

Währungspolitik

Werner Becker / Barbara Böttcher

Die Geld- und Währungspolitik wurde 2004/05 von einer dynamischen Weltkonjunktur und einem zeitweise starken Euro geprägt. Die wirtschaftliche Erholung im Euroraum fiel relativ bescheiden aus. Die Inflationsrate lag im Jahresdurchschnitt 2004 weiterhin bei 2 %. Die EZB beließ den Leitzins auf dem historisch niedrigen Niveau von 2 %. Die Budgetdefizite in Euroland stiegen 2004 im Schnitt nochmals leicht – auf 2,9 % – an. Der EU-Gipfel im März 2005 hat eine weit reichende Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts beschlossen. Dabei lag der Akzent klar auf einer größeren Flexibilität der nationalen Finanzpolitik, während das ursprüngliche Ziel der Sicherung der Budgetdisziplin weitgehend auf der Strecke blieb. Deutschland und Frankreich haben neue Anleihtypen aufgelegt. Von den zehn Ländern, die am 1. Mai 2004 der EU beigetreten sind, wollen lediglich die drei baltischen Länder und Slowenien den Euro zum frühestens möglichen Termin 2007 einführen. Hohe Budgetdefizite stellen für viele neue EU-Staaten die Haupthürde auf dem Weg zur EWU dar. Das Schicksal des europäischen Verfassungsvertrags ist nach dem negativen Ausgang der Referenden in Frankreich und den Niederlanden ungewiss.

Boomende Weltwirtschaft legt europäische Wachstumsschwäche offen

Die Weltwirtschaft verzeichnete mit knapp 5 % den höchsten Zuwachs des BIP seit fast drei Jahrzehnten. Allerdings schwächte sich die Dynamik der Weltwirtschaft im Jahresverlauf 2004 im Zuge hoher Ölpreise und steigender Dollarzinsen etwas ab. Starkes Wachstum verzeichneten Asien – darunter China allein 9,5 % – und die USA (4,5 %). Zwar waren die EWU-Länder wegen des starken Eurowechselkurses im Jahre 2004 weniger vom Anstieg des (dollarbasierten) Ölpreises betroffen als die USA und die Staaten mit einer festen Wechselkursbindung zum Dollar. So verteuerte sich das Öl im Jahr 2004 in Dollar gerechnet um 33 %, in Euro dagegen nur um 20 %. Dennoch betrug die Wachstumsrate im Euro-Raum im Jahre 2004 lediglich 1,7 %. Damit lag sie aber deutlich über dem Vorjahreswert von 0,5 %.

Deutschland drückte mit einem BIP-Zuwachs von 1,6 % erneut den Durchschnitt von Euroland. Bei guter Exportkonjunktur blieb die Binnennachfrage in Deutschland ungeachtet der Umsetzung bedeutender Teile der Agenda 2010 schwach. Das Wachstum Deutschlands war ausschließlich den belebenden Effekten der Weltkonjunktur auf den Export zu verdanken. Bei etwas nachlassender Dynamik der Weltwirtschaft liegen die Wachstumsprognosen für 2005 in Euroland leicht, im Falle Deutschlands hingegen deutlich unter den Vorjahreswerten.

Der Höhenflug des Euro wird jäh unterbrochen

Der Euro wertete 2004 gegenüber den 23 Währungen wichtiger Handelspartner im gewogenen Schnitt um gut 3 % auf, um sich dann bis zur Jahresmitte 2005 seitwärts zu bewegen. Dahinter verbergen sich unterschiedliche Wechselkursentwicklungen. Der Euro erreichte im Januar 2005 gegenüber den US-Dollar einen historischen Spitzenwert von 1,37 US-Dollar/Euro, nachdem er im Mai 2004 auf 1,18 US-Dollar/Euro und damit den niedrigsten Stand des Jahres gefallen war. Der Euro gewann 2004 gegenüber dem Dollar per saldo fast 10 % an

Wert, wobei das weiter zunehmende US-Leistungsbilanzdefizit eine wichtige Rolle spielte. Während der Euro auch gegenüber dem Yen (um 3,5 %) zulegte, verlor er gegenüber den Währungen von einigen neuen EU-Mitgliedsländern, die von guter Konjunktur und dem Beitrittsbonus profitierten. Nach dem Januar 2005 sank der Eurowechselkurs gegenüber dem Dollar unter Schwankungen bis auf etwa 1,20 US-Dollar/Euro im Juni. Dabei kamen dem Dollar die wachsende Zinsattraktivität der USA und die zunehmende Unsicherheit über die Zukunft Europas nach dem französischen und niederländischen Nein zum europäischen Verfassungsvertrag zugute.

Die Forderung der G-7 und insbesondere der USA, dass China eine größere Wechselkursflexibilität – sprich eine Aufwertung des Yuan – zulassen sollte, um so einen Beitrag zum Abbau des hohen bilateralen Leistungsbilanzüberschuss gegenüber den USA zu leisten, wurde nicht erfüllt. Hieran hat der Übergang zu einem neuen Wechselkursregime Ende Juli 2005 – und die Yuanaufwertung gegenüber dem Dollar um ca. 2 % – wenig geändert. China wehrte sich u. a. deshalb gegen eine starke Aufwertung des Yuan, weil es befürchtet, dass seine Exportunternehmen an Wettbewerbsfähigkeit einbüßen und damit ihre Fähigkeit, Bankkredite zurückzuzahlen, beeinträchtigt werden könnte. China, aber auch andere asiatische Länder haben mittels massiver Dollarkäufe an den Devisenmärkten einer Höherbewertung ihrer Währung entgegengewirkt. Allerdings stellte Japan seine Interventionen ab April 2004 ein. Alle asiatischen Länder zusammengenommen erhöhen im Jahre 2004 ihre Dollardevisenreserven um etwa US-Dollar 530 Mrd. und finanzierten damit etwa drei Viertel des US-Leistungsbilanzdefizits. Auch im ersten Halbjahr 2005 trugen asiatische Notenbanken zur US-Leistungsbilanzfinanzierung maßgeblich bei. Für die Länder der Europäischen Währungsunion besteht weiterhin das Risiko, dass der Euro die Hauptlast der Wechselkursanpassung des Dollar tragen muss, wenn die Länder Asiens gegenüber dem US-Dollar nicht oder nur wenig aufwerten wollen.

Internationale Leistungsbilanzungleichgewichte bergen Risiken

Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte haben 2004 weiter zugenommen. Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit erreichte im Jahr 2004 etwa US-Dollar 670 Mrd. oder 5,7 % des amerikanischen BIP. Dem stehen hohe Überschüsse in den Schwellenländern Asiens und Japans gegenüber. Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets weist aber lediglich ein leichtes Plus von 0,5 % des BIP auf. Im Zuge des anhaltenden Wachstums in den USA wird 2005 mit einer weiteren Ausweitung des Leistungsbilanzfehlbetrages auf ca. 6,25 % gerechnet. Derartig hohe US-Leistungsbilanzdefizite sind problematisch und nach Meinung vieler Experten nicht dauerhaft tragfähig. Es besteht vor allem das Risiko, dass es zu abrupten Kursrückgängen des Dollar kommt und die USA höhere Zinsen bieten müssen, um eine reibungslose Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits zu gewährleisten. Niedrigere Dollarkurse würden die Konjunktur in Europa und anderswo belasten. Zudem könnten höhere Dollarzinsen das Wachstum in den USA und in der übrigen Welt dämpfen. Ausgesprochen unsicher ist aber, wann und ob dieses Risiko eintritt.

Um die Gefahren des hohen US-Leistungsbilanzungleichgewichts zu begrenzen, ist die Wirtschaftspolitik in den USA, in Europa und Asien gefordert, einen Beitrag zu seinem Abbau zu leisten. In die richtige Richtung wirkt die US-Geldpolitik, die seit der Jahresmitte 2004 in mehreren kleinen Schritten gestrafft wurde. Dies stärkt die Zinsattraktivität des Dollar und erleichtert die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits. Zudem wäre eine Rückführung des US-Budgetdefizits wünschenswert, das 2004 3,5 % des BIP betrug. Aber auch die Handelspartner der USA müssen ihre Hausaufgaben machen. Die Länder der Europäischen Wäh-

rungsunion sollten für mehr Wachstum sorgen und die asiatischen Staaten mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen eine stärkere Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem Dollar zulassen.

Geldpolitik der EZB fährt zinspolitisch geradeaus

Die Verbraucherpreise im Euro-Gebiet sind 2004 im Jahresdurchschnitt um 2,1 % gestiegen. Damit lagen sie zum fünften Mal in Folge etwas über der von der EZB definierten Stabilitätsmarke. Danach liegt Preisstabilität vor, wenn die Inflationsrate unter, aber nahe bei 2 % liegt. Lässt man allerdings einige Sonderbelastungen, wie etwa die Energie- und Heizölpreise außer Acht, betrug der Anstieg letztes Jahr lediglich 1,5 %. Seit Jahresbeginn 2005 bewegten sich die Inflationsraten um 2 %. Die EZB ließ ihre Leitzinsen unverändert. Der Leitzins für das Hauptrefinanzierungsgeschäft betrug damit seit Juni 2003 2 %. Ungeachtet des hohen Ölpreises sah die EZB im Jahresverlauf 2004 und im ersten Halbjahr 2005 aufgrund des schwachen Wachstums, zurückhaltender Lohnentwicklung und hohem globalen Wettbewerbsdruck mittelfristig keine Bedrohung der Preisstabilität. Diese Beurteilung wird von den Märkten weitgehend geteilt. Am langen Ende des Marktes für Bundesanleihen gingen die Zinsen 2004 per saldo leicht, im ersten Halbjahr 2005 dann spürbar zurück und erreichten im Juni mit gut 3 % einen historischen Tiefstand. Die Geldpolitik der EZB war zeitweise Gegenstand von Zinssenkungserwartungen. Eine Rücknahme der Sätze wurde immer dann seitens der Märkte antizipiert und von einigen Regierungen gefordert, wenn ein hoher Eurowechselkurs die mäßige Konjunktur in Euroland bedrohte – wie um die Jahreswende 2004/05 – oder wenn die Aufschwungserwartungen wieder einmal enttäuscht wurden, wie z.B. vor und nach dem negativen Ausgang der Verfassungsreferenden in Frankreich und den Niederlanden Ende Mai / Anfang Juni 2005. Wenig Aufmerksamkeit an den Märkten fanden hingegen die Befürworter höherer Notenbankzinsen, die argumentierten, dass die Liquiditätsbereitstellung der EZB seit geraumer Zeit zu reichlich bemessen sei. Dies würde künftig zu höheren Inflationsraten führen und der Bildung von Blasen an den Vermögenmärkten, insbesondere an den Immobilienmärkten – wie in Frankreich und Spanien sichtbar – Vorschub leisten. Allerdings ist der Immobilienmarkt in Deutschland nicht von Überhitzungen betroffen. Dies gilt auch für die Aktienmärkte in den EWU-Ländern.

In der Berichtszeit wurde das Problem intensiv diskutiert, dass die Geldpolitik der EZB nicht zur Konjunkturlage in allen Mitgliedsländern passt („one-size-fits-all“-Problem). Vor allem wurde die These aufgestellt, dass Deutschland in der Währungsunion seinen Zinsvorteil verloren hätte und unter einer zu restriktiven Geldpolitik der EZB zu leiden hätte. Diese These ist aber nicht zutreffend, da die Realzinsen in Deutschland auf Leitzinsbasis in den Jahren 2004/05 nur leicht positiv waren, d.h. die Nominalzinsen keine Konjunkturbremse darstellten. Auch die langfristigen Realzinsen sanken in der Berichtszeit unter 1,5 % und lagen damit unter dem langfristigen Korridor von 2-4 Prozentpunkten. Der durch die Währungsunion bewirkte Zinsrückgang in den Partnerländern hat dort das Wachstum gestärkt, wovon Deutschland wiederum durch höhere Exporte profitiert. Vielmehr hängt die Wachstumsschwäche in Deutschland, aber auch in mehreren EWU-Partnerländern, mit unerledigten Strukturproblemen zusammen.

Neuer Schlüssel beim gezeichneten Kapital der EZB

Der Schlüssel, nach dem die nationalen Notenbanken des Europäischen Systems der Zentralbanken ihre Anteile am Kapital der EZB zeichnen, wurde im Rahmen des Fünfjahresturnus

im Januar 2004 erstmals angepasst. Eine weitere Anpassung erfolgte im Mai 2004 anlässlich der Erweiterung der EU um zehn neue Mitgliedsländer. Das gezeichnete Kapital der EZB erhöht sich künftig automatisch, wenn ein neues Land der EU beitrifft. Die Anpassungen des Schlüssels führten zu einer Verringerung des Anteils der Bundesbank am gezeichneten Kapital der EZB von 24,5 % auf 21,1 %. Zudem verminderten sich die Währungsreserven, die Bundesbank an die EZB zu übertragen hat, per saldo von 12,2 Mrd. Euro auf 11,8 Mrd. Euro. Der Jahresabschluss 2004 der EZB weist – hauptsächlich aufgrund von Wertberichtigungen auf Dollarwährungsreserven – einen Verlust von 1,6 Mrd. Euro auf, wobei auf die Bundesbank – entsprechend ihrem Anteil am gezeichneten Kapital der EZB – 0,4 Mrd. Euro entfallen. Der Jahresüberschuss der Bundesbank von 0,7 Mrd. Euro wurde in voller Höhe an den Bund abgeführt.

Im März 2004 haben 15 europäische Notenbanken – darunter die EZB und die erstmals die Bundesbank – ein neues Fünfjahresabkommen über Goldverkäufe am Markt für die Zeit vom September 2004 bis September 2009 geschlossen. Die beteiligten Notenbanken dürfen danach jährlich nicht mehr als 500 Tonnen Gold und insgesamt 2500 Tonnen aus ihren Beständen verkaufen, um den Goldmarkt zu schonen. Die jährliche Quote der Bundesbank beträgt 125 Tonnen. Die Bundesbank hat im Dezember 2004 allerdings beschlossen, im ersten Jahr des Abkommens kein Gold am Markt zu verkaufen und lediglich 8 Tonnen Gold an das Bundesfinanzministerium für das regelmäßige Goldmünzprogramm zu veräußern. Die EZB hat Ende März den Verkauf von 47 Tonnen für das erste Jahr des Goldabkommens mitgeteilt.

Reform verwässert den Stabilitäts- und Wachstumspakt

Obwohl der Stabilitäts- und Wachstumspakt zu den Grundpfeilern der Währungsunion gehört, war er in den vergangenen Jahren Gegenstand heftiger Kritik und kontroverser Debatten. Der Vorwurf lautete, dass die Spielregeln des Paktes zu rigide wären, das Wachstum behindern und prozyklisch wirken würden. Hauptkritikern und Urheber der Reformbestrebungen waren vor allem Deutschland und Frankreich, die 2004 die Budgetschwelle von 3 % zum dritten Mal in Folge überschritten hatten. Beide Länder laufen Gefahr, ihre Zusage zu brechen, 2005 die 3 %-Marke einzuhalten.

Der europäische Rat hat sich schließlich auf dem Brüsseler Gipfel im März 2005 auf eine grundlegende Reform des Stabilitätspaktes verständigt. Die beschlossene Reform umfasst zweckmäßige und problematische Elemente. Positiv ist, dass die beiden finanzpolitischen Kriterien – die Schwellen von 3 % des BIP für das Budgetdefizit und von 60 % für den Schuldenstand – unangetastet blieben. Positiv ist auch die Verpflichtung, in wirtschaftlich guten Zeiten die Budgetkonsolidierung zu verstärken und bei der Festlegung des mittelfristigen nationalen Budgetziels den staatlichen Schuldenstand zu berücksichtigen. Ziel der Stärkung des präventiven Armes des Paktes ist es, budgetpolitischen Fehlentwicklungen frühzeitig entgegenzuwirken. Voraussetzung ist allerdings ein entsprechender politischer Wille.

Bedauerlicherweise überwiegen aber die problematischen Elemente. An der Entscheidungsstruktur im ECOFIN-Rat bei Beurteilung einer unsoliden Budgetposition hat sich nichts verändert, da Budgetsünder weiterhin über Budgetsünder entscheiden – wie z.B. bei der Aussetzung des Defizitverfahrens gegen Deutschland und Frankreich im November 2003. Die Paktreform hat die vertraglich vorgesehenen Ermessungsspielräume des Ecofin-Rates erheblich ausgeweitet. Die Liste der außergewöhnlichen und vorübergehenden Faktoren, bei denen trotz Überschreitens der 3 %-Grenze kein Verfahren wegen eines exzessiven Defizits einge-

leitet wird, wurde um den Tatbestand einer länger anhaltenden Stagnation bzw. eines anhaltend schwachen Wachstums verlängert.

Auch die Liste der „sonstigen einschlägigen Faktoren“ wurde teilweise konkretisiert. Hierzu gehören nicht nur die Beurteilung der mittelfristigen Konjunkturentwicklung, sondern auch bestimmte Ausgabenkategorien wie z.B. die Kosten für die Einigung Europas sowie Maßnahmen zur Förderung von Innovationen, Forschung und Entwicklung. Gleichzeitig wird betont, dass generell alle Faktoren zu berücksichtigen sind, die „aus der Sicht des betreffenden Mitgliedstaates von Bedeutung sind“. Besondere Aufmerksamkeit wird schließlich Strukturreformen – z.B. im Rentensystem – gewidmet. Die Paktreform erlaubt zudem eine Verlängerung des Anpassungspfades bei einem übermäßigen Defizit, der über den bisherigen zeitlichen Korrekturrahmen von einem Jahr hinausgeht.

Problematisch ist, dass diese lange Liste jedem Land eine Rechtfertigung bietet, die Budgetdisziplin in der Währungsunion zu missachten und ein eigentlich fälliges Defizitverfahren mit den notwendigen Korrekturmaßnahmen zu verhindern. Statt einen Beitrag zur Sicherung der Budgetdisziplin zu leisten, wird bei der Reform die Flexibilität überbetont und der Willkür Tür und Tor eröffnet. Die Paktreform kommt just zu einer Zeit, in der absehbar ist, dass weitere Länder wie Italien und Portugal mit wachsenden Budgetproblemen konfrontiert sind. Die Europäische Kommission hat für beide Länder im Juni 2005 ein Defizitverfahren eingeleitet, bei denen die neuen Regeln bereits zur Anwendung kommen. Schließlich gibt die Paktreform kein gutes Beispiel für die neuen EU-Länder. Ein Sonderfall ist allerdings Griechenland, das nach dem statistischen Offenbarungseid von 2004 bereits über mehrere Jahre übermäßige Defizite aufwies, aber inzwischen notwendige Korrekturmaßnahmen auf den Weg gebracht hat. Ob diese ausreichen, wird man sehen müssen.

Neue Instrumente der Budgetfinanzierung

Frankreich und Deutschland haben 2004/2005 den Markt für staatliche Schuldverschreibungen durch die Nutzung bzw. Ankündigung neuer Finanzierungsinstrumente bereichert. In diesem Zusammenhang ist zunächst die Emission einer französischen Staatsanleihe mit fünfzigjähriger Laufzeit im Februar 2005 zu nennen. Frankreich war damit das erste Industrieland seit 45 Jahren, das eine derart langfristige Anleihe begab. Die Platzierung war ein Erfolg. Vor allem Versicherungen und Pensionsfonds gehörten zu den Käufern, denn sie sind vom Gesetzgeber dazu angehalten, ihre langfristigen Verbindlichkeiten bei Lebensversicherungen und Renten mit langfristigen Instrumenten abzudecken.

In Deutschland wurden 2004 die rechtlichen Voraussetzungen geschaffen, um inflationsindexierte Anleihen (die z.B. in Frankreich seit langem etabliert sind) und Fremdwährungsanleihen zu begeben. Bei ersteren wird durch regelmäßige Anpassung an die Inflationsrate dem Kaufkraftverlust entgegengewirkt. Diese Anlageform ist z.B. für die Altersvorsorge gut geeignet. Für den Emittenten besteht das Risiko, dass bei unerwartet hoher Inflation die Zins- und Tilgungsbelastungen übermäßig ansteigen. Während die Bundesregierung bis Juni 2005 auf das Begeben von indexierten Anleihen verzichtet hat, hat sie eine erste Fremdwährungsanleihe in Dollar erfolgreich emittiert und durch ergänzende Geschäfte mit derivativen Instrumenten vergleichsweise günstige Finanzierungsbedingungen erreicht. Auch die Bundesregierung erwägt, Bonds mit 50-jähriger Laufzeit zu begeben.

Neue EU-Länder mit unterschiedlichem Tempo auf dem Weg zum Euro

Die 10 Länder, die am 1. Mai 2004 der EU beigetreten sind, sind vertraglich verpflichtet, den Euro einzuführen, sobald sie die Konvergenzkriterien erfüllen. Der früheste Eintrittstermin für die Währungsunion wird durch das Wechselkurskriterium bestimmt, das eine mindestens zweijährige spannungsfreie Teilnahme am Wechselkursmechanismus (WKM) II. Von den zehn neuen EU-Ländern sind drei im Juni 2004 und weitere drei im Mai 2005 dem WKM II beigetreten. Damit füllt sich allmählich das „Wartezimmer zum Euro“. Derzeit wollen lediglich die drei baltischen Länder und Slowenien den Euro zum frühestens möglichen Termin 2007 einführen. Malta und Zypern beabsichtigen, ein Jahr später zu folgen. Die übrigen neuen EU-Länder wollen ihre eigenständige Währungspolitik vorerst noch nicht aufgeben und planen einen EWU-Beitritt frühestens für 2009/10. Haupthürde auf dem Weg zum Euro sind die hohen Budgetdefizite.

Ungewisses Schicksal für den europäischen Verfassungsvertrag

Nach den beiden ablehnenden Referenden in Frankreich und den Niederlanden Ende Mai bzw. Anfang Juni 2005 ist der europäische Verfassungsvertrag, der im Oktober 2004 unterzeichnet wurde, formal gescheitert, seine materielle Zukunft ist ungewiss. Der Europäische Rat hat auf dem Gipfel am 16./17. Juni eine „Zeit der Reflektion“ hinsichtlich des Ratifizierungsprozesses beschlossen. Die klare Ablehnung des europäischen Verfassungsvertrages in den beiden Gründungsländern der EU stellt zweifelsohne eine schwere Belastungsprobe für die EU dar. Dies gilt nicht nur, weil die Chance vertan wurde, die Entscheidungsstrukturen und damit die Handlungsfähigkeit der erweiterten EU zu stärken, sondern auch, weil die offensichtliche Vertrauenskrise weitere Integrationsschritte derzeit fraglich erscheinen lässt.

Der Verfassungsvertrag betrifft die Währungspolitik nur in Teilbereichen. Eine wichtige Veränderung wurde bereits im Vorgriff auf die Ratifizierung des Verfassungsvertrags umgesetzt: Die Euro-Gruppe hat den luxemburgischen Premier- und Finanzminister Jean-Claude Juncker per Januar 2005 zu ihrem Vorsitzenden für einen Zeitraum von zwei Jahren gewählt. Ungeachtet dessen waren die Referenden in Frankreich und den Niederlanden vor und nach der Entscheidung ein Thema für die Finanzmärkte. Insbesondere der Wechselkurs des Euro geriet zeitweise massiv unter Druck. Für die Länder an der Peripherie der Währungsunion, insbesondere in den neuen EU-Ländern innerhalb und außerhalb des WKM II sowie der Türkei erhöhte sich das Risiko, dass sich die Wechselkurse volatiler entwickeln und die Zinsspreads sich ausweiten. Vor dem Hintergrund der krisenhaften Entwicklung wurde zunehmend auch die Möglichkeit eines Auseinanderbrechens der Währungsunion diskutiert. Dieses Szenario erscheint jedoch wenig wahrscheinlich. Die Regierungen der EWU-Staaten stehen weiterhin zur Währungsunion. Ein Austritt wäre mit erheblichen politischen und ökonomischen Nachteilen verbunden. Beispielsweise stünde dem kurzfristigen (Export-)Vorteil einer Abwertung einer neuen nationalen Währung die starke Belastung mit deutlich höheren Zinsen für die Wirtschaft und die öffentlichen Haushalte gegenüber. Zudem würde die Einführung einer neuen nationalen Währung hohe Umstellungskosten verursachen.

Weiterführende Literatur

Werner Becker: Reform des Stabilitätspaktes – Lizenz zur Verschuldung, Deutsche Bank Research, EU-Monitor Nr. 23, Beiträge zur europäischen Integration 2005.

Bundesbank: Jahresbericht 2004.