

## „Der Anleihemarkt hängt komplett am Tropf der EZB“

Die Europäische Zentralbank setzt ihr Kaufprogramm fort – mit reduziertem Volumen. Eine Studie kritisiert, dass die Käufe Südeuropa begünstigen und verbotene monetäre „Staatsfinanzierung“ sind.

pp. FRANKFURT, 23. Oktober. Der Rat der Europäischen Zentralbank wird eine Verlängerung des umstrittenen Staatsanleihekäufs mit einem verringerten monatlichen Volumen beschließen. Das erwarten Ökonomen von der EZB-Sitzung an diesem Donnerstag. Die Mehrheit prognostiziert, dass die Käufe von derzeit 60 auf 30 Milliarden Euro halbiert werden. Das geht aus einer am Montag veröffentlichten Umfrage der Agentur Bloomberg unter Bankökonomien hervor. Das neue Volumen werde von Januar 2018 an für neun Monate gelten.

Damit würde das Kaufvolumen des Programms auf mehr als 2,5 Billionen Euro im Herbst 2018 steigen – bis Ende 2017 werden schon Wertpapiere für 2,3 Billionen Euro gekauft worden sein. Kritiker sagen, dass die Staatsanleihekäufe der Notenbanken eine verbotene monetäre Staatsfinanzierung darstellen. Dafür sieht das Bundesverfassungsgericht „gewichtige Gründe“. Bundesbankchef Jens Weidmann ist dafür, die bislang ultralockere Geldpolitik zu straffen.

EZB-Präsident Mario Draghi hat aber mehrfach betont, dass die kommende Entscheidung keinen Ausstieg aus dem Kaufprogramm („Quantitative Easing“) darstelle. Es gehe nicht um ein schrittweises Auslaufen der Käufe – „Tapering“ genannt –, sondern um eine „Rekalibrierung“ des Programms, hat Draghi gesagt. Die Geldpolitik bleibe expansiv. Dies sei nötig, um die zu niedrige Inflationsrate in Richtung des mittelfristigen EZB-Zielwerts von 2 Prozent zu heben.

Die bevorstehende Reduktion der monatlichen Käufe markiert den Beginn einer geldpolitischen Wende, sie ist aber nicht das Ende der expansiven Geldpolitik. „Die EZB wird weniger Anleihen kaufen, aber Dr. Draghi wird eine Menge Behauptungen verteidigen“, sagt Commerzbank-Chefvolkswirt Jörg Krämer. Draghi wolle unbedingt vermeiden, dass die Staatspapiere hochverschuldeter Länder belastet werden. Deshalb werde der EZB-Rat kein Enddatum der Käufe nen-



Kein Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik: Der Leitzins bleibt noch lange bei null, versichert der EZB-Präsident. Foto Bloomberg

nen. Zudem werden für auslaufende Anleihen im Bestand der Notenbank Ersatzkäufe getätigt. Auch sei keine Zinserhöhung zu erwarten. Draghi hat klargestellt, dass der Leitzins auch noch eine „lange Zeit“ nach dem Ende der letzten Käufe auf dem derzeitigen Null-Niveau bleiben wird. Faktisch bedeutet dies, dass eine echte Zinswende erst 2019 kommt. Nach Ansicht von Krämer wird die Geldpolitik damit angesichts der starken Konjunktur „eigentlich viel zu locker bleiben“.

Eine Analyse des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) geht unterdessen hart ins Gericht mit Draghis Kaufprogramm und wirft ihm eine Begünstigung einzelner Eurostaaten, namentlich Spaniens und Italiens vor. Deren Staatspapiere würden viel mehr gekauft, als es ihrem Anteil am Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euroraums

entsprechen würde. „Stark überproportional werden Anleihen Spaniens (Begünstigung 25 Prozent oder 43 Milliarden Euro oberhalb der BIP-Proportionalität) und Italiens (Abweichung 21 Prozent oder 51 Milliarden Euro) gekauft“, schreibt der ZEW-Ökonom Friedrich Heineemann in der noch unveröffentlichten quantitativen Analyse des Kaufprogramms, die dieser Zeitung vorab vorliegt. Grund dafür sei zum einen die Verwendung des EZB-Kapitalschlüssels, der neben dem BIP auch die Bevölkerungsgewichte widerspiegelt und außerdem „flexibel“ gehandhabt wird. In weniger verschuldeten Staaten gibt es schlicht weniger Papiere zu kaufen, auch aus Deutschland wurden unterproportional viele Papiere gekauft. „Dass das Kaufprogramm ausgerechnet Spanien und Italien besonders begünstigt, erhärtet den Verdacht, dass hier letzt-

lich die fiskalische Stabilisierung Südeuropas im Vordergrund steht“, sagte Heineemann dieser Zeitung. Die größten Defizitländer seit 2015 könnten ihre Fehlbeiträge im Haushalt komplett durch Anleihekäufe des Eurosystems abdecken. „Die Befunde belegen, dass die Sorgen der Kritiker und des Bundesverfassungsgerichts, das Anleihekäufe verletze das Verbot der monetären Schuldenfinanzierung, eine substantielle Grundlage haben“, so der Finanzwissenschaftler.

Der Ausstieg der EZB aus den Anleihekäufen sei überfällig, findet Heineemann. Es gebe im Frankfurter Euroturm aber die Angst, dass die Anleihemärkte dann destabilisiert würden. Derzeit „hängt die scheinbare Stabilisierung der Euroanleihemärkte komplett am Tropf der EZB“. Draghi versichert seit Monaten, dass die EZB sich nicht zurückziehen werde.

## Jede vierte Bank ist seit der Finanzkrise verschwunden

Institute haben Geschäfte um 14 Prozent reduziert

ma. FRANKFURT, 23. Oktober. Seit der Finanzkrise ist die Zahl der Banken im Euroraum um 25 Prozent auf 5073 Institute zurückgegangen. Das teilte die Europäische Zentralbank (EZB) am Montag in einem Bericht zu den Finanzstrukturen in der Währungsunion mit. Auf einer konsolidierten Basis, also auf Konzernebene, hat sich die Zahl in diesem Zeitraum um 21 Prozent auf 2290 Banken verringert. Ähnlich groß sind die Zahlen zur Schließung von Filialen: Seit der Finanzkrise, die im September 2008 mit dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers eskaliert war, sind 36 902 Filialen im Euroraum verschwunden. Das ist ein Rückgang von einem Fünftel. Im Jahr 2016 haben die Banken 6939 Filialen geschlossen.

Im Vergleich zu anderen Euroländern wird die deutsche Bevölkerung mit Bankdienstleistungen in Filialen zwar weiterhin gut versorgt, aber keineswegs üppig. Auf 2575 Einwohner kommt eine Bankfiliale. In den Niederlanden teilen sich 10 173 Bürger eine Filiale. Allerdings müssen sich in Spanien, Italien, Frankreich oder Österreich noch weniger Einwohner als hierzulande eine Filiale teilen. Der Schnitt liegt im Euroraum

bei 2278 Einwohnern je Filiale. Im Jahr 2008 waren es noch 1731 Bürger. Unter diesem Wert liegt noch immer Spanien, während in Frankreich auf eine Filiale weniger als 1800 Einwohner kommen. Die meisten Filialschließungen gab es nach EZB-Angaben seit dem Jahr 2008 in Spanien. Aber auch Deutschland, Frankreich, Italien und die Niederlande hätten zu dem Rückgang beigetragen.

Auffallend in der EZB-Statistik ist auch die Schrumpfung der Bankbilanzen. Ende 2016 beliefen sich die Bilanzsummen aller Banken im Euroraum zusammen auf 24,2 Billionen Euro. Damit verringerten die Institute seit der Finanzkrise ihr Geschäftsvolumen um 14 Prozent. Deutschland und Frankreich haben mit einer aggregierten Bilanzsumme von je rund 7 Billionen Euro die größten Bankensysteme. In der Ertragsstärke schneiden deutsche Banken aber unterdurchschnittlich ab: Sie mussten 2016 mehr als 70 Cent aufwenden, um einen Euro zu verdienen. Der Mittelwert im Euroraum liegt bei 58 Cent. Italiens Banken sind ähnlich ineffizient, französische Institute liegen knapp unter 70 Cent. Im Euroraum waren Ende 2016 notleidende Kredite zu 50 Prozent mit Rückstellungen abgedeckt.

## Gezerre um die Mietpreisbremse

Grüne dafür, FDP dagegen – wohin steuert die Union?

hw. BERLIN, 23. Oktober. Was geschieht mit der Mietpreisbremse? Inmitten der Sondierungsgespräche der potentiellen Regierungsparteien zeichnet sich in dieser Frage Streit innerhalb der Union ab. Die CDU spielt dabei eine besonders gewichtige Rolle, weil FDP und Grüne als Partner einer Jamaika-Koalition in unterschiedliche Richtungen zeren: Die FDP will das Instrument abschaffen, und die Grünen wollten die Mietpreisbremse verschärfen.

„Wir wollen nicht, dass Menschen aus ihren angestammten Wohnvierteln verdrängt werden“, sagt Jan-Marco Luczak, Berliner Mietrechtsfachmann der Unionsfraktion, dieser Zeitung. Die Mietpreisbremse sei „kein Allheilmittel“. Er plädiert für steuerliche Anreize für den

Wohnungsneubau und die Wohnraumbeförderung über den Bund bis über das Jahr 2019 hinaus, statt die Mietpreisbremse zu „verschlimmbessern“. Und doch müsse man auch „missbräuchlichen Modernisierungsmieterhöhungen einen Riegel vorschieben“.

Das klingt durchaus anders als beim Fraktionskollegen Michael Hennrich (CDU) aus Nürtingen. Der hatte in der „Stuttgarter Zeitung“ kürzlich verlauten lassen, er gehe von einer „stillen Beerdigung der Mietpreisbremse“ aus. Hennrich ist indes auch Vorsitzender bei Haus und Grund Württemberg. Die maßgeblich von der SPD eingeforderte Regelung sollte das Ansteigen der Mieten in bestimmten Gebieten dämpfen, doch wirkt bislang kaum.

## Paris will neue Ausnahmen für Defizit-Regel

Frankreich muss Unternehmensteuer rückerstatten und hofft auf Brüssels Nachsehen

chs. PARIS, 23. Oktober. Seit der Wahl von Emmanuel Macron sollte Frankreich in Brüssel eigentlich nicht mehr als Bittsteller auftreten müssen. Die französische Regierung werde die Drei-Prozent-Defizitgrenze des Maastricht-Vertrages ohne Abstriche einhalten, hat der Präsident versprochen und seine finanzpolitische Planung auch dementsprechend angelegt. Nun aber wird die französische Regierung doch wieder bei der EU-Kommission vorstellig, um auf eine erneute Ausnahme im Kampf gegen die Neuverschuldung zu drängen. Denn der französische Verfassungsrat hat eine Unternehmensteuer auf Dividendenzahlungen aus der sozialistischen Vorgängerzeit für verfassungswidrig erklärt (F.A.Z. 19. Oktober). Die seit 2013 gezahlten Summen von insgesamt bis zu 10 Milliarden Euro muss die Regierung nun an die Unternehmen zurückerstatten. Im französischen Haushalt klafft eine große Lücke.

Daher hält es Paris für angemessen, den Fehlbetrag aus dem Kalkül der französischen Neuverschuldung herausnehmen zu dürfen. „Wir diskutieren mit der Europäischen Kommission, um zu zeigen, dass es sich um einen einmaligen Vorgang handelt, der nicht in die Berechnung des Defizits einfließen darf“, sagt der französische Finanzminister Bruno Le Maire der Tageszeitung „Figaro“. In der Haushaltsdebatte der Nationalversammlung hatte Le Maire zuvor schon von den

Gesprächen mit der EU-Kommission berichtet. „Es handelt sich um ein außergewöhnliches Ereignis, das uns nicht daran hindern darf, das Verfahren gegen exzessive Defizite zu beenden“, sagte der Minister. Ansonsten werde Frankreichs Position in Europa „geschwächt“. Zusammen mit Spanien befindet sich Frankreich derzeit noch in einem solchen Defizitverfahren, weil seine Neuverschuldung zuletzt deutlich über der Drei-Prozent-Grenze des Maastricht-Vertrages lag. Die Franzosen hoffen, 2018 den Status eines „exzessiven Defizits“ abschütteln zu können, weil sie die Neuverschuldung 2017, erstmals seit zehn Jahren, von 3,4 auf 2,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts drücken.

Die neue französische Anfrage ist jedoch heikel, weil sie eine lange Vorgeschichte hat. Schon bei der Geburt des Euros waren die Franzosen gegen eine strenge Kontrolle der nationalen Defizite, fügten sich aber dem deutschen Drängen. Später kamen immer wieder französische Vorschläge zur Herausnahme von Verteidigungsausgaben oder staatlichen Investitionen auf den Tisch. 2007 trat der frisch gewählte Präsident Nicolas Sarkozy in der für die Finanzminister reservierten Eurogruppe auf, um seinen EU-Partnern mitzuteilen, dass Frankreich die Defizitregeln wenig kümmerten. Die sozialistische Regierung von François Hollande handelte in Brüssel dann nicht weniger als dreimal einen Aufschub für das Erreichen der

Drei-Prozent-Grenze heraus. Während ihrer Mandatszeit schaffte sie dieses Ziel dennoch nicht.

Die EU-Kommission hielt sich zu Wochenbeginn angesichts des neuen Drängens aus Frankreich bedeckt. Man stehe „mit den nationalen Behörden in Kontakt, um mehr Klarheit zu erlangen, wo dies nötig ist“, sagte eine Kommissionssprecherin. Frankreich will das Problem der Steuererstattung in Milliardenhöhe mehrgleisig anpacken. Neben den Verhandlungen mit der EU-Kommission prüft die Regierung die Erhebung einer Sondersteuer für die großen Unternehmen. Le Maire appelliert daher an die Solidarität der französischen Konzerne. „Es geht hier nicht mehr nur um eine wirtschaftliche, sondern eine nationale Frage. Ich glaube an Ihre staatsbürgerliche Vernunft.“ Gespräche mit den Arbeitgeberverbänden beginnen diese Woche.

Das Erbe der sozialistischen Regierung hält der Finanzminister für einen „Skandal“. Die steuerliche Gesetzgebung sei auch völlig „amateurhaft“ gemacht worden, schimpft Le Maire. Sie traf nur bestimmte rechtliche Unternehmensformen und unterschied zwischen aus- und inländischen Gesellschaften. Der Gleichheitsgrundsatz war damit verletzt, wie nach der Klage französischer Unternehmen zuerst der Europäische Gerichtshof in Luxemburg und dann Anfang Oktober der französische Verfassungsrat entschieden.

## Beschwerde gegen Patentgericht verzögert

mj. FRANKFURT, 23. Oktober. Das Verfahren in der Verfassungsbeschwerde gegen die deutsche Ratifizierung des künftigen Europäischen Patentgerichts (UPC) verzögert sich um mindestens zwei Monate. Wie ein Sprecher des Bundesverfassungsgerichts dieser Zeitung bestätigte, hat der Senat die Frist für Stellungnahmen auf das Jahresende 2017 verlängert. Ursprünglich wäre sie Ende Oktober abgelaufen. Der Kreis derjenigen, die die Verfassungsrichter um Meldungen baten, ist groß: Neben der Bundesregierung haben auch der Deutschen Anwaltverein, der Verein der europäischen Patentanwälte und weitere internationale Institutionen die Möglichkeit zu einer Stellungnahme bekommen. Den Rückläufern und der rechtlichen Bewertung muss ganz offenbar mehr Zeit gegeben werden, als ursprünglich geplant war. Der Beschwerdeführer richtet sich mit seiner Klage gegen die Umsetzung der EU-Patentrechtsreform, an deren Ende ein einheitliches europäisches Patentgericht steht (F.A.Z. vom 13. Juni). Nach Eingang der Beschwerde wandte sich das Gericht mit der Bitte an den Bundespräsidenten, die schon von Parlament und Bundesrat verabschiedeten Gesetze nicht auszufertigen. Das sorgte international für ein großes Aufsehen (A.Z.: 2 BvR 739/17).

## Anwälte und die Digitalisierung

Auf der Legal (R)evolution stehen Chancen im Vordergrund

mj. FRANKFURT, 23. Oktober. Für zwei Tage schlägt das Herz der Legal-Tech-Szene Europas in Frankfurt. Über die Auswirkungen der Digitalisierung auf den Rechtsberatungsmarkt diskutieren von diesem Montag an Anwälte, Unternehmensjuristen, Programmierer und Dienstleister auf der Legal (R)evolution. In seinem Grußwort ermunterte der hessische Kultusminister Alexander Lorz (CDU) dazu, die Chancen einer interdisziplinären Arbeit durch die Digitalisierung zu nutzen. „Die hohen Wände in der Anwaltschaft zerbrechen gerade, künftig werden viel mehr Menschen und Nicht-Juristen in der Rechtsberatung arbeiten“, sagte der frühere Rechtsprofessor Lorz. Schon jetzt könnten Legal-Tech-Angebote Anwälten die Arbeit erleichtern, wie etwa die Auswertung großer Datensätze mit Hilfe künstlicher Intelligenz. Algorithmen wären eine große Hilfe für Juristen, das „letzte Wort“ über die rechtliche Beurteilung sollte aber weiterhin der Mensch haben.

Auf die sich stetig verschärfende Konkurrenz durch die Rechtsberatung über das Internet ging der Hannoveraner Anwalt Thomas Remmers ein. Zwar begrüßte der Vizepräsident der Bundesrechtsanwaltskammer das Aufkommen von Platt-

formen und Legal Tech; in ihren Spezialisierungen seien sie Fachanwälten nicht unähnlich. Einige Anwälte wären allerdings beunruhigt angesichts der Entwicklung und eines stärkeren Einflusses der Privatwirtschaft auf die Rechtsfortbildung, sagte Remmers. Bestimmte Dienstleistungen sollten daher weiter nur Anwälten vorbehalten bleiben, nur sie seien als „Organe der Rechtspflege“ unabhängig.

Wie sehr die Digitalisierung eine Gesellschaft verändert, berichtete der estnische Parlamentsabgeordnete Kalle Palling. Das digitale Vorzeigeland der EU hat sich schon vor Jahren für den Einsatz digitaler Hilfsmittel in der Verwaltung entschieden. Als kleiner Staat habe man dieses Experiment gewagt. „Wir erreichen damit mehr Bürger, Unternehmen werden produktiver, und daraus resultieren mehr Steuereinnahmen“, sagte Palling. Seit fast zehn Jahren erproben die Esten die Blockchain-Technik. Im Einsatz ist sie seit 2012 landesweit im Gesundheitswesen und an den Zivil- und Handelsgerichten. „Für viele Rechtsfragen brauchen wir keinen Anwalt mehr“, sagte Palling – auf der Legal (R)evolution wird sein Kommentar als Aufforderung verstanden, aktiv mit der Herausforderung Legal Tech umzugehen.

### ANZEIGE

## Vermögensaufbau vom Profi

Der Online-Vermögensverwalter Scalable Capital setzt auf ETFs und ein wissenschaftlich fundiertes Risikomanagement



Prof. Dr. Stefan Mittnik, Gründer & Wissenschaftlicher Beirat

Die Zinsen sind mickrig. Das Rentensystem ist in Schiefelage geraten. Da sind die Bundesbürger selbst gefordert, sich finanziell abzusichern. Doch beim Vermögensaufbau scheitern viele. Warum? Erstens weil sie das Thema oft auf die lange Bank schieben. Zweitens weil sie nicht an den Börsen investieren, und selbst wenn sie es tun, fehlt die richtige Strategie. Und drittens: Nur sehr wenige Investoren halten beim Anlegen lange genug durch. Hier hilft der digitale Vermögensverwalter Scalable Capital – durch den Einsatz modernster Technologie. Privat Anleger kommen ab einer Anlagensumme von 10.000 Euro in den Genuss eines Portfoliomanagements, das bisher Profis vorbehalten war. Wie es funktioniert, erklärt Scalable-Mitgründer Stefan Mittnik, der zugleich Professor für Finanzökonomie an der Ludwig-Maximilians-Universität in München ist.

### Herr Professor Mittnik, was macht Scalable Capital?

Wir sind eine Online-Vermögensverwaltung. Für jeden Kunden stellen wir ein global gestreutes ETF-Portfolio zusammen. ETFs sind kostengünstige Fonds, die einen Wertpapier-Index nachbilden, zum Beispiel den DAX.

www.scalable.capital

Der Wert einer Vermögensanlage kann sowohl steigen als auch fallen. Anleger müssen deshalb bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals hinzunehmen. Anlageergebnisse aus der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Weitere Informationen hierzu finden Sie auf unserer Website.

scalable  
.CAPITAL