

Weitere Zinssenkung bei Ratssitzung am heutigen Donnerstag erwartet

# EZB unter Zugzwang

Neue Maßnahmen zur Verbesserung der Liquiditätsversorgung

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) dürfte bei der Sitzung in dieser Woche erneut seine Leitzinsen senken. Offen ist jedoch, ob der Leitzins wie im November erneut um 0,25 Punkte gesenkt wird oder ob der Zinsschritt dieses Mal größer ausfällt. Volkswirte erwarten mehrheitlich, dass der Hauptrefinanzierungssatz auf 1,00 % reduziert wird.

Dafür sprechen auch die seit dem vergangenen Monat veröffentlichten Konjunkturdaten sowie die Kommunikation ihres neuen Präsidenten Mario Draghi. Denkbar sind ferner neue Maßnahmen zur Verbesserung der Liquiditätsversorgung der Banken. Nicht zu erwarten ist dagegen die von manchen Marktakteuren erhoffte Ankündigung umfangreicher Staatsanleihekäufe.

Die EZB hatte ihren geldpolitischen Schlüsselsatz im November unerwartet um 25 Basispunkte auf 1,25 % gesenkt und dies mit den krisenbedingt eingetribenen Konjunkturaussichten begründet. Präsident Draghi hatte zudem die Erwartung geäußert, dass der Druck auf Preise und Löhne abnehmen und die Inflationsrate bis Mitte kommenden Jahres unter 2 % sinken werde. Bisher ist von einem abnehmenden Inflationsdruck zumindest auf der Verbraucherenebene aber nichts zu spüren.

Die Verbraucherpreise im Euroraum stiegen im November wie schon im Vormonat mit einer Jahresrate von 3,0 %. Die EZB ist auf die Bewahrung mittelfristiger Preisstabilität verpflichtet, die sie bei einer Inflationsrate von knapp 2% gegeben sieht. Allerdings deuten andere Daten auf einen schwächeren Preisdruck. So verringerte sich im Oktober überraschend das Geldmengenwachstum, der von der EZB favorisierte Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung und die Erzeugerpreissteigerung ging zurück.

Hinsichtlich des Wachstums gab es neue negative Nachrichten. Der Einkaufsmanagerindex für die Privatwirtschaft des Währungsgebiets lag im November bei 47,0

Punkten und schrumpfte damit zum dritten Mal in Folge. Dabei verzeichneten erstmals seit Juli 2009 alle vier Schwergewichtsländer eine rückläufige Wirtschaftsleistung. Der Index der Wirtschaftsstimmung sank zum neunten Mal in Folge und die Arbeitslosenquote kletterte im Oktober auf ein Allzeithoch von 10,3 %.

Widerspiegeln werden sich diese Rahmenbedingungen in den neuen Projektionen für Wachstum und Inflation, die die EZB-Experten gemeinsam mit jenen der nationalen Zentralbanken des Eurosystems errechnet haben. Zuletzt hatten die EZB-Stabprojektionen für 2011 und 2012 ein Wirtschaftswachstum von 1,6 % und 1,3 % für 2011 und 2012 beinhaltet und jahresdurchschnittliche Inflationsraten von 2,6 % und 1,7 %.

Draghi hatte schon bei der Pressekonferenz im November klar gesagt, dass eine deutliche Senkung der bisherigen Projektionen zu erwarten sei. Die Frage ist: Hat die EZB hierauf nach eigener Einschätzung mit einer einzigen Zinssenkung schon ausreichend reagiert?

## Draghi: Abwärtsrisiken haben zugenommen

Präsident Draghi scheint einer weiteren Zinssenkung nicht abgeneigt. Bei der Vorstellung des EZB-Jahresberichts im Europaparlament sagte er am Donnerstag, die Abwärtsrisiken für den Wachstumsausblick hätten zugenommen, was den Kosten-, Lohn- und Preisdruck mindern dürfte. Wörtlich sagte er: „Wie Sie wissen, wird die EZB-Geldpolitik ständig vom Ziel der Aufrechterhaltung mittelfristiger Preisstabilität im Euroraum geleitet. Und wenn ich das sage, meine ich Preisstabilität in jeglicher Richtung.“

In Bezug auf die Liquiditätsversorgung der Banken halten einige Beobachter eine abermalige Laufzeitverlängerung bei Refinanzierungsgeschäften auf bis zu drei Jahre für denkbar. Anzeichen hierzu hat es in jüngster Zeit keine gegeben. Vielfach wird aber



Als sicher gilt, dass die EZB bei ihrer zweiten Sitzung unter Führung des Italieners Mario Draghi an diesem Donnerstag die Zinsen erneut senken wird. (FOTO: REUTERS)

die am Mittwoch verfügte Senkung der Zinssätze für Dollar-Swaps von Zentralbanken als Hinweis darauf gesehen, dass die Zentralbanken bereit sind, den Banken das Leben weiter zu erleichtern.

Noch längerfristige Repo-Geschäfte würden allerdings die langfristige Bindung von Papieren bedeuten, die die EZB als Repo-Sicherheit akzeptiert. Dabei verfügen gerade die besonders hilfsbedürftigen Instituten nicht über ausreichend solcher Papiere. Manche Beobachter meinen deshalb, dass die EZB auch eine Erweiterung ihrer Repo-Sicherheitsliste beschließen wird.

Spannend bleibt die Frage, wie die EZB mit den immer lauter werdenden Forderungen nach verstärkter Staatsanleihekäufen umgehen wird. Draghi äußerte sich am Donnerstag vergangener Woche im Europaparlament hierzu nicht ganz eindeutig. Einerseits sagte er, man solle von der EZB nichts fordern, was nicht in den Verträgen stehe. Andererseits deutete er an, dass die Wiederherstellung des Vertrauens in die Staatsfinanzen zwar Regierungssache sei, dass aber danach auch „andere Elemente“ denkbar seien. Es komme auf die Reihenfolge an, so der EZB-Präsident. (DJN)

## Armut: ein Thema in Luxemburg?

Die Kolumne der „Luxembourg School of Finance“

Die extreme Armut und den Hunger in der Welt auszumessen, ist Ziel Nummer Eins der Vereinten Nationen. Auf den ersten Blick kein Thema für Luxemburg, meint man. Beim näheren Hinsehen stellt sich aber heraus, dass es selbst in Luxemburg ein Armutproblem gibt: Der neue EU-2020 Index für Armut und Ausgrenzung ist nämlich zwischen 2008 und 2009 von 15,5 auf 17,8 Prozent gestiegen (Statec: Regards 3-2011, Paul Zahlen). Andere europäische Länder sind sicherlich schlechter gestellt als Luxemburg, jedoch hier verringerte sich der Index zwischen 2008 und 2009 von 21,5 auf 21,1 Prozent.

Nun lehrt uns die Mikro-Ökonomie (Edgeworth Box angewandt auf die Wohlfahrtsökonomie), dass unter Marktbedingungen derjenige, der arm zur Welt kommt, auch arm stirbt. In diesem Fall ist arm oder reich wie folgt zu verstehen: arm oder reich an Gütern, die zu Marktpreisen getauscht werden können. Hierbei sind sowohl materielle Güter wie Vermögen gemeint, aber auch Intelligenz und Können, die über Löhne, die die Produktivität reflektieren, den Besitzer reich machen.

Wenn das Bestreben, Armut zu überwinden, ernst gemeint ist, kann also nur ein System helfen, das die bestehenden Güter bis zu einem gewissen Maß umverteilt. Wir wollen uns auf ein einfaches Schema konzentrieren, welches diese Umverteilung im Rahmen der Einkommensteuer vornimmt. Es gibt hier zwei klassische Systeme: die „Negative Income Tax“ (NIT) und „Guaranteed Minimum Income“ (GMI) heißen, letzteres ähnlich unserem revenu minimum garantié (RMG). Wenn NIT an keine weitere Bedingungen geknüpft ist als an die Residenzklause, so liegt ein Grundeinkommen vor.

Wir betrachten des Weiteren ein modifiziertes GMI, welches geringe Nebeneinkünfte nicht zu 100 Prozent anrechnet, wie beim RMG üblich, sondern zum Beispiel bloß zu 60 oder 70 Prozent, so dass sich ein Mehrerwerb in Verbindung mit GMI immer lohnt.

Legt man die Statistik der Europäischen Union über Einkommen und Lebensbedingungen zugrunde, eine Umfrage von 2008 für Haushalte (im Durchschnitt: 2,7 Personen), so erhält man eine ermittelte Verteilung der Netto-Einkünfte pro Monat nach Sozial-Transfers inklusive Pensionen und Abgaben inklusive Steuern. Es ergibt sich ein Median-Einkommen – das heißt, die eine Hälfte hat mehr und die andere weniger – von 4 172 Euro. Die 2001 vom EU-Gipfel in Laeken festgelegte Armutsgrenze beläuft sich auf 60 Prozent dieses Wertes, also etwa 2 500 Euro. Laut Umfrage liegen immerhin rund 18 Prozent der Haushalte unter dieser Grenze.

Werden nun die niedrigen Einkommen auf mindestens 2 500 Euro aufgestockt und Einkünfte bis zu einer Steuerfreigrenze von 4 000 Euro mit 62,5 Prozent (= 2500/4000) belastet, so ist zum Ausgleich ein zusätzlicher Steuersatz auf den Einkommen ab 4 000 Euro von 25,15 Prozent notwendig, ein erheblicher Betrag. Geht man bei einer zweiten Simulation aus von einem Mindesteinkommen von 2 000 und einer Steu-



Jean-Daniel Guigou

erfreigrenze von 3 000 Euro (Belastung der Einkünfte in diesem Bereich: 2000/3000 = 66,7 Prozent), so genügt eine zusätzliche Steuer von 7,47 Prozent. Das Modell reagiert also sehr empfindlich auf die Höhe des Mindesteinkommens sowie auf die Belastung von Zusatzverdiensten im steuerfreien Bereich (mit umgekehrtem Vorzeichen).

Es ist jedoch zu erwarten, dass die Einführung von zusätzlichen Sozialtransfers nach einem der beschriebenen Modelle auch die anfängliche Einkommensverteilung verändern wird.

Um die Sensibilität auf solche Effekte zu prüfen, habe ich zusammen mit meinem Luxemburger Koautor Adolphe J.P. Faber untersucht, wie sich eine gegebene Erhöhung des gesamten Finanzierungsbedarfs auf die zusätzliche Steuer auswirkt. Unter der Hypothese, dass sich bei der obigen zweiten Simulation der Gesamtbetrag der zusätzlichen Sozialtransfers um 10 Prozent erhöht, steigt die Zusatzsteuer von 7,47 auf 8,22 Prozent, also auch um zehn Prozent relativ. Das Modell ist also verhältnismäßig unempfindlich gegenüber sog. exogenen Einflüssen.

Soll also die Armut wirkungsvoll bekämpft werden, so sind zusätzliche Sozialtransfers unerlässlich. Vereinfachend wurde hier angenommen, dass es sich um zusätzliche Geldbeträge handelt. Dies ist aber zumeist der falsche Weg. Die Spezialisten sind nämlich davon überzeugt, dass die Empfänger genau identifiziert werden müssen (tagging) und die Verwendung der Gelder zu überprüfen ist (targeting). Sonst sind Missbräuche vorprogrammiert. Immerhin zeigt die Analyse der luxemburgischen Situation, dass das Vorhaben erreicht werden kann. Vorsicht ist jedoch geboten bei der Festlegung des zu erreichenden Mindesteinkommens sowie bei den Modalitäten einer eventuellen Durchführung.

Bleibt hinzuzufügen, dass das Europäische Parlament bei seiner Sitzung in Straßburg am 15. November 2011 mit großer Mehrheit eine nicht bindende Entschliebung über die Rolle eines Mindesteinkommens zur Überwindung der Armut angenommen hat (Ref: INI/2010/2039). Die Kommission wird beauftragt, an einer europäischen Gesetzgebung zu arbeiten.

Jean-Daniel Guigou ist Associate Professor an der Luxembourg School of Finance, dem Fachbereich Finanzen der Fakultät für Rechts-, Wirtschafts- und Finanzwissenschaften der Universität Luxemburg.

In Zusammenarbeit mit:



### Robeco Capital Growth Funds, SICAV

Incorporated under Luxembourg law; RCS Luxembourg B 58 959  
Registered office: L-1470 Luxembourg, 69, route d'Esch

#### Interim dividend announcement

In accordance with the current prospectus of the Company and under the law of Luxembourg, shareholders are advised that the Board of Directors has resolved to pay the following interim dividends in cash for the 2011/2012 financial year:

Sub-fund + share class	Interim dividend per share	TID per share <sup>1</sup>	In /Out of Scope <sup>2</sup>
Robeco Global Value Equities – B EUR shares	EUR 0.89	–	Out
Robeco European Conservative Equities – B EUR shares	EUR 0.75	–	Out
Robeco Property Equities – B EUR shares	EUR 0.16	–	Out
Robeco Emerging Conservative Equities – B EUR shares	EUR 1.21	–	Out
Robeco High Yield Bonds – BH EUR shares	EUR 0.34	EUR 0.04020000	In
Robeco Investment Grade Corporate Bonds – BH EUR shares	EUR 1.32	EUR 0.14768970	In
Robeco Euro All Strategy Bonds – BH EUR shares	EUR 0.91	EUR 0.03386295	In
Robeco Financial Institutions Bonds – BH EUR shares	EUR 1.28	EUR 0.03552128	In
Robeco Euro Government Bonds – CH EUR shares	EUR 1.54	EUR 0.02884288	In
Robeco Euro Sustainable Credits – BH EUR shares	EUR 1.20	EUR 0.05423357	In

<sup>1</sup> A taxable income per dividend (TID) as mentioned is included in the dividend.

<sup>2</sup> In Scope or Out of Scope for distributions within the meaning of the European Directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments (Savings Directive) as transposed into Luxembourg law.

The record date is 8 December 2011 and the shares will be quoted ex-dividend as from 9 December 2011. The interim dividends will be payable as from 16 December 2011. Dividends not collected within five years will lapse and accrue for the benefit of the Company in accordance with Luxembourg law. The principal paying agent in Luxembourg is: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., c/o. Dexia Banque Internationale à Luxembourg S.A., 69, route d'Esch, L-1470 Luxembourg.  
The Board of Directors

Luxembourg, 8 December 2011