

**Zeitschrift:** Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur  
**Herausgeber:** Gesellschaft Schweizer Monatshefte  
**Band:** 90 (2010)  
**Heft:** 975

**Artikel:** Schreckgespenst Deflation  
**Autor:** Hülsmann, Jörg Guido  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-168463>

### Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 22.02.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

Fallen erst einmal die Preise, ist kein Halten mehr. Die Märkte brechen ein, die Unternehmen gehen Konkurs. Sagen die meisten Medien. Die Politiker. Und auch viele Ökonomen. Aber stimmt das wirklich?

## 5 Schreckgespenst Deflation

Jörg Guido Hülsmann

Unter Inflation wird heute gewöhnlich eine dauerhafte Erhöhung des Preisniveaus verstanden. Folgerichtig wird mit dem Begriff der Deflation eine dauerhafte Senkung des Preisniveaus gemeint. Dieser Sprachgebrauch wurde von der keynesianischen Doktrin des 20. Jahrhunderts inspiriert. Ihr zufolge ist das Preisniveau bzw. das Niveau der Geldausgaben entscheidend für die wirtschaftliche Entwicklung. Die Wirtschaft könne überhaupt nur dann funktionieren, wenn die Geldausgaben – und insbesondere die Ausgaben für Konsumgüter, von denen ja die Ausgaben für Produktionsgüter mehr oder weniger direkt abhängen – hoch genug seien, um die Preise zumindest auf dem Niveau der Vorperiode zu halten.

Sollten die Geldausgaben nämlich aus irgend einem Grund nachhaltig absinken, so wäre es vielen Unternehmen unmöglich, ihre geplanten Produktmengen zu den geplanten Preisen abzusetzen. Vielmehr müssten sie die Preise senken und würden damit einen Teil ihres Umsatzes einbüßen. Infolge dieser Deflation wäre die Produktion nun in entsprechend vielen Fällen unrentabel und könnte nicht im bisherigen Umfang fortgeführt werden. Um wieder in die schwarzen Zahlen zu kommen, könnte man eine marktwirtschaftliche Lösung in Betracht ziehen: die Lösung des Gesundschrumpfens. Die betreffenden Unternehmen würden die Produktion zurückfahren, um die Kosten zu senken. Wenn alles gut ginge, sänken die Kosten wieder unter den Umsatz – eine Rückkehr der Gewinne!

Selbst diese Lösung funktioniere aber nicht immer. Es bestünde die Gefahr, eine Deflationsspirale in Gang zu setzen. Denn die Kostensenkungsprogramme der Unternehmen verringern

ten die Geldeinkommen ihrer Angestellten und Lieferanten, so dass auch diese Marktteilnehmer ihre Ausgaben einschränken müssten, wodurch wiederum andere Unternehmen einen Umsatzerübung erlitten. Auch sie würden also eine Schrumpfkur versuchen, wodurch dann noch weitere Einkommen sinken würden usw. Die Gefahr einer Deflationsspirale werde noch dadurch verstärkt, dass selbst diejenigen Marktteilnehmer, die anfänglich noch keinen Einkommens- bzw. Umsatzerübung zu erleiden hätten, ihre Kaufentscheidungen hinausschoben, weil sie auf ein noch weiteres Fallen der Preise hofften.

Daher sehen die Keynesianer hier ein zentrales Aufgabenfeld für den Staat. Er soll verhindern, dass das Niveau der Geldausgaben (die «gesamtwirtschaftliche Nachfrage») nachhaltig sinkt. Dazu dient insbesondere die Geldpolitik der Zentralbanken, die die Wirtschaft mit günstigen Krediten versorgen. Dazu dienen aber auch die Staatsausgaben, die in Krisenzeiten an die Stelle der Privatausgaben treten sollen. Der Kampf gegen die Deflation ist somit das erste Banner der keynesianischen Wirtschaftspolitik.

Das zweite Banner ist die Begünstigung des Wirtschaftswachstums durch ständiges Ausweiten der Geldausgaben. Der Grundgedanke ist der gleiche wie im Fall der Deflationsbekämpfung. Wenn die Produktion ausgeweitet wird, ohne dass auch gleichzeitig die Geldausgaben steigen, so kann die grösse Gütermenge nur zu geringeren Stückpreisen abgesetzt werden. Es käme also zu einer Deflation. Aber dann bestünde die Gefahr, dass die Umsätze trotz grösserem Produktionsumfang nicht wachsen. Den höheren Kosten stünden keine höheren Erlöse gegenüber, und die Rentabilität der Unternehmen würde somit sinken oder ganz verschwinden. Wiederum müsste die Produktion zurückgefahren werden, mit entsprechend verringerten Einkommen für Angestellte und Lieferanten, und wiederum drohte die Gefahr einer Deflationsspirale.

Also empfehlen die Keynesianer auch hier ein vorbeugendes Eingreifen des Staates, indem dieser sicherstellt, dass die Geldausgaben stets zumindest im gleichen Masse wachsen wie die Produktion; damit bleibt das Preisniveau stabil.

In der wirtschaftspolitischen Praxis sei das Ideal einer vollkommenen Stabilisierung natürlich nicht zu erreichen. Es müssten also Abweichungen hingenommen werden, wobei man allerdings zur Sicherheit auch hier versuchen sollte, deflationäre Abweichung soweit wie möglich zu vermeiden. Allenfalls seien daher inflationäre Ab-

weichungen hinzunehmen. Diese verringerten zwar die Kaufkraft des Geldes, aber aus gesamtwirtschaftlicher Sicht seien sie im grossen und ganzen unschädlich.

Dies ist in grober Skizze das keynesianische Bild der Wirtschaft. Ihm entspringt die geldpolitische Praxis in Europa und den USA. Das Problem dabei ist nur, dass dieses Bild grundlegend falsch und die von ihm inspirierte Praxis der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zutiefst abträglich ist.

Der Grundirrtum besteht darin, den gesamtwirtschaftlichen Geldausgaben bzw. dem Preisniveau eine entscheidende Rolle in der Wirtschaftsentwicklung beizumessen. Eine Marktwirtschaft kann letztlich bei jedem Preisniveau und bei jedem Niveau der Geldausgaben funktionieren und gedeihen. Der Produktionsumfang hängt stets einzig und allein davon ab, ob die geplanten Produktionsvorhaben rentabel sind, ob mit hin die Verkaufserlöse höher als die Kosten sind. Aber ein solcher Überschuss der Erlöse über die

**Der Grundirrtum besteht darin, den gesamtwirtschaftlichen Geldausgaben bzw. dem Preisniveau eine entscheidende Rolle in der Wirtschaftsentwicklung beizumessen.**

Kosten lässt sich bei jedem Niveau der Geldzahlungen erwirtschaften.

Sinkende Produktpreise können durchaus mit steigenden Erlösen einhergehen, wenn nämlich die abgesetzten Mengen entsprechend erhöht werden; und die Mengen können erhöht werden, wenn genügend zusätzliche Ersparnisse vorhanden sind, um die Produktion kapitalintensiver zu gestalten.\* Historische Beispiele bieten die Textilindustrie und der Schiffbau im 19. Jahrhundert sowie die Informationstechnologie in unseren Tagen. Aber selbst wenn die Gelderlöse der Unternehmen nicht steigen, sondern sinken, kann die Wirtschaft wachsen, wenn nur die Kosten noch stärker fallen als die Erlöse. Das wiederum ist möglich, weil die Kosten keine naturgegebene bzw. produktionstechnische Konstante sind, sondern sich letztlich einzig und allein von den erwarteten Erlösen ableiten.

Die elementaren Zusammenhänge zwischen Erlösen und Kosten wurden bereits vor mehr als hundert Jahren vom österreichischen Ökonomen Eugen von Böhm-Bawerk analysiert. Heute sind

sie leider weithin in Vergessenheit geraten. Die keynesianisch geprägten Lehrbücher gehen allenamt von der Annahme aus, die Kosten fielen vom Himmel. In diesem Licht besehen erscheint jedewe Umsatzeinbusse natürlich als eine schreckliche Götterstrafe, vor der uns nur die Demiurgen in den Regierungen und Zentralbanken schützen können.

Perioden mit dauerhaft sinkendem Preisniveau sind nicht von vornherein schädlich. Ebenso muss auch die Gefahr der Deflationsspiralen ins rechte Licht gerückt werden. Sicherlich werden einige Kaufentscheidungen zurückgestellt, wenn das Preisniveau tendenziell fällt. Es stimmt auch, dass ein solcher Kaufaufschub die Deflationstendenz noch weiter verstärkt. Es stimmt jedoch nicht, dass schneeballartig immer weitere Kaufentscheidungen zurückgestellt werden, bis schliesslich die gesamte Wirtschaft stillsteht.

Dem stehen zwei grosse Kräfte entgegen. Zum einen muss der Mensch bereits hier und jetzt konsumieren, um überhaupt jenen freudigen Tag in der Zukunft zu erleben, an dem die Preise noch weiter gefallen sein werden. Ein Mindestmass an Geldausgaben gibt es also auch in der allerstärksten Deflation. Zum anderen sind nur sehr wenige Leute bereit, alle Kaufentscheidungen zurückzustellen, nur weil sich dadurch noch der eine oder andere Taler sparen lässt. Die meisten unserer Mitbürger würden auch in den Jahren 2010 und 2011 eine Urlaubsreise geniesen wollen, selbst wenn sie fest davon überzeugt wären, dass die Reisekosten in 2012 und 2013 noch niedriger sein würden. Der Aufschub von Kaufentscheidungen führt somit keinesfalls von ganz allein in eine Deflationsspirale.

Wie kommt es dann, dass Deflationen so gefürchtet sind? Das liegt daran, dass sie im Rahmen einer Schuldenwirtschaft zu starken Umwälzungen der Eigentumsverhältnisse führen. Unternehmer, die ausschliesslich mit Eigenkapital arbeiten, haben von einer Deflation an und für sich nichts zu befürchten. Ihre Verkaufserlöse werden fallen, aber ihre Kosten werden schliesslich ebenfalls fallen.

Anders stehen die Dinge jedoch im Fall verschuldeter Unternehmen und verschuldeter Organisationen wie des Staats. Zwar kommen auch sie in den Genuss der geringeren Kosten, aber sie müssen weiterhin die Kredite bedienen, die sie in der Vergangenheit bei höherem Preisniveau aufgenommen haben. Dieser Kreditdienst wird aber auf dem niedrigeren Preisniveau in der Regel unmöglich sein. Ein Beispiel. Vor der Deflation

erzielt die Firma A Erlöse von 120 Millionen Franken bei einem Aufwand von 100 Millionen Franken. Der Nettoüberschuss von 20 Millionen Franken wird zur Bedienung eines Kredits von 500 Millionen Franken bei 4 Prozent Zinsen und Tilgung verwendet. Nun sinken die Erlöse auf 60 Millionen und der Aufwand auf 50 Millionen Franken. Die Firma ist somit genauso rentabel wie zuvor, aber der Nettoüberschuss von 10 Millionen Franken reicht nicht mehr, um die Schulden zu begleichen. Die Firma ist insolvent.

Man beachte nun, welche Folgen sich daraus in einer Marktwirtschaft ergeben. Zwar verliert der verschuldete Unternehmer seinen Betrieb, und er ist somit nicht mehr sein eigener Herr, sondern tritt zurück in die Reihen der Angestellten. Aber die Insolvenz bedeutet keineswegs, dass die Produktion nun nicht mehr fortgeführt wird. Der Konkurs des bisherigen Eigentümers bringt den Betrieb nicht zum Verschwinden. Vielmehr wird er nun von den bisherigen Gläubigern übernommen. Diese neuen Eigentümer können dann entweder das Betriebsvermögen veräussern (wodurch dann andere Produktionsvorhaben ermöglicht werden würden), oder sie können den Betrieb in Eigenregie weiterführen. Im obigen Beispiel böte sich letztere Variante an, da der Betrieb einen Überschuss erwirtschaftet. In jedem Fall aber verschwinden die Schulden des Betriebs. Denn durch den Konkurs geht das Betriebsvermögen an die Gläubiger über, und der Kredit verwandelt sich im gleichen Atemzug in Eigenkapital.

Die gesamtwirtschaftlichen Folgen einer Deflation in der Schuldenwirtschaft können somit in vier Punkten zusammengefasst werden.

Erstens erfolgt eine Umverteilung von Betriebsvermögen und anderem Eigentum, weg von den vormaligen Schuldern und hin zu den vormaligen Gläubigern.

Zweitens kommt es infolge des konkursbedingten Eigentumsübergangs kurzfristig zu einer Einschränkung der Produktion.

Drittens wird die Produktionskapazität, und mithin das mittel- und langfristige Wachstumspotential der Wirtschaft nicht eingeschränkt.

Viertens verschwinden die Schulden.

Die Deflation wirkt mit anderen Worten wie ein reinigendes Gewitter. Die von ihr betroffenen Betriebe werden schuldenfrei und somit bestens gewappnet für die Zukunft – auch für die nächste Deflation!

Die Deflation führt die übermässige Schuldenwirtschaft auf ein normales Mass zurück. In diesem Bild finden wir auch die ursprüngliche

Wortbedeutung von «Inflation» und «Deflation». In der Inflation wird die Geld- und Kreditmenge künstlich aufgeblasen, in der Deflation geht dieser Blase dann die Luft aus.

Die keynesianisch inspirierte Wirtschaftspolitik hat einer beispiellosen Inflation Vorschub geleistet. Staat, Unternehmen und Haushalte haben zunehmend jene günstigen Kredite in Anspruch genommen, die ihnen die Banken per Geldschöpfung anboten. Allein die staatlichen Kredite sind bereits in den 37 Jahren vor Ausbruch der Krise geradezu explosionsartig angewachsen (in den USA beispielsweise um den Faktor 20). Die gewaltige Zunahme des Kreditvolumens hat die Wirtschaft jedoch keineswegs beflügelt, sondern lediglich einer gewaltigen Verschwendungen von Ressourcen Vorschub geleistet.

Trotz allen informationstechnischen Wunderwerken blieben die Wachstumsraten der vergangenen dreissig Jahre, gerade bei uns in Europa, aber auch in den USA, auf sehr mässigem Niveau. Die immensen Produktivitätsgewinne

Trotz allen informationstechnischen Wunderwerken blieben die Wachstumsraten der vergangenen dreissig Jahre, gerade bei uns in Europa, aber auch in den USA, auf sehr mässigem Niveau.

versickerten in einer kreditfinanzierten Blase des Sozialstaats und der Militärabenteuer. Die billigen Kredite haben unsere Wirtschaft auch nicht stabilisiert, sondern ihr die Widerstandsfähigkeit genommen und sie abhängig gemacht von staatlicher Bezahlung. Die Finanzwirtschaft ist dafür selber das beste Beispiel.

Heute stehen wir vor dem Scherbenhaufen dieser Politik. Liesse man ihr freien Lauf, würde die Deflation ihr Werk tun und das gesamte Kartenhaus der Schuldenwirtschaft in einem Prozess der schöpferischen Zerstörung auf den festen Grund der Eigenkapitalfinanzierung zurückführen. Aber davon wären wie gesagt vor allem die grossen Schuldner negativ betroffen – also der Staat und die staatlich geförderten Unternehmen auf den Finanzmärkten und in der Industrie. Daher steht zu befürchten, dass die westlichen Regierungen den umgekehrten Weg gehen und ihr Heil in einer weiteren kreditfinanzierten Ausweitung der staatlichen Ausgaben suchen.

JÖRG GUIDO HÜLSMANN, geboren 1966, ist Professor für Ökonomie an der Universität Angers (Frankreich) und Autor von «Ordnung und Anarchie. Essays über Wirtschaft, Politik und Kultur» (2007).