

Deflation wird zu Unrecht verteufelt

Mehrere Formen der Deflation – Sinkende Preise sind eine Errungenschaft des kapitalistischen Systems – Wer die Reinigung unterbricht, riskiert einen Währungsschnitt

CHRISTOPH FEHR

Der Grossteil der Ökonomen und der Notenbanker ist sich einig: Deflation ist nicht tolerierbar. Zu schrecklich wären die Folgen, gerieten die Preise auf breiter Front ins Rutschen. So sagte Nationalbankvize Philipp Hildebrand, das Gefährliche an der Deflation sei, dass sie sich selbst verstärke und dass ihre Bekämpfung viel anspruchsvoller sei als die der Inflation. US-Notenbankpräsident Ben Bernanke fürchtet die steigenden Realzinsen. Er will der Deflation mit Gelddrucken gegensteuern: «Die US-Regierung hat eine Technologie, genannt Druckerpresse, die es ihr erlaubt, so viele Dollars herzustellen, wie sie will.»

Eine Krux der Debatte ist die undifferenzierte Betrachtung. Meistens wird Deflation als ein Absinken des Preisniveaus angesehen. Damit wird mehr verdeckt als aufgezeigt. Besser ist es, auf die Verringerung respektive Ausweitung des Angebots und der Nachfrage von Geld abzustellen. Der Wert des Geldes wird davon bestimmt. Somit wird der Anstieg des Werts eines Frankens entweder durch eine höhere Nachfrage nach Franken oder ein geringeres Angebot oder eine Kombination verursacht. Joseph Salerno, Wirtschaftsprofessor an der Pace University, unterscheidet mehrere Formen der Deflation.

Produktivere Unternehmen

Das Angebot von Gütern und Arbeit konstituiert die Nachfrage nach Geld. Wer Güter oder Arbeit anbietet, will Geld. Wenn in einer Wirtschaft durch erhöhte Ersparnis und Investition die Produktivität zunimmt und damit das Angebot von Gütern steigt, werden mehr Einheiten eines Produkts für einen Franken angeboten. Der Preis eines Frankens ausgedrückt in Gütern wird höher. Die Konsumenten brauchen weniger Geld, um das Gut zu kaufen.

Dieses Phänomen erleben wir täglich. Kaum ist der neue Fernseher oder PC gekauft, wird er günstiger angeboten. Die Fortschritte sind in einigen Industrien so enorm, dass die Herstellungskosten pro Einheit sinken, und die Gewinnmargen wachsen. Was wir in der High-Tech-Industrie erleben, ist der natürliche Prozess, dass durch Produktivitätsgewinne das Angebot ausgeweitet wird und die Preise fallen. So sanken in den USA von 1880 bis 1896 die Grosshandelspreise 30, die realen Einkommen stiegen 85%. Sinkende Preise als Folge einer steigenden Produktion sind eine der bedeutendsten Errungenschaften eines freien kapitalistischen Systems und keine «Krankheit». Wenn die langfris-



Der Kollaps von Banken löst die schärfste Form der Deflation aus. Auch sie ist nicht negativ, weil sie **Systemschwächen aufdeckt** und vorangehende **inflationäre Misswirtschaft heilt**.

tigen Produktivitätsgewinne um 2 bis 3% liegen, müsste das Preisniveau in dieser Grössenordnung sinken.

Deflation kann auch vom Aufbau von Bargeldbeständen herrühren. Dabei senken die Leute die Ausgaben und stocken die Position in Bargeld oder anderen hochliquiden Anlagen auf. Der Nutzen rasch

verfügbaren Geldes wird höher geschätzt als der, den der Kauf von Gütern erbringt oder der Ertrag von Investitionen. Steigt die Nachfrage nach Geld, das gehalten wird, treibt dies den Wert eines Frankens relativ zu allen anderen Gütern nach oben. Die Nachfrage nach mehr Franken kann nur befriedigt werden, wenn die Kaufkraft

des Frankens zunimmt. Die Preisdeflation erzeugt einen Anstieg des aggregierten monetären Reichtums bzw. eine Zunahme des realen Angebots von Geld, um damit den Wunsch nach höheren Barbeständen zu befriedigen. Dies führt zu tieferen Nominallohnen und niedrigeren Preisen für Konsumgüter. Die realen Löhne bleiben mehr oder minder unverändert.

Die schärfste Form der Deflation wird ausgelöst durch den Kollaps von Banken. Die Kunden stürmen die Banken, um ihre Einlagen in Bargeld umzutauschen. In einem Fractional-Reserve-Banken-System ist das verheerend. Vor dem Zweiten Weltkrieg kam es zu Runs, wenn die Kunden den Banken misstrauten, die Verpflichtungen zu honorieren. Die Banken konnten den Einlegern ihr Eigentum, Silber oder Gold, nicht zurückgeben. Sie hatten es mehrfach ausgeliehen bzw. anderen daran Rechte eingeräumt, darauf spekulierend, dass nicht alle Kunden ihr Eigentum zurückhaben wollten.

Bankenruns zeigten, dass die Titel, die die Banken begeben hatten, wertlose Ansprüche auf nicht existierendes Eigentum waren. Deshalb gingen sie unter. Vielfach begannen Banken, präventiv ihre Reserven hochzufahren. Dies führte zu einem Anstieg des Geldwerts. Diese Form der Deflation zeigt die Schwächen des Systems auf. Banken, die des Vertrauens unwürdig sind, werden aus dem Geschäft genommen. Auch eine durch Bankenstürme ausgelöste Deflation ist nicht einfach eine Katastrophe. So verweist Salerno auf die Krise von 1839 in den USA. Bis 1843 sank das Geldangebot 34%. Die Grosshandelspreise fielen 42%. Der reale Verbrauch stieg 16, das reale Bruttoinlandsprodukt 21%. Die realen Investitionen brachen 23% ein – die Fehlinvestitionen aus dem inflationären Boom wurden korrigiert.

Das ist ein für die aktuelle Krise entscheidender Punkt. Die Deflation, die durch zusammenbrechende Kreditstrukturen ausgelöst wird, ist die Folge der vorangegangenen inflationären Misswirtschaft. Die Deflation rückt die Dinge wieder in die richtigen Dimensionen. Wenn nun mit den «Stabilisierungsmassnahmen», d.h. durch Eingriffe in die Preisbildung oder Eigentumsrechte, die neue Allokation der Ressourcen nach dem Wunsch ihrer Eigentümer verhindert wird, kommt es zur Wirtschaftskatastrophe – wie in der Gross Depression.

Eine Vorstellung der Anti-Deflationisten ist, dass die Notenbank dem System die «richtige» Menge an Geld zuführen müsse, um die Preise stabil zu halten. Das Problem ist, dass dies zu einer Umverteilung von Eigentum führt. Wer das neue

Geld zuerst erhält, kann Güter erwerben, ohne dafür selbst eine Leistung zu erbringen. Zudem treibt es die Preise auf höhere Niveaus. Selbst wenn es gelänge, genau die Geldmenge zu erzeugen, die notwendig wäre, um das Preisniveau stabil zu halten, würden Reichtum und Eigentum umverteilt. Dazu kommen Verzerrungen in der Kapitalstruktur der Wirtschaft. Darum wird durch viel neues Geld in der Rezession der arbeitslose Maschinenbauer nicht in Arbeit und Brot gesetzt. Er ist entlassen worden, weil das Unternehmen durch das falsche Preissignal – künstlich tiefe Zinsen – aufs Glatteis geführt wurde.

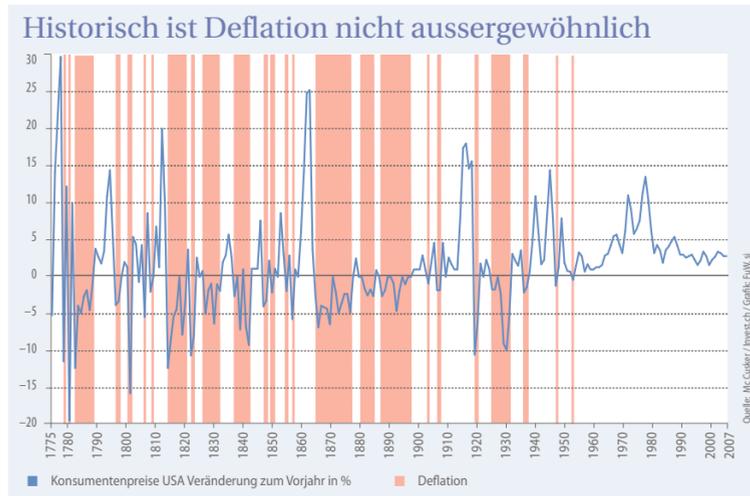
Die Mär vom Käuferstreik

Kaufen die Leute nicht mehr, wenn alles billiger wird, weil sie auf noch tiefere Preise setzen? Die Empirie stützt diese These nicht. Die Leute wissen, dass viele Güter billiger und/oder besser werden, und kaufen sie trotzdem. Dass höhere Inflationsraten den Konsum beflügeln, ist zweifelhaft. Erst wenn die Verzerrungen in der Kapitalstruktur bereinigt sind, kommt die Konjunktur in die Fahrt. Wird das Geld entwertet, indem mehr davon gedruckt wird, werden die Probleme nicht gelöst. Es geht nur den meisten Leuten schlechter. Der Arbeitsplatz ist immer noch gefährdet und das Geld weniger wert.

Gegen die Deflation wird auch angeführt, sie erhöhe die reale Schuldenlast. Wer Kredit aufnimmt, geht Risiken ein, und dazu gehört, dass sich die Preise der Produkte, die ein Unternehmen herstellt, nicht so entwickeln wie geplant. Weshalb sollte Schuldner dieses Risiko abgenommen werden? In einer Deflation werden die Sparer und diejenigen Unternehmen belohnt, die solid finanziert sind. Zudem besteht ein geringerer Anreiz, Kredite aufzunehmen.

Spielt sich ein deflationärer Prozess ab – Vernichtung von Kreditpyramiden – und geraten dadurch die Preise ins Rutschen, werden die Dinge ins Lot gerückt. Es zeigt sich, welche Banken schlecht gewirtschaftet haben und schwach kapitalisiert sind. Es wird offenbar, welche Projekte auf wackligen Füßen stehen und welche Unternehmen unsolid finanziert sind. Wer die Reinigung aus Angst vor Deflation unterbricht und reflationiert, verschleppt die Krankheit. Die Rechnung wird später präsentiert: wenn das in das System eingeschossene Geld inflationäre Schübe auslöst. Dann ist das Vertrauen so zerrüttet, dass nur ein Währungsschnitt hilft.

Christoph Fehr ist Analyst von Invest.ch, Thalwil.



Lombardkredit und Deckungsmargen

Anleger benutzen Kredite als Spekulationsvehikel – Unliebsame Überraschungen – Bank kann hinterlegte Wertpapiere verkaufen – Wann muss sie informieren?

MONIKA ROTH

Der Lombardkredit ist ein durch Real-sicherheiten gedeckter Bankkredit (häufig Effekten). Die typischen Elemente des Lombardkreditvertrags sind aufseiten der Bank die Pflicht zur Auszahlung der Kreditsumme und aufseiten des Kreditnehmers diejenige zur Bestellung der Kreditsicherheiten, zur Bezahlung von Zinsen und zur Tilgung des Kredits.

Die Spekulation mit Krediten ist speziell risikobehaftet. Wer sich auf Kredit an der Börse engagiert und als Sicherheit Wertpapiere hinterlegt, muss im schlimmsten Fall damit rechnen, dass die Bank die Wertpapiere zu Tiefstkursen verkauft, um sich schadlos zu halten. Das wiederholt sich in jedem Crash.

Risikoaufklärung zwingend

Werden Anlagen in Wertpapieren mit Krediten der Bank finanziert, so wird das Geschäft zum Anlageinstrument mit erhöhtem Risiko, und der Kunde hat Anspruch auf Aufklärung: Die Bank muss zwingend umfassend auf die Risiken von Lombardkrediten hinweisen. Nur wenn der Kunde die Risiken dieser Spekulations-tätigkeit wirklich kennt und um die

Hebelwirkungen weiss, braucht es keine Aufklärung.

Oft wird von Kunden übersehen, dass die vorerwähnte Hebelwirkung nicht nur in eine Richtung funktioniert: Investiert ein Bankkunde den Lombardkredit in weitere Wertschriften, so erzielt er einen Hebel, denn wenn sich die Depotwerte zu seinen Gunsten entwickeln, profitiert er überproportional. Umgekehrt ist dieser Hebel natürlich auch gegeben: Entwickeln sich die Depotwerte zuungunsten des Kunden, so leidet er auch überproportional, weil sich die Hebelwirkung dann gegen ihn entfaltet. Realisieren sich diese Risiken und spekuliert der Kunde weiter, so muss die Bank ihn nach der hier vertretenen Absicht abmahnen.

Gemäss Rechtsprechung des Bundesgerichts dient eine Deckungsmarge als Sicherheit gegen einen Kursrückgang in den belehnten Vermögenswerten in erster Linie dazu, das Risiko der Bank zu begrenzen. Massgeblich sind neben den zwingenden gesetzlichen Bestimmungen die vertraglichen Abmachungen zwischen Kunde und Bank: die Sicherungsvereinbarungen, die Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) sowie die Depotreglemente. Das Bundesgericht geht in ständiger Praxis davon aus, dass die Bank dann, wenn

sie nicht mit der Vermögensverwaltung beauftragt ist, sich nicht aktiv um die Begrenzung des Verlustrisikos des Kunden kümmern muss. Das heisst, dass im Falle der Anlageberatung, wo der Kunde selbst die Anlageentscheide trifft und die Bank ihm lediglich beratend zur Seite steht, die Verpflichtung der Bank grundsätzlich nicht tel quel zu bejahen ist. Es gibt aber Ausnahmen.

Schutzpflichten der Bank

Wenn nämlich zum einen die Auslegung der Margendeckungsabrede auf eine Schutzpflicht zugunsten des Kunden schliessen lässt, so kann der Bankkunde aus einer von der Bank abmachungswidrig geduldeten Unterschreitung der Deckung Rechte ableiten. Das ist somit abhängig von den konkreten Vertragsbestimmungen.

Das Bundesgericht hat zum andern kürzlich festgehalten: «Besteht zwischen der Bank und dem Kunden zudem ein besonderes Vertrauensverhältnis, aufgrund dessen die Bank in der Lage ist, die Vermögensverhältnisse des Kunden zuverlässig einzuschätzen, kann sich eine Informations- bzw. Warnpflicht auch aus Treu und Glauben ergeben. Das ist namentlich der

Fall, wenn eine Weisung des Kunden für die Bank erkennbar zu einer Unterdeckung in einer Grössenordnung führen kann, die der Kunden nach dem Kenntnisstand der Bank nicht mehr innerhalb einer angemessenen Nachdeckungsfrist abzubauen vermag.»

Diese Formulierung lässt die Frage offen, was eine «angemessene» (an anderer Stelle verwendet das Bundesgericht den Begriff «nützliche») Nachdeckungsfrist ist. Das Gericht hat in diesem Entscheid die seit längerem verwendete und fallweise präziserte Differenzierung umgesetzt, dass sich ein Schuldverhältnis aus einem Leistungsverhältnis und einem Vertrauensverhältnis zusammensetzt.

Aus Ersterem ergeben sich die Leistungspflichten (hier die Anlageberatung, für die das Auftragsrecht zum Zuge kommt); auf das Vertrauensverhältnis stützen sich die Schutzpflichten ab, deren Geltungsgrund nicht im Vertrag, das heisst im Parteiwillen, liegt, sondern sich aus dem Gesetz und aus allgemeinen Grundsätzen der Rechtsordnung ergibt. Die Grundlage der Verhaltenspflichten findet sich im Grundsatz von Treu und Glauben, weshalb sie an Art. 2 ZGB anknüpfen. Es geht letztlich um die Haftung aus erwecktem und enttäuschem Vertrauen.

Dieses Vertrauen und diese Haftung entstehen nicht in einer Zufallsbeziehung. Die Loyalitätsverpflichtung der Bank beruht vielmehr auf einer andauernden Geschäftsbeziehung, aus welcher der Bank das für die Einschätzung der Vermögenslage des Kunden erforderliche Wissen anwächst und aus der das Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Kunde entsteht.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Deckungsmarge nicht nur der Bank dienen soll, sondern auch dem Anlageberatungskunden, wenn – was selten sein dürfte – dies im Vertrag so vorgesehen ist oder wenn – was in der Praxis häufiger anzutreffen ist – ein besonderes Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Kunde besteht und damit entsprechende Schutzpflichten der Bank gegeben sind.

Prof. Dr. iur. Monika Roth, Advokatin, Kanzlei roth schwarz roth in Binningen, Studienleiterin des DAS Compliance Management am IFZ Zug (Hochschule Luzern) und VR von Ethos Services. Monika Roth ist Autorin von «Die Spielregeln des Private Banking in der Schweiz», herausgegeben vom Verlag «Finanz und Wirtschaft». Das Buch erscheint dieser Tage in überarbeiteter und erweiterter Fassung.