



Auszug aus dem Jahresgutachten 2006/07

Geldpolitische Rahmenbedingungen im Euro-Raum
(Ziffern 216 bis 234)

könnte durch die Abschaffung des Referenzwerts gelöst werden, sobald genügend Erfahrungen mit monetären Inflationsprognosen gesammelt worden sind. Weitergehende Forderungen nach einer Erhöhung der Transparenz in der Entscheidungsfindung durch Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des EZB-Rats sind hingegen verfehlt.

Immobilienpreisblasen

- In vielen Ländern, darunter im Euro-Raum, sind die Preise von Immobilien in den letzten Jahren markant angestiegen. Auch wenn die Entwicklung im Euro-Raum insgesamt keine unmittelbare Gefahr von Vermögenspreiskorrekturen signalisiert, so bestehen doch in einzelnen Ländern Risiken einer Blasenbildung. Vermögenspreisblasen stellen Zentralbanken vor große Herausforderungen, da sie einerseits nur schwer zu identifizieren sind, andererseits aber bei einer schnellen Umkehr der Vermögenspreise – einem Platzen einer Blase – mit schwerwiegenden negativen Konsequenzen für die Realwirtschaft verbunden sein können. Die Strategie der Europäischen Zentralbank bietet prinzipiell einen flexiblen und angemessenen Analyserahmen, um längerfristige Risiken zu erkennen und darauf zu reagieren. Um die Stabilität des Finanzsystems zu sichern, stellen aufsichtsrechtliche Schritte geeignete Maßnahmen dar.

I. Geldpolitische Rahmenbedingungen: Europäische Zentralbank schwenkt auf neutralen Kurs ein

216. Wie die US-amerikanische und andere bedeutende Zentralbanken verfolgte auch die Europäische Zentralbank in diesem Jahr eine straffere Geldpolitik. Seit Ende letzten Jahres wurde der Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte in fünf Schritten um jeweils 25 Basispunkte auf zuletzt 3,25 % erhöht. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenfazilität wurden seitdem entsprechend auf 2,25 % beziehungsweise 4,25 % angehoben.

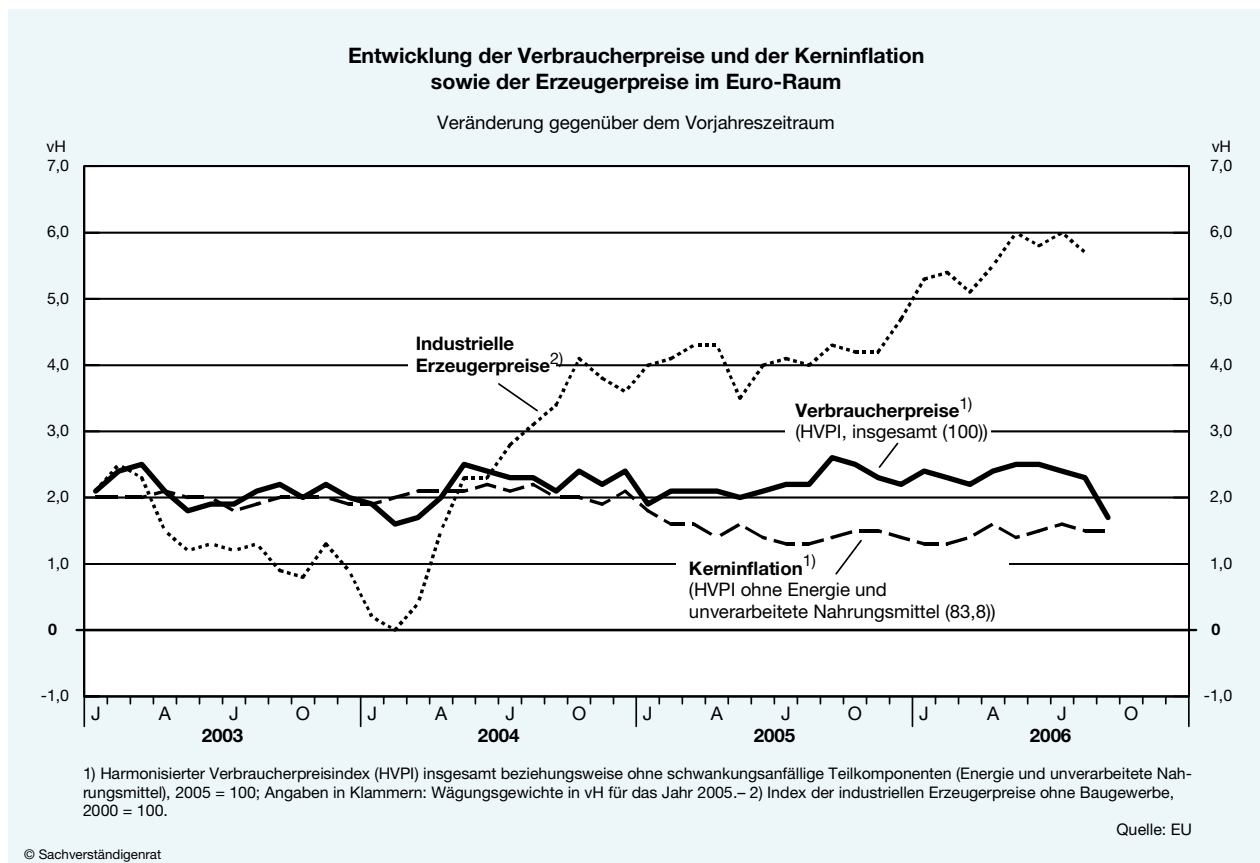
Trotz der Leitzinsanhebungen gingen von der Geldpolitik in diesem Jahr noch keine dämpfenden Effekte auf die konjunkturelle Entwicklung aus. Nach dem expansiven Kurs der vergangenen Jahre markierten die Zinserhöhungen vielmehr Schritte zu einer neutralen Geldpolitik. Sowohl das im historischen Vergleich nach wie vor über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg niedrige Niveau der realen und nominalen Zinssätze im Euro-Raum, das sich zudem in einem anhaltend starken Wachstum der Geldmenge und der Kreditvergabe an den privaten Sektor niederschlug, als auch der Monetary Conditions Index und die Ergebnisse einer Taylor-Regel-Schätzung deuten darauf hin, dass von der Geldpolitik im Euro-Raum weiterhin expansive Wirkungen ausgingen.

Wenngleich sich die Inflationsgefahren im Zuge des seit der Jahresmitte zu verzeichnenden Rückgangs der Ölpreise abgeschwächt haben, worauf auch die wieder gesunkenen mittelfristigen Inflationserwartungen hindeuten, weist die reichliche Liquiditätsausstattung bei kräftiger Kreditexpansion weiterhin auf Risiken für die Preisniveaustabilität hin. Zudem besteht nach wie vor die Gefahr, dass es bei einem Wiederanstieg der Ölpreise oder bei einem verstärkten Durchwirken vergangener Ölpreiserhöhungen zu Zweitrundeneffekten kommen könnte.

1. Ölpreisbedingter Preisanstieg – gedämpft durch Euro-Aufwertung

217. In den ersten neun Monaten stieg der **Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)** durchschnittlich um 2,3 vH gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum, wodurch das Ziel der Preisniveaustabilität, das nach der Definition der Europäischen Zentralbank erreicht ist, wenn die jährliche Steigerungsrate des HVPI mittelfristig „unter, aber nahe 2,0 %“ liegt, erneut verfehlt wurde (Schaubild 47). Maßgeblich hierfür waren vor allem die im Jahresverlauf zunächst weiterhin stark ansteigenden Ölpreise – in den ersten neun Monaten lag der HVPI-Teilindex für Energie durchschnittlich um rund 10 vH über dem jeweiligen Vorjahresniveau; der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck blieb hingegen trotz erster Anzeichen für ein allmähliches Durchwirken der hohen Energiekosten auf spätere Stufen der Produktionskette moderat. Auf der Ebene der Verbraucherpreise zeichnete sich seit Mitte letzten Jahres ein allmählicher Anstieg der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie ab, der auf zunehmende indirekte Ölpreiseffekte hindeuten könnte. Leicht dämpfende Effekte gingen hingegen von den Dienstleistungspreisen aus.

Schaubild 47



218. Der dominierende Einfluss der Energiepreise spiegelt sich zudem in der Differenz zwischen dem HVPI und der **Kerninflationsrate** – der Jahresveränderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie – wider. Im Gegensatz zum HVPI, der seit Mitte letzten Jahres stärkere Preisanstiege verzeichnete, blieb die Kerninflationsrate im Jahresverlauf weitgehend stabil. Sie betrug im Durchschnitt der ersten neun Monate 1,5 vH und signalisierte damit einen merklich niedrigeren Preisdruck. Vorschläge, vor diesem Hintergrund verstärkt die Kerninflationsrate

zur Abschätzung von Inflationsrisiken heranzuziehen, würden das Problem der adäquaten Messung der Inflation aber nur verlagern und sind daher abzulehnen (Kasten 11).

Kasten 11

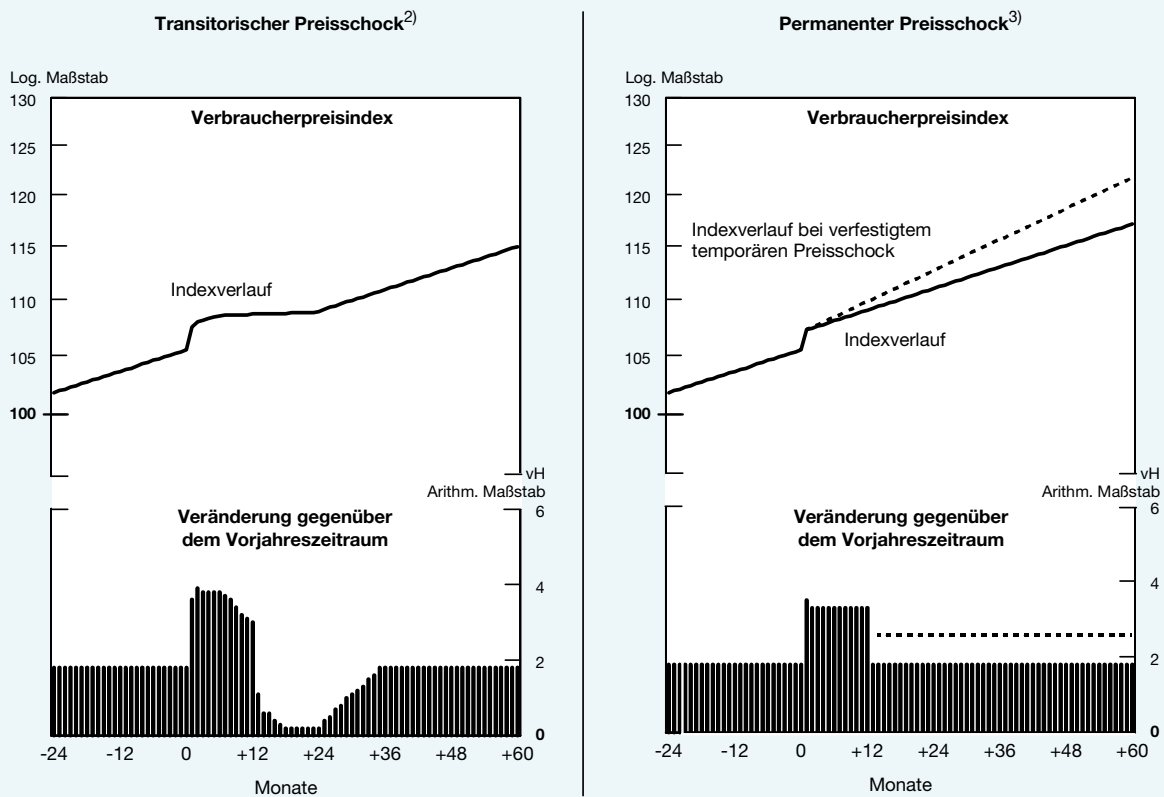
HVPI oder Kerninflationen: Woran soll die Inflation gemessen werden?

Angesichts der weiterhin niedrigen Kerninflationenrate, die auch im Verlauf des Jahres 2006 um rund einen Prozentpunkt unter der am HVPI gemessenen Inflationenrate blieb, und der zuletzt im Jahr 2005 beobachtbaren gegenläufigen Entwicklung dieser beiden Indikatoren, wird immer wieder argumentiert, dass die Europäische Zentralbank Preisrisiken aufgrund der Orientierung am HVPI tendenziell überschätze. Stattdessen solle die Europäische Zentralbank der Praxis der US-amerikanischen Notenbank folgen und sich verstärkt an der Kerninflationenrate orientieren.

Weit definierte Preisindizes wie der HVPI werden häufig von vorübergehenden und zufälligen Störungen beeinflusst, die sich in einer erhöhten Volatilität des Preisindex niederschlagen und die Interpretation der Preisbewegungen erschweren. **Vorübergehende (transitorische) Preisschocks** wie außergewöhnliche Preisschwankungen bei einzelnen Gütergruppen wie zum Beispiel bei saisonabhängigen Nahrungsmitteln oder Ölpreisen schlagen sich kurzfristig sowohl im Preisindex als auch in der Jahresinflationenrate nieder. Dauerhaft gehen hiervon aber auf beide Größen keine Effekte aus (Schaubild 48, linke Abbildung). Einen vorübergehenden Einfluss auf die Inflationenrate können **dauerhafte (permanente) Preisänderungen** haben, wie beispielsweise Anpassungen administrierter Preise, der Mehrwertsteuer oder anderer indirekter Steuern. Diese schlagen sich unmittelbar in einem sprunghaften Anstieg des Preisniveaus und der Inflationenrate nieder; letztere kehrt jedoch nach zwölf Monaten wieder auf ihr altes Niveau zurück (Schaubild 48, rechte Abbildung, durchgezogener Indexverlauf).

Die Berechnung von Kerninflationenraten zielt darauf ab, die ausgewiesene Teuerungsenrate um die Effekte temporärer Störungen zu bereinigen und so das Erkennen und die Interpretation des aktuellen allgemeinen Preistrends zu erleichtern. In der praktischen Anwendung gestaltet sich die Berechnung von Kerninflationenraten aufgrund von Abgrenzungsproblemen allerdings als schwierig, da vorübergehende Störungen des Preisgeschehens ex ante nicht eindeutig zu bestimmen sind. Es gibt daher keine allgemein anerkannte Definition einer Kerninflationenrate; vielmehr werden gleichzeitig verschiedene Messgrößen berechnet, die mitunter unterschiedliche Entwicklungen anzeigen (Europäische Zentralbank, 2005a; Stavrev, 2006). Bei der am häufigsten verwendeten Berechnungsmethode werden die Gütergruppen Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel aus dem Gesamtindex vollständig und dauerhaft herausgerechnet. Alternativ kann der Einfluss volatiler Komponenten auf den Gesamtindex aber auch durch die Verwendung von modifizierten Gewichten reduziert werden. Neben diesen beiden Ansätzen werden getrimmte Mittelwerte verwendet, bei denen jeweils diejenigen Komponenten herausgerechnet werden, die zu einem bestimmten Zeitpunkt die stärksten Preisausschläge verzeichnen. In diesem Fall variiert die Zusammensetzung des Index im Zeitablauf. Des Weiteren zählen auf Basis von dynamischen Faktormodellen berechnete Kerninflationenraten zu den statistischen Messgrößen.

Schaubild 48

Wirkungen eines transitorischen und permanenten Preisschocks auf die Inflationsrate¹⁾

1) Hypothetische Werte auf Monatsbasis.– 2) Preisschock zum Zeitpunkt $t=0$.– 3) Preis Anpassung zum Zeitpunkt $t=0$.

© Sachverständigenrat

Die Unsicherheit hinsichtlich der **Dauerhaftigkeit** der auf die Inflation wirkenden Schocks erscheint gerade in der gegenwärtigen Situation besonders groß. Dies gilt zum einen für die Ölpreisentwicklung, die sich aufgrund der höheren Nachfrage, vor allem durch China und andere Schwellenländer, sowie kurz- und mittelfristig nicht anpassbarer Raffinerie- und Förderkapazitäten als länger anhaltend erweisen könnte. Zum anderen gehen vom gestiegenen Wettbewerb auf den Weltmärkten, insbesondere vom Anstieg der Exporte Chinas, dämpfende Effekte auf die Preisentwicklung von gewerblichen Waren aus, bei denen ebenfalls fraglich ist, wie dauerhaft diese Effekte sind. Da beide Entwicklungen aber zumindest teilweise sehr eng verknüpft sind, erscheint es irreführend, nur einen Effekt, nämlich den Ölpreisanstieg, aus dem HVPI herauszurechnen. Neben der Schwierigkeit, die Dauerhaftigkeit von Schocks zu bestimmen, besteht zudem die Gefahr, dass sich auch vorübergehende Teuerungsimpulse verfestigen können. Dies wäre beispielsweise dann der Fall, wenn durch den Ölpreisanstieg Zweitrundeneffekte angestoßen würden, die sich dann auch im Preistrend niederschlagen würden (Schaubild 48, rechte Abbildung, gestrichelter Indexverlauf).

Darüber hinaus zeigt sich, dass Kerninflationsraten nicht zwangsläufig ein geeigneter Indikator für die künftige Preisniveaumentwicklung sind. Vielmehr war in der Vergangenheit häufig zu beobachten, dass die Kerninflationsrate der allgemeinen Inflationsrate nachlief. Ähnlich wie im Zeitraum der Jahre 1999 bis 2002, als der Anstieg des HVPI im Euro-Raum ebenfalls maßgeblich durch steigende Ölpreise bestimmt wurde, ist auch aktuell davon auszugehen, dass sich die Kerninflationsrate bei verstärkten indirekten Effekten weiter erhöhen dürfte.

Insgesamt ist bei der Interpretation von Kerninflationsraten somit Vorsicht angebracht. Aufgrund der Abgrenzungsprobleme sind diese Indikatoren nur begrenzt in der Lage, Hinweise auf die mittelfristige Preisniveaumentwicklung zu liefern. Es ist deshalb auch nicht ratsam, die Kerninflationsrate als alleinigen Maßstab zur Messung der Preisniveaustabilität zu verwenden. Im Rahmen einer breiteren Analyse können sie allerdings wertvolle Informationen über die Ursachen der Preisentwicklung liefern.

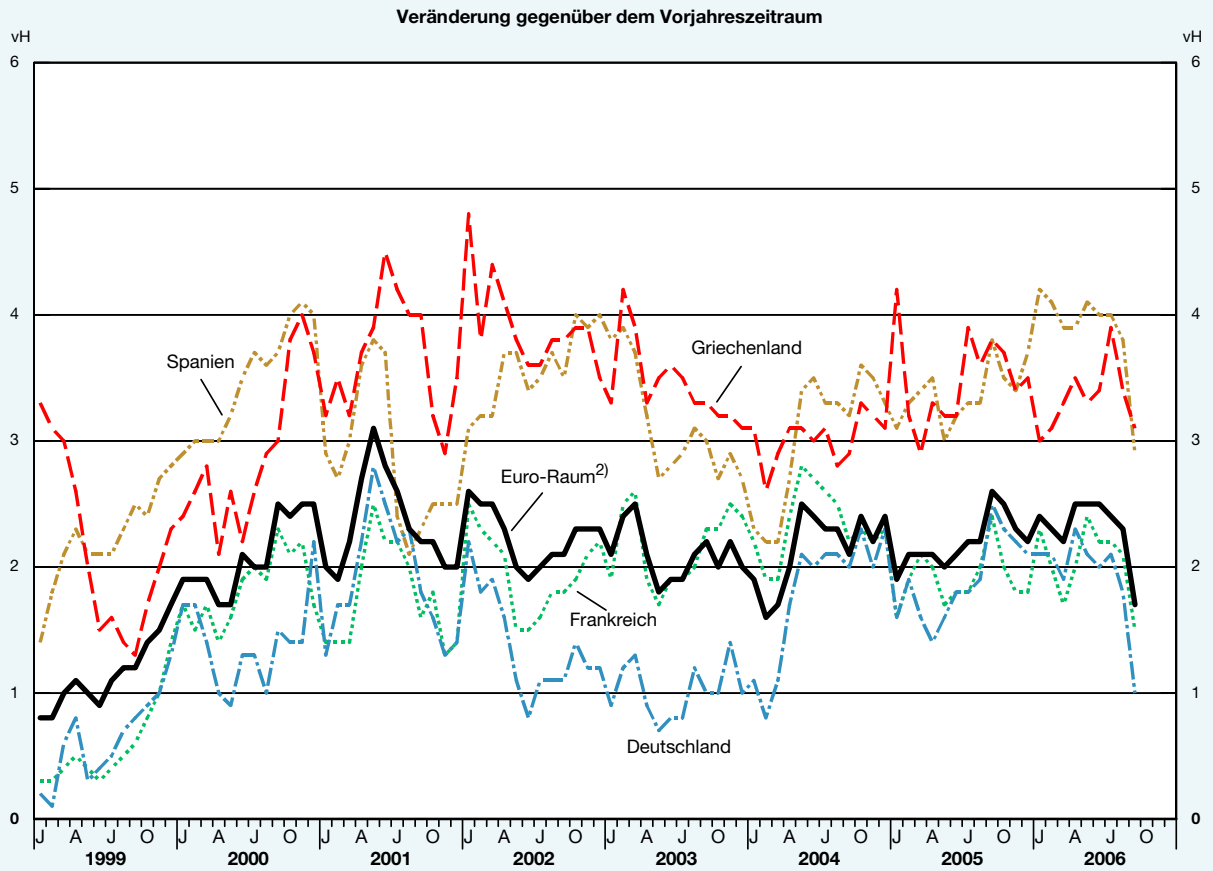
219. Auf ein stärkeres Durchwirken der gestiegenen Energiekosten auf nachgelagerte Produktionsstufen ließ die Entwicklung der **industriellen Erzeugerpreise** schließen. Diese stiegen in den ersten acht Monaten ölpreisbedingt mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 5,6 vH und übertrafen damit den während der letzten drastischen Ölpreissteigerungen in den Jahren 1999 und 2000 verzeichneten Höchststand. Wenngleich dieser Anstieg weiterhin maßgeblich von den Preisen für Energieprodukte bestimmt wurde, trugen zuletzt alle Komponenten der industriellen Erzeugerpreise zur Verteuerung bei. Stark ausgeprägt war der Preisanstieg bei den Vorleistungsgütern, darüber hinaus zeichnete sich jedoch seit Jahresbeginn auch ein leichter Anstieg bei den Konsumgüterpreisen ab. Neben diesen Hinweisen auf möglicherweise zunehmende indirekte Effekte gab es bis zuletzt allerdings keinerlei Anzeichen für das Auftreten von Zweitrundeneffekten in Gestalt einer Lohn-Preis-Spirale.

Stärkere indirekte Effekte des Energiepreisanstiegs auf die Verbraucherpreise lassen auch die Ergebnisse der Schätzung eines dynamischen Prognosemodells erwarten. Unter Verwendung der gleichen Methodik wie bei der Analyse verschiedener Konjunkturindikatoren im Jahresgutachten 2005/06 (Ziffern 744 ff.) sowie des ifo Geschäftsklimaindex (Ziffer 98, Kasten 4) wurde in diesem Zusammenhang die Prognosekraft der industriellen Erzeugerpreise für die Entwicklung des Verbraucherpreisindex im Euro-Raum untersucht. Insbesondere für Zeiträume zwischen 13 und 22 Monaten weisen die Erzeugerpreise eine signifikant bessere Prognosekraft auf als naive Prognosen. Infolge des seit Beginn dieses Jahres zu verzeichnenden beschleunigten Erzeugerpreisanstiegs wäre somit insbesondere im nächsten Jahr mit stärkeren Effekten auf den HVPI zu rechnen.

220. Die Preisniveaumentwicklung in den **Mitgliedsländern des Euro-Raums** verlief auch in diesem Jahr relativ heterogen (Schaubild 49). In den ersten neun Monaten des Jahres 2006 wiesen Spanien (3,9 vH), Luxemburg (3,5 vH) und Griechenland (3,4 vH) die höchsten durchschnittlichen Preissteigerungsraten auf; Deutschland lag mit 1,9 vH im unteren Drittel. Die gewichtete Standardabweichung der Inflationsraten im Euro-Raum erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr geringfügig; sie war aber deutlich niedriger als im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2003.

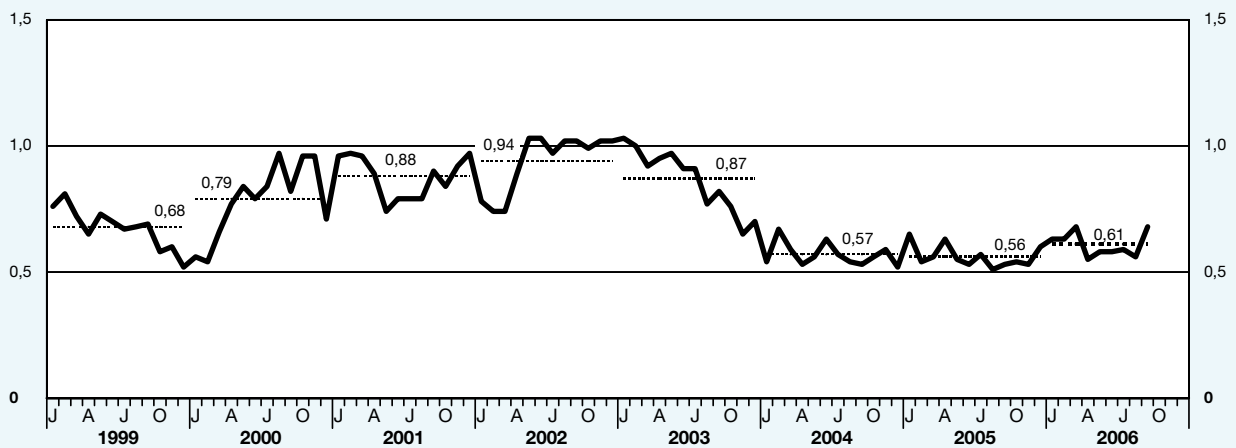
Schaubild 49

Entwicklung der Verbraucherpreise in Ländern des Euro-Raums¹⁾



Streuung der Inflationsraten im Euro-Raum
(gewichtete Standardabweichung)³⁾

— Monatswerte
..... Jahresdurchschnitte



1) Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) 2005 = 100.– 2) Bis 2000 ohne Griechenland.– 3) Berechnet mit den Ländergewichten im Harmonisierten Verbraucherpreisindex des jeweiligen Jahres.

Quelle: EU

221. Während die Preisniveauentwicklung im Euro-Raum durch den Anstieg der Energiepreise belastet wurde, ging vom **Wechselkurs** ein inflationsdämpfender Effekt aus. Nachdem der Euro gegenüber dem US-Dollar zu Jahresbeginn zunächst in einem engen Band um einen Kurs von 1,20 US-Dollar je Euro verharrt hatte, wertete er bis zur Jahresmitte kontinuierlich auf und erreichte im August Werte über 1,28 US-Dollar je Euro. Anschließend wertete der Euro wieder leicht ab und pendelte bis Oktober um Werte zwischen 1,25 und 1,28 US-Dollar je Euro. Insgesamt belief sich der Außenwert des Euro im Mittel der ersten zehn Monate auf 1,25 US-Dollar je Euro und lag damit leicht oberhalb des durchschnittlichen Vorjahresniveaus. Einen deutlichen Kursanstieg verzeichnete der Euro zudem gegenüber dem japanischen Yen; im Zuge des anhaltenden Aufwärtstrends erreichte der Kurs Ende August ein Niveau von rund 150 JPY je Euro, womit er knapp 10 vH oberhalb des Vorjahresdurchschnitts lag. In der Folge blieb der Kurs weiterhin auf diesem relativ hohen Niveau.

Maßgeblich bestimmt wurde die Entwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar durch die schwankenden Erwartungen hinsichtlich des geldpolitischen Kurses in den Vereinigten Staaten und im Euro-Raum. Während der US-Dollar zu Jahresbeginn zunächst von der erwarteten Fortsetzung des Zinserhöhungszyklus in den Vereinigten Staaten gestützt wurde, kehrten sich die Markterwartungen im Zuge der Leitzinserhöhungen der Europäischen Zentralbank um. Neben der Verringerung des Zinsdifferentials gaben die verbesserten Konjunkturaussichten dem Euro Auftrieb.

Der **nominale effektive Wechselkurs des Euro**, der als gewogener Durchschnitt der Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen von 23 Haupthandelspartnern errechnet wird, entwickelte sich weitgehend parallel zum bilateralen US-Dollar-Kurs und stieg ab März dieses Jahres deutlich an. Die Aufwertung seit Jahresbeginn betrug rund 3,5 vH. Trotzdem lagen aber sowohl der nominale als auch der reale effektive Wechselkurs im Durchschnitt der ersten neun Monate nur leicht oberhalb des durchschnittlichen Niveaus des Vorjahres.

Wie der Euro-Raum insgesamt verzeichnete auch **Deutschland** seit Jahresbeginn eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Gemessen am von der Deutschen Bundesbank berechneten Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf Basis der Verbraucherpreise fiel die reale Aufwertung gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern mit 0,9 vH allerdings deutlich schwächer aus als im gesamten Euro-Raum.

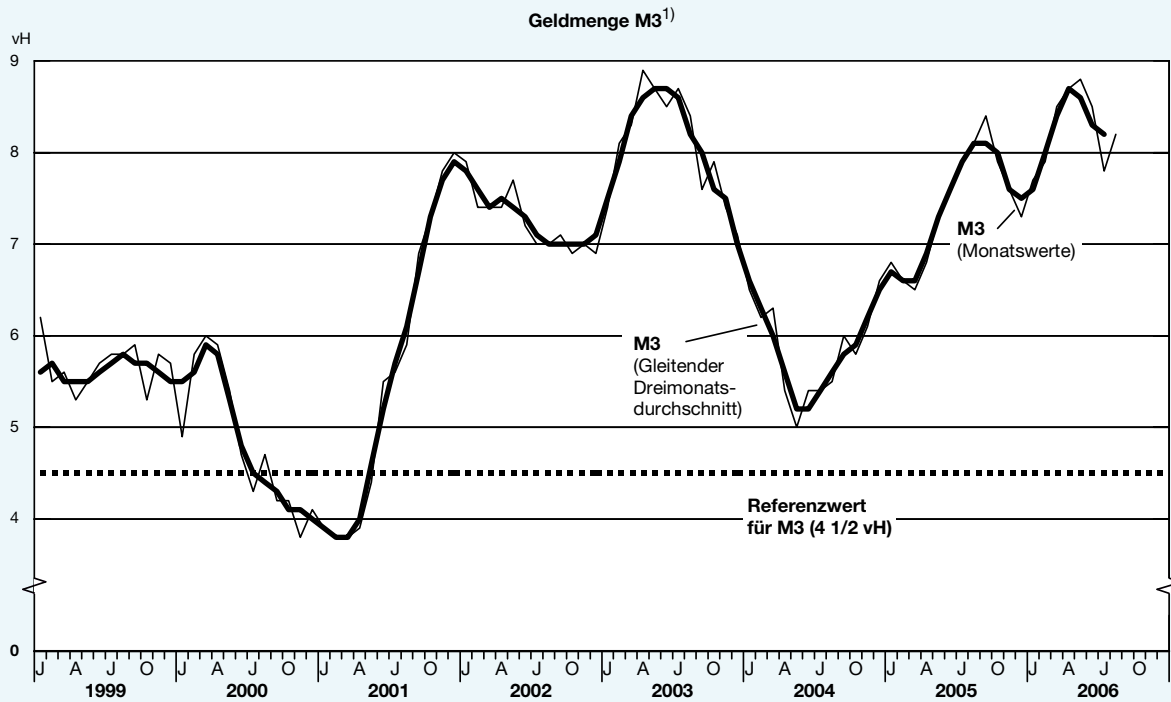
2. Hohes M3-Wachstum und leicht gestiegene Inflationserwartungen

222. Nachdem im vierten Quartal 2005 eine kurzzeitige Verlangsamung zu beobachten gewesen war, setzte sich die seit Mitte 2004 zu verzeichnende **starke Geldmengenexpansion** in diesem Jahr weiter fort (Schaubild 50). Zwar schwächte sich die Expansion zur Mitte des Jahres leicht ab, insgesamt lag die Zuwachsrate jedoch erneut deutlich über dem Referenzwert in Höhe von 4,5 vH. In den ersten neun Monaten stieg die Geldmenge M3 mit einer durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von 8,3 vH. Maßgeblich bestimmt wurde die Geldmengenentwicklung vom nach wie vor niedrigen Zinsniveau, das sich sowohl in einem anhaltend starken Anstieg der Geldmenge M1 sowie – bei den Gegenposten zur Geldmenge – in einer weiterhin kräftigen Zunahme der Kreditvergabe an den privaten Sektor widerspiegelte. Zudem erhöhten sich die jährlichen Zuwachsraten der

Schaubild 50

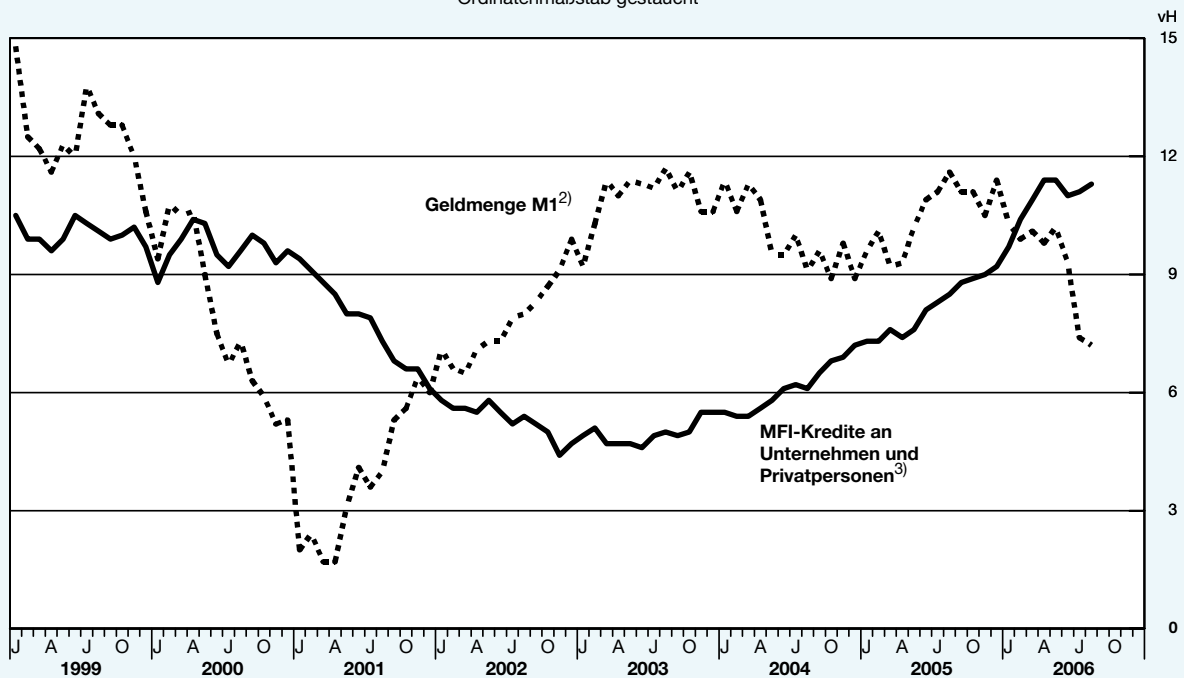
Monetäre Entwicklung im Euro-Raum

Veränderung gegenüber dem Vorjahreszeitraum



Ausgewählte Komponenten von M3

Ordinatenmaßstab gestaucht



1) Geldmenge M1 zuzüglich Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und vereinbarter Kündigungsfrist bis zu drei Monaten (ohne Einlagen der Zentralstaaten) zuzüglich Repogeschäfte, Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen bis zu zwei Jahren.– 2) Bargeldumlauf, täglich fällige Einlagen (ohne Einlagen von Zentralstaaten) und monetäre Verbindlichkeiten der Zentralstaaten.– 3) Kredite von monetären Finanzinstituten.

Quelle: EZB

in M3 enthaltenen marktfähigen Instrumente deutlich. Diese hatten im Jahr zuvor im Zuge der Umkehr früherer Portfolioumschichtungen noch dämpfend gewirkt.

223. Auf eine weiterhin reichliche Liquiditätsversorgung im Euro-Raum lassen neben der Geldmengen- und Kreditentwicklung auch die Indikatoren der Überschussliquidität schließen. Sowohl die Werte der nominalen als auch der realen Geldlücke – auf Basis des offiziellen M3-Bestands sowie auf Basis des um den geschätzten Effekt früherer Portfolioumschichtungen bereinigten M3-Bestands – erreichten einen neuen Höchststand. Zwar liefern diese Messgrößen nur eine unvollkommene Schätzung der Liquiditätslage, in Verbindung mit der überwiegend auf die starke Zunahme der liquideren Komponenten zurückzuführenden monetären Expansion sowie dem kräftigen Kreditwachstum signalisieren sie jedoch gestiegene mittelfristige Risiken für die Preisniveaustabilität. Darüber hinaus könnten diese monetären Indikatoren ein Hinweis auf mögliche Fehlentwicklungen im Bereich der Vermögenspreise sein (Ziffer 265). Allerdings muss berücksichtigt werden, dass der Verlauf der monetären Aggregate in den einzelnen Ländern der Währungsunion stark divergiert. Mit Belgien, Spanien, Frankreich und Irland wiesen in den ersten Monaten dieses Jahres vor allem diejenigen Länder ein überdurchschnittlich hohes Kreditwachstum auf, die durch einen starken Anstieg der Immobilienpreise gekennzeichnet waren.

224. Neben diesen monetären Indikatoren deuteten die **Inflationserwartungen** auf leicht gestiegene Preis- und Inflationsrisiken hin (Schaubild 51). Im Jahresverlauf wiesen sowohl die Ergebnisse der Umfragen unter professionellen Prognostikern durch die Europäische Zentralbank (Survey of Professional Forecasters) als auch der Befragung von Consensus Economics auf einen Anstieg der Inflationserwartungen für das kommende Jahr hin; diese lagen im Herbst 2006 bei 2,1 vH beziehungsweise 2,2 vH. Die Projektionen der Europäischen Zentralbank wurden im Verlauf des Jahres ebenfalls nach oben korrigiert. Im September lag der Median der Inflationsprognosen der Europäischen Zentralbank für das Jahr 2007 bei 2,4 vH.

Während diese revidierten Inflationsprognosen überwiegend auf die direkten und indirekten Effekte gestiegener Ölpreise und die erwarteten Erhöhungen der indirekten Steuern zurückzuführen sind – allein die Umsatzsteuererhöhung in Deutschland wird sich im Jahr 2007 in einem Anstieg der Inflationsrate für den Euro-Raum um rund 0,3 Prozentpunkte niederschlagen –, die für sich genommen keine dauerhaften Risiken für die Preisniveaustabilität darstellen müssen, zeichnete sich im Verlauf des Jahres ein Anstieg der längerfristigen Inflationserwartungen ab. Bis Mitte August erhöhte sich die langfristige Break-Even-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen vergleichbaren nominalen und inflationsindexierten französischen Staatsanleihen mit Fälligkeit im Jahr 2015 ableitet, um rund 20 Basispunkte auf 2,24 %. In der Folge ging sie allerdings wieder zurück und lag Mitte Oktober bei 2,09 %.

3. Expansive Wirkung der Geldpolitik lässt nach

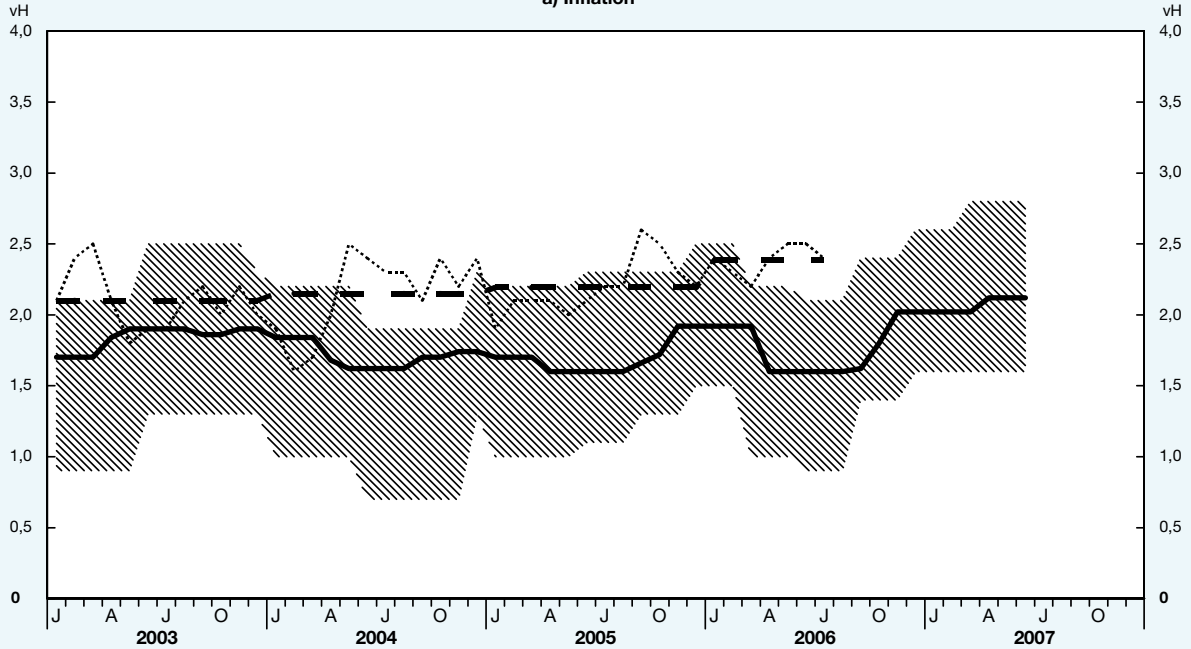
225. Zur Beurteilung der gegenwärtigen Geldpolitik lassen sich verschiedene Indikatoren heranziehen. Trotz der Leitzinserhöhungen weisen im historischen Vergleich die weiterhin niedrigen Zinsen auf eine anhaltend expansive Ausrichtung der Geldpolitik im Euro-Raum hin. Die kurzfristigen nominalen Geldmarktzinsen lagen in den ersten neun Monaten durchschnittlich bei 2,9 %.

Schaubild 51

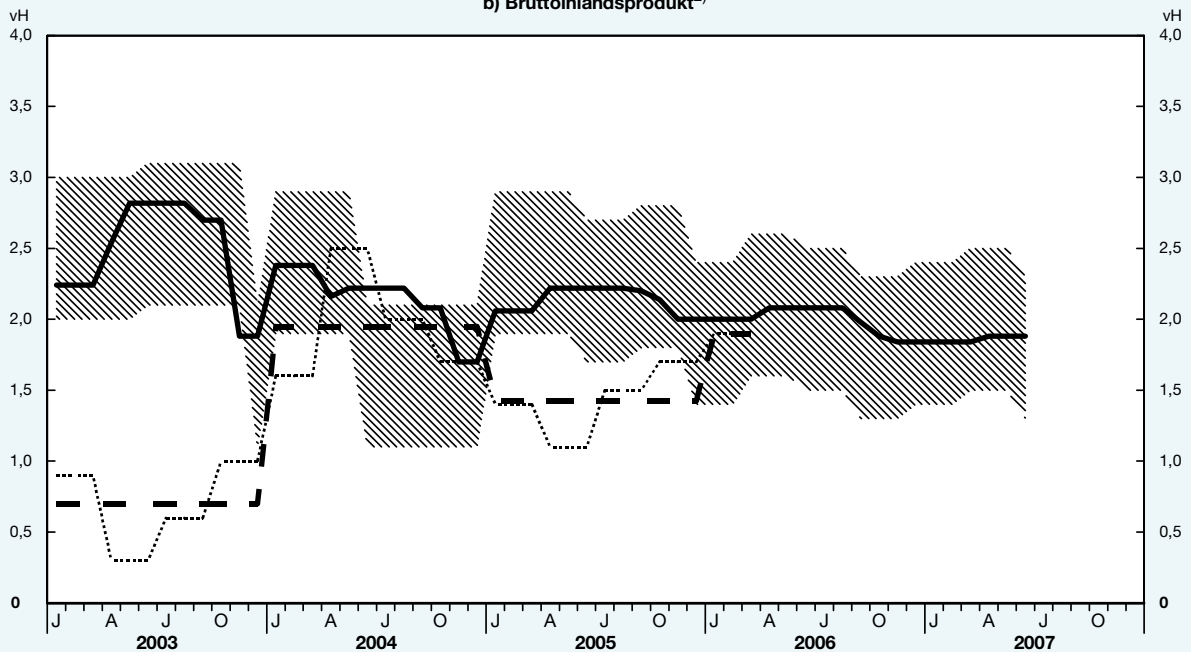
**Inflation und Bruttoinlandsprodukt für den Euro-Raum:
Erwartungen und tatsächliche Entwicklung**

EZB-Projektionen (Unter- und Obergrenze) tatsächliche Inflations- /BIP-Zuwachsrate
 Prognosen anderer Institutionen¹⁾ (Mittelwert) - - - tatsächliche Inflations- /BIP-Zuwachsrate (Jahresdurchschnitt)

a) Inflation²⁾



b) Bruttoinlandsprodukt²⁾



1) Europäische Kommission; IWF; OECD; Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB.- 2) Zwölf Monate zuvor erwartete durchschnittliche Inflationsrate (gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex) und an der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zum Vorjahr für alle jeweiligen Jahre.

Auch die kurzfristigen, auf Basis der tatsächlichen Inflationsrate berechneten **Realzinsen** erreichten mit jahresdurchschnittlich 0,6 % lediglich wieder das Niveau des Jahres 2003 und blieben damit weiterhin deutlich unterhalb eines als neutral anzusehenden Niveaus.

Der **neutrale oder natürliche Realzins** kann dabei als derjenige reale kurzfristige Zinssatz definiert werden, der auf lange Sicht, das heißt über einen Zeitraum, in dem sich Wirkungen von Schocks abbauen, mit einem potentialgerechten Produktionswachstum und einer zielgerechten Inflationsrate vereinbar ist. Er lässt sich jedoch nicht direkt beobachten und ist in der längeren Frist variabel, so dass lediglich näherungsweise Angaben über seine Höhe gemacht werden können. Bestimmungsgrößen des natürlichen Realzinses sind die Zeitpräferenzen der Konsumenten, das durch die technologische Entwicklung beeinflusste Produktivitätswachstum, die Veränderung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sowie institutionelle Faktoren wie der Entwicklungsstand des Finanzsektors. Zur Ermittlung des natürlichen Realzinses werden verschiedene Schätzverfahren verwendet, vereinfachend wird der natürliche Realzins häufig mit einem längerfristigen Durchschnitt der tatsächlichen Realzinsen oder dem geschätzten Potentialwachstum gleichgesetzt. Berechnungen der Europäischen Zentralbank zufolge dürfte der aktuell gültige natürliche Realzins zwischen 2 % und 3 % liegen.

226. Darüber hinaus stellen das Konzept der Taylor-Regel und der Monetary Conditions Index weitere Orientierungsgrößen zur Beurteilung der monetären Bedingungen dar (JG 2004 Ziffern 143 ff.). Bei einer Taylor-Regel werden hierbei zusätzlich zum Zinsniveau Preisniveaustabilität und konjunkturelle Entwicklung als weitere Kriterien berücksichtigt; beim Monetary Conditions Index geht hingegen neben dem Zinsniveau die Entwicklung des realen Wechselkurses ein.

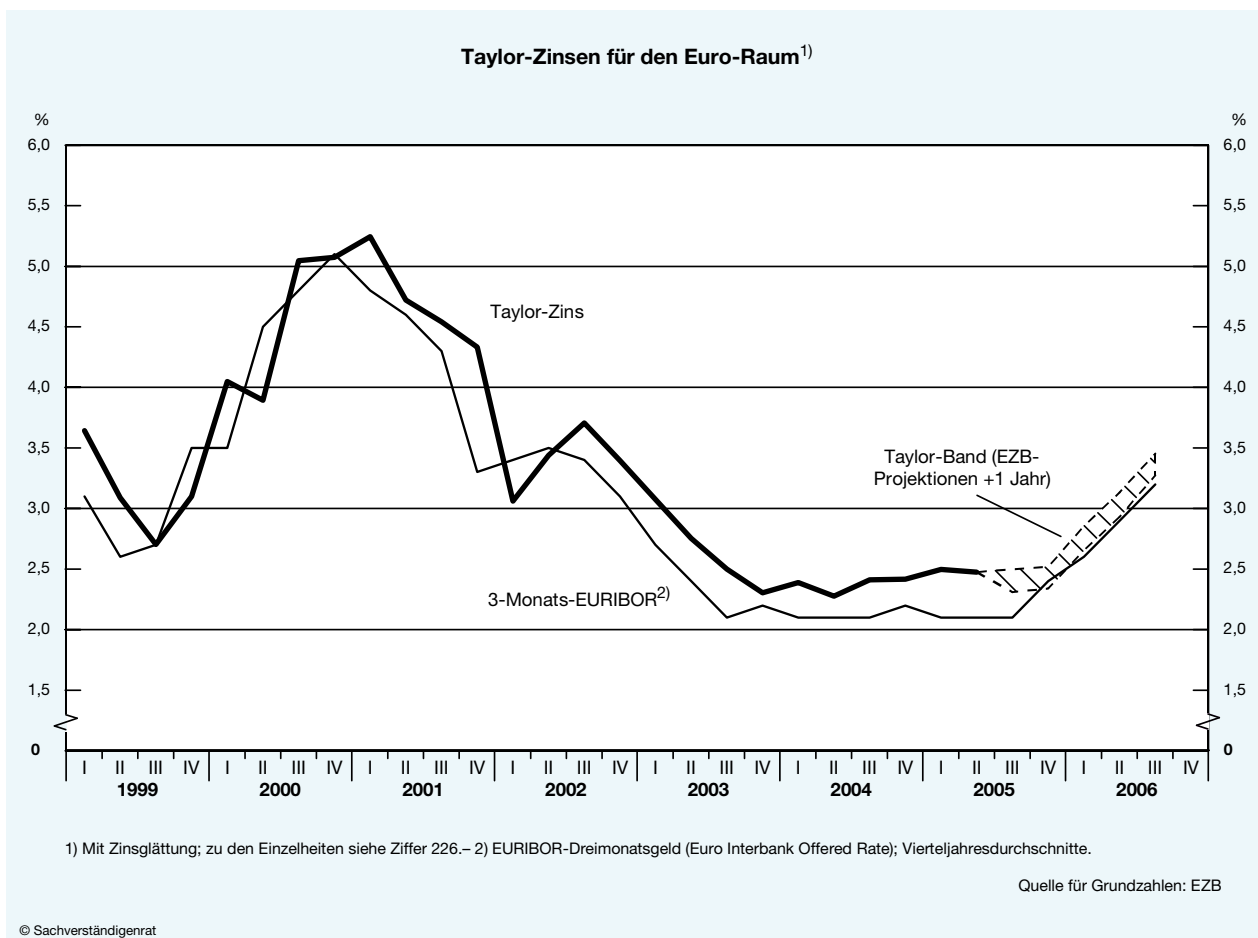
Mit Hilfe einer geschätzten **Taylor-Regel** lässt sich ein mit dem Preisniveaustabilitätsziel und einem Konjunkturglättungsziel in Einklang stehendes kurzfristiges Geldmarktzinsniveau berechnen. Dieser sogenannte Taylor-Zins kann anschließend mit dem aktuellen Geldmarktzinsniveau verglichen werden. Auf Basis einer aktualisierten Schätzung der zuletzt im Jahresgutachten 2004/05 präsentierten Taylor-Regel (JG 2004 Ziffern 146 ff.) ergibt sich hierbei am aktuellen Rand je nach Prognosevariante ein dem Taylor-Zins-Konzept entsprechender Dreimonats-EURIBOR-Satz von 3,3 % bis 3,5 %, der oberhalb des tatsächlichen Dreimonats-EURIBOR-Satzes liegt (Schaubild 52). Die gegenwärtigen geldpolitischen Rahmenbedingungen im Euro-Raum wären hiernach trotz der Zinserhöhungen weiterhin als expansiv zu bezeichnen.

Der Taylor-Zins gibt einen Näherungswert für das Zinsniveau an, welches grundsätzlich dem Niveau des neutralen Zinses entspricht und sich nur dann von diesem unterscheidet, wenn Abweichungen der (erwarteten) Inflation vom Preisniveaustabilitätsziel vorliegen oder die (erwartete) Output-Lücke einen Wert ungleich null annimmt. Zur Beurteilung der Geldpolitik kann der aktuelle Geldmarktzins mit diesem Taylor-Zins verglichen werden; die Geldpolitik wäre demnach als expansiv (restriktiv) zu bezeichnen, wenn der Geldmarktzins unterhalb (oberhalb) des Taylor-Zinses liegt. Angesichts der Unsicherheit bei der Bestimmung des neutralen Zinses und weiterer Probleme, die die Schätzung von Taylor-Regeln aufwirft (JG 2004 Ziffer 144), unterliegt die Beurteilung der Geldpolitik allerdings gewissen Einschränkungen.

Die von Taylor (1993) ursprünglich für die US-amerikanische Notenbank ermittelte geldpolitische Regel hatte folgende Gestalt:

$$i_t = 2 + \pi_t + 0,5(\pi_t - 2) + 0,5(y_t - y_{GG}) \quad (1a)$$

Schaubild 52



oder allgemeiner ausgedrückt:

$$i_t = r_{GG} + \pi_t + 0,5(\pi_t - \pi_{GG}) + 0,5(y_t - y_{GG}) \quad (1b)$$

mit i_t dem kurzfristigen Nominalzins als geldpolitischer Instrumentvariable, π_t als (erwarteter) Inflationsrate, $r_{GG} = 2$ als natürlichen Realzins, $\pi_{GG} = 2$ als angestrebter gleichgewichtiger Inflationsrate und $(y_t - y_{GG})$ als (erwarteter) Output-Lücke, wobei y_t die (logarithmierte) reale Produktion und y_{GG} das (logarithmierte) Produktionspotential darstellt.

Bedenkt man zusätzlich, dass Zentralbanken die Zinsen zumeist nicht abrupt erhöhen, sondern eine Zinsglättungspolitik betreiben, so bietet es sich an, das Zinsniveau der Vorperiode mit in die Gleichung einzubeziehen. Der Geldmarktsatz wird dann lediglich teilweise – zu einem Anteil von $(1 - \sum c_{2k})$ – von dem ursprünglichen Taylor-Zusammenhang bestimmt. Zu einem Anteil in Höhe von $\sum c_{2k}$ hängt er hingegen von den Zinsen der Vorperiode ab:

$$i_t = (1 - \sum c_{2k}) [c_3 + (2 - c_1)\pi_t + c_1(y_t - y_{GG})] + \sum c_{2k} i_{t-k} + \varepsilon_t \quad (2)$$

mit $c_3 = r_{GG} - (1 - c_1)\pi_{GG}$ und $1 \leq k < \infty$,

wobei k die Anzahl der berücksichtigten Vorperioden angibt.

Die Schätzung von Gleichung (2) ergibt für den Koeffizienten des Inflationsziels einen Wert von 1,22 und für den Koeffizienten des Produktionsziels von 0,78. Damit liegen diese Werte in der Nähe der im Zusammenhang mit der ursprünglichen Taylor-Regel oft genannten Inflations- und

Outputkoeffizienten von 1,5 und 0,5. Es gehen sowohl um ein Quartal als auch um zwei Quartale verzögerte Zinsen in die Schätzung ein. Die Summe aus den beiden Koeffizienten dieser verzögerten Zinsen ($c_{21} + c_{22}$) beträgt 0,90.

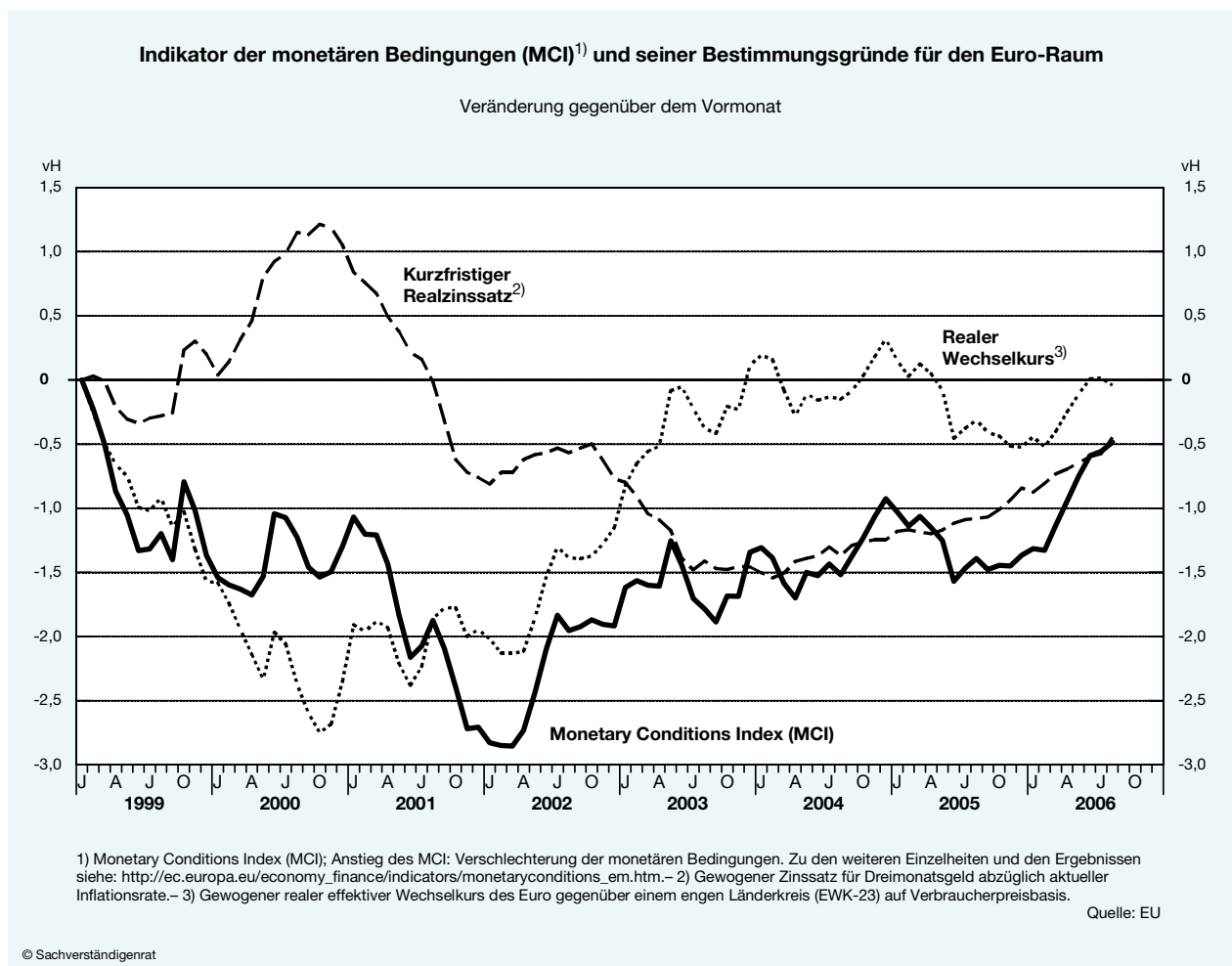
Die hier durchgeführte Schätzung für den Zeitraum des Jahres 1980 bis zum zweiten Quartal 2006 basiert im Wesentlichen auf den gleichen Daten wie im Jahresgutachten 2004/05. Daten vor dem Jahr 1999 sind dem Area-Wide-Model entnommen. Als kurzfristiger Zinssatz wird der Dreimonats-EURIBOR verwendet. Die Inflationsrate wird auf Basis des HVPI berechnet. Um die Zukunftsorientierung der Erwartungen abzubilden, werden die Inflation und das Trendwachstum um vier Quartale vorlaufend verwendet. Im Unterschied zur früheren Vorgehensweise wurde allerdings keine konstante Zuwachsrate für das Trendwachstum des Bruttoinlandsprodukts unterstellt, sondern das HP-Filterverfahren angewendet. Zudem wurde anstelle der früheren Kleinst-Quadrate-Schätzung eine GMM- (*Generalized Method of Moments*) Schätzung durchgeführt. Alle Koeffizienten sind signifikant auf einem Niveau von mindestens 5 %. Es bleibt allerdings zu beachten, dass die Schätzergebnisse relativ sensitiv auf Veränderungen des Schätzzeitraums, die Verwendung anderer Produktionspotentialnäherungsgrößen oder Variationen der Inflationserwartungsbildung reagieren. Zudem ist darauf hinzuweisen, dass bei einer Schätzung von Reaktionsfunktionen für die Geldpolitik idealerweise Echtzeit-Daten verwendet werden sollten, die jedoch häufig für lange Zeiträume nicht verfügbar sind. Neben Echtzeit-Daten werden in anderen neueren Untersuchungen, die sich auf einen kürzeren Zeitraum beschränken, für die erwartete Output-Lücke sowie die Inflationserwartungen Umfragedaten zugrunde gelegt (Sauer und Sturm, 2004).

227. Wird bei der Beurteilung der monetären Bedingungen des Euro-Raums neben dem Zinsniveau die Entwicklung des realen Wechselkurses berücksichtigt und ein entsprechender **Monetary Conditions Index (MCI)** betrachtet, so zeigt dieser einerseits eine Straffung der monetären Bedingungen an. Andererseits lag der von der Europäischen Kommission berechnete Index aber im August 2006 mit -0,49 weiterhin im negativen Bereich; die monetären Bedingungen waren damit nach wie vor günstiger als im Jahr 1999, dem Beginn der Europäischen Währungsunion (Schaubild 53).

228. Insgesamt deuten alle Indikatoren darauf hin, dass sich die Geldpolitik in diesem Jahr auf eine neutrale Ausrichtung zubewegt hat. Mit den im Lauf des Jahres vorgenommenen Leitzinserhöhungen reagierte die Europäische Zentralbank in angemessener Weise auf sich stärker abzeichnende mittelfristige Risiken für die Preisniveaustabilität. Das im historischen Vergleich nach wie vor niedrige Zinsniveau sowie die Ergebnisse der Taylor-Analyse deuten insgesamt darauf hin, dass von der Geldpolitik weiterhin leicht expansive Impulse ausgehen; dies gilt auch unter Berücksichtigung des derzeit von den Marktteilnehmern erwarteten weiteren Zinsschritts. Darüber hinaus könnten zusätzliche Zinserhöhungen notwendig werden, wenn es zu Zweitrundeneffekten kommen sollte, wofür es allerdings derzeit noch keine Anzeichen gibt.

Im Zusammenhang mit der im kommenden Jahr in Deutschland anstehenden Umsatzsteuererhöhung ist zu vermuten, dass die Europäische Zentralbank die Erstrundeneffekte dieses Fiskalschocks auf die Preise im Einklang mit ihrer mittelfristig ausgerichteten geldpolitischen Strategie zinspolitisch nicht berücksichtigt, da es sich im Prinzip um einen transitorischen Effekt handelt. Um sicherzustellen, dass längerfristige Inflationserwartungen fest auf niedrigem Niveau verankert bleiben, muss aber gleichzeitig klar kommuniziert werden, dass der EZB-Rat etwaige Zweitrundeneffekte des Schocks auf die Preisniveauentwicklung nicht tolerieren würde.

Schaubild 53



229. In der aktuellen Debatte über die Wirkung der Geldpolitik spielen in jüngerer Zeit Globalisierungseffekte eine prominente Rolle (Kasten 12). Die Frage ist, ob die Globalisierung grundsätzliche strukturelle Änderungen mit sich bringt, in deren Zuge nicht nur die Inflationsraten gesunken sind, sondern sich auch die Transmissionskanäle der Geldpolitik wandeln. Noch ergeben sich aus dieser Debatte keine unmittelbaren Konsequenzen für die Orientierungsgrößen der Geldpolitik; die Ergebnisse weisen jedoch darauf hin, dass diese Größen laufend zu überprüfen und anzupassen sind.

Kasten 12

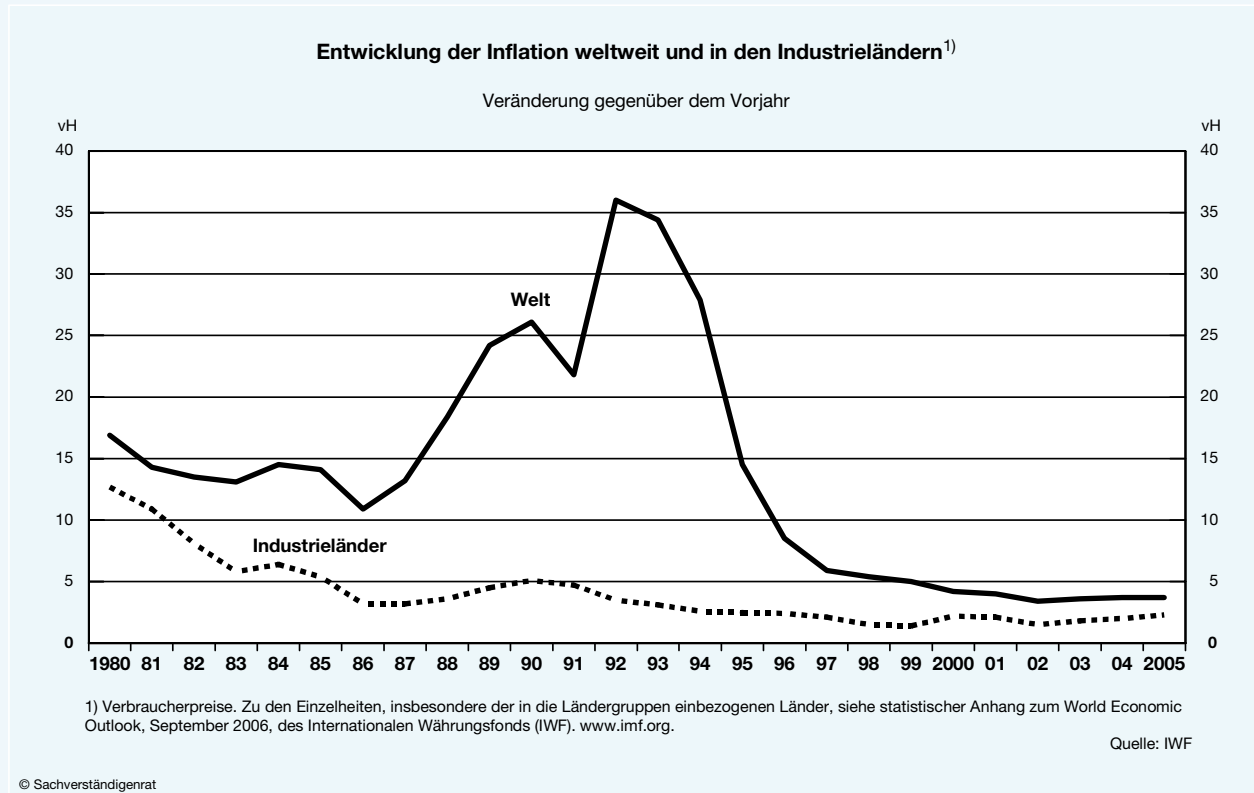
Mögliche Auswirkungen der Globalisierung auf die Inflation und die Geldpolitik

Die weltweiten Inflationsraten sind seit den achtziger Jahren deutlich zurückgegangen, ein Phänomen, das zuweilen als „*Great Moderation*“ bezeichnet wurde (Bernanke, 2004). Während dies zunächst nur für die Industrieländer zutraf, war eine ähnliche Entwicklung ab Mitte der neunziger Jahre auch in den Entwicklungsländern zu beobachten (Schaubild 54, Seite 180).

Auf der Suche nach den Gründen für diese Entwicklungen ist zunächst auf die weltweit gestiegene Unabhängigkeit der Zentralbanken, effektivere geldpolitische Strategien, ein erhöhtes Bewusstsein

für die Kosten von Inflation und eine weitere Verbreitung von so genannten konservativen Zentralbankvorständen hinzuweisen. Zusammengenommen dürften diese Faktoren die Glaubwürdigkeit von Zentralbanken erhöht haben. Dies hat in vielen Ländern dazu geführt, dass sich die Inflationserwartungen am Inflationsziel der Notenbank ausrichten.

Schaubild 54



Dieser Erklärungsansatz lässt jedoch offen, weshalb die Inflation auch in Ländern zurückgegangen ist, in denen sich die institutionellen Bedingungen der Geldpolitik nur wenig geändert haben. Vor diesem Hintergrund werden im Rahmen der aktuellen Debatte die möglichen Auswirkungen der Globalisierung, das heißt der zunehmenden Integration der Güter- und Finanzmärkte, auf die Inflation und die Geldpolitik diskutiert. Im Zentrum steht zum einen die Frage nach dem Einfluss der Globalisierung auf die Fähigkeit von Zentralbanken, dauerhaft das Ziel einer niedrigen Inflation zu erreichen. Zum anderen wird diskutiert, ob sich der Transmissionsmechanismus und der Informationsgehalt traditioneller Orientierungsgrößen der Geldpolitik verändert haben könnten.

Die Globalisierung könnte es den Zentralbanken über mehrere Kanäle erleichtert haben, die **Inflation zu senken** und niedrig zu halten. Zunächst kann die Globalisierung die Zielerreichung der Geldpolitik vereinfachen, wenn sie zu einer Intensivierung des Wettbewerbs und zu einer höheren Preisflexibilität führt. Dadurch würden die Anreize für Zentralbanken sinken, eine überraschende Inflation auszulösen, da für eine kurzfristige Erhöhung des Outputs die Inflation ansteigen müsste. Im Resultat würde die Glaubwürdigkeit der Zielankündigung der Zentralbanken steigen und die Inflationserwartungen würden sich auf niedrigem Niveau stabilisieren (Rogoff, 2003). Die größere Flexibilität der Preise und Löhne auch nach unten kann wiederum die Bereitschaft von Zentralbanken erhöhen, sehr niedrige Durchschnittsinflationsraten zu akzeptieren, da unter diesen Bedingun-

gen die Kosten einer milden Deflation geringer sind als bei nach unten rigiden Preisen und Löhnen.

Die Globalisierung kann sich außerdem auf den **Transmissionsmechanismus** und auf die **Orientierungsgrößen der Geldpolitik** auswirken. Untersuchungen der Bank für Internationalen Zahlungsverkehr zeigen, dass die Inflation in vielen Ländern weniger als in der Vergangenheit auf die inländische Kapazitätsauslastung und dafür stärker auf die globale Kapazitätsauslastung reagiert (Bank für internationalen Zahlungsausgleich, 2006). Der Grund für diese Verschiebung liegt vermutlich darin, dass ein zunehmender Anteil der Wirtschaft auf internationalen Märkten tätig ist, wodurch der dort herrschende Preis- und Lohndruck auf die einheimische Wirtschaft übertragen wird.

Eine ähnliche Entwicklung ist auf den Finanzmärkten zu verzeichnen. Mit der Integration der Finanzsysteme und der Liberalisierung von Kapitalmärkten dürfte sich der Einfluss globaler Faktoren auf die inländischen Vermögenspreise verstärkt und der Zusammenhang zwischen dem nationalen Leitzinsniveau und den Renditen verschiedener Anlagekategorien verringert haben. Eine Folge kann sein, dass Zentralbanken weniger Kontrolle über die langfristigen Zinsen ausüben können, als dies in der Vergangenheit der Fall war. So werden etwa die anhaltend niedrigen Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten, bei gleichzeitig stark anziehenden Leitzinsen, häufig mit der hohen Nachfrage von ausländischen Akteuren nach diesen Anleihen erklärt (Ziffern 163 ff.).

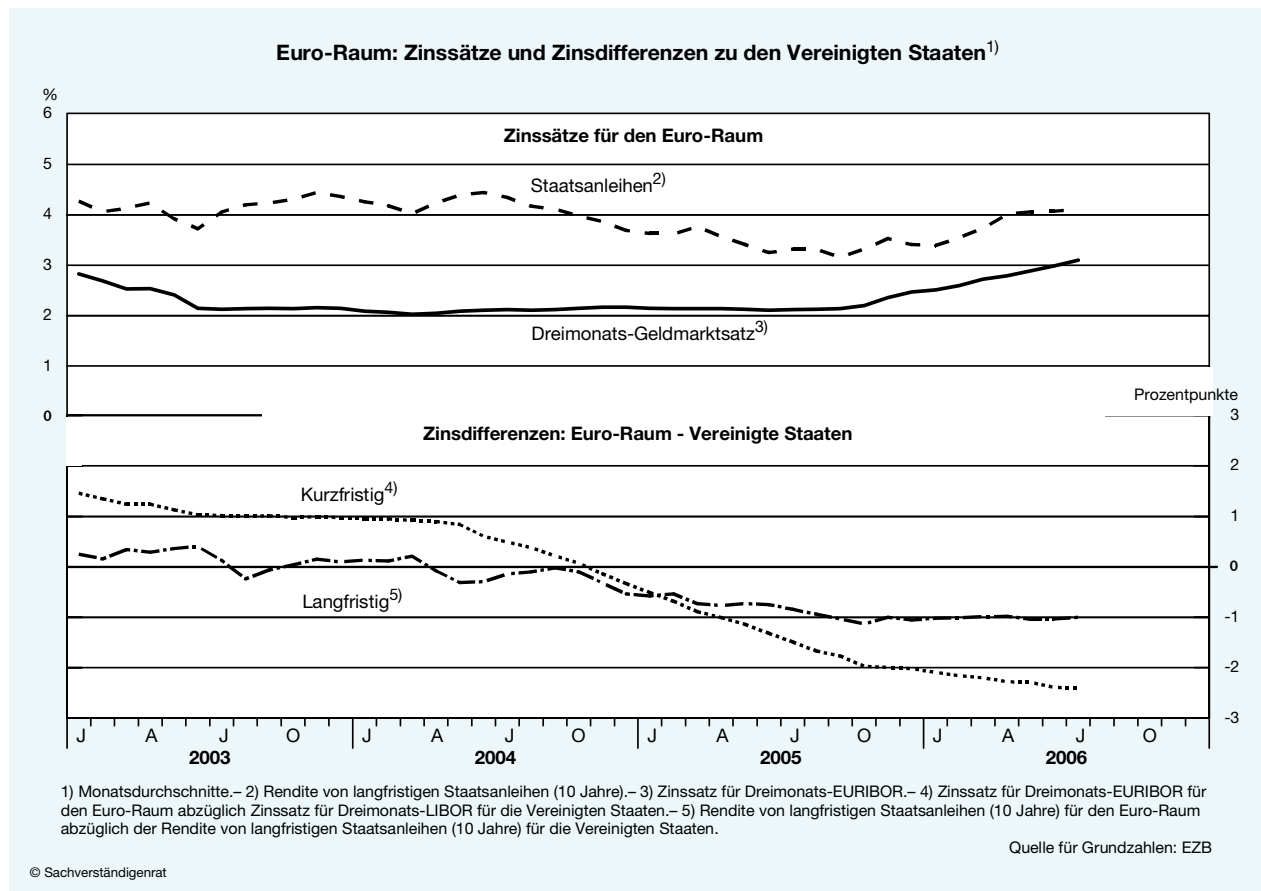
Zudem waren die vergangenen Jahre durch eine weltweit niedrigere Volatilität der Produktion bei gleichzeitig höherer Volatilität von Vermögenspreisen gekennzeichnet (Rogoff, 2006). In einem solchen Umfeld ist es wahrscheinlicher, dass sich eine nicht nachhaltige Wirtschaftsexpansion zuerst in einer übermäßigen Zunahme des Kreditvolumens und der Vermögenspreise niederschlägt. Folglich wäre dieses Umfeld für finanzielle Ungleichgewichte anfälliger (Ziffern 261 ff.).

4. Finanzmärkte: Im Zeichen der Zinswende

230. Der Aufwärtstrend der seit Oktober 2005 über das gesamte Laufzeitenspektrum gestiegenen **Geldmarktsätze** hielt in diesem Jahr weiter an (Schaubild 55, Seite 182). Die Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte sowie die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt deuteten darauf hin, dass die Marktteilnehmer im Jahresverlauf einen weiteren Anstieg der Kurzfristzinsen erwarteten.

231. Nachdem der seit Mitte 2004 anhaltende allgemeine Abwärtstrend der **Renditen langfristiger Staatsanleihen** im Herbst 2005 zum Stillstand gekommen war, zogen die Zinsen an den internationalen Anleihenmärkten bis zur Jahresmitte 2006 kräftig an. Im Verlauf der ersten sechs Monate stiegen die Renditen im Euro-Raum und in den Vereinigten Staaten weitgehend parallel um rund 80 Basispunkte und erreichten mit rund 4,2 % beziehungsweise 5,2 % Ende Juni ihre bisherigen Jahreshöchststände. Danach gingen sowohl die langfristigen Zinsen im Euro-Raum als auch in den Vereinigten Staaten wieder leicht zurück, wobei der Rückgang in den Vereinigten Staaten allerdings stärker ausfiel. Infolgedessen verringerte sich die Zinsdifferenz zum Euro-Raum, die bis Mitte des Jahres nahezu unverändert bei 100 Basispunkten gelegen hatte, bis Oktober auf rund 85 Basispunkte.

Schaubild 55



Sowohl im Euro-Raum als auch in den Vereinigten Staaten war der Anstieg der nominalen Renditen zu Beginn des Jahres überwiegend auf einen Anstieg der realen Zinsen zurückzuführen. Hierin spiegelten sich zum einen verbesserte Konjunkturdaten wider, zum anderen erhöhten sich aber auch die Risikoaufschläge, die im Vorjahr ein sehr niedriges Niveau erreicht hatten und sich nun normalisierten. Darüber hinaus führten die weiter kräftig steigenden Ölpreise im Verlauf des Jahres zunehmend zu höheren Inflationserwartungen, die sich – zunächst deutlicher in den Vereinigten Staaten, dann aber auch im Euro-Raum – in einem Anstieg der langfristigen Break-Even-Inflationsraten niederschlugen. Hauptursache für den anschließenden Rückgang der langfristigen Renditen waren insbesondere die zunehmenden Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten.

232. Die bereits im letzten Jahr zu beobachtende Abflachung der **Zinsstrukturkurve** setzte sich sowohl im Euro-Raum als auch in den Vereinigten Staaten im Verlauf des Jahres fort. Während dies im letzten Jahr überwiegend auf sinkende Anleiherenditen zurückzuführen war, fiel in diesem Jahr der Anstieg der kurzfristigen Zinsen trotz der Erholung der langfristigen Anleiherenditen deutlich stärker aus. In den Vereinigten Staaten nahm die Zinsstrukturkurve sogar einen inversen Verlauf an; seit August lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen unter dem Dreimonatsgeldmarktsatz, was von einigen Beobachtern als Signal für eine bevorstehende Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten gewertet wurde (Ziffer 65).

Trotz der sich zwischenzeitlich in diesem Jahr abzeichnenden Normalisierung der Entwicklung der Anleiherenditen blieben die langfristigen Zinssätze insgesamt weiterhin auf einem im historischen Vergleich relativ niedrigen Niveau. Zu den möglichen Gründen für den moderaten Anstieg der Langfristzinsen zählen neben den langfristigen Wachstumsaussichten auch eine anhaltende Verringerung der Risikoprämien aufgrund dauerhaft gesunkener Inflationserwartungen sowie eine insbesondere in den Vereinigten Staaten ungewöhnlich hohen Nachfrage nach Staatsanleihen durch ausländische Zentralbanken oder Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften.

233. Nachdem die **Aktienmärkte** sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten ihren im Jahr 2003 begonnenen Aufwärtstrend zu Beginn des Jahres aufgrund der Aussichten auf solide Unternehmensgewinne zunächst hatten fortsetzen können und bis Anfang Mai sogar ihr jeweiliges Fünfjahreshoch erreicht hatten, gaben die Kurse in den Monaten Mai und Juni deutlich nach. Vor dem Hintergrund der Spannungen im Nahen Osten zeichnete sich unter den Anlegern eine erhöhte Risikoaversion ab, die sich einerseits in höheren Risikoprämien und andererseits in einer – gemessen an der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Volatilität – gestiegenen Unsicherheit am Aktienmarkt niederschlug. Gestützt durch eine anhaltend kräftige Ertragsentwicklung der Unternehmen in Europa und den Vereinigten Staaten sowie günstige Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten im Euro-Raum erholten sich die Kurse in der Folge wieder und übertrafen sogar die zuvor erreichten Höchststände.

Der deutsche Aktienmarkt vollzog im Wesentlichen die Entwicklung an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten und im übrigen Europa nach. Nachdem der Dax bis Anfang Mai einen Stand von über 6 100 Punkten erreicht hatte, notierten auch die deutschen Aktien in den beiden folgenden Monaten zunächst schwächer. Danach kam es jedoch erneut zu einem deutlichen Kursanstieg, wobei der Dax Ende Oktober einen neuen Jahreshöchststand erreichte. Insgesamt konnte der Dax im Durchschnitt der ersten zehn Monate einen Gewinn von 23 vH im Vergleich zum Vorjahresdurchschnitt verzeichnen.

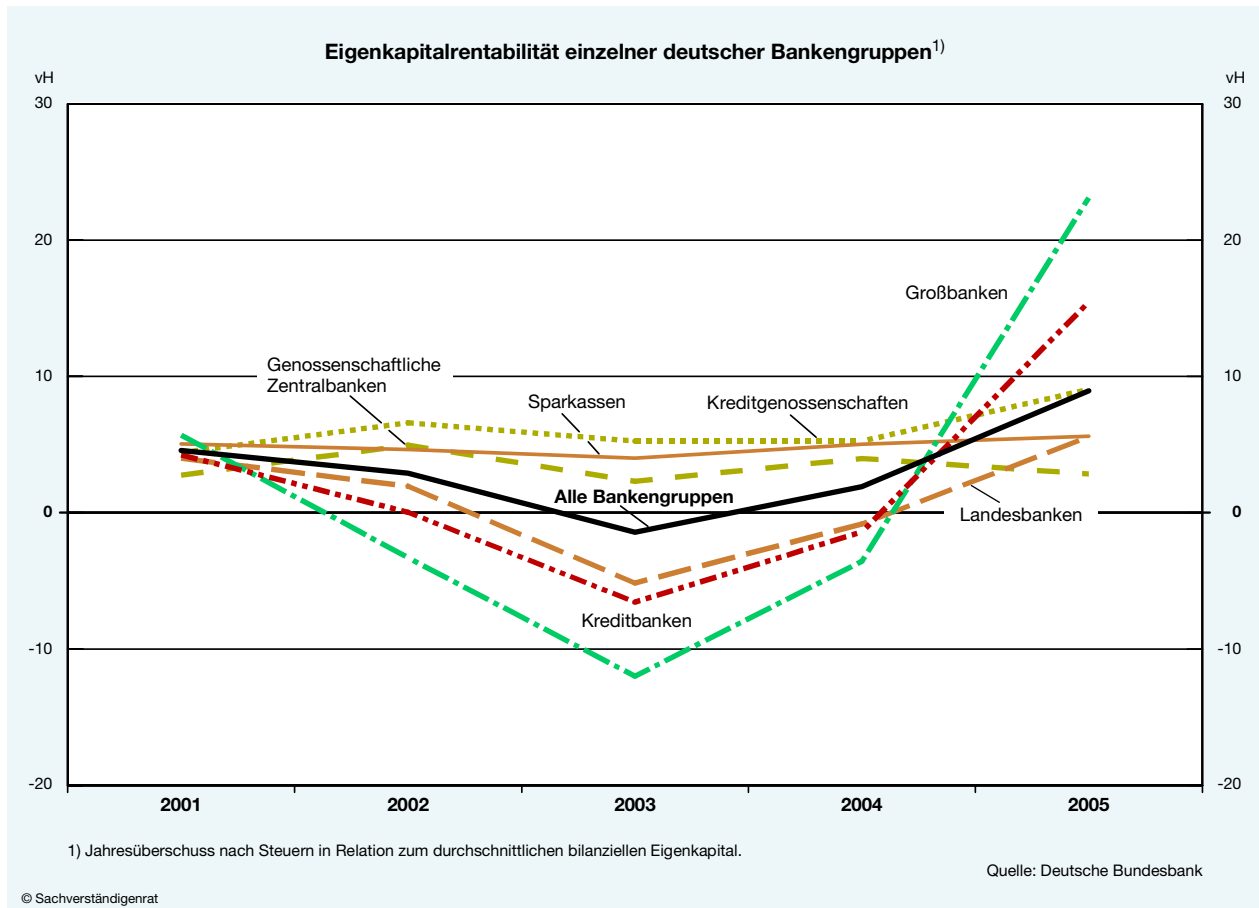
Deutliche Verbesserung der Ertragslage der deutschen Banken

234. Nachdem die **deutschen Banken** über die letzten Jahre nur sehr niedrige Erträge erzielt hatten, verbesserte sich die Ertragslage im Jahr 2005 – neuere Daten liegen nicht vor – markant. Allerdings konzentrierte sich die Ertragsverbesserung auf einzelne Bankengruppen, insbesondere auf die Großbanken. Letztere konnte ihre Eigenkapitalrentabilität (nach Steuern) von -3,6 vH auf 23,1 vH steigern (Schaubild 56, Seite 184). Anderen Bankengruppen gelang es, ihre Ertragslage in bescheidenerem Ausmaß zu verbessern: die Eigenkapitalrendite der Kreditgenossenschaften erhöhte sich von 5,3 vH auf 9,1 vH, diejenige der Sparkassen von 5,0 vH auf 5,6 vH.

Waren die Ertragsverbesserungen in früheren Jahren vor allem von der Aufwandsseite getrieben, so trugen im Jahr 2005 neben Kostensenkungen auch Zuwächse auf der Ertragsseite zum Ergebnis bei. Kostenseitig verringerte sich der Netto-Aufwand für die Bewertung von Krediten, Forderungen und Wertpapieren im Jahr 2005 um 18,5 vH. Die Risikovorsorgequote, das heißt der Netto-Bewertungsaufwand im Verhältnis zur Bilanzsumme, aller deutschen Banken betrug 0,19 vH, was einer Halbierung gegenüber dem Wert im Jahr 2002 entspricht. Gleichzeitig nahmen die Verwaltungsaufwendungen im Jahr 2005 erstmals seit drei Jahren wieder zu. Auf der Ertragsseite blieben

die Beiträge des zinsabhängigen Geschäfts begrenzt. Merkbliche Steigerungen waren vor allem im Eigenhandel und im Provisionsgeschäft zu verzeichnen. Der Provisionsüberschuss der deutschen Kreditinstitute nahm um 10 vH auf 27,8 Mrd Euro zu. Er erreichte damit eine Größenordnung, die mit dem Rekordjahr 2000 vergleichbar ist.

Schaubild 56



Damit stellt sich die Frage, ob nunmehr die Trendwende hin zu verbesserten Ertragsperspektiven der deutschen Banken erreicht wurde. Zunächst ist festzuhalten, dass es nur wenigen (großen) Instituten gelungen ist, Anschluss an das international übliche Ertragsniveau zu finden. Auch angesichts der Tatsache, dass die jüngsten Ertragsverbesserungen in erster Linie auf niedrigere Risikovorsorge und höheren Eigenhandel zurückzuführen sind, bleiben die langfristigen Ertragsersparungen gedämpft. Zwar sind aus heutiger Sicht keine außergewöhnlichen Belastungen aus dem Kreditgeschäft oder dem Anteilsbesitz erkennbar, doch dürfte das zinsabhängige Geschäft weiterhin nur einen geringfügigen Beitrag zur Verbesserung der Ertragslage leisten, was die Ertragsperspektiven der im Massengeschäft tätigen Institute begrenzt. Die großen Banken würden hingegen von einer möglichen rückläufigen Entwicklung der Wertpapiermärkte getroffen werden, da dies die Erträge aus dem Provisionsgeschäft und dem Eigenhandel schmälern würde.