft widmen werden als den Anteil der aus jenen Produktionsmitteln erzielten Einkommen, den die Empfänger auf den Kauf von Konsumgütern ausgeben werden. Das kann der Fall sein, weil die Unternehmer die Produktionsumwege um mehr verlängern, als durch das »Sparen« der Konsumenten im üblichen Sinn gerechtfertigt ist, oder weil sie die Länge der bisher bestandenen Produktionsprozesse um weniger verkürzen, als durch die Ungeduld der Konsumenten, oder in der gewohnteren Ausdrucksweise, den Wunsch der Konsumenten Kapital auszuzehren, notwendig gemacht ist. Es scheint mir darum auch nicht mehr, wie ich früher geglaubt habe, eine Kapitalaufzehrung in einem absolutem Sinn zu sein, die das wesentliche und notwendige Kennzeichen einer Krise darstellt, sondern nur der Umstand, dass die Konsumenten im ganzen auf einer schnelleren Bereitstellung von Konsumgütern bestehen als nach den von den Unternehmern getroffenen und zum grossen Teil unwiderruflichen Entscheidungen möglich ist. Praktisch ist diese Korrektur wahrscheinlich nicht von grosser Bedeutung, da auch letzteres immer ein Vermehrung von Kapitalwerten zur Folge haben wird, aber eine einwandfreie Formulierung des ganzen Gedankenganges wird wohl nur möglich sein, wenn wir auch diese Bezugnahme auf eine absolute Grösse des Kapitalbestandes fallen lassen.

## VII

Es ist kaum möglich, in einem kurzen Vortrag mehr als eine Skizze von diesen Entwicklungen zu geben, die, wie mir scheint,

die Konjunkturtheorie gegenwärtig durchzumachen hat. Ich brauche wohl auch nicht zu betonen, dass ich diese Entwicklung noch keineswegs als abgeschlossen betrachte und dass die hier versuchten Formulierungen vorläufiger Art sind. Die Ausarbeitung in den Einzelheiten wird wohl geraume Zeit in Anspruch nehmen. Aber auch wenn wir einmal so weit sind und es möglich sein wird, diese Gedankengänge in einwandfreierer und überzeugenderer Weise darzustellen, als das heute der Fall ist, so wird das in keiner Weise einen Abschluss sondern eigentlich erst recht einen Beginn der Arbeit bedeuten. Zunächst wird ja schon die Frage, wie denn die Unternehmer auf die Erwartung von bestimmten Preisänderungen reagieren werden, den Nationalökonomien manche harte Nuss zu knacken geben. Aber auch das ist nur ein Anfang; viel wichtiger und viel schwerer zu beantworten ist die Frage, was denn die Erwartungen der Unternehmer bestimmt und insbesondere wie gegebene Preisänderungen in der Gegenwart ihre Erwartungen beeinflussen werden. All das ist in weitem Masse noch ein unbeackertes Feld in dem bisher nur von einigen skandinavischen Nationalökonomien wichtige Pionierarbeit geleistet wurde. Wenn ich auch Professor Myrdal nicht zustimmen kann, wenn er meint, dass meine Theorie für Berücksichtigung der Antizipationen keinen Platz lasse<sup>1)</sup>, und es gerade der Zweck dieser Ausführungen war zu zeigen, eine wie wesentliche Rolle sie in dieser Theorie spielen, so kann ich ihm dafür doch umso rückhaltloser zustimmen, wenn er die Bedeutung der hier liegenden Probleme für die weitere Entwicklung der Konjunkturtheorie betont. Das gilt insbesondere für die zum grossen Teil immer noch zu lösende Aufgabe einem engeren Zusammenhang zwischen der Erklärung der rein monetären Phänomene, z. Bsp. der Entstehung einer spontanen Inflation oder Deflation, und der Erklärung der Vorgänge auf der Güterseite herzustellen. Dass in diesem Zusammenhange auch das von Professor Myrdal so sehr betonte Risikomoment eine grosse Rolle zu spielen berufen sein wird, scheint mir ausser Zweifel zu stehen<sup>2)</sup>.

<sup>1)</sup> Vgl. *G. Myrdal*, Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse, in *Beiträge zur Geldtheorie*, herausgegeben von F. A. Hayek, Wien 1933, S. 385.

<sup>2)</sup> Wertvolle Ansätze in dieser Richtung finden sich in einer vor Kurzem erschienen Arbeit meines Londoner Kollegen Dr. *J. R. Hicks*: Gleichgewicht und Konjunktur, *Zeitschrift für Nationalökonomie*, Band IV, Heft 4, 1933.