

**Sonderdruck aus:**

**Für eine bessere gesamteuropäische  
Wirtschaftspolitik**

Herausgegeben von

Harald Hagemann und Jürgen Kromphardt

Metropolis-Verlag

Marburg 2015

# Problem oder Instrument der Wirtschaftspolitik?

John Maynard Keynes' Ansichten zu Inflation,  
Deflation und Reflation

*Ingo Barens und Volker Caspari\**

*...advocates of price stability, amongst whom I number myself..*

John M. Keynes<sup>1</sup>

## *1. Einleitung*

In den Jahren seit dem Beginn der Finanzkrise als Krise auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt sind zwei bemerkenswerte Entwicklungen festzustellen. Wurde Inflation bis in die 1980er Jahre als ein wirtschaftspolitisches Problem betrachtet, wird sie gegenwärtig als Instrument der Wirtschaftspolitik diskutiert und empfohlen.

Die im Jahre 2008 voll zum Ausbruch gekommene Finanzkrise und ihre Transformation in eine Weltwirtschaftskrise, die als „Große Rezession“ in die Geschichtsbücher eingehen wird, hat die Grenzen einer auf Zinssteuerung vertrauenden Geldpolitik aufgezeigt und die staatliche

\* Überarbeitete und erweiterte Fassung eines auf der 9. wissenschaftlichen Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft in Berlin, 18.-19. Februar 2013 gehaltenen Vortrages. Die Verfasser danken den Teilnehmern dieser Tagung sowie Victoria Chick, Robert Skidelsky und Carl Christian von Weizsäcker für wertvolle Hinweise.

<sup>1</sup> (Keynes (1929 [1973], 90)

Verschuldung durch die Finanzierung von Maßnahmen zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage sowie nationaler Bankensysteme rasant ansteigen lassen. Zusätzlich konnte spätestens nach dem Ausbruch der griechischen Staatsschuldenkrise im Frühjahr des Jahres 2010 nicht mehr übersehen werden, dass sich in den Mitgliedsländern der Eurozone die internationale Wettbewerbsfähigkeit in extrem unterschiedlicher Weise entwickelt hatte, wobei, im Gegensatz zur deutschen Volkswirtschaft, die südeuropäischen Volkswirtschaften einen ausgeprägten Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zu beklagen hatten.

An diesen drei Befunden setzen die aktuellen Diskussionen um die Notwendigkeit höherer Inflationsraten an. Eine Erhöhung der von den Zentralbanken angestrebten Zielinflationsrate soll den geldpolitischen Spielraum angesichts auf extrem niedrige Werte herabgedrückter (nominaler) Leitzinsen wieder etwas erweitern, damit eine Reaktion auf möglicherweise negative gleichgewichtige Realzinsen möglich wird. Höhere Inflationsraten sollen die realen langfristigen Zinssätze auf die Staatsverschuldung drücken und darüber hinaus die reale Last dieser Verschuldung mindern. Und schließlich sollen differenzierte Inflationsraten innerhalb der Eurozone, mit überdurchschnittlichen Inflationsraten in denjenigen Volkswirtschaften mit überdurchschnittlicher internationaler Wettbewerbsfähigkeit, die Konsequenzen dieser seit der Einführung des Euro aufgetretenen Differenzen entschärfen.

Als zweite bemerkenswerte Entwicklung seit dem Jahr 2008 ist eine erneute und breite Rezeption der wirtschaftstheoretischen und -politischen Analysen des britischen Ökonomen John Maynard Keynes festzustellen. Im Zuge dieser erfreulichen Renaissance wird er als „Krisenökonom“<sup>2</sup> gepriesen und als seine bedeutenden Beiträge werden neben einer ihm zugeschriebenen Skepsis gegenüber der selbstregulierenden Funktionsweise von sich selbst überlassenen Märkten insbesondere das von ihm hervorgehobene Sparparadox genannt (Krugman 2009), sein Hinweis auf die Liquiditätsfalle als Wirkungsbeschränkung der Geldpolitik (Blanchard 2009, 496) sowie seine Diskussion von „*animal spirits*“ als entscheidungstheoretischer Gegenentwurf zum herkömmlichen Modell des rationalen „*homo oeconomicus*“ und Ausgangspunkt

<sup>2</sup> In erstaunlicher Verkenning der Geschichte der wirtschaftswissenschaftlichen Krisentheorie wird er gelegentlich sogar als „so etwas wie der erste Krisenökonom“ gesehen (Buhse 2013, 30).

weitreichender verhaltensökonomischer Untersuchungen (Akerlof und Shiller 2010).<sup>3</sup>

Allerdings ist nach Kenntnis der Verfasser bislang noch keine erneute Beschäftigung mit den überaus umfangreichen Aussagen von Keynes zur Inflation erfolgt. Nähert man sich diesem Themenkomplex, stößt man auf eine eigentümliche Dichotomie.

*Einerseits* ist im nicht-akademischen, aber auch im akademischen Umfeld die Überzeugung vorherrschend, Keynes habe dem Problem Inflation keine sonderliche Aufmerksamkeit gewidmet. Angesichts der Tatsache, dass wir langfristig alle tot sein werden, habe Keynes sein Augenmerk auf die kurzfristigen Wirkungen der von ihm propagierten wirtschaftspolitischen Maßnahmen gerichtet und ihre später zu erwartenden, langfristigen, insbesondere ihre zu Preiserhöhungen führenden Konsequenzen heruntergespielt oder gar völlig vernachlässigt. Als der am schärfsten zugespitzte Ausdruck dieser Überzeugung muss wohl die Einlassung von Ludwig von Mises angesehen werden, der – übrigens ohne einen einzigen Beleg für seine Behauptung anzuführen – Keynes im Jahr 1948 als „new prophet of inflationism“ titulierte hat (von Mises 1948 [1974], 51).

*Andererseits* kommt jeder Autor, der sich auch nur ansatzweise genauer mit den Ansichten von Keynes zur Inflation beschäftigt, zum gleichen und gleichermaßen eindeutigen Ergebnis. Robert Skidelsky, der Autor einer umfassenden dreibändigen Biographie von Keynes hat dieses Ergebnis wünschenswert knapp formuliert: „Keynes was not an inflationist“ (Skidelsky 2009, xvii).<sup>4</sup>

Angesichts dieser Sachlage soll in diesem Text ein Überblick über Keynes' Stellungnahmen zum Problem der Inflation aus verschiedenen Blickwinkeln gegeben werden, wobei, wie im weiteren Verlauf der Darstellung rasch deutlich werden wird, dabei auch Keynes' Ansichten über Deflation Berücksichtigung finden müssen. Denn für ihn waren Preisveränderungen in Form von Preissteigerungen (Inflation) oder Preisver-

<sup>3</sup> Auf die Problematik einer solchen selektiven Rezeption kann an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden; s. hierzu Barends (2011; 2012; 2014).

<sup>4</sup> Siehe auch, mit einer genaueren Einordnung der Haltung von Keynes zum Inflationsproblem, Skidelsky (2001, xxi) sowie, um nur einige Autoren zu nennen, Humphrey (1981), Meltzer (1983), Peden (2006, 116), Braunberger (2009, 176ff) und Spahn (2013) und Kromphardt (o.J.).

fall (Deflation) in ihrer beständigen Abfolge stets bedeutende Begleitumstände des Konjunkturzyklus.

Dieser Text ist folgendermaßen aufgebaut: Im nächsten Abschnitt werden einige der bislang wenigen Stellungnahmen vorgestellt, die sich, was Ausmaß und Dauer einer Erhöhung der Inflationsraten anbelangt, um eine Konkretisierung bemühen. Diesen quantitativen Konkretisierungen werden dann Aussagen von Keynes über „heftige“ Inflationsraten im Zusammenhang mit der Preisentwicklung in den Jahren 1913 bis 1924 gegenübergestellt. Sodann wird Keynes' Einschätzung der Wirkungen von Inflation und Deflation anhand zweier seiner Werke dargestellt. Der vierte Abschnitt gibt einen kurzen Überblick über Keynes' im Jahre 1930 veröffentlichte „Abhandlung vom Geld“, mit der er die Beschränkungen der Quantitätstheorie überwinden und die theoretische Grundlage für eine rationale Politik zur Vermeidung von Inflation und Deflation liefern wollte. Der nächste Abschnitt ist der Berücksichtigung von Inflation in seinem sechs Jahre später publizierten Werk „Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“ gewidmet. Der sechste Abschnitt geht ein auf die Bemühungen von Keynes, die Finanzierungserfordernisse Englands im Zweiten Weltkrieg – im Gegensatz zur Situation während des Ersten Weltkrieges – ohne einen inflationären Prozess zu bewerkstelligen. Der vorletzte Abschnitt diskutiert eine Intervention von Keynes im Zusammenhang mit der Staatsverschuldung Frankreichs in den 20er Jahren des letzten Jahrhunderts, die leicht als eine Abweichung von der strikt anti-inflationären Ausrichtung seines Denkens und Wirkens gesehen werden könnte. Der letzte Abschnitt fasst die Ergebnisse zusammen und geht auf einige weiterführende Fragestellungen ein.

## *2. Keynes über „heftige“ Inflationsraten*

Auch wenn eine Erhöhung der von der Wirtschaftspolitik anzustrebenden Inflationsraten immer häufiger empfohlen wird, so sind konkrete Angaben über das notwendige Ausmaß sowie die notwendige Dauer eher selten zu finden. Im Folgenden werden einige dieser Konkretisierungen in knapper Form vorgestellt.

Um den zinspolitischen Spielraum der Geldpolitik zu erhöhen, fordern Blanchard et al. (2010) sowie Ball (2013) eine Verdoppelung der von

Zentralbanken anzustrebenden Zielinflationsrate auf 4%, wobei sie keinerlei Angaben über die Dauer einer solchen Verdoppelung machen.

Um die reale Last der Verschuldung privater und öffentlicher Haushalte zu verringern, schlägt Rogoff (2011) eine „moderate inflation of, say, 4 to 6 per cent for several years“ vor. Ganz ähnlich argumentiert Eichengreen (2013), wenn er eine Inflationsrate von 4% für die Dauer einiger Jahre empfiehlt, bis „die Wirtschaft wieder Tritt gefasst hat und die Schulden in Relation zum BIP auf ein verträgliches Maß gesunken sind“.

Im Zusammenhang mit der Verringerung der Wettbewerbsunterschiede innerhalb der Eurozone spricht sich Burda (2012, s. a. Burda und Sinn 2012) für eine Erhöhung der in Deutschland herrschenden Inflationsrate auf 4% für die Dauer von fünf Jahren aus. Krugman spricht im gleichen Zusammenhang von der Notwendigkeit einer „mittelfristigen“ und „moderaten“ Inflation von drei bis vier Prozent (Krugman 2012, 210; 2014).

Sinn (2014, 136) allerdings schätzt, dass in Deutschland für die Dauer von zehn Jahren eine Inflationsrate in Höhe von 5,5% notwendig sein wird, wenn die Wettbewerbsnachteile von Ländern wie Griechenland, Portugal und Spanien ausgeglichen und deflationäre Prozesse in diesen Ländern der Eurozone vermieden werden sollen. Dies bedeute einen Anstieg des Preisniveaus um 71 % und *cet. par.* einen Wertverlust von Geldersparnissen im Umfang von 42%.<sup>5</sup>

Die in diesen Äußerungen genannten Inflationsraten bewegen sich, so zeigt sich, zwischen 3% und 6%; als notwendige Zeiträume werden, sofern diese überhaupt konkretisiert werden, fünf bis zehn Jahre genannt.

Interessanterweise geht Keynes auf den ersten Seiten seines Buches „Ein Traktat über Währungsreform“ (Keynes 1924 [1997]; 1923 [1971]) auf die Preisentwicklung in den zehn Jahren seit dem Ausbruch des Ersten Weltkriegs ein. Er spricht von Schwankungen im Geldwert seit 1914 in einem solchen Ausmaß, dass „sie mit all ihren Folgen eins der markantesten Ereignisse in der Wirtschaftsgeschichte der modernen

<sup>5</sup> Wird unter Berücksichtigung der bisherigen Zielinflationsrate der EZB in Höhe von knapp 2% nur ein darüber hinausgehender Anstieg um 3,5 Prozentpunkte in Rechnung gestellt, ergibt sich für den Zeitraum von zehn Jahren immerhin noch ein zusätzlicher Preisanstieg von 41% mit einem Wertverlust von Geldersparnissen von knapp 30%.

Welt“ darstellen würden. Sie seien von „nie erlebter Heftigkeit“ („unprecedented violence“) gewesen und kein Land habe sich dieser „heftigen Bewegung“ („violent movement“) des Preisniveaus entziehen können (Keynes 1924 [1997], 2-3; 1923 [1971], 1-2).

Zur Verdeutlichung seiner Einschätzung zieht Keynes die Entwicklung der Großhandelspreise in verschiedenen Ländern heran (Keynes 1924 [1997], 3; 1923 [1971], 3).

*Indexziffern der Großhandelspreise von 1913; in Prozenten*

	<b>GB</b>	<b>FR</b>	<b>IT</b>	<b>DE</b>	<b>US</b>	<b>CA</b>	<b>JP</b>	<b>SE</b>	<b>IN</b>
1913	100	100	100	100	100	100	100	100	100*
1922	159	327	562	34182	149	165	196	162	180
	<b>5,3%</b>	<b>14,1%</b>	<b>21,1%</b>	<b>91,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,6%</b>

\* Anfangswert für Indien 1914

Aus dieser, hier nur auszugsweise wiedergegebenen, Tabelle können die jeweiligen durchschnittlichen Inflationsraten über den Zeitraum von 1913 bis 1922 berechnet werden.<sup>6</sup> Diese sind in der letzten Zeile der Tabelle wiedergegeben.

Die von Keynes betrachteten Länder können nach Maßgabe der sich ergebenden durchschnittlichen Inflationsrate in zwei Gruppen eingeteilt werden.

- Volkswirtschaften mit einer einstelligen Inflationsrate zwischen ca. 4% und ca. 8%: USA (4,5%), Großbritannien (5,3%), Schweden (5,5%), Kanada (5,7%), Indien (7,6%) und Japan (7,7%).
- Volkswirtschaften mit einer zweistelligen Inflationsrate zwischen ca. 14% und ca. 90%: Frankreich (14,1%), Italien (21,1%) und Deutschland (91,2%).

<sup>6</sup> Die von Keynes verwendeten Zahlen reichen von 1913 bis 1923. Für das Jahr 1923 kann er allerdings nur Werte des ersten Halbjahres heranziehen (Keynes 1923 [1971], 3; 1924 [1997], 3). Aus diesem Grunde sind diese Werte bei den Berechnungen der durchschnittlichen Inflationsraten nicht verwendet worden. Der erste Wert der Zahlenreihe für Indien bezieht sich auf das Jahr 1914 (*ibid.*).

Da Keynes feststellt, dass sich keine Volkswirtschaft den „heftigen“ Geldentwertungen habe entziehen können, drängt sich angesichts dieser Ergebnisse die Vermutung auf, dass er die gegenwärtig diskutierten Erhöhungen der von Zentralbanken anzustrebenden Inflationsraten wohl ebenfalls als „heftig“ und keinesfalls als „moderat“ eingestuft hätte.

### 3. Keynes über die Auswirkungen von Inflation und Deflation

Keynes' Analyse der Auswirkungen von Preisniveauänderungen, von Inflation und Deflation, findet sich im Wesentlichen in zwei seiner Schriften, in „The Economic Consequences of the Peace“ (Keynes 1919 [1971]), erschienen im Jahr 1919, und im vier Jahre später veröffentlichten „A Tract on Monetary Reform“ (Keynes 1923 [1971]); spätere Arbeiten beziehen sich implizit oder explizit auf diese beiden Texte.<sup>7</sup>

In „The Economic Consequences of the Peace“ stellt Keynes in einer Abschweifung über die Wiederbelebung von Produktion und Außenhandel in der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg (Keynes 1919 [1971], 148-154) einige knappe, aber sehr prononciert formulierte Beobachtungen über die Auswirkungen von Inflation im Zusammenhang mit den Schwierigkeiten der Staatsfinanzierung an, die er in seinem späteren „Tract on Monetary Reform“ dann genauer untersucht, wobei er dort auch das Phänomen der Deflation in die Betrachtung mit einbezieht.

Keynes sieht Inflation als ein konfiskatorisches Instrument, mit dem sich Regierungen den Zugriff auf das Vermögen ihrer Staatsbürger sichern können. Dies geschehe nicht nur insgeheim („secretly and unobserved“), sondern auch willkürlich. Auf Inflation, auf einen „Betrug an der Bevölkerung“ („fraud upon the public“), als Einnahmequelle setzende Regierungen „confiscate *arbitrarily*; and, while the process im-

<sup>7</sup> In deutscher Übersetzung erschienen als „Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages“ (Keynes 1920) und „Ein Traktat über Währungsreform“ (Keynes 1924). Keynes' Buch über den Friedensvertrag ist im Jahr 2006 in gekürzter Fassung unter dem Titel „Krieg und Frieden. Die wirtschaftlichen Folgen des Vertrags von Versailles“ und erneut im Jahr 2014 unter gleichem Titel ebenfalls in gekürzter Fassung, aber in neuer Übersetzung veröffentlicht worden (Keynes 2006 bzw. 2014). Leider sind die Übersetzungen dieser beiden Schriften in vielfältiger Weise unbefriedigend und teilweise sogar gänzlich falsch. Aus diesem Grund werden bei direkten Zitaten die Originalfassungen herangezogen.



poverishes many, it actually enriches some“ (Keynes 1919 [1971], 148-149; Keynes 2014, 112; Hervorhebung im Original). Diese willkürliche Umverteilung von Vermögen führe nicht nur zu Verunsicherung, sondern erschüttere das Vertrauen in die bestehende Verteilung von Einkommen und Vermögen und vergifte zudem das soziale Klima. Nicht nur verkomme unternehmerische Aktivität, die Schaffung neuen Reichtums, zu einem Glückspiel und einer Lotterie. Vielmehr verstärke eine andauernde Inflation mit starken Schwankungen die ohnehin schon bestehende Risikohaftigkeit von Kreditgeschäften und gefährde damit die wirtschaftlichen Grundlagen des Kapitalismus: „all permanent relations between debtors and creditors, which form the ultimate foundation of capitalism, become so utterly disordered as to be almost meaningless“ (Keynes 1919 [1971], 149; Keynes 2014, 113; s. a. Keynes 1919 [1971], 152, 154; Keynes 2014, 116, 118).

Zustimmend bezieht er sich auf Lenins Feststellung, der beste Weg zur Vernichtung des kapitalistischen Systems sei die Vernichtung der Währung, wobei er ihre Undurchschaubarkeit und die Pervertierung ökonomischer Gesetzmäßigkeiten betont: „Lenin was certainly right. There is no subtler, no surer means of overturning the existing basis of society than to debauch the currency. The process engages all hidden forces of economic laws on the side of destruction, and does so in a manner which not one man in a million is able to diagnose“ (Keynes 1919 [1971], 148-149, Keynes 2014, 112-113).<sup>8</sup>

In seinem „Traktat über Währungsreform“ geht Keynes auf den Zusammenhang zwischen Staatsfinanzierung und Inflation ein und kennzeichnet letztere als eine Form der Besteuerung. Bei der Betrachtung der gesellschaftlichen Auswirkungen von Inflation und Deflation unterscheidet er zwischen ihren Wirkungen zum einen auf die Verteilung „bestehenden Reichtums“ (Einkommens- und Vermögensverteilung) sowie die Schaffung neuen Reichtums (Akkumulation). Keynes untersucht die Wohlfahrtseffekte dieser distributiven und allokativen Wirkungen für drei Gesellschaftsgruppen: die Besitzer von Geldvermögen („the invest-

<sup>8</sup> White und Schuler (2009) zeigen, dass Keynes sich mit großer Wahrscheinlichkeit auf einen im April 1919 veröffentlichten Zeitungsbericht über ein in Genf geführtes Interview mit Lenin bezieht.

ing class“)<sup>9</sup>, die Unternehmer („the business class“) und die Arbeitnehmer („the earner“).

Allerdings macht er schon mit den ersten Sätzen seines Vorwortes klar, dass seine Überlegungen ein grundsätzliches Problem der Koordination der Wirtschaftsaktivität in einer Geldwirtschaft behandeln werden: „We leave saving to the private investor, and we encourage him to place his savings mainly in titles to money. We leave the responsibility for setting production in motion to the business man, who is mainly influenced by the profits which he expects to accrue to him in terms of money“ (Keynes 1923 [1971], xiv; 1924 [1997], V). Dies setze einen stabilen Wertmaßstab voraus; sei diese Bedingung nicht gesichert, seien Arbeitslosigkeit, die Unsicherheit der Existenz abhängig Beschäftigter, die Enttäuschung von Erwartungen, der plötzliche Verlust von Ersparnissen sowie übermäßige Zufallsgewinne von Spekulanten die Konsequenz.<sup>10</sup>

In seiner Betrachtung von Inflation als Möglichkeit der Staatsfinanzierung unterscheidet Keynes zwischen ihrer Wirkung auf die Einnahme- und Ausgabenseite des öffentlichen Haushalts. In ihrer Wirkung bezüglich der Ressourcenverteilung zwischen dem privaten und öffentlichen Sektor sieht er keinen Unterschied zwischen einer Besteuerung und Inflation. Mit dieser besonderen Besteuerungsmethode „a government can live for a long time .. by printing paper money“ (Keynes 1923 [1971], 37; 1924 [1997], 42). Selbst die schwächste Regierung könne auf eine solche „inflationary tax“ (Inflationssteuer) (Keynes 1923 [1971], 43; 1924 [1997], 50) zurückgreifen, wenn ihr keine anderen Finanzierungsmöglichkeiten mehr verblieben. Zur Inzidenz und fiskalischen Ergiebigkeit dieser Inflationssteuer stellt Keynes fest: „The burden of the tax is well

<sup>9</sup> Die deutsche Ausgabe übersetzt „investing class“ mit „Rentnerklasse“ (Keynes 1924 [1997], 5), Spahn verwendet den Begriff „Sparer“. Aus dem Zusammenhang wird deutlich, dass Keynes mit „investing class“ nicht die Realinvestitionen vornehmenden Unternehmer meint, sondern die Anbieter von Kapital in Form von Geldkrediten, denen die Unternehmer als Nachfrager gegenüberstehen. Um die monetäre Form der Kreditbeziehungen zu verdeutlichen, wird im Folgenden die Bezeichnung „Besitzer von Geldvermögen“ o. ä. verwendet.

<sup>10</sup> Damit bewegt Keynes sich allerdings ganz im Rahmen der zu jener Zeit gängigen Vorstellungen seiner wirtschaftswissenschaftlichen Kollegen: Das Problem der Massenarbeitslosigkeit wurde ebenso wie die Abfolge von Inflation und Deflation als konjunkturelles Phänomen verstanden.

spread, cannot be evaded, costs nothing to collect, and falls in a rough sort of way, in proportion to the wealth of the victim“ (Keynes 1923 [1971], 39; 1924 [1997], 44). Denn der Gebrauch von Geld könne ebenso wie andere Annehmlichkeiten des Lebens einer Besteuerung unterworfen werden und die davon Betroffenen könnten sich vor dieser „raffinierten Plünderung“ (Keynes 1924 [1997], 50) nur durch eine Änderung ihrer Geldnutzung schützen; eine vollständige Vermeidung erfordere es hingegen, gänzlich auf Geldhaltung zu verzichten.

Ist Inflation nichts anderes als eine Form der Besteuerung, kann die grundlegende Budgetbeschränkung nicht umgangen werden, denn es gelte, so betont Keynes, „(w)hat a government spends the public pays for. There is no such thing as an uncovered deficit“ (Keynes 1923 [1971], 52-53; 1924 [1997], 64). Der einzige Unterschied bestehe allein in der Qualität des Papiers, auf dem der Staat seine Steuerquittungen erstelle: „...in some countries it seems possible to please and content the public, for a time at least, by giving them, in return for the taxes they pay, finely engraved acknowledgements on watermarked paper. The income-tax receipts, which we in England receive..., we throw into the wastepaper basket; in Germany they call them bank notes and put them into their pocket-books“ (*ibid.*).

Auf der Ausgabenseite des Staatshaushalts kann die reale Last des Schuldendienstes durch Inflation vermindert werden. Allerdings sei diese Verminderung mit vielfältigen Nachteilen behaftet. Vermögensbesitzer würden ohne Berücksichtigung ihrer unterschiedlichen persönlichen Umstände belastet, mit fest verzinslichen Wertpapieren sei allein eine Vermögensform von Entwertung betroffen, Unternehmer (entrepreneur capitalists) wären faktisch von der Schuldenlast gänzlich befreit, ja könnten sich sogar bereichern, und schließlich würden geringe ebenso stark wie große Ersparnisse getroffen.

Ebenso wie bei der Betrachtung der Einnahmeseite des Staatshaushalts betont Keynes den Zusammenhang zwischen der Schwäche einer Regierung, die es scheut Verantwortung für ihre Entscheidungen zu übernehmen, und dem Einsatz von Inflation: „It follows the line of least resistance, and responsibility cannot be brought home to individuals. It is, so to speak, nature’s remedy, which comes into silent operation when the

body politic has shrunk from curing itself“ (Keynes 1923 [1971], 54-55; 1924 [1997], 67).<sup>11</sup>

Bei der Beurteilung von Inflation für die Einnahmen- und Ausgabenseite des Staatshaushalts greift Keynes gelegentlich auf die Ergebnisse seiner Analyse der allokativen und distributiven Wirkungen von Preisniveaustabilität innerhalb des privaten Sektors zurück.

Bei der Analyse der allokativen Wirkungen auf die drei genannten Gesellschaftsgruppen kommt Keynes zu folgenden Ergebnissen:

Besitzer von Geldvermögen, deren Vermögen auf dem Anspruch auf langfristig vertraglich fixierte Geldzahlungen begründet ist, sind als Gläubiger von Inflation negativ betroffen, da mit steigenden Preisen der reale Wert der erhaltenen Geldzahlungen fällt (für Deflation gilt das Umgekehrte).

Entsprechend profitieren Unternehmer, insofern sie Schuldner der Besitzer von Finanzvermögen sind, von Inflation (für Deflation gilt wiederum das Umgekehrte), was als Stimulans wirken wird. Zusätzlich wird im Zuge eines Inflationsprozesses der Warenbestand eines Unternehmers beständig im Wert steigen und er wird Zufallsgewinne realisieren können. Dadurch wird unternehmerische Tätigkeit „ungebührlich leicht“ und der Geschäftserfolg löst sich zunehmend von der Unternehmenseffizienz: „Any one who can borrow money and is not exceptionally unlucky must make a profit, which he may have done little to deserve“ (Keynes 1923 [1971], 17-18; 1924 [1997], 18). Das könne, so Keynes, auf Dauer die gesellschaftliche Akzeptanz des Unternehmers gefährden, denn er sei „only tolerable so as his gains can be held to bear some relation to what, roughly and in some sense, his activities have contributed to society“ (ibid.).

Was die Auswirkungen von Inflation anbelangt, so stimmt Keynes nicht mehr der Auffassung zu, Arbeitnehmer würden während eines Inflationsprozesses einen realen Einkommensverlust erleiden, denn die Entwicklung der Geldlöhne werde nur mit einer zeitlichen Verzögerung den Preissteigerungen folgen. Im Zusammenwirken einer verbesserten Organisation der Arbeitnehmerinteressen, der Bereitschaft der über Normalprofite hinausgehende Zufallsgewinne realisierenden Unternehmer

<sup>11</sup> Als Alternative zu Inflation als Mittel, die reale Last öffentlicher Verschuldung zu verringern, empfiehlt Keynes auf eine Vermögensabgabe („capital levy“); hierauf wird in den abschließenden Bemerkungen eingegangen.

und dem Druck der öffentlichen Meinung könnten Arbeitnehmer während einer Inflation eine reale Verbesserung ihrer Einkommen erreichen. Eine Phase der Deflation würde hingegen nicht so sehr zu einem Rückgang der Realeinkommen führen, sondern sich eher in einem Rückgang der Beschäftigung auswirken, dessen Folgen durch staatliche Arbeitslosenunterstützung gemindert würden.

Keynes fasst die distributiven Wirkungen von Inflation folgendermaßen zusammen (Keynes 1923 [1971], 29; 1924 [1997], 30): „...inflation redistributes wealth in a manner very injurious to the investor<sup>12</sup>, very beneficial to the business man, and probably, in modern industrial conditions, beneficial on the whole to the earner“. Dabei betont er als Ungerechtigkeit, dass von Inflation insbesondere die Besitzer von Geldvermögen getroffen werden, die „in good faith have committed their savings to titles to money rather than to things“ (*ibid.*). Dies habe negative Auswirkungen auf die Kapitalakkumulation, denn zum einen werde die Sparfähigkeit geschwächt, zum anderen die Sparbereitschaft durch geringes Vertrauen gemindert.

Mit dieser Feststellung ist Keynes zur Analyse der allokativen Wirkungen von Preisniveaustabilität übergegangen. Zur Abschätzung dieser Wirkungen richtet er sein Augenmerk auf die Produktionsentscheidungen der Unternehmer.

Er stellt seinen Betrachtungen die Bemerkung voran, dass Schwankungen des Wertmaßstabes eigentlich nichts am Reichtum, den Bedürfnissen und der Produktionskapazität ändern und daher auch keinerlei Einfluss auf die Höhe der Güterproduktion haben sollten. Während Änderungen der relativen Güterpreise zu Änderungen in der Güterproduktion führen sollten, gelte dies nicht für Änderungen des Preisniveaus. In der Wirklichkeit habe aber eine Änderung des Wertmaßstabes genau diese Auswirkungen auf die Güterproduktion.

Dahinter steht als letzte Ursache, darauf läuft Keynes' Argumentation hinaus, eine durch Inflation oder Deflation verursachte Verzerrung ökonomischer Entscheidungen, die zu einer Verschwendung von Ressourcen führt. „...the intensity of production is largely governed in existing conditions by the anticipated real profit of the entrepreneur. Yet this criterion is the right one for the community as a whole only when the delicate ad-

<sup>12</sup> Es sei daran erinnert, dass mit „investor“ ein Besitzer von Geldvermögen gemeint ist.

justments of interests is not upset by fluctuations in the standard of value“ (Keynes 1923 [1971], 32; 1924 [1997], 34).

Während einer Inflation äußert sich der hier angesprochene Interessengegensatz darin, dass Unternehmer die Güterproduktion über das Maß hinaus ausdehnen, bei dem aus der Sicht der Gesellschaft der Ertrag noch den Aufwand kompensiert. In einer Deflation äußert sich dieser Interessengegensatz hingegen in einer durch unfreiwillige Arbeitslosigkeit („enforced idleness“) verursachten Verarmung.

Im Jahr 1924 stellt er diese Verzerrung der ökonomischen Entscheidungen der Unternehmer und den sich daraus ergebenden Interessengegensatz unter Bezugnahme auf das aus der Wirtschaftstheorie Marshalls bekannte Konzept der Normalprofite dar. Ausgehend vom Umstand, dass ein Produktionsprozess bis zu seinem Abschluss eine beträchtliche Zeitspanne in Anspruch nehmen kann, stellt Keynes über die Entscheidungssituation eines Unternehmers zunächst fest: „All his normal calculations as to the rate of profit and correct level of wages and so forth are based on the assumption that money is going to be worth more or less the same at the end of the period that it is at the beginning“ (Keynes 1924 [1981], 185). Daher muss der Unternehmer Erwartungen über die zukünftige Preisentwicklung bilden. Sollte er einen Preisverfall erwarten, kann dies eine so hohe Verlusterwartung implizieren, „for which he cannot make any adequate provision in his normal profits“, und er sich dafür entscheidet, Produktion und Beschäftigung einzuschränken, und sich damit in den Gegensatz zum öffentlichen Interesse zu stellen: „So far as the community as a whole is concerned, the thing is as broad as it is long. If the article in question is worth a given amount of effort to produce to the community, if the amount of effort that it is worth to the community is the same at the beginning of the process as at the end, it is in the interest of the community that it should be made; but it does not follow that it is in the interest of the employer, because of his calculation of money which comes in. It is only worth his while if the calculations that he makes about the value of money are borne out“ (*ibid.*).

In dieser längeren Passage wird ein weiterer Einfluss von Preisniveauinstabilität auf unternehmerische Entscheidungen angesprochen. Wie Keynes in seinem „Traktat über Währungsreform“ feststellt, sind Unternehmer in ihren Produktionsentscheidungen stets mit Risiko konfrontiert. Könnte eine Reduktion dieses Risikos, bzw. seiner Auswirkungen, für den einzelnen Unternehmer erreicht werden, wäre eine Verstetigung des

Produktionsprozesses und damit die Vermeidung von Arbeitslosigkeit möglich. Unternehmer sind stets mit dem Risiko von Änderungen relativer Preise konfrontiert; aber allgemeine Preisveränderungen bedeuten ein weiteres Risiko, das sie zu berücksichtigen haben. Keynes versteht dieses Risiko als eine zusätzliche Form der Produktionskosten, die durch Instabilität des Wertmaßstabes in beträchtlichem Umfang gesteigert werden.

Keynes kommt nach Abschluss seiner Analyse von Inflation und Deflation zu folgendem Ergebnis: „We see...that rising prices each have their characteristic disadvantage. The inflation that causes the former means injustice to individuals and to classes, particularly to investors; and is therefore unfavourable to saving. The deflation which causes falling prices means impoverishment to labour and to enterprise by leading entrepreneurs to restrict production, in their endeavour to avoid loss to themselves; and is therefore disastrous to employment“ (Keynes 1923 [1971], 36, 1924 [1997], 40).

Er fasst die differenzierten allokativen und distributiven Wirkungen in einem Satz knapp zusammen: „Thus inflation is unjust and deflation is inexpedient“ (*ibid.*).

Ein solches Ergebnis legt eigentlich eine Abwägung nahe, welche der beiden Formen der Preisniveaustabilität denn als die schlimmere anzusehen sei. Nach dem Hinweis, Deflation sei in der verarmten Welt der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg möglicherweise die schlimmere Alternative, weist Keynes allerdings derartige Abwägungen mit einer grundsätzlichen Begründung von sich: „It is easier to agree that both are evils to be shunned. The individualistic capitalism of today, precisely because it entrusts saving to the individual investor and production to the individual employer, *presumes* a stable measuring-rod of value, and cannot be efficient-perhaps cannot survive-without one“ (Keynes 1913 [1971], 36, 1924 [1997], 40)

Ganz ähnlich hatte er bereits einige Monate vor der Veröffentlichung seines „Tract on Monetary Reform“ im August 1923 anlässlich eines Vortrages während einer Liberal Summer School argumentiert (Keynes 1923 [1981], 117): „I have dwelt in this paper on the evils of deflation because they are with us now. But the evils of inflation, which were visited on us three years ago, although they are different in kind, are not less in degree. We can do with neither“.

Aus seiner Analyse der Auswirkungen sowohl von Inflation als auch Deflation, der „evils proceeding from the instability in the purchasing

power of money“ (Keynes 1923 [1971], 116)) zieht Keynes eine eindeutige Konsequenz. Um dieses „mortal disease of individualism“ zu heilen, muss dafür Sorge getragen werden, dass „there shall never exist any confident expectation either that prices generally are going to fall or that they are going to rise; and also that there shall be no serious risk that a movement, if it does occur, will be a big one“ (Keynes 1923 [1971], 35, 1924 [1997], 38). Eine solche Verankerung der Inflationserwartungen ist die Aufgabe staatlicher Wirtschaftspolitik und somit kommt Keynes zum Ergebnis: (Keynes 1923 [1971], 16): „...we must make it a prime object of deliberate State policy that the standard of value...should be kept stable.“ (Keynes 1923 [1971], 16; 1934 [1997], 17).

Auch diese Schlußfolgerung hatte Keynes schon während der bereits erwähnten Liberale Summer School in drastischer Weise zugespitzt (Keynes 1923 [1981], 117): „Modern individualistic society, organised on lines of capitalistic industry, cannot support a violently fluctuating standard of value, whether the movement is upwards or downwards. Its arrangements presume and absolutely require a reasonably stable standard. Unless we can give it such a standard, this society will be stricken with a mortal disease and will not survive. ... For these grave causes we must free ourselves from the deep distrust which exists against allowing the value of the currency be the subject of ‚voluntary decision‘. Only by wisely regulating the creation of currency and credit along new lines, can we protect society against the attacks and criticisms of Socialist and Communist innovators“ (Keynes 1923 [1981], 117).<sup>13</sup>

#### 4. Die „Abhandlung vom Gelde“ als theoretische Grundlage einer rationalen Geldpolitik mit dem Ziel der Preisstabilität

„Auf lange Sicht sind wir alle tot“ (Keynes 1924 [1997], 83; Hervorhebung im Original). Mit diesen so häufig aus dem Zusammenhang gerissenen und missverstandenen Worten<sup>14</sup> beklagt Keynes 1923 die Män-

<sup>13</sup> Dies bedeutet die Betonung der Stabilität des internen Preisniveaus gegenüber der Stabilität des Wechselkurses und ist der Hintergrund von Keynes' Ablehnung der Wiedereinführung des Goldstandards im Jahre 1925; s. hierzu Spahn (o.J.).

<sup>14</sup> Jüngst hat Mayer (2014, 115) diese Äußerung als Beleg dafür herangezogen, dass Keynes es nicht für nötig gehalten habe, sich um die längerfristige Zukunft zu



gel der zeitgenössischen Geldtheorie.<sup>15</sup> Zwar sei die Quantitätstheorie ohne Zweifel zutreffend und ihre Übereinstimmung mit den Tatsachen stehe außer Frage. Aber durch ihre Beschränkung auf komparative Statik, d.h. allein auf die Betrachtung langfristiger Gleichgewichtslagen sei sie wenig hilfreich für eine Geldpolitik, welche Preisstabilität zum Ziel habe. Sie vernachlässige die Analyse des komplexen dynamischen Anpassungsprozesses, der zu einer neuen langfristigen Gleichgewichtslage führe, und könne keine Auskunft geben über die entscheidenden Variablen, an denen sich geldpolitische Maßnahmen orientieren sollten.<sup>16</sup>

Im November 1924 beginnt Keynes mit der Arbeit an einem neuen Buch, in dem er die von ihm konstatierten Mängel der Quantitätstheorie beseitigen möchte und so die wirtschaftstheoretischen Grundlagen für das wirtschaftspolitische Streben nach Preisstabilität legen möchte. Sechs Jahre später erscheint seine zweibändige Abhandlung „Vom Gelde“ („A Treatise on Money“) (Keynes 1931 [1983]; Keynes 1930 [1971]a,b), deren erster Band der reinen Geldtheorie und deren zweiter Band der angewandten Geldtheorie gewidmet ist.

„Vom Gelde“ liefert keine mit der Behandlung der Auswirkungen von Inflation und Deflation in seinen früheren Arbeiten vergleichbare Betrachtung. Im Folgenden sollen deshalb nur einige Aspekte seiner in diesem Buch dargelegten Analysen in knapper Form erwähnt werden, wobei insbesondere diejenigen herausgegriffen werden, durch die Keynes die Komplexität des dynamischen Anpassungsprozesses herausarbeitet und die angesichts der gegenwärtigen wirtschaftlichen Probleme besondere Aufmerksamkeit verdienen.<sup>17</sup>

Ebenso wie bereits Knut Wicksell in „Geldzins und Güterpreise“ (Wicksell 1898 [1984]) sieht Keynes die Güterpreise bestimmt durch die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage in Relation zum gesamtwirtschaftlichen Güterangebot. Übersteigt die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage das Güterangebot, oder anders ausgedrückt, ist die Investitions-

---

kümmern, was zu einer Vernachlässigung des Faktors Zeit in seiner Zinstheorie geführt habe.

<sup>15</sup> Zum Folgenden s. Keynes (1923 [1971], 61-70).

<sup>16</sup> Inwieweit eine solche Einschätzung zutreffend ist, kann an dieser Stelle nicht diskutiert werden.

<sup>17</sup> S. Patinkin (1976), Hamouda (2010) und Trautwein (o.J.) für eine Darstellung der Abhandlung „Vom Gelde“.

güternachfrage der Unternehmer höher als die gesamtwirtschaftliche Ersparnis, werden die Güterpreise steigen und umgekehrt. Damit tritt die von der Quantitätstheorie betonte Geldmenge in den Hintergrund. Preisniveaustabilität anstrebende Geldpolitik steht vor der Aufgabe, stets ein Gleichgewicht zwischen Investitionen und Ersparnisbildung sicherzustellen. Da die Investitionsgüternachfrage als vom Zinssatz abhängig gesehen wird, muss die Geldpolitik dafür sorgen, dass der für Investitionen relevante Zinssatz auf einer gleichgewichtigen Höhe gehalten wird; anders ausgedrückt: die Zentralbank muss den Marktzinssatz auf dem Niveau des „natürlichen“ Zinssatzes halten, bei dem Investitionen und Ersparnisbildung übereinstimmen und Preisniveaustabilität sichergestellt ist (Keynes 1930 [1971]a, 139). Da die Zentralbank allerdings nur einen kurzfristigen Zinssatz festlegt, der in Großbritannien als „bank rate“ bezeichnet wird, stellt sich damit das Problem der Existenz eines solchen Zinskanals der Transmission geldpolitischer Impulse, d. h. ob und wie über Manipulationen der kurzfristigen „bank rate“ in der Interaktion zwischen Zentralbank und Finanzmärkten der langfristige, die Investitionsentscheidungen der Unternehmer beeinflussende Zinssatz überhaupt in gewünschter Weise gesteuert werden kann. Diese Frage untersucht Keynes im 37. Kapitel seiner Abhandlung (Keynes 1930 [1971]b, 304-347; Keynes 1931 [1983], 572-609) und kommt zum Ergebnis, dass Zentralbanken tatsächlich im allgemeinen einen solchen Zinskanal zur Preisniveausteuern erfolgreich werden nutzen können.

Allerdings vermag er die Möglichkeit von extremen, durch vorangegangene Fehler der Geldpolitik verursachten, Umständen nicht auszuschließen, in denen eine reine Zinssteuerung versagt und sich außergewöhnliche Maßnahmen als notwendig erweisen, wie sie in jüngster Zeit unter der Bezeichnung „quantitative easing“ von Zentralbanken durchgeführt werden: „My remedy in the event of the obstinate persistence of a slump would consist ... in the purchase of securities by the central bank until the long-term market rate of interest has been brought down to the limiting point ... It should not be beyond the power of a central bank ... to bring down the long-term market rate of interest to any figure at which it is itself prepared to buy long-term securities. ... If the central bank supplies the member banks with more funds than they can lend at short term, in the first place the short-term rate of interest will decline towards zero, and in the second place the member banks will soon begin, if only

to maintain their profits, to second the efforts of the central bank by themselves buying securities“ (Keynes 1930 [1971]b, 332-333).

In dieser Passage wird eine von Keynes explizit eingeführte Innovation angesprochen. Bei der Abwägung der preislichen Auswirkungen insbesondere eines expansiven geldpolitischen Impulses unterscheidet er, ob z. B. eine Geldmengenerhöhung ihre Wirkungen in der „industriellen Zirkulation“ oder in der „finanziellen Zirkulation“ entfaltet (Keynes 1930 [1971]a, 42, 217-230). Damit eröffnet sich die Möglichkeit einer im Extremfall gegenläufigen Preisentwicklung bei Konsumgütern (allgemein: Gütern der laufenden Produktion) und Vermögensgütern, womit das gegenwärtige Problem der Gefahr des gleichzeitigen Auftretens von Preisverfall bei Konsumgütern und gleichzeitiger Blasenbildung auf Vermögensmärkten angesprochen ist.

Die von ihm entwickelten „Fundamentalgleichungen“ ermöglichen Keynes eine differenzierte Betrachtung von Inflation (und Deflation) (Keynes 1930 [1971]a, 120-153). Er kann Inflation unterscheiden in Gewinninflation („profit inflation“), Kapitalinflation („capital inflation“), Einkommensinflation („income inflation“), Wareninflation („commodity inflation“) etc. (Keynes 1930 [1971]a, 140; Keynes 1931 [1983], 127f).<sup>18,19</sup> Mit diesen terminologischen Differenzierungen kann er darauf hinweisen, dass eine Zentralbank durch ihre zinspolitischen Maßnahmen auf direktem Wege allenfalls eine Gewinninflation (bzw. Gewinndeflation) herbeiführen kann, nicht aber eine Einkommensinflation (bzw. Einkommensdeflation). Darüber hinaus kann er für den Fall, dass eine Zentralbank eine Gewinndeflation herbeizuführen wünschen sollte, davor warnen, dass dies zu einer Einkommensdeflation mit all ihren gravierenden Konsequenzen für Unternehmer und Arbeitnehmer führen kann. Umgekehrt kann er auch davor warnen, dass eine Gewinninflation in eine Einkommensinflation übergehen und, insbesondere wenn sich die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte entsprechend anpassen, eine schwer zu beherrschende Preis-Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen kann. Und schließlich kann er mit seinen begrifflichen Unterscheidungen entsprechende Phasen während eines Konjunkturzyklus unterscheiden (s. z. B. Keynes 1930 [1971]b, 157-161).

<sup>18</sup> Eine entsprechende Unterscheidung gilt für Deflation.

<sup>19</sup> Siehe die ausführliche Darstellung bei Hamouda (2010, Kap. 6).

Insgesamt wird in „Vom Gelde“ deutlich, dass Keynes Inflation, ebenso wie Deflation, als Begleitumstand konjunktureller Schwankungen sieht. Der wirtschaftspolitische Versuch einer Vermeidung der von ihm aus diesem Grunde stets gemeinsam diskutierten Ausprägungen von Preisniveaustabilität stellt nichts anderes dar als den Versuch einer Zählung des Konjunkturzyklus, den Keynes stets als „Kreditzyklus“ auffasst.

Am Ende seiner Abhandlung kehrt Keynes, wenn auch in stark verklausulierter Form, zu seiner im „Tract on Monetary Reform“ geäußerten Kritik an der Quantitätstheorie zurück. Hatte er sich dort darüber mokiert, dass seine wirtschaftswissenschaftlichen Kollegen es sich zu leicht machen, wenn sie in stürmischen Zeiten den sinnlosen Hinweis geben, habe sich der Sturm gelegt, werde der Ozean wieder ruhig sein (Keynes (1923 [1971], 65; Keynes 1924 [1997], 83), so stellt er nun fest: „Monetary theory, when all is said and done, is little more than a vast elaboration of the truth that ‚it all comes out in the wash‘. But to show this to us and make it convincing, we must have a complete inventory. That the amount of money taken by the shops over the counter is equal, in the aggregate, to the amount of money spent by their customers; that the expenditure of the public is equal, in the aggregate, to the amount of their incomes *minus* what they have put on one side; these simple truths and the like are those, apparently, the bearing and significance of which it is most difficult to comprehend“ (Keynes 1930 [1971]b, 366f; Keynes 1931 [1983]; 626).<sup>20</sup>

Die damit zum Ausdruck kommende Überzeugung, Geld sei langfristig neutral und die Vermeidung von Inflation und Deflation durch eine Zügelung des Konjunkturzyklus sei gleichbedeutend mit der Vermeidung von Massenarbeitslosigkeit, sollte Keynes wenig später in seinem nächsten Buch radikal in Frage stellen.

<sup>20</sup> Die Redewendung „it all comes out in the wash“ soll zum Ausdruck bringen, dass von einer Ursache keine dauerhaften Auswirkungen ausgehen werden.

5. *Inflation in der „Allgemeinen Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“*

So deutlich Preise im Zentrum der Analyse in der „Abhandlung vom Gelde“ stehen, so deutlich drehen sich die Argumente von Keynes in seiner „Allgemeinen Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“ um Mengen, um die gesamtwirtschaftliche Gütermenge und das gesamtwirtschaftliche Beschäftigungsniveau.

Diese Verschiebung der Fragestellung wird gelegentlich darauf zurückgeführt, dass zur Zeit der Arbeit an dieser Veröffentlichung nicht Inflation, sondern ganz im Gegenteil Deflation ein Problem darstellte (Backhouse und Bateman 2012, 215; Clarke 2009, 172; Pasinetti 2007, 42). Eine solche Erklärung kann allerdings nicht überzeugen. Zum einen findet der Begriff „Inflation“ in der „Allgemeinen Theorie...“ häufiger Verwendung als der Begriff „Deflation“.<sup>21</sup> Zum anderen ist dieses Werk keine wirtschaftspolitische Streitschrift, die auf aktuelle wirtschaftliche Probleme reagiert, sondern eine grundlegende wirtschaftstheoretische Abhandlung, die Keynes ausdrücklich an seine wirtschaftswissenschaftlichen Kollegen richtet, wie er im ersten Satz der Einleitung zu seinem Buch deutlich macht (s. a. Moggridge 1973, 520).

Keynes war in den Jahren seit der Fertigstellung seiner „Abhandlung vom Gelde“ zum „Häretiker innerhalb der Hochburg des etablierten ökonomischen Lehrgebäudes“ geworden, wie er in einem Rundfunkvortrag am 19. November 1934 zum Ausdruck gebracht hat (Keynes 1934 [2008], 145; 1934 [2010], 137). Er lehnte nun die Selbstregulierungsvorstellung seiner Fachkollegen ab, die er in der „Abhandlung vom Gelde“ noch voll und ganz geteilt hatte. Seine neue Sichtweise auf wirtschaftliche Probleme hielt er für „revolutionär“, wie er im Januar 1935 George Bernard Shaw mitzuteilen wusste (Keynes 1935 [1973], 492-3). Denn sie bedeutete, dass die Bändigung des Konjunkturzyklus nicht für Vollbeschäftigung sorgen würde, sondern allenfalls die Arbeitslosigkeit stabilisieren würde, denn das langfristige Gleichgewicht einer Volkswirtschaft sei mit Arbeitslosigkeit vereinbar, da der Zinssatz auf einem zu hohen Niveau verharren würde.

<sup>21</sup> Während der Begriff „Deflation“ nur dreimal auftaucht, dabei zweimal als Rückgang der effektiven Nachfrage, findet sich der Begriff „Inflation“ zehnmal, wobei zweimal damit ebenfalls eine entsprechende Änderung der effektiven Nachfrage gemeint ist.

Diese völlig neue Sicht versuchte Keynes in seiner „Allgemeinen Theorie...“ modelltheoretisch zu begründen. Dabei war er davon überzeugt, das „etablierte ökonomische Lehrgebäude“ liefere zwar eine spezielle Theorie, d.h. eine zutreffende, keine Modifikationen benötigende Analyse für den Fall der Vollbeschäftigung, versage aber in Situationen von Arbeitslosigkeit. Diese Einschätzung liefert den Schlüssel zum Verständnis der Rolle, die Keynes' Beschäftigung mit Inflation in der „Allgemeinen Theorie...“ spielt. Steigt die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage in einer Situation der Vollbeschäftigung, wird dies allein zu Preissteigerungen führen. Sinkt hingegen die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage in dieser Situation werden Produktion, Beschäftigung sowie, aufgrund der von Keynes angenommenen sinkenden Grenzproduktivität des Produktionsfaktors Arbeit die Güterpreise fallen (Keynes 1936 [2009], 246; 1936 [1973], 291). Umgekehrt wird, ausgehend von einer Situation, in der unfreiwillige Arbeitslosigkeit im Sinne von Keynes herrscht, durch einen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage nicht nur ein Anstieg der Beschäftigung ausgelöst, sondern auch die Güterpreise werden mit den Grenzkosten steigen. Die Möglichkeit, dass eine Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage sowohl in Situationen der Arbeitslosigkeit und der Vollbeschäftigung zu höheren Güterpreisen führen wird, erfordert offensichtlich eine begriffliche Differenzierung. Aus diesem Grunde unterscheidet Keynes zwischen Preissteigerungen, die mit Produktionserhöhungen einhergehen und auf die sinkende Grenzproduktivität der Arbeit zurückzuführen sind, und Preissteigerungen, die durch eine Nachfrageerhöhung verursacht werden, die keine Produktionserhöhung auslösen kann. Für derartige Preiserhöhungen verwendet er die Bezeichnung „true inflation“ („wahre Inflation“) oder auch „absolute inflation“ („absolute inflation“).<sup>22</sup>

In einem Brief an Hubert Henderson, der bei der Lektüre der „Allgemeinen Theorie...“ den Eindruck gewonnen hatte, Keynes vernachlässige

<sup>22</sup> (Keynes 1936 [1973], 118-119, 202, 301, 303; 1936 [2009], 101, 171, 253, 256). Da realistischerweise davon ausgegangen werden muss, dass die klare Trennung zwischen „Preissteigerungen“ und „wahrer Inflation“ in der ökonomischen Wirklichkeit nicht vorgenommen werden kann, da z. B. in verschiedenen Sektoren zu unterschiedlichen Zeitpunkten Vollbeschäftigung erreicht sein wird, spricht Keynes für derartige Fälle auch von „positions of semi-inflation“ (Keynes 1936 [1973], 301; 1936 [2009], 255).

die Gefahr der Inflation, verwehrt sich Keynes im Juni 1936 gegen eine solche Vermutung und verdeutlicht den Stellenwert von Inflation in seiner Analyse: „The ultimate emergence of what I call ‚true inflation‘ is a recurrent theme in my book. When all resources are employed which are sufficiently efficient for the purpose to bring in a return not less than the marginal disutility of labour, a further fall in the rate of interest can do no good and will merely lead to a true inflation of prices.“ (Keynes 1936 [1979], 227)

Keynes' Beschäftigung mit dem Problem der Arbeitslosigkeit und dem grundsätzlichen Problem der Selbstregulierung in seiner „Allgemeinen Theorie...“ sollte somit nicht als Indiz gewertet werden, dass er als Häretiker auch seine Haltung zur Inflationsproblematik geändert habe. Ganz im Gegenteil: Die erste wirtschaftspolitische Anwendung seiner neuen Theorie war auf die Sicherstellung einer inflationsfreien Kriegsfinanzierung im Zweiten Weltkrieg ausgerichtet.

#### *6. Zwangssparen, oder: Kriegsfinanzierung ohne Inflation*

Unmittelbar nach der Kriegserklärung Großbritanniens an Deutschland am 3. September 1939 macht Keynes in einem Brief an die „Times“ trotz einer Arbeitslosenquote von immer noch mehr als 9% darauf aufmerksam, dass die Kriegsanstrengungen rasch zu einer Situation der Überschussnachfrage führen müssten. Produktion, Beschäftigung würden bis zur Vollauslastung aller Ressourcen gesteigert werden müssen, die Einkommen der Lohnempfänger würden entsprechend steigen. Aber der private Konsum könne nicht im gleichen Ausmaß gesteigert werden, vielmehr dürfe er nicht ansteigen, müsse möglicherweise sogar zurückgedrängt werden. Oder wie er es wenige Monate später in seiner aus einer Reihe von Zeitungsartikeln hervorgegangenen Broschüre „How to Pay for the War“ den Wiedereintritt in das „Zeitalter der Knappheit“ (Keynes 1940 [1972], 384) beschreiben sollte: „In peacetime ... the size of the cake depends on the amount of work done. But in wartime the size of the cake is fixed. If we work harder, we can fight better. But we must not consume more“ (Keynes 1940 [1972], 375).<sup>23</sup>

<sup>23</sup> In einem Rundfunkgespräch wählt Keynes im März 1940 diese Darstellung des grundlegenden Problems: „Es ist klar, dass wir härter arbeiten müssen – mehr

Während des Ersten Weltkrieges war dieses Problem der Zurückdrängung des privaten Konsums durch eine Kombination von Rationierung und erheblichen Preissteigerungen „gelöst“ worden. Rationierung hält Keynes für eine ineffiziente Lösung, mit der die individuelle Entscheidungsfreiheit zu stark eingeschränkt wird, eine Umschichtung der Ressourcen durch Inflation lehnt er wegen ihrer mangelnden sozialen Ausgewogenheit ab.

Um eine Wiederholung dieses „Unfugs“ (Keynes 1940 [2008]a, 205) zu vermeiden, entwickelt er einen unter der Bezeichnung „Keynes-Plan“ bekannt gewordenen Vorschlag der Erhebung von „Zwangsparsnissen“ („compulsory savings“). Diese Zwangsparsnisse sollen (unter Berücksichtigung persönlicher Umstände) ab einer bestimmten Einkommenshöhe von allen Einkommensbeziehern einbehalten, mit einer Verzinsung von 2,5% bis zum Ende der kriegerischen Auseinandersetzungen angesammelt und in Friedenszeiten wieder verfügbar gemacht werden.<sup>24</sup>

Durch seinen Vorschlag könnten Beschränkungen der individuellen Entscheidungsfreiheit durch Rationierung – „a singularly unfair, inefficient and irritating method of restricting consumption“ (Keynes 1940 [1972], 370) – vermieden werden und durch Vermeidung von Inflation würde sichergestellt, dass die Lohnempfänger für ihre erhöhte Arbeitsanstrengung während des Krieges sich auch einen erhöhten, wenn auch zeitlich versetzten, Konsum würden leisten können. Da eine Kreditaufnahme des Staates aus den inflationär aufgeblähten Einkommen der Unternehmer würde erfolgen müssen und somit Konsumverzicht und Vermögenszuwachs nur einer Gesellschaftsschicht bedeuten würde, könnte sein Vorschlag, insofern die Notwendigkeit einer staatlichen Kreditaufnahme verringert würde, eine breite Streuung der Vorteile der durch Vollbeschäftigung erzielten Einkommenserhöhungen sicherstellen.

---

Männer und Frauen in Beschäftigung und mehr Überstunden. Das bedeutet, dass mehr Geld verdient wird. ... Höhere Wertschöpfung und höhere Einkommen sind genau das, was wir wollen. Und dennoch stellt das ein ernstes Problem dar. Denn das Geld wird damit verdient, Dinge für den Staat herzustellen, nicht für den privaten Konsum“ (Keynes 1940 [2008]a, 204).

<sup>24</sup> Zu den Einzelheiten seines Vorschlags, der unter Beibehaltung des Grundgedankens in Reaktion auf Diskussionen vielfältige Änderungen und Ergänzungen erfahren hat, siehe Keynes (1940 [1972]; 1940 [2008]a) sowie Moggridge (1992, 628-650), Littleboy (1996), Skidelsky (2001, 52-72) und Spahn (2013).



Keynes hält seinen Vorschlag nicht nur für anreizkompatibel (Keynes 1939 [1978]a 46, Keynes 1939 [1978]b, 51 sowie insb. Keynes 1940 [1978]a, 218), für fair und unter dem Aspekt der sozialen Gerechtigkeit für ausgewogen, sondern auch, soll Inflation vermieden werden, für unverzichtbar. Denn eine Erhöhung der Einkommensteuer würde nicht zuletzt wegen der geringen Anzahl der zu Beginn des Krieges Steuerpflichtigen nicht zur Finanzierung der Kriegslasten ausreichen und von einer freiwilligen Erhöhung der Sparleistung der Bevölkerung, so sehr sie auch jeglicher Zwangsmaßnahme vorzuziehen sei, erwartet er ebenfalls keinen ausreichenden Finanzierungsbeitrag.

Zudem bezweifelt er, dass, sollte eine nicht ausreichend im Zaum gehaltene Überbeanspruchung des Produktionspotenzials Inflation auslösen<sup>25</sup>, dies zu einer Umschichtung der Ressourcen zugunsten des Staatshaushalts in einem Umfang führen würde, wie dies im Laufe des Ersten Weltkrieges geschehen sei. Wie er im April 1940 in einem Leserbrief ausführt, kann durch Inflation die notwendige Ressourcenumschichtung erreicht werden, „only in so far as there is a time-lag between wages and prices. That is how it worked in the last war with prices always about 15 per cent ahead of wages, and this figure is about the magnitude of what we should require this time. Inflation pays for the war only if it operates as the equivalent of a flat percentage tax on wages ... But even in this ointment there is a big fly. In modern conditions will the time-lag be long enough to do the trick? In the last war it was of the order of six months to a year which is long enough to collect the gains without a galloping inflation... But can we reckon on this today? I doubt it. Everyone, including the trade unions, has become index-number conscious. Wages will pursue prices with not so lame a foot. And this new fact

<sup>25</sup> Hier hatte Keynes seine Zweifel. Im Gegensatz zur Zeit des Ersten Weltkrieges sah er eine zumindest anfänglich geringere Neigung der Güteranbieter, die Preise bis zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage zu erhöhen. Als Grund gab er die öffentliche Meinung, die Besteuerung von „exzessiv“ hohen Gewinnen (Excess Profits Tax) sowie die Gesetzgebung zur Vermeidung von Kriegsgewinnlertum (Anti-Profitteering Act) an. Angesichts solcher Anreize „it eases their consciences, saves them trouble, and does not cost them very much, to clear their shelves and leave the next customer unsatisfied rather than raise their prices to the level which would equate supply and demand“ (Keynes 1940 [1972], 370).

means that the old-type laissez-faire inflation is no longer to be relied upon“ (Keynes 1940 [1978], 120-121).<sup>26</sup>

Aus der Perspektive der Verhaltensökonomie ist es nicht ohne Interesse, dass Keynes wohl rasch auf eine für die Akzeptanz seines Vorschlages nicht förderliche Wortwahl aufmerksam wurde<sup>27</sup> und nicht mehr von „Zwangssparen“, sondern von „postponed spending“ oder „deferred payment“ gesprochen hat.

Offensichtlich war für Keynes die Vermeidung der „gesellschaftlichen Übel der Inflation“ (Keynes 1940 [2008]b, 216) so wichtig, dass er – trotz seiner fragilen Gesundheit – mit hohem persönlichen Einsatz in zahlreichen Gesprächen, Diskussionen und Zeitungsveröffentlichungen um eine möglichst weitgehende Zustimmung für seinen Vorschlag geworben hat. Darüber hinaus bot er an, eine ihm ausreichend hoch erscheinende Auflage seiner Broschüre aus eigenen Mitteln zu finanzieren. Und schließlich ist zu erwähnen, dass er in den folgenden Jahren jeden seiner Rundfunkvorträge zur Finanzierung der Kriegsanstrengungen für eine Warnung vor der drohenden Inflationsgefahr genutzt hat.<sup>28</sup>

Der „Keynes-Plan“ ist nicht vollständig umgesetzt worden. Im Gegensatz zu Keynes' Vorschlag, ungefähr 15 Prozent der Staatsausgaben durch „Zwangsparsparnisse“ zu finanzieren, sah der britische Staatshaushalt 1941 nur einen Finanzierungsbeitrag von knapp drei Prozent vor. Der verbleibende Finanzierungs- bzw. Anpassungsbedarf wurde über Erhöhung bestehender Steuern, Rationierung und Inflation bewerkstelligt (Skidelsky 2001, 87).<sup>29</sup>

Mit seinem Bemühen um eine möglichst inflationsfreie Finanzierung der britischen Kriegsausgaben schloss sich in zweifacher Weise der Kreis

<sup>26</sup> In seinem Leserbrief verweist Keynes auf eine Passage in „How to Pay for the War“, in der er auf Entwicklung von Geldlöhnen und Güterpreisen während des Ersten Weltkrieges genauer eingehe, s. Keynes (1940 [1972], 423-425).

<sup>27</sup> Oder aufmerksam gemacht wurde, s. Skidelsky (2001, 59f).

<sup>28</sup> S. Hein (2008, 213-235) und Moggridge (2010, 204-234).

<sup>29</sup> Skidelsky (2001, 60) weist darauf hin, dass die Labourpartei ebenfalls einen Vorschlag zur Kriegsfinanzierung unter dem Titel „How to Pay for the War“ vorgelegt hatte, der u.a. wegen einer zu geringen Steuerbasis eine überwiegende Kreditfinanzierung vorsah. Eine dadurch ausgelöste „moderate und kontrollierte“ Inflation in Verbindung mit Rationierungsmaßnahmen und anderweitigen Konsumbeschränkungen würde zu einem erhöhten Sparaufkommen und einem verringerten Realwert der Staatsverschuldung führen.

seines wirtschaftstheoretischen und -politischen Wirkens. Hatte er zum einen in seinem „Traktat über Währungsreform“ noch die Finanzierung des Ersten Weltkrieges durch Inflation – „this was far from an ideal method and left evil consequences behind it“, wie er sie im Dezember 1940 (Keynes 1940 [1978]b, 259) charakterisiert – zusammen mit dem Fehlen einer theoretischen Grundlage zu ihrer Vermeidung beklagen müssen,<sup>30</sup> so verfügte er nun mit dem analytischen Apparat seiner „Allgemeinen Theorie“ über ein solides Fundament, um die mit der britischen Aufrüstung einhergehende „inflationäre Lücke“ zu neutralisieren. Zum anderen unterstützte Hayek, der noch 1931 in Wien Keynes’ von der BBC ausgestrahlten Radiovortrag über den Zusammenhang von Ersparnis und Massenarbeitslosigkeit<sup>31</sup> mit Empörung zur Kenntnis genommen hatte (Howson 2009, 265; Moggridge 2010, 57), den „Keynes-Plan“ voll und ganz (Hayek 1940) und stellte im März 1940 in einem Brief an Keynes fest, es sei „reassuring to know that we agree so completely on the economics of scarcity, even if we differ on when it applies“ (zit. n. Skidelsky 2006, 83; s.a. Skidelsky 2001, 56, 62 und Spahn 2013).

### 7. Keynes über den französischen Franc und „tugendhafte“ Reflation

Hatte Keynes es in seinem „Traktat über Währungsreform“ trotz der unterschiedlichen Wirkungen von Inflation und Deflation noch abgelehnt, in einem genaueren Vergleich „ein Übel gegen das andere abzuwägen“ und hervorgehoben, dass „beides Übel sind, die vermieden werden sollten“ (Keynes 1924 [1997], 40), so finden sich wenig später Äußerungen, die den Eindruck vermitteln, als sei er von dieser strikten Haltung abgerückt. Da diese Äußerungen in den Biographien von Harrod (1951), Moggridge (1992) und Skidelsky (1992) nicht näher behandelt werden und insbesondere weil Keynes hier Preissteigerungen im Zusammenhang mit der Last einer hohen Staatsverschuldung diskutiert, soll im Folgenden näher darauf eingegangen werden.

<sup>30</sup> Noch in „Vom Gelde“ hatte Keynes Inflation (genauer: Gewinninflation) als einzige Möglichkeit der im Ersten Weltkrieg notwendigen Konsumbeschränkung betrachtet (Keynes 1930 [1971]b, 154f; 1931 [1983], 437f).

<sup>31</sup> Es handelte sich um den im Januar 1931 ausgestrahlten Radiovortrag „Saving and Spending“ (Keynes 1931 [2008]; 1931 [2010]).

Neben einem offenen Brief zur wirtschaftspolitischen Lage Frankreichs vom Januar 1926 und einigen weiteren damit im Zusammenhang stehenden Zeitungsartikeln, handelt es sich um Überlegungen in einem Entwurf für ein Kapitel der Abhandlung „Vom Gelde“ und einige Passagen in der endgültigen Fassung dieses Werkes selbst.

Im Januar 1926 veröffentlicht Keynes einen offenen Brief an den französischen Finanzminister, in dem er den Versuch unternimmt, das entscheidende Problem, vor dem die französische Finanzpolitik stehe, herauszuarbeiten (Keynes 1926 [1972]).<sup>32</sup>

Für entscheidend hält Keynes die Kombination einer im Laufe des Ersten Weltkrieges extrem angestiegenen Staatsverschuldung<sup>33</sup> und einem internen Preisniveaus, das in Gold ausgedrückt, unter sein Vorkriegsniveau gesunken sei.<sup>34</sup> Damit stehe die französische Regierung vor der Entscheidung zwischen einer deutlichen Erhöhung der Steuereinnahmen oder einer Reduzierung der Belastung des Staatshaushalts durch den notwendigen Schuldendienst.<sup>35</sup> Angesichts der Probleme der französischen Steuerverwaltung, die bestehende Steuergesetzgebung durchzusetzen, hält es Keynes für den falschen Weg, den Versuch zu unternehmen neue Steuern etc. durchzusetzen. Aber auch eine bessere Erhebung bestehender Steuern allein werde nicht ausreichen.

Damit verbleibe, so Keynes, als Alternative nur die Verringerung des Anteil des Schuldendienstes im Staatshaushalt. Er nennt drei Möglich-

<sup>32</sup> Seine Überschrift – „An Open Letter to the French Minister of Finance (Whoever He is or may be)“ – ist offensichtlich der zu dieser Zeit extrem instabilen innenpolitischen Situation in Frankreich geschuldet, in der kurzlebige Regierungen in rascher Folge Vertrauensabstimmungen im Parlament verloren.

<sup>33</sup> Keynes berücksichtigt allein die von französischen Staatsbürgern gehaltene Staatsschuld, welche allerdings den weitaus größten Anteil an der staatlichen Gesamtverschuldung ausmachte.

<sup>34</sup> „... the prices of purely home produce, converted at the present rate of exchange, are not much more than *half* world prices, and are actually below their pre-war level in terms of gold“ (Keynes 1926 [1972], 79 Hervorhebung im Original).

<sup>35</sup> Bereits in seinem „Traktat über Währungsreform“ hatte sich Keynes ausführlich mit diesem Problem beschäftigt; Keynes (1923 [1971], 58-60) und angesichts der Gefahr, dass der Schuldendienst bald fast das gesamte Steueraufkommen Frankreichs absorbieren werde, festgestellt: „France must come in due course to some compromise between increasing taxation, and diminishing expenditure, and reducing what they owe their *rentiers*“; s. a. Keynes (1922 [1981], insb. 50).

keiten, dies zu erreichen: Eine allgemeine Vermögensabgabe („general capital levy“), eine zwangsweise Absenkung des Zinssatzes auf die Staatsschuld („a forced reduction of the rate of interest on the public debt“) und einen Anstieg des internen Preisniveaus, das den Realwert der Staatsverschuldung senken würde.

Eine allgemeine Vermögensabgabe zur Verringerung des Schuldenstandes zieht Keynes aus Gründen von „Tugendhaftigkeit, Gerechtigkeit und theoretischer Überlegungen“ (Keynes (1926 [1972], 77) vor.<sup>36</sup> Aber angesichts der ohnehin bereits bestehenden Schwierigkeiten, in Frankreich eine höhere Besteuerung durchzusetzen, sieht er kaum eine Chance für diese Alternative. Im Gegensatz zur ersten Alternative verursache eine Zwangsreduktion der Zinslast zwar keine administrativen Probleme. Allerdings sei ein solches Vorgehen als nichts anderes als ein Zahlungsausfall zu bewerten, und eine „repudiation of the national debt is a departure from financial virtue so extreme and so dangerous as not to be undertaken but in the last emergency“ (*ibid.*). In einem späteren Diskussionsbeitrag verwirft er einen ähnlichen Vorschlag als „overt and deliberate breach by the state of a specific contract“, ein Vertragsbruch, der darüber hinaus die Anpassungslast allein einer Vermögensart aufbürde, die durch Geldentwertung bereits hart getroffen werde. Schließlich sei ein solches Vorgehen wenig geeignet, notwendiges Vertrauen in die Regierungspolitik zu schaffen (Keynes 1926 [1981]c, 565).

„We are left, therefore, by a process of the exclusion of alternatives, with one exit only – a rise of internal prices“ (Keynes (1926 [1972], 77). Die Bedeutung eines notwendigen Anstiegs des internen Preisniveaus zur Verminderung der Last der Staatsverschuldung werde offensichtlich in der französischen Diskussion nicht ausreichend klar erkannt. Die Erhöhung der Geldmenge („inflation of the notes“) sei zwar deutlich gewesen, der Wechselkurs des Francs sei ebenso deutlich gefallen, aber die interne Kaufkraft der in Geld ausgedrückten Ansprüche der inländischen Gläubiger des französischen Staates sei nicht ausreichend gefallen.

Die Ursache für die Diskrepanz zwischen starker „inflation of notes“ und Wechselkursverfall und dem unerwartet geringen Preisanstieg sieht Keynes in drei Faktoren: Ansteigende Geldhortung aufgrund von Vertrauensverlust der Wirtschaftssubjekte habe die Umlaufgeschwindigkeit der gestiegenen Geldmenge verringert, ein ebenfalls durch Vertrauens-

<sup>36</sup> „For Britain in a similar fix, I should advocate it“ (*ibid.*).

verlust exzessiver Anstieg von Finanzanlagen im Ausland durch französische Staatsbürger habe den Wechselkurs des Franc auf ein Niveau gedrückt, das nicht der Außenhandelsposition der französischen Wirtschaft entspreche, und schließlich sei zu berücksichtigen, dass eine Preisanpassung Zeit benötige.

Aus dieser Diagnose zieht Keynes eine klare Schlussfolgerung: „The right strategy is, therefore, to restore confidence and then just wait. And the way to restore confidence is, surely, not to heap up taxes, but to stabilise the franc exchange beyond doubt or criticism near its present level“ (Keynes (1926 [1972], 80). An dieser Stelle macht er eine Bemerkung, die als Hinweis auf die Möglichkeit von „forward guidance“ *avant la lettre* gedeutet werden kann.<sup>37</sup>

Würde auf diese Weise der Wechselkurs des Franc stabilisiert und Vertrauen zurückgewonnen, dann würden die internen Güterpreise allmählich ansteigen und zusammen mit einer verbesserten Steuererhebung würden die Staatseinnahmen Monat um Monat ansteigen, bis ein Haushaltsausgleich möglich sei.

Unter anderem um die politische Akzeptanz eines solchen Vorgehens zu erhöhen, sieht Keynes die Notwendigkeit der Indexierung von Löhnen und Gehältern mit vierteljährigen Anpassungen an den Anstieg der Lebenshaltungskosten für die Dauer von zwei Jahren (Keynes (1926 [1972], 81).<sup>38</sup>

Diese Intervention von Keynes scheint auf den ersten Blick hinauszulaufen auf den *Vorschlag* oder gar die *Forderung*, Inflation als Instrument zu nutzen, um die reale Last staatlicher Verschuldung abzubauen. Allerdings kann eine solche Sicht nicht überzeugen. Denn genau betrachtet, spricht Keynes stets von einem „Preisanstieg“ und verwendet mit für ihn ungewöhnlicher Unklarheit der verwendeten Terminologie den Begriff „Inflation“ für eine Erhöhung des Banknotenumlaufs, also für eine Geldmengenerhöhung. Was er in seinem offenen Brief diskutiert, ist

<sup>37</sup> „Nothing is required, I expect, but that the Bank of France should declare that for two years at least it will furnish dollar exchange against francs in unlimited amounts on terms *not worse* than some stated rate between dollars and francs, and that the Bank should be prepared, if necessary to use its gold for the purpose“ (*ibid.*).

<sup>38</sup> Ebenso sollten alle in Franc fixierten Steuern an die zu erwartenden Preissteigerungen angepasst werden. (*ibid.*)

nicht eine Phase positiver Inflationsraten sondern ein einmaliger Anstieg des internen Preisniveaus (s. auch Spaventa 1987). Einen solchen Anstieg des internen Preisniveaus versteht er als Anpassung an ein Gleichgewicht zwischen Wechselkurs, externem und internem Preisniveau und daher hält er ihn, wie er gegen Ende seines offenen Briefes deutlich macht, langfristig ohnehin für nicht vermeidbar.

Dass er keineswegs eine Anhebung des französischen Preisniveaus gefordert habe, macht Keynes eine Woche nach der Veröffentlichung seines offenen Briefes anlässlich einer Replik auf erste Reaktionen deutlich. Nachdem er erneut hervorhebt, er halte den Anstieg der in Franc ausgedrückten Preise auf jeden Fall für unvermeidlich, stellt er seine Argumentation knapp zusammenfassend klar: „Thus I made one prophecy: prices will rise; and three counsels: collect the taxes, peg the exchange, and trust to time“ (Keynes 1926 [1981]a, 455). Einige Monate später spricht er noch einmal die Möglichkeit an, sein offener Brief könne missverstanden worden sein, und stellt erneut klar: „... I argued that a higher internal price level was inevitable, and that the effect of this in diminishing the real burden of the national debt would come to the rescue of the Treasury in the long run. To critics of **my supposed advocacy** of *la vie chère*, I replied that I was offering not advice but prophecy, and that there was nothing wrong in taking advantage of the inevitable“ (Keynes 1926 [1981]c, 566f; kursive Hervorhebung im Original, fette Hervorhebung hinzugefügt).

Keynes' offener Brief an den französischen Finanzminister beinhaltet somit keinen Aufruf, einen Inflationsprozess in Gang zu setzen, um die reale Last der Staatsverschuldung zu minimieren. Er ist vielmehr der Hinweis auf die Möglichkeit, eine konsistente Geld-, Steuer- und Währungspolitik zu betreiben, die sich nicht an unwichtigen Scheinproblemen wie der Einführung neuer, zusätzlicher Steuern aufreibt und sich nicht in einer Verwechslung von Inflation mit einem einmaligen Preisniveauanstieg letztlich erfolglos gegen eine langfristig ohnehin unvermeidbare Anpassung stemmt<sup>39</sup>, sondern eine solche Reflation des Preisniveaus ge-

<sup>39</sup> Zur seiner Meinung in Frankreich weit verbreiteten Tendenz zu einer Politik des „no more inflation“ meint Keynes (1926 [1981]b, 464): „I am of the opinion that this policy starts at the wrong end, and is probably for that reason unrealisable“.

schickt nutzt bei der Lösung des drückenden Verschuldungsproblems.<sup>40</sup>

Die Überlegungen, die hinter Keynes offenen Brief standen, haben offensichtlich ihren Niederschlag in einem letztlich nicht verwendeten Kapitelentwurf für die Abhandlung „Vom Gelde“ sowie in einigen historisch illustrierenden Passagen der veröffentlichten Version gefunden.

In Rahmen seiner historischen Illustrationen im zweiten Band seiner Abhandlung „Vom Gelde“, in denen er seine neue Analysemethode und Begrifflichkeit auf einige Episoden der Geld- und Währungsgeschichte anwendet, geht Keynes auch auf den Kriegsboom der Jahre 1914-1918 ein (Keynes 1930 [1971]b, 155-157). Er benutzt ebenfalls das Begriffspaar „vicious“ und „virtuous“, wendet es allerdings nur auf verschiedene Wege der Kriegsfinanzierung an. Wie allerdings dem Kontext seiner Ausführungen zu entnehmen ist, geht es ihm in diesen Passagen ebenfalls um den Zusammenhang zwischen Inflation bzw. Reflation und der im Ersten Weltkrieg angestiegenen Last der Staatsverschuldung.

Interessanter ist der im März 1929 entstandene Kapitelentwurf<sup>41</sup>, in dem Keynes mit der Unterscheidung in „lasterhafte“ oder „schlechte“ Inflation („vicious inflation“) und „tugendhafte“ oder „gute“ Inflation („virtuous inflation“) spielt (Keynes (1929 [1973], 112). Er beginnt seine Überlegungen mit dem Hinweis auf die Möglichkeit, dass gelegentlich Inflation der einzige Weg zur Erreichung von Vollbeschäftigung („optimum employment“) innerhalb einer vertretbaren Zeitspanne sei, und fährt fort: „If only deflations were never allowed to occur, ‘virtuous’ inflations would never be needed; so that the banking system could use all its powers with a good conscience – even though its efforts would not quite always be crowned with complete success – against ‘vicious’ inflations. It is when a deflation has been allowed to develop and un-

<sup>40</sup> Siehe Spaventa (1987) für den Hinweis, dass eine solche einmalige Anpassung der internen Preise nur dann eine Lösung des Verschuldungsproblem darstellt, wenn (i) der Staatshaushalt einen positiven Primärsaldo aufweist und (ii) die ausstehende Staatsschuld aus festverzinslichen langfristigen Staatspapieren besteht, Bedingungen, die, wie er betont, beispielsweise in Italien während der 1970er- und 1980er-Jahre nicht gegeben waren.

<sup>41</sup> Siehe hierzu die Anmerkungen des Herausgebers auf S. 83 des angegebenen Bandes.



employment has ensued, that the 'virtuous' policy of allowing no corrective expansion may do more harm than good" (ibid.).<sup>42</sup>

Mit der „tugendhaften“ oder „guten“ Inflation meint Keynes ganz offensichtlich Reflation, die Rückkehr des Preisniveaus zu einem Gleichgewicht, nachdem es durch unzureichende Politik der Zentralbank zu einer unnötig gravierenden Deflation gekommen ist.

### 8. Zusammenfassung und Ausblick

Wie die hier vorgelegte Übersicht über die Einstellung von Keynes zu Inflation oder, Deflation einschließlich, allgemeiner formuliert, zum Problem der Instabilität des Wertmaßstabes in einer Geldwirtschaft, gezeigt hat, zieht sich seine Sorge um Preisniveaustabilität zusammen mit seinen Bemühungen, ein theoretisches Fundament für eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik zu entwickeln, ebenso wie sein stetes Drängen auf entsprechende wirtschaftspolitische Maßnahmen als ein nicht zu übersehender roter Faden durch seine gesamte Tätigkeit als Wirtschaftswissenschaftler und wirtschaftspolitischer Berater bzw. Kommentator.

Keynes erkennt die Gefahr, dass Inflation die Grundlagen einer Gesellschaft, in der die Beziehungen der Individuen über ein Geflecht von in Geld denominierten Verträgen geregelt werden, untergraben kann. Neben diesem grundlegenden Einwand gegen Inflation nennt er als Beispiele für ihren negativen Einfluss auf die Ressourcenallokation und die Schaffung von Reichtum die Erhöhung des mit in die Zukunft reichenden Entscheidungen verbundenen Risikos, wodurch sowohl Spar- als auch Investitionsentscheidungen negativ beeinflusst werden, sowie den Gegensatz von unternehmerischer Gewinnorientierung und gesamtwirtschaftlicher Wohlfahrt. Was die Ressourcenallokation zwischen privatem und staatlichen Bereich der Wirtschaft anbelangt, versteht Keynes Inflation als eine Form der Besteuerung, die willkürlich und ohne Berücksichtigung individueller Umstände an Geldhaltung und -verwendung und damit allein an einer Vermögensform ansetzt. Für diese Form der

<sup>42</sup> S. auch (Keynes (1929 [1973], 111): „...the attempt to avoid inflation altogether may postpone too long the recovery from the slump, and set up a vicious circle of inactivity – each element in the circle of exchange waiting upon the others“.

Besteuerung, die er auch als konfiskatorisch brandmarkt, hat er die Bezeichnung „Inflationssteuer“ geprägt. An distributiven Wirkungen der Inflation betont er vor allem die nicht im Einklang mit Prinzipien sozialer Gerechtigkeit stehende Willkürlichkeit, mit der sie zu einer Umverteilung von Einkommen und Vermögen führt.

Spiegelbildlich zu seinen Hinweisen auf diese negativen Auswirkungen von Inflation, betont er bei der Erläuterung seiner Vorschläge zur Inflationsvermeidung (bzw. zur Verringerung der Staatsverschuldung) stets deren Verträglichkeit mit sozialer Gerechtigkeit (oder Fairness), Effizienz und ökonomischen Anreizen. Dies wird besonders deutlich, wenn er im Herbst 1940 im Zusammenhang mit seinem Vorschlag über Zwangsparsnisse die kriegsbedingte Überschussnachfrage nach Gütern einzudämmen, die Funktionen des Staatshaushalts verdeutlicht: „The importance of a war Budget is not because it will ‚finance‘ the war. The goods ordered by the supply department will be financed anyway. Its importance is *social*: to prevent the social evils of inflation now and later; to do this in a way which satisfies the popular sense of justice; whilst maintaining adequate incentives to work and economy“ (Keynes 1940 [1978]a, 218). Diese starke und vielleicht überraschende Betonung von Prinzipien sozialer Gerechtigkeit durch Keynes lässt eine Klärung seines Verständnisses von Fairness und Gerechtigkeit wünschenswert werden.

Angesichts dieser besonderen Aufmerksamkeit, die Keynes neben den allokativen insbesondere auch den distributiven Wirkungen der Inflation unter besonderer Berücksichtigung der differenzierten Betroffenheit unterschiedlicher gesellschaftlicher Gruppen sowie der Bedeutung langfristiger in Geld denominierter Verträge gewidmet hat, erscheint der kursorische Hinweis von Ball (2013), die von ihm vorgeschlagene Erhöhung der Zielinflationsrate auf 4 % werde „minimale Kosten“ verursachen<sup>43</sup>, denn, wie empirische Untersuchungen nahelegen würden, werde sie keinerlei Einfluss auf die Wachstumsrate der Wirtschaft haben, als recht rudimentär.

Vor dem Hintergrund seiner Einschätzung, Inflation und Deflation seien Übel, die es gleichermaßen zu vermeiden gelte, verwundert es nicht, dass Keynes Inflation (ebenso wie Deflation) stets als Problem der Wirtschaftspolitik gesehen hat und nicht als ein Instrument empfohlen

<sup>43</sup> Eine ähnliche Einschätzung findet sich in Krugman (2014).

hat, durch dessen bewussten Einsatz solch unterschiedliche Ziele, wie die gegenwärtig diskutierten, verfolgt werden sollen.

Wenn Keynes in Inflation keine Lösung der drei zu Beginn dieser Ausführungen genannten Probleme gesehen hat, stellt sich die Frage, welche Antwort er denn auf diese Probleme gegeben hat. Zur Lösung des Problems einer als zu hoch angesehenen Belastung durch staatliche Verschuldung hat er stets die Erhebung einer gerecht ausgestalteten Vermögensabgabe („a justly constructed capital levy“) allen anderen Möglichkeiten vorgezogen, da durch ihre Ausgestaltung die Anpassungslast nicht willkürlich wie durch eine Inflationssteuer, sondern gemäß Vorstellungen von Fairness und sozialer Ausgewogenheit verteilt werden kann (Keynes 1922 [1981], 48 und 1923 [1971], 59). Ebenso hat er zumindest im Zusammenhang mit seiner auf diesen Seiten genauer betrachteten Intervention zum Problem der französischen Staatsverschuldung vor Maßnahmen gewarnt, die seines Erachtens einer Nichteinhaltung von Kreditverträgen gleichgekommen wären. Hier wäre es nicht ohne Interesse, genauer zu prüfen, in welchem Verhältnis die u.a. von Skidelsky (2012) hervorgehobenen Äußerungen, welche Keynes in seinem „Traktat über Währungsreform“ über die „Fanatiker der Vertragsheiligkeit“ macht, die in seinen Augen die „wirklichen Väter der Revolution“ seien (Keynes 1923 [1971], 57; 1924 [1997], 70), zu diesem weitgehenden Beharren auf Vertragstreue stehen.<sup>44</sup>

Als Lösung für das Problem von Defiziten und Überschüssen in den Außenhandelspositionen einzelner Volkswirtschaften hat er in den 1940er Jahren ein als „Clearing Union“ bezeichnetes Regelwerk vorgeschlagen.<sup>45</sup>

Für die Möglichkeit, dass auch ein durch geldpolitische Maßnahmen auf Null gedrückter Zinssatz keine ausreichende Stimulierung von gesamtwirtschaftlicher Güternachfrage und Wirtschaftsaktivität herbeiführt, hat Keynes bereits in seiner Abhandlung „Vom Gelde“, wie oben bereits erwähnt, ganz in Einklang mit den Empfehlungen von Hawtrey, Pigou

<sup>44</sup> In diesem Zusammenhang verweist Keynes auf „one of the greatest of all social principles, namely the fundamental distinction between the right of the individual to repudiate contract and the right of the State to control vested interests“ (Keynes 1923 [1971], 56; 1924 [1997], 69).

<sup>45</sup> S. Moggridge (1992, 671-694) und Skidelsky (2001, 176-232).

und Robertson für Maßnahmen plädiert<sup>46</sup>, wie sie gegenwärtig von Zentralbanken unter der Bezeichnung „quantitative easing“ durchgeführt werden (Keynes 1930 [1971]b, 331-335). Und sollte auf diesem geldpolitischen Wege noch immer keine ausreichende Belebung erreicht werden, hat er bereits vor 1936 – ebenfalls im Einklang mit seinen Kollegen – fiskalpolitische Maßnahmen zur Stützung, allerdings nicht zur Feinsteuerung<sup>47</sup>, der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage vorgeschlagen.

Seine Analyse des Problems der Preisniveaustabilität, seine Vorschläge zu ihrer Sicherstellung sowie seine Überlegungen zur Lösung (und Verhinderung) des Problems übermäßiger Staatsverschuldung legen den Gedanken an eine Neubewertung seiner wirtschaftspolitischen Vorstellungen nahe, die für die Bewältigung der weitreichenden wirtschaftlichen Probleme der Gegenwart von Nutzen sein könnte.

Der Umstand, dass Keynes Inflation stets als Problem und nicht als Instrument der Wirtschaftspolitik gesehen hat, kann möglicherweise auch das Fehlen zweier Aspekte erklären, die aus heutiger Sicht eigentlich sehr naheliegende Fragen darstellen: zum einen das Fehlen einer ausführlichen Beschäftigung mit der Möglichkeit einer vollständig antizipierten Inflation, zum anderen das Fehlen jeglichen Hinweises, dass er mit dem Auftreten einer säkularen Inflation gerechnet hätte, wie sie in allen Industrienationen in der Zeit seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges zu beobachten gewesen ist.

Zwar finden sich in den Schriften von Keynes verstreute, ganz unterschiedliche Bemerkungen, die den Ausgangspunkt für eine genauere Untersuchung seiner Sicht zur vollständigen Antizipierbarkeit von Inflation liefern könnten.<sup>48</sup> Aber sein Augenmerk lag eben auf der Vermei-

<sup>46</sup> S. hierzu Barends (2012).

<sup>47</sup> Gegenüber der Möglichkeit, staatliche Ausgabenprogramme im Rahmen stabilitätspolitischer Versuche der feinsteuernden Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage zur Dämpfung von Konjunkturschwankungen nutzen zu können, hegte Keynes eine deutlich zum Ausdruck gebrachte Skepsis. Im Jahre 1942 betont Keynes: „Organized public works, at home and abroad, may be the right cure for a chronic tendency to a deficiency of effective demand. But they are not capable of sufficiently rapid organisation (and above all cannot be reversed or undone at a later date), to be the most serviceable instrument for the prevention of the trade cycle“ (Keynes 1942 [1980], 122).“

<sup>48</sup> So verweist er darauf, dass Inflation niemals alle Wirtschaftssubjekte gleich treffen wird, zukünftige Preise im Allgemeinen nicht korrekt antizipiert werden

dung von Inflation durch wirtschaftspolitische Maßnahmen, nicht auf der Untersuchung der Möglichkeiten und Grenzen einer Anpassung an durch wirtschaftspolitische Maßnahmen ausgelöste Inflationsprozesse, eine Perspektive, deren Bedeutung möglicherweise durch seine grundlegende Skepsis gegenüber der Fähigkeit, verlässliche Erwartungen über in einer ungewissen Zukunft liegende Ereignisse zu bilden, noch bestärkt worden ist.

Obwohl Keynes in historischen Rückblicken deutlich auf langanhaltende Phasen der Geldentwertung hingewiesen hat und dabei u. a. die Finanzierungsnöte von Regierungen als Erklärung herangezogen hat<sup>49</sup>, scheint er – möglicherweise im Vertrauen auf die durch seine neue Theorie bereitgestellten Möglichkeiten der Beherrschung von Inflation – keinerlei Gedanken daran verschwendet zu haben, ob zukünftig vergleichbare Probleme entstehen könnten. Moggridge (1992, 343) verweist auf die bemerkenswerte Preisniveaustabilität im 19. Jahrhundert und sieht Keynes als Kind dieser Ära der Stabilität. Der Kontrast zwischen dieser Ära und der Nachkriegszeit ist bemerkenswert. Während in den 50 Jahren vor Beginn des Ersten Weltkrieges in Großbritannien der Index der Konsumgüterpreise von 100 auf 110 angestiegen ist, was einer durchschnittlichen Inflationsrate von knapp 0,2% entspricht, hat sich dieser Index in den 50 Jahren nach 1950 von 100 auf 2035 erhöht, was einer durchschnittlichen Inflationsrate von 6,2% entspricht.<sup>50</sup> Sollte die wirtschaftspolitische Umsetzung seiner „revolutionären“ Theorie als nachfragesteuernde Stabilisierungspolitik die säkulare Inflation der Nachkriegszeit, diese neue Ära der Preisrevolution, unterstützt oder gar ausgelöst haben, wäre dies sicherlich eine große Ironie der modernen Wirtschaftsgeschichte.

---

können, langfristige Verträge wenn überhaupt nur mit hohen Kosten zu revidieren sind etc.

<sup>49</sup> S. Keynes (1919 [1971] 157; Keynes 1923 [1981], 8-10, 45; Keynes 1924 [1997], 9-11, 52).

<sup>50</sup> Eigene Berechnungen auf der Grundlage der in Allen et al. (2004) zur Verfügung stehenden Zeitreihen.

*Literatur*

- Akerlof, G. A.; Shiller, R. J. (2010), *Animal Spirits. How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, 9. Aufl., Princeton/Oxford: Princeton University Press.
- Allen, G. et al. (2004), „Consumer Price Inflation since 1750“, *Economic Trends*, 604, March, S. 38-46.
- Backhouse, R. E.; Bateman, B. W. (2012), „The right kind of an economist‘: Friedman's view of Keynes“, in: Cate, T. (Hrsg.): *Keynes's General Theory. Seventy-Five Years Later*, Cheltenham, UK/Northampton, MA, USA: Edward Elgar, S. 207-21.
- Ball, L. (2013), „The Case for Four Percent Inflation“, *Central Bank Review*, 13, May, S. 17-31.
- Barens, Ingo (2011), „Animal Spirits‘ in John Maynard Keynes's General Theory of Employment, Interest and Money: some short and skeptical remarks“, in: Salvadori, N.; Gehrke, C. (Hrsg.): *Keynes, Sraffa and the Criticism of Neoclassical Theory. Essays in Honour of Heinz Kurz*, London/New York: Routledge, S. 21-32.
- Barens, Ingo (2012), „To use the words of Keynes...‘. Olivier J. Blanchard on Keynes and the ‚liquidity trap‘“, in: Krämer, H. et al. (Hrsg.): *Macroeconomics and the History of Economic Thought. Festschrift in Honour of Harald Hagemann*, London: Routledge, S. 209-18.
- Barens, Ingo (2014), „John Maynard Keynes und die ‚Lebensgeister‘. Bemerkungen zu einigen Aspekten der erneuten Rezeption Keynes'scher Gedankengutes“, in: Kurz, H. D. (Hrsg.): *Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie XXVIII*, Schriften des Vereins für Socialpolitik; N.F., 115/XXVIII, Berlin: Duncker & Humblot, S. 125-59.
- Blanchard, O. J. (2009), *Macroeconomics*. International Edition, 5. Aufl., London: Pearson Prentice-Hall.
- Blanchard, O. J. et al. (2010), „Rethinking Macroeconomic Policy“, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Braunberger, G. (2009), *Keynes für Jedermann. Die Renaissance des Krisen-ökonomien*, Frankfurt a. M.: F.A.Z.-Institut für Management-, Markt- und Medieninformationen.
- Buhse, M. (2013), *Ökonomen retten die Welt*, München: FinanzBuch Verlag.
- Burda, M. (2012), „Die Schulden werden zum Teil sozialisiert“, F.A.Z.-Interview, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15. Juli 2012.

- Burda, M; Sinn, H.-W. (2012), „In Europa droht ökonomisches Chaos“, SZ-Streitgespräch mit Hans-Werner Sinn und Michael Burda, *Süddeutsche Zeitung*, Heft 243, 20. Oktober 2012, S. 28.
- Clarke, P. (2009), *Keynes. The Twentieth Century's Most Influential Economist*, London/Berlin/New York: Bloomsbury.
- Eichengreen, B. (2013), „Wir brauchen mehr Inflation“, in: *Finanz und Wirtschaft*, 29. Januar 2013.
- Hamouda, O. (2010), *Money, Investment and Consumption. Keynes's Macroeconomics Rethought*, Cheltenham, UK/Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Harrod, R. F. (1951), *The Life of John Maynard Keynes*, London: Macmillan.
- Hayek, F. A. (1940), „How to Pay for the War, by J. M. Keynes“, *Economic Journal*, 50, S. 321-326.
- Hein, M. (Hrsg.) (2008), *John Maynard Keynes On Air. Der Weltökonom am Mikrofon der BBC*, Hamburg: Murmann.
- Howson, S. (2009). „Keynes and the LSE Economists“, *Journal of the History of Economic Thought*, 31(3), S. 257-280.
- Humphrey, T. M. (1981), „Keynes on Inflation“, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, January/February, S. 3-13.
- Keynes, J. M. (1919 [1971]), *The Economic Consequences of the Peace*, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, II, London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1920), *Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages*, München/Leipzig: Duncker & Humblot.
- Keynes, J. M. (1922 [1981]), „Lecture to the Institute of Bankers“, 29 November 1922, in: Moggridge (1981a), S. 43-60.
- Keynes, J. M. (1923 [1971]), *A Tract on Monetary Reform*, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, IV, London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1923 [1981]), „Currency Policy and Unemployment“, in: Moggridge (1981a), S. 113-118.
- Keynes, J. M. (1924 [1981]), „Mr J. M. Keynes's Speech“, in: Moggridge (1981a), S. 182-193.
- Keynes, J. M. (1924 [1997]), *Ein Traktat über Währungsreform*, 2. Aufl., München/Leipzig: Duncker & Humblot
- Keynes, J. M. (1926 [1972]), „An Open Letter to the French Minister of Finance (whoever he is or may be)“, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *Essays in Persuasion. Collected Writings of John Maynard Keynes*, IX, London: Macmillan, S. 76-82.

- Keynes, J. M. (1926 [1981]a), „The French Franc: A reply to Comments on ‚An Open Letter‘“, in: Moggridge (1981b), S. 455-460.
- Keynes, J. M. (1926 [1981]b), „Some Facts and Last Reflections on the French Franc“, in: Moggridge (1981b), S. 460-465.
- Keynes, J. M. (1926 [1981]c), „The Franc Once More“, in: Moggridge (1981b), S. 563-567.
- Keynes, J. M. (1928 [1972]), „The Stabilisation of the Franc“, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *Essays in Persuasion. Collected Writings of John Maynard Keynes*, IX, London: Macmillan, S. 62-85.
- Keynes, J. M. (1929 [1973]), „The Part Played by the Banking System“, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes. The General Theory and After. Part I: Preparation*, XIII, London: Macmillan, S. 83-113.
- Keynes, J. M. (1930 [1971]a), *A Treatise on Money. 1 The Pure Theory of Money*, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, V, London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1930 [1971]b), *A Treatise on Money. 2 The Applied Theory of Money*, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, VI, London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1931 [1983]), *Vom Gelde*, 3. Auflage, unveränderter Nachdruck der 1931 erschienenen ersten Auflage, Berlin: Duncker & Humblot.
- Keynes, J. M. (1931 [2008]), „Der Zusammenhang von Sparen und Investieren“, Rundfunkvortrag 12. Januar 1931, in: Hein (2008), S. 61-69.
- Keynes, J. M. (1931 [2010]), „Saving and Spending“, Rundfunkvortrag 14. Januar 1931, in: Moggridge (2010), S. 57-66.
- Keynes, J. M. (1934 [1973]), „Poverty in Plenty: Is the Economic System Self-Adjusting?“, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes. The General Theory and After. Part I: Preparation*, XIII, London: Macmillan, S. 485-492.
- Keynes, J. M. (1934 [2008]), „Armut im Überfluss: Zur Selbstregulierungsfähigkeit des Marktes“, Rundfunkvortrag 19. November 1934, in: Hein (2008), S. 139-149.
- Keynes, J. M. (1935 [1973]), Letter to George Bernard Shaw, 1 January 1935, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes. The General Theory and After. Part I: Preparation*, XIII, London: Macmillan, S. 492-493.
- Keynes, J. M. (1936 [1973]), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, VII, London: Macmillan.



- Keynes, J. M. (1936 [1979]), Letter to Hubert D. Henderson, 11 June 1936, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes. The General Theory and After. A Supplement*, XXIX, London: Macmillan, S. 226-229.
- Keynes, J. M. (1936 [2009]), *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, 11., erneut verb. Aufl., Berlin: Duncker & Humblot
- Keynes, J. M. (1939 [1978]a), „Paying for the War I. The Control of Consumption“, Zeitungsartikel in *The Times*, 14. November 1939, in: Moggridge (1978), S. 41-46.
- Keynes, J. M. (1939 [1978]b), „Paying for the War II. Compulsory Savings“, Zeitungsartikel in *The Times*, 15. November 1939, in: Moggridge (1978), S. 47-51.
- Keynes, J. M. (1940 [1972]), *How to Pay for the War*, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *Essays in Persuasion. Collected Writings of John Maynard Keynes*, IX, London: Macmillan, S. 367-429
- Keynes, J. M. (1940 [1978]), Leserbrief an den Herausgeber des *New Statesman*, 6. April 1940, in: Moggridge (1978), S. 119-121.
- Keynes, J. M. (1940 [1978]), „Notes on the Budget I, The Dimensions of the Budget Problem“, in: Moggridge (1978), S. 218-222.
- Keynes, J. M. (1940 [1978]), „Dimensions of the Budget Problem“, in: Moggridge (1978), S. 255-265.
- Keynes, J. M. (1940 [2008]a), „Zwangssparen‘ zur Finanzierung der Kriegsausgaben?“, Rundfunkdiskussion 11. März 1940, in: Hein (2008), S. 203-212.
- Keynes, J. M. (1940 [2008]b), „Die britischen Finanzen nach dem ersten Kriegsjahr“, Rundfunkvortrag 23. September 1940, in: Hein (2008) 213-220.
- Keynes, J. M. (1940 [2010]a), „British Finances after a Year of War“, Rundfunkvortrag 23. September 1940, in: Moggridge (2010), S. 204-214.
- Keynes, J. M. (1940 [2010]b), „Should Saving be Compulsory?“, Rundfunkgespräch 11 März 1940, in: Moggridge (2010), S. 194-203.
- Keynes, J. M. (1942 [1980]), „The International Control of Raw Materials“, in: Moggridge, D. E. (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Activities 1940-1946: Shaping the Post-War World: Employment and Commodities*, XXVII, London: Macmillan, S. 112-134.
- Keynes, J. M. (2006), *Krieg und Frieden. Die wirtschaftlichen Folgen des Vertrages von Versailles*, Berlin: Berenberg Verlag.
- Keynes, J. M. (2014), *Krieg und Frieden. Die wirtschaftlichen Folgen des Vertrages von Versailles*, neu übers. Auflage, Berlin: Berenberg Verlag.

- Kromphardt, J.; Spahn, P. (o.J.), „Keynes: Kein Inflationist“, <http://www.keynes-gesellschaft.de/Hauptkategorien/LebenWerk/KeinInflationist.php>, Keynes-Gesellschaft
- Krugman, P. (2009), „The paradox of thrift – for real“, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/07/07/the-paradox-of-thrift-for-real/>.
- Krugman, P. (2012), *Vergesst die Krise*, Frankfurt a. M.: Campus Verlag.
- Krugman, P. (2014), „Inflation Targets Reconsidered“, Draft paper for ECB Sintra conference, May 2014.
- Littleboy, B. (1996), „The Wider Significance of ‚How to Pay for the War‘“, *History of Economics Review*, 25, Winter, S. 88-95.
- Mayer, T. (2014), *Die neue Ordnung des Geldes. Warum wir eine Geldreform brauchen*, München: FinanzBuch Verlag.
- Meltzer, A. H. (1983), „Keynes on Monetary Reform and International Economic Order“, The Fifth Henry Thorton Lecture at The City University, London, October 3, 1983, London: The City University, Centre for Banking and International Finance
- Mises, L. von (1948 [1974]), „Stones into Bread, the Keynesian Miracle“, in: von Mises, L. (Hrsg.): *Planning for Freedom*, 3. Aufl., South Holland, Illinois: Libertarian Press, S. 50-63.
- Moggridge, D. E. (Hrsg.) (1973), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. The General Theory and After: Part I: Preparation*, London: Macmillan.
- Moggridge, D. E. (Hrsg.) (1977), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Activities 1920-2: Treaty Revision and Reconstruction*, London: Macmillan.
- Moggridge, D. E. (Hrsg.) (1978), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Activities 1939-1945: Internal War Finance*, London: Macmillan.
- Moggridge, D. E. (Hrsg.) (1981a), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Activities 1922-1929: The Return to Gold and Industrial Policy, Part I*, London: Macmillan.
- Moggridge, D. E. (Hrsg.) (1981b), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Activities 1922-1929: The Return to Gold and Industrial Policy, Part II*, London: Macmillan.
- Moggridge, D. E. (1992), *John Maynard Keynes. An Economist's Biography*, 1. Aufl., London: Macmillan.
- Moggridge, D. E. (Hrsg.) (2010), *Keynes on the Wireless*, London: Palgrave Macmillan.

- o.V. (o.J.), How to Pay for the War (1940), <http://www.keynes-gesellschaft.de/Hauptkategorien/LebenWerk/Monographien/Howtopay.php>, Keynes-Gesellschaft.
- Patinkin, D. (1976), *Keynes' Monetary Thought: A Study of its Development*, Durham, NC: Duke University Press.
- Pasinetti, L. L. (2007). *Keynes and the Cambridge Keynesians. A 'Revolution in Economics' to be Accomplished*, Federico Caffè Lectures, Cambridge: Cambridge University Press.
- Peden, G. C. (2006), „Keynes and British Economic Policy“, in: Backhouse, R. E.; Bateman, B. W. (Hrsg.): *The Cambridge Companion to Keynes*, Cambridge: Cambridge University Press, S. 98-117.
- Rogoff, K. (2011), „The bullets yet to be fired to stop the crisis“, *Financial Times*, 8. August 2011.
- Sinn, H.-W. (2014), *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford: Oxford University Press.
- Skidelsky, R. (1983), *John Maynard Keynes*. Vol. I: Hopes Betrayed, 1883-1920, 1. Aufl., London: Macmillan.
- Skidelsky, R. (1992), *John Maynard Keynes*. Vol. II: The Economist as Saviour 1920-1937, 1. Aufl., Harmondsworth: Penguin Books.
- Skidelsky, R. (2001), *John Maynard Keynes*. Vol. III: Fighting for Britain 1937-1946, 1. Aufl., London/New York: Penguin Books.
- Skidelsky, R. (2003), *John Maynard Keynes 1883-1946. Economist, Philosopher, Statesman*, 1. Aufl., London: Penguin Books.
- Skidelsky, R. (2006), „Hayek versus Keynes: The Road to Reconciliation“, in: Feser, E. (Hrsg.): *The Cambridge Companion to Hayek*, Cambridge: Cambridge University Press, S. 82-110.
- Skidelsky, R. (2009), *Keynes. The Return of the Master*, New York: Public Affairs.
- Skidelsky, R. (2012), „Down with Debt Weight“, in: Project Syndicate (<https://www.project-syndicate.org/commentary/down-with-debt-weight>), 18. April 2012.
- Spahn, P. (o.J.), *A Tract on Monetary Reform*, London (Macmillan) 1923, <http://www.keynes-gesellschaft.de/Hauptkategorien/LebenWerk/Monographien/TractMonetary.php>, Keynes-Gesellschaft.
- Spahn, P. (2013), „On Keynes's ‚How to Pay for the War‘“, unveröffentlichtes Manuskript, Stuttgart: Universität Hohenheim.
- Spaventa, L. (1987), „The Growth of Public Debt: Sustainability, Fiscal Rules, and Monetary Rules“, *International Monetary Fund Staff Papers*, 34(2), S. 374-399.

- Trautwein, H.-M. (o.J.), A Treatise on Money, two volumes, 1930, <http://www.keynes-gesellschaft.de/Hauptkategorien/LebenWerk/Monographien/TreatiseMoney.php>, Keynes-Gesellschaft.
- White, M. V., Schuler, K. (2009), „Retrospectives: Who Said ‚Debauch the Currency‘: Keynes or Lenin?“, *Journal of Economic Perspectives*, 23(2), S. 213-222.
- Wicksell, K. (1898 [1984]), *Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, 2. berichtigter Neudruck der Ausgabe Jena 1898, Aalen: Scientia Verlag.