

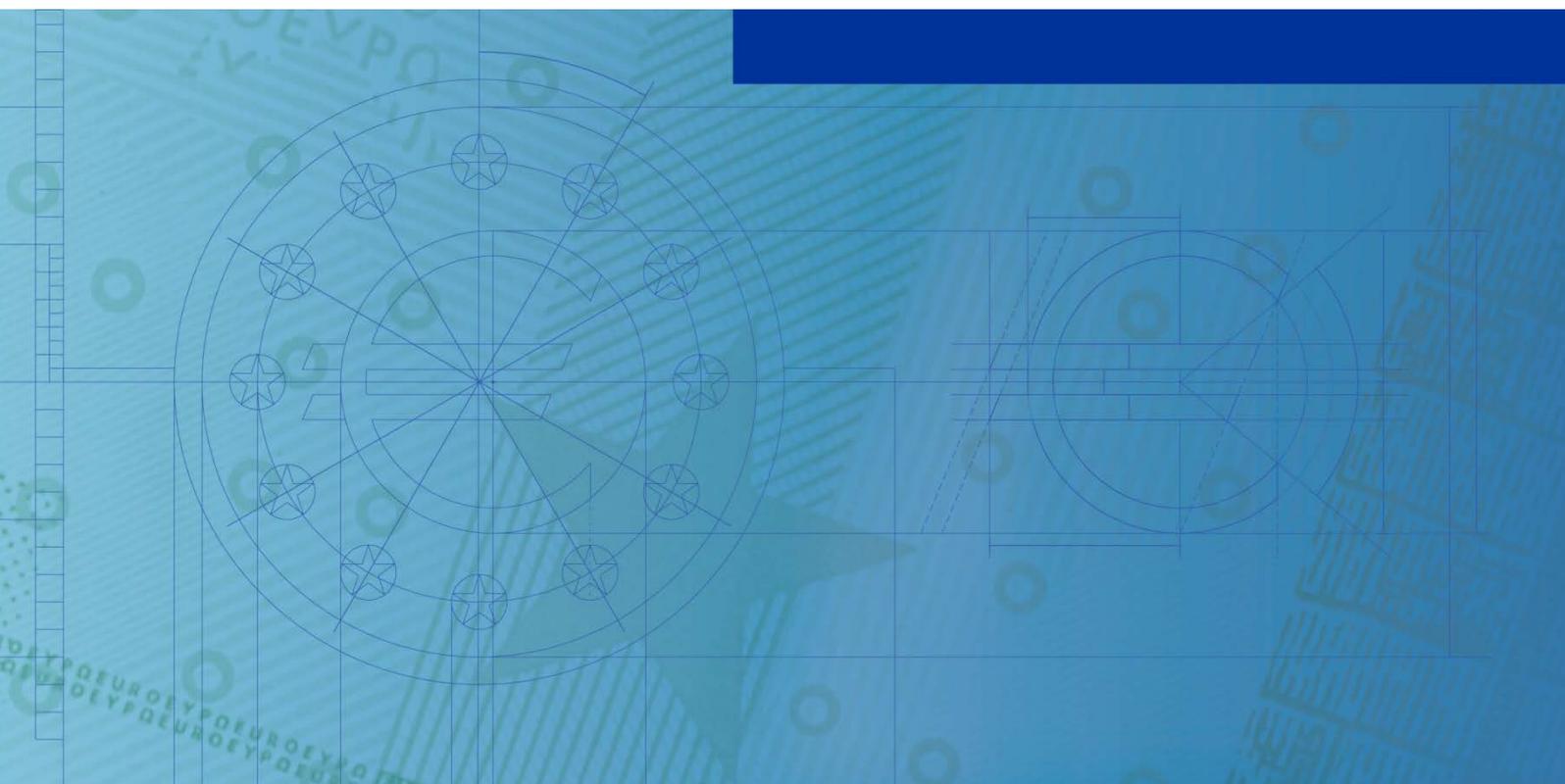


EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Jahresbericht

2017



Inhalt

Das Jahr im Überblick	4
Das Jahr in Zahlen	7
Wirtschafts- und finanzpolitische Maßnahmen der EZB im Jahr 2017	9
1 Konjunkturaufschwung im Euroraum durch begünstigende Faktoren und Geldpolitik unterstützt	9
1.1 Weltwirtschaftswachstum entwickelt sich dynamischer	10
1.2 Makroökonomische, finanzpolitische und strukturelle Entwicklungen im Euroraum	13
Kasten 1 Arbeitsmarktstrukturpolitik im Euroraum	23
Kasten 2 Ein Erklärungsversuch zur verhaltenen Inflationsdynamik	25
Kasten 3 Antriebskräfte für die Umsetzung von Strukturreformen	28
1.3 Finanzmarktentwicklungen und Geldmengenwachstum	31
Kasten 4 Die Finanzierungsstruktur nichtfinanzieller Unternehmen und privater Haushalte im Euroraum	38
2 Geldpolitik: Geduld, Beharrlichkeit und Umsicht	43
2.1 Der geldpolitische Kurs: in hohem Maße expansiv	44
Kasten 5 Benchmarks für den Euroraum-Geldmarkt: jüngste Entwicklungen	47
2.2 Effektive Übertragung der geldpolitischen Impulse der EZB	49
2.3 Entwicklung der Eurosystem-Bilanz	55
3 Der europäische Finanzsektor: widerstandsfähig, aber gefordert	58
3.1 Risiken und Anfälligkeiten im Finanzsystem des Euroraums	59
Kasten 6 Entwicklungen am Wohn- und Gewerbeimmobilienmarkt im Euroraum	63
3.2 Die makroprudenzielle Funktion der EZB	66
3.3 Beitrag der EZB zu Regulierungsinitiativen	69
3.4 Die mikroprudenzielle Funktion der EZB	74
4 Finanzmarktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr	75

4.1	Integration und Innovationen	76
4.2	Sicherheit	78
Kasten 7	Echtzeitzahlungen und Innovationen im Massenzahlungsverkehr	80
Kasten 8	Cyberresilienz: Widerstandsfähigkeit des Finanzökosystems gegenüber Cyberattacken	81
5	Finanzdienstleistungen für andere Institutionen	83
5.1	Verwaltung von Anleihe- und Darlehensgeschäften	83
5.2	Dienstleistungen des Eurosystems im Bereich der Währungsreservenverwaltung	84
6	Banknoten und Münzen	85
6.1	Bargeldumlauf	85
Kasten 9	Die Verwendung von Bargeld durch private Haushalte im Euroraum	87
6.2	Euro-Banknotenfälschungen	89
6.3	Die zweite Euro-Banknotenserie	90
7	Statistik	91
7.1	Neue und verbesserte Euroraum-Statistiken	91
7.2	Sonstige Entwicklungen im Statistikbereich	92
Kasten 10	Europäische und internationale Zusammenarbeit im Bereich Statistik	95
Kasten 11	Entwicklungsstand von AnaCredit: zentrale Funktionalitäten	96
8	Volkswirtschaftliche Forschung	99
8.1	Forschungsschwerpunkte der EZB	99
8.2	Forschungscluster und -netzwerke des Eurosystems bzw. des ESZB	100
8.3	Konferenzen und Veröffentlichungen	102
9	Rechtliche Aktivitäten und Verpflichtungen	103
9.1	Beteiligung der EZB an Gerichtsverfahren auf EU-Ebene	103
9.2	Stellungnahmen der EZB und Verstöße gegen die Konsultationspflicht	105

9.3	Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs	109
10	Internationale und europäische Zusammenarbeit	110
10.1	Europäische Beziehungen	110
10.2	Internationale Beziehungen	112
11	Externe Kommunikation	114
11.1	Kommunikation als strategische Kernaufgabe der EZB	114
11.2	Verstärkter Dialog mit der Bevölkerung	116
12	Beschlussorgane und Corporate Governance	117
13	Entwicklungen im Bereich Organisation und Personal	119
	Erweiterter Jahresabschluss der EZB 2017	A1
	Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2017	C1
	Statistikteil (nur auf Englisch verfügbar)	S1

Das Jahr im Überblick



Der Konjunkturaufschwung im Euroraum entwickelte sich 2017 zu einem soliden und breit angelegten **Wirtschaftswachstum von 2,5 %**. Zum Jahresende wurden 18 Wachstumsquartale in Folge verzeichnet. Dies bedeutete den stärksten Aufschwung seit 10 sowie das breiteste Wachstum seit 20 Jahren. Gleichzeitig sank im Berichtsjahr das **Gefälle der Wachstumsraten zwischen den Ländern des Euroraums** auf den niedrigsten Stand seit Beginn der Währungsunion.

Dank des robusten Wachstums schritt auch die Erholung am Arbeitsmarkt rasch voran. Die **Beschäftigung stieg um 1,6 %** und erreichte – gestützt durch eine Erwerbsbeteiligung der weiblichen und älteren Arbeitnehmer auf Rekordniveau – den höchsten jemals verzeichneten Stand. Die Arbeitslosenquote fiel auf den niedrigsten Stand seit Januar 2009. Seit Mitte 2013 wurden insgesamt 7,5 Millionen Arbeitsplätze geschaffen und damit die während der Krise erlittenen Jobverluste insgesamt wieder ausgeglichen.

Wie bereits in den Vorjahren spielte die Geldpolitik der EZB bei der Erholung und Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum eine zentrale Rolle. 2017 waren die in der Vergangenheit beobachteten Asymmetrien bei der Übertragung der geldpolitischen Impulse kaum noch feststellbar, und die Finanzierungskosten stabilisierten sich im gesamten Euro-Währungsgebiet auf Rekordtiefstwerten. Dies trug zum kräftigsten Zuwachs der Kreditvergabe an den privaten Sektor seit Ausbruch der Krise im Jahr 2008 bei.

Die robuste realwirtschaftliche Entwicklung ging allerdings nicht mit einer entsprechenden Inflationsentwicklung einher. Während sich die **Gesamtinflation** von ihren einstigen Tiefständen erholte und im Jahresverlauf **durchschnittlich 1,5 %** betrug, blieb der binnenwirtschaftliche Preisdruck gedämpft, und die zugrunde liegende Inflation ließ keine Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend erkennen.

Die unterschiedlichen Aussichten für Wachstum und Inflation prägten die **geldpolitischen Beschlüsse** der EZB während des gesamten Jahres und ließen auch eine Rekalibrierung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten angebracht erscheinen.

Im Oktober beschloss der EZB-Rat, den monatlichen Umfang der Ankäufe weiter zu reduzieren – von 60 Mrd € auf 30 Mrd € –, das Programm jedoch um mindestens neun Monate bis September 2018 zu verlängern. Darüber hinaus verzichtete der EZB-Rat in seinen offiziellen Verlautbarungen im März 2018 darauf, ausdrücklich auf seine Bereitschaft hinzuweisen, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten auszuweiten, falls sich der Ausblick eintrüben sollte.

In den Beschlüssen des EZB-Rats kommt sein gestiegenes Vertrauen in die Aussichten für die Wirtschaft zum Ausdruck. Vor diesem Hintergrund wäre ein unveränderter geldpolitischer Kurs zunehmend expansiv geworden. Die Beschlüsse

trugen jedoch auch dem Umstand Rechnung, dass es einer gewissen Zeit bedarf, bis sich Inflationsdruck aufgebaut hat, und dass eine konsequente Fortführung der Geldpolitik nötig ist, damit die Inflationsdynamik dauerhaft und selbsttragend wird.

Obwohl die Geldpolitik momentan die beabsichtigte Wirkung erzielt, sind Nebeneffekte nicht auszuschließen. Aus diesem Grund behielt die EZB die **Risiken für die Finanzstabilität**, die eingedämmt schienen, auch 2017 genau im Auge.

Das stärkere nominale Wachstum trug zu einer Verringerung der Risiken bei, indem es die Schuldentragfähigkeit von Unternehmen und privaten Haushalten verbesserte. Die Schuldenquoten in beiden Sektoren sanken auf ihr jeweiliges Niveau von Anfang 2008, woraus sich erkennen ließ, dass die Erholung nicht auf Kosten einer Neuverschuldung im privaten Sektor ging. Vielmehr stiegen praktisch erstmals seit Beginn der Währungsunion die Ausgaben des privaten Sektors, während seine Verschuldung zurückging.

Auch für Banken bot die anziehende Konjunktur eine Chance, ihre Bilanzen weiter zu stärken. Die robustere Wirtschaft half, die Ertragslage durch höhere Geschäftsvolumina und niedrigere Wertminderungskosten zu stabilisieren. Mit einem Anstieg der harten Kernkapitalquote im dritten Quartal 2017 auf durchschnittlich 14,5 % verbesserte sich die Schockabsorptionsfähigkeit der Banken, und auch die Aktivaqualität entwickelte sich positiv.

Darüber hinaus beschleunigten die Banken im Euroraum den Abbau **notleidender Kredite (Non-Performing Loans – NPL)**, deren Quote von 8 % des Gesamtkreditbestands im Jahr 2014 auf 5,2 % im dritten Quartal 2017 sank. Allein in den ersten neun Monaten des Jahres 2017 gingen die NPL um 119 Mrd € zurück, wobei der Anteil der Kreditverkäufe am Sekundärmarkt an den Gesamtveräußerungen anstieg. Dazu trugen auch Initiativen der EZB zur Verbesserung der Transparenz an den NPL-Märkten bei. Dennoch sind nach wie vor weitere Anstrengungen zum Abbau der hohen NPL-Bestände notwendig.

Auch die Lage an den Finanzmärkten beobachtete die EZB 2017 weiterhin genau. Die Märkte zeigten sich relativ ruhig, blieben jedoch anfällig gegenüber abrupten Neubewertungen von Risiken und einem Anstieg der Finanzmarktvolatilität. Diese Risiken traten Anfang 2018 an den globalen Aktienmärkten zutage, bislang haben sie allerdings nicht nennenswert auf die Kreditmärkte und somit die allgemeineren Finanzierungsbedingungen des Euroraums übergreifen.

Das Jahr 2017 stand außerdem im Zeichen bedeutender Entwicklungen in der Zahlungsverkehrslandschaft des Euro-Währungsgebiets. So wurde die letzte Migrationsphase zu **TARGET2-Securities** abgeschlossen; danach verarbeitete die Plattform im Berichtsjahr durchschnittlich 556 684 Transaktionen pro Tag. Mit der Einführung der neuen 50-€-Banknote erhöhte sich die Zahlungssicherheit für die Bürgerinnen und Bürger des Euroraums, die an Verkaufsstellen nach wie vor am liebsten mit Bargeld bezahlen.

Zur Verbesserung ihrer **Transparenz und Rechenschaftspflicht** gegenüber den Bürgerinnen und Bürgern der EU ergriff die EZB 2017 eine Reihe von Maßnahmen. Unter anderem wurde das neue Besucherzentrum eröffnet, in dem künftig rund 40 000 Gäste pro Jahr erwartet werden. Ferner beantwortete die EZB 138 Anfragen von Mitgliedern des Europäischen Parlaments, und die EZB-Website wurde mehr als 17 Millionen Mal von Menschen aus aller Welt aufgerufen.

Die EZB geht davon aus, dass die Wirtschaft 2018 weiter kräftig wachsen wird, und ist nach wie vor zuversichtlich, dass sich die Inflation ihrem mittelfristigen Zielwert annähern wird; Unsicherheiten bezüglich der Unterauslastung der Wirtschaft bestehen allerdings weiterhin.

Eine von Geduld, Beharrlichkeit und Umsicht geprägte Geldpolitik ist daher nach wie vor notwendig, um eine Annäherung der Inflation an ihren Zielwert sicherzustellen.

Frankfurt am Main im April 2018

Mario Draghi
Präsident

Das Jahr in Zahlen



Solides und breit angelegtes Wirtschaftswachstum

2,5 %

Das Jahreswachstum des Bruttoinlandsprodukts des Eurogebiets profitierte von einem kräftigeren Außenbeitrag und robusten Inlandsausgaben für Waren und Dienstleistungen.



Inflation auf Erholungskurs

1,5 %

Die durchschnittliche Gesamtinflation im Euroraum erhöhte sich, wofür in erster Linie steigende Energie- und – in geringerem Umfang – Nahrungsmittelpreise ausschlaggebend waren.



Beschäftigung über Vorkrisenniveau

1,6 %

Die Erholung am Arbeitsmarkt setzte sich mit robustem Beschäftigungswachstum fort. Grund hierfür waren sowohl das positive Wirtschaftsklima als auch erfolgreiche politische Maßnahmen.



Gefälle der Wachstumsraten auf historischem Tiefstand

1998: 1,47 σ

2017: 0,75 σ

2017 wurde das niedrigste Gefälle der Wirtschaftswachstumsraten im Euro-Währungsgebiet – gemessen in Standardabweichungen der Bruttowertschöpfung – in der Geschichte der Währungsunion verzeichnet.



Verbesserte Eigenmittelsituation der Banken

14,5 %

Die Eigenmittelausstattung der Banken des Eurogebiets verbesserte sich weiter; im dritten Quartal 2017 erreichte die harte Kernkapitalquote durchschnittlich 14,5 %.



Beschleunigter Abbau notleidender Kredite

-119 Mrd €

In den ersten drei Quartalen 2017 ging der Gesamtwert der notleidenden Kredite von Banken im Euroraum spürbar zurück.



Steigende Zahl von T2S-Transaktionen

556 684 pro Tag

Der Abschluss der Migration zu TARGET2-Securities war ein Meilenstein auf dem Weg zur Integration der europäischen Wertpapierabwicklungsinfrastruktur, davon zeugt nicht zuletzt die durchschnittliche Zahl der Transaktionen pro Tag nach Abschluss der letzten Migrationsphase.



Beantwortung zahlreicher Anfragen des Europäischen Parlaments

138

EZB-Präsident Mario Draghi beantwortete mehr als 130 Anfragen von Mitgliedern des Europäischen Parlaments. Darin spiegelt sich der hohe Standard der Rechenschaftspflicht und Transparenz der EZB wider.

Wirtschafts- und finanzpolitische Maßnahmen der EZB im Jahr 2017

1 Konjunkturaufschwung im Euroraum durch begünstigende Faktoren und Geldpolitik unterstützt

Die seit 2013 beobachtete wirtschaftliche Erholung im Euroraum setzte sich 2017 fort und erwies sich dabei trotz bestehender Unsicherheiten als robust. Das Produktionswachstum verstetigte sich und gewann zunehmend an Breite. Der Streubereich der Zuwachsraten war sowohl auf Länder- als auch auf Sektorebene betrachtet so eng wie zuletzt vor zwanzig Jahren. Die anhaltende Belebung der Wirtschaft wirkte sich auch weiterhin günstig auf die Arbeitsmärkte aus. So erreichte die Beschäftigung ihren höchsten Stand seit Bestehen des Euroraums, und die Arbeitslosenquote sank auf das niedrigste Niveau seit dem ersten Quartal 2009.

Gestützt wurde der Aufschwung durch eine Reihe von günstig wirkenden zyklischen und strukturellen Faktoren. Durch das steigende globale Produktionswachstum wurde die Exportnachfrage positiv beeinflusst, gleichzeitig entfalteten die im Euroraum seit Jahren unternommenen Anstrengungen zur Bilanzsanierung, zum Aufbau von Institutionen sowie für Strukturreformen ihre Wirkung. Zudem war der finanzpolitische Kurs auf Euroraumebene weitgehend neutral. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB unterstützten weiterhin die Geldmengen- und Kreditdynamik und trugen durch die Gewährleistung niedriger Zinssätze und anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen entscheidend dazu bei, dass sowohl der Verbrauch der privaten Haushalte als auch die Unternehmensinvestitionen anzogen.

Trotz des gefestigten Konjunkturaufschwungs ließen die Inflationsraten noch keine überzeugenden Anzeichen einer nachhaltigen Aufwärtsentwicklung der Teuerung hin zu einem der Preisstabilitätsdefinition der EZB entsprechenden Niveau von unter, aber nahe 2 % erkennen. Der Druck auf die zugrunde liegende Inflation war aufgrund der erheblichen Unterauslastung am Arbeitsmarkt noch immer verhalten. Die Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt schlug sich allerdings noch nicht in einem dynamischeren Lohnwachstum nieder. Darüber hinaus war die Volatilität der kurzfristigen Inflationsdaten außer Acht zu lassen, da diese Daten (wenn überhaupt) nur begrenzte Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität hatten.

Das solide und breit angelegte Wachstum ließ indes Zuversicht aufkommen, dass sich die Inflationsdynamik im Zeitablauf verstärken würde. Der EZB-Rat betonte in diesem Zusammenhang, dass Geduld, Beharrlichkeit und Umsicht nötig seien, da dieser Prozess einige Zeit in Anspruch nehmen dürfte und weiterhin von einem sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung abhängig sei.

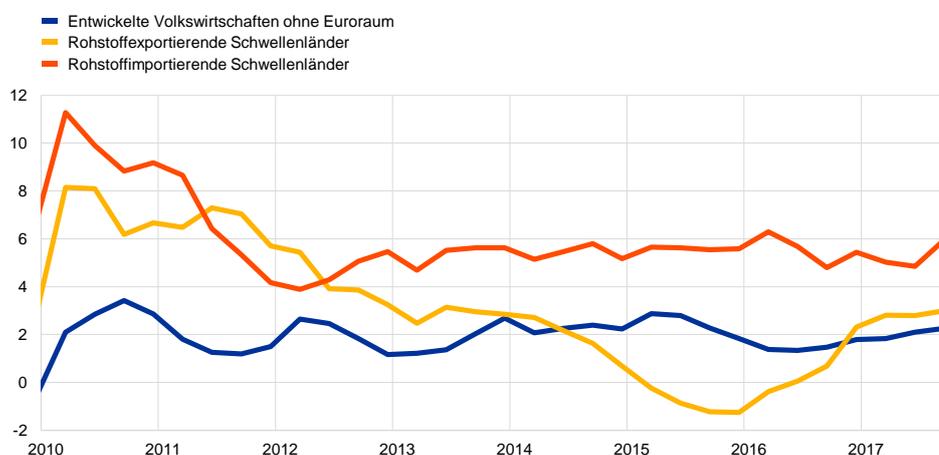
Weltwirtschaftswachstum entwickelt sich dynamischer

Der weltweite konjunkturelle Aufschwung setzte sich 2017 fort (siehe Abbildung 1). Dabei gewann die Erholung sowohl auf Länderebene als auch im Hinblick auf die einzelnen Wachstumskomponenten an Breite. Während der Verbrauch nach wie vor einen wesentlichen Beitrag zum globalen Wachstum leistete, war insbesondere in den entwickelten Volkswirtschaften ein Anstieg der Investitionsnachfrage zu verzeichnen. Parallel zur Belebung des Welthandels verbesserte sich das Geschäftsklima, und die Nachfrage verlagerte sich in importintensivere Regionen, insbesondere nach Europa.

Abbildung 1

Reales Weltwirtschaftswachstum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



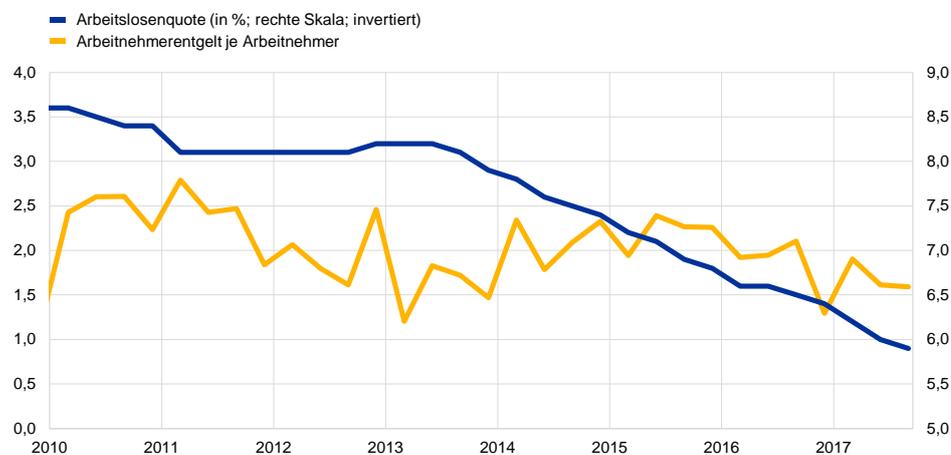
Quellen: Haver Analytics, nationale Quellen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: BIP-Wachstum nach Kaufkraftparitäten gewichtet. Entwickelte Volkswirtschaften: Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, Norwegen, Schweden, die Schweiz, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Rohstoffexportierende Länder: Argentinien, Brasilien, Chile, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika und Venezuela. Rohstoffimportierende Länder: Hongkong, Indien, Korea, Singapur, Taiwan, Thailand und die Türkei.

Die weltweite wirtschaftliche Erholung war einer Reihe begünstigender Faktoren in den entwickelten Volkswirtschaften zu verdanken, während der Einfluss stark negativer Faktoren in den aufstrebenden Volkswirtschaften nachließ. So verringerte sich in den entwickelten Volkswirtschaften die Unterauslastung sowohl der Produktionskapazitäten als auch des Arbeitskräfteangebots, da das Wachstum immer stärker durch endogene Faktoren bestimmt wurde. Zudem wirkten unterstützende Maßnahmen der Politik und das zunehmende Vertrauen im Sektor der Unternehmen und der privaten Haushalte wachstumsfördernd. In den rohstoffimportierenden Schwellenländern trugen unterstützende Maßnahmen weiterhin zu einem robusten Wachstum bei, während in den rohstoffexportierenden Schwellenländern höhere Rohstoffpreise und neuerliche Kapitalzuflüsse für den Wachstumsanstieg verantwortlich waren.

Abbildung 2 Arbeitsmarktentwicklung in der OECD

(Quartalswerte)

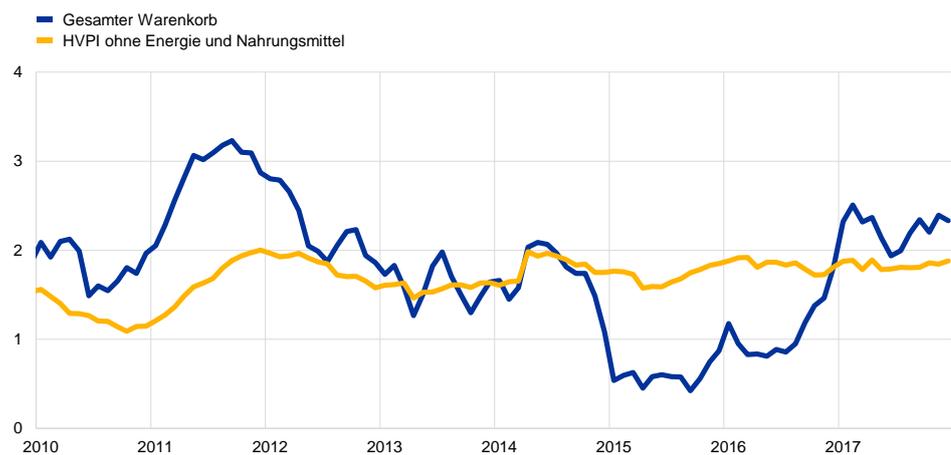


Quellen: Haver Analytics, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer entspricht der Summe der (saisonbereinigten) jährlichen Veränderung der Lohnstückkosten und der Arbeitsproduktivität.

Obwohl in den meisten wichtigen Volkswirtschaften die Nachfrage auf nationaler Ebene anzog und die Arbeitslosenquote zurückging, sind dort bislang weder die Löhne (siehe Abbildung 2) noch die Kerninflation gestiegen. Weltweit betrachtet blieb die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Vergleich zum Jahr 2016 weitgehend stabil, während die Gesamtinflation aufgrund des Preisauftriebs bei Rohstoffen zunahm (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3 Inflationsraten in der OECD

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Haver Analytics, OECD und EZB-Berechnungen.

Höhere globale Inflation durch Anstieg der Rohstoffpreise

Die Notierungen der Rohölsorte Brent folgten im ersten Halbjahr 2017 einem Abwärtstrend und sanken von 56 USD je Barrel im Januar auf 44 USD je Barrel im Juni. Dies hing hauptsächlich damit zusammen, dass Zweifel an der Gültigkeit der 2016 zwischen der Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC) und wichtigen erdölfördernden Nicht-OPEC-Staaten geschlossenen Vereinbarung über die Drosselung der Förderquoten angesichts eines stark gestiegenen Ölangebots in den Vereinigten Staaten aufkamen. In der zweiten Jahreshälfte erholten sich die Ölpreise wieder (siehe Abbildung 4), mit entsprechenden Auswirkungen auf die globale Inflation. Der Jahresendstand von 67 USD je Barrel stand im Zeichen des Abbaus von Marktungleichgewichten infolge einer kontinuierlichen Verringerung der Ölvorräte, zu der es aufgrund der überraschend starken Nachfrage im Jahr 2017, der im Mai 2017 beschlossenen Verlängerung der Produktionskürzungen von OPEC- und Nicht-OPEC-Ländern und der Förderausfälle in einigen Ländern kam. Zusätzlich gestützt wurden die Ölpreise zum Jahresende durch geopolitische Spannungen und durch Erwartungen, dass die OPEC- und Nicht-OPEC-Staaten eine weitere Verlängerung der Produktionskürzungen vereinbaren würden (was sich am 30. November 2017 mit dem tatsächlichen Beschluss einer Verlängerung bis Ende 2018 auch bestätigte) sowie durch die weltweit hohe Ölnachfrage.

Abbildung 4
Entwicklung wichtiger Rohstoffpreise

(Tageswerte)



Quellen: Bloomberg, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut, EZB und EZB-Berechnungen.

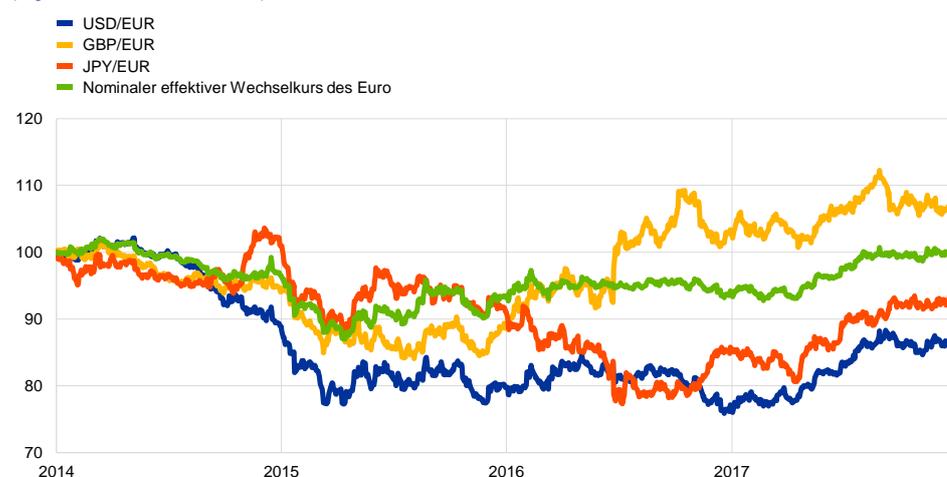
Die Rohstoffpreise ohne Öl verzeichneten 2017 insgesamt einen Anstieg, was hauptsächlich der Verteuerung von Metallen geschuldet war. Nach einem kurzzeitigen Einbruch im Sommer zogen die Metallpreise vor allem im dritten Quartal an. Ausschlaggebend hierfür waren die starke Nachfrage und Lieferengpässe in einigen Exportländern. Demgegenüber entwickelten sich die Nahrungsmittelpreise infolge eines weltweiten Überangebots an Sojabohnen, Weizen, Palmöl und Mais im Berichtszeitraum insgesamt rückläufig, was jedoch durch den Preisauftrieb bei Metallen zum größten Teil aufgewogen wurde.

Aufwertung des Euro in effektiver Rechnung

Der Euro-Wechselkurs wertete 2017 in nominaler effektiver Rechnung auf (siehe Abbildung 5). Die Gemeinschaftswährung gewann gegenüber den meisten wichtigen Währungen an Boden. Besonders ausgeprägt war der Anstieg im Verhältnis zum US-Dollar, aber auch im Verhältnis zum japanischen Yen und – wenngleich in geringerem Umfang – zum Pfund Sterling legte der Euro deutlich zu.

Abbildung 5
Entwicklung des Euro-Wechselkurses

(Tageswerte; 1. Januar 2014 = 100)



Quellen: Bloomberg, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Nominaler effektiver Wechselkurs gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern.

Die dänische Krone ist nunmehr die einzige noch im Europäischen Wechselkursmechanismus II (WKM II) verbliebene Währung. Sie notierte 2017 in der Nähe ihres WKM-II-Leitkurses. Gegenüber der tschechischen Krone wertete der Euro ab, nachdem die Česká národní banka den Mindestwechelkurs der Krone gegenüber dem Euro im April 2017 aufgehoben hatte. Der Wechselkurs der kroatischen Kuna gegenüber dem Euro blieb vor dem Hintergrund der fortgesetzten Devisenmarktinterventionen der Hrvatska narodna banka im Rahmen ihres kontrollierten Floatings weitgehend stabil. Die Koppelung des bulgarischen Lev an den Euro wurde beibehalten. Der Euro-Wechselkurs zum ungarischen Forint und dem rumänischen Leu war ebenso nahezu unverändert. Gegenüber der schwedischen Krone und dem Schweizer Franken wertete der Euro hingegen auf und gegenüber dem polnischen Zloty ab.

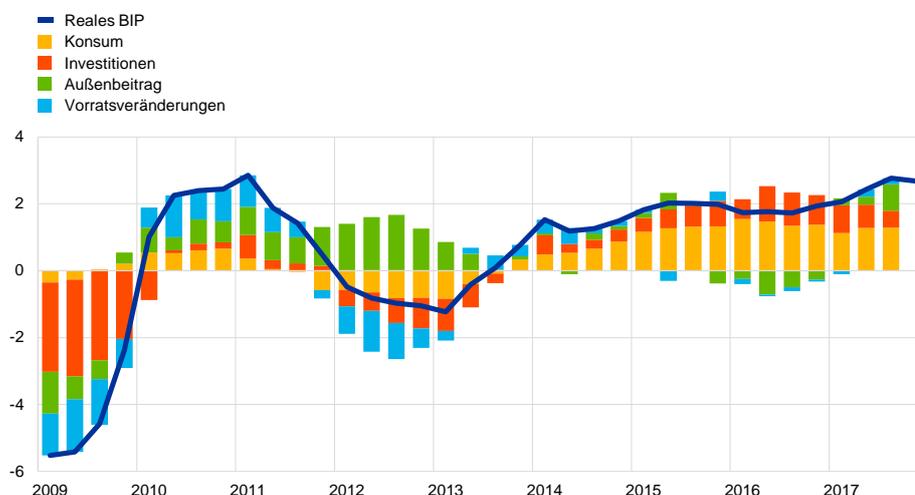
1.2 Makroökonomische, finanzpolitische und strukturelle Entwicklungen im Euroraum

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum gewann 2017 an Fahrt, da zusätzlich zur starken Binnennachfrage der Außenhandel – begünstigt durch den breit angelegten Aufschwung der Weltwirtschaft – einen positiven Wachstumsbeitrag leistete (siehe Abbildung 6). Der Verbrauch der privaten Haushalte wurde durch den Vermögens-

zuwachs und die steigende Beschäftigung gestützt, die nicht zuletzt auf vorangegangene Arbeitsmarktreformen zurückzuführen war (siehe Kasten 1). Zugleich nahmen auch die staatlichen Konsumausgaben weiter zu, was sich positiv auf das Wirtschaftswachstum auswirkte. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen erhöhte sich weiter, was den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und der verbesserten Ertragslage in diesem Sektor zu verdanken war. Die Investitionen im Baugewerbe zogen weiter an, nachdem sie die Talsohle im Jahr 2015 eindeutig durchschritten hatten. Auch die 2016 noch rückläufigen öffentlichen Investitionen verzeichneten im Berichtsjahr einen Zuwachs.

Abbildung 6
Reales BIP-Wachstum im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Angaben zum BIP-Jahreswachstum im vierten Quartal 2017 beziehen sich auf die vorläufige Schnellschätzung, die jüngsten Angaben zu den Komponenten hingegen auf das dritte Quartal 2017.

Wirtschaft des Euroraums 2017 zunehmend widerstandsfähig

Der private Verbrauch im Euroraum nahm 2017 weiter zu und erreichte eine jahresdurchschnittliche Wachstumsrate von rund 1,8 %. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war ein nominaler Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Arbeitseinkommens, wobei dieser Anstieg hauptsächlich auf die Zunahme der Erwerbstätigkeit und weniger auf das Lohnwachstum zurückzuführen war. Indes erhöhten sich die realen verfügbaren Einkommen 2017 etwas langsamer als im Vorjahr. Der Verbrauch der privaten Haushalte wurde auch durch die niedrigen Zinsen gestützt. Die Verschuldung dieses Sektors nahm nicht weiter zu, und die Wohnimmobilieninvestitionen lagen noch immer auf einem im Vergleich zu den Vorkrisenjahren niedrigen Niveau.

Im Unternehmenssektor wirkte sich 2017 die kräftige Binnen- und Auslandsnachfrage im Eurogebiet förderlich auf die Investitionstätigkeit aus. Begünstigt wurde diese auch durch höhere Unternehmensgewinne, eine steigende Kapazitätsauslastung und die sehr akkommodierende Geldpolitik, durch die sich für die Unternehmen die Nettozinsausgaben verringerten und die Finanzierungsbedingungen verbes-

serten. Lässt man die Volatilität aufgrund der in Irland vorgenommenen statistischen Reklassifizierung von immateriellen Investitionen außer Acht, so zeigt sich über alle Vermögensbereiche hinweg ein breit angelegter Anstieg der Investitionen, beispielsweise bei Fahrzeugen, sonstigen Ausrüstungsgütern und geistigem Eigentum. Gleichwohl wurde die Investitionstätigkeit der Unternehmen weiterhin durch einige Faktoren gehemmt, z. B. die Stabilisierung der langfristigen Wachstumserwartungen für den Euroraum auf einem relativ niedrigen Niveau (wie aus den Prognosen von Consensus Economics für die nächsten sechs bis zehn Jahre ersichtlich), die geopolitische Unsicherheit, ungünstige institutionelle und regulatorische Rahmenbedingungen sowie anhaltende Bilanzanpassungen im Zusammenhang mit der hohen Unternehmensverschuldung in einigen Euro-Ländern.

Mit dem Aufschwung an den Wohnimmobilienmärkten des Eurogebiets zogen auch die Bauinvestitionen weiter an, wenn auch von einem niedrigen Niveau ausgehend. Die positive Entwicklung bei Wohnimmobilien hing mit einer gestiegenen Nachfrage zusammen, die wiederum vom Wachstum der Realeinkommen und einer Verbesserung des Verbrauchervertrauens sowie von günstigen Hypothekenzinssätzen und Kreditvergabebedingungen gestützt wurde. Die Markterholung vollzog sich auf breiter Basis in allen Ländern des Euroraums, wenngleich sich bei den Bauinvestitionen nach wie vor erhebliche Unterschiede zu dem Niveau der Vorkrisenjahre zeigten.

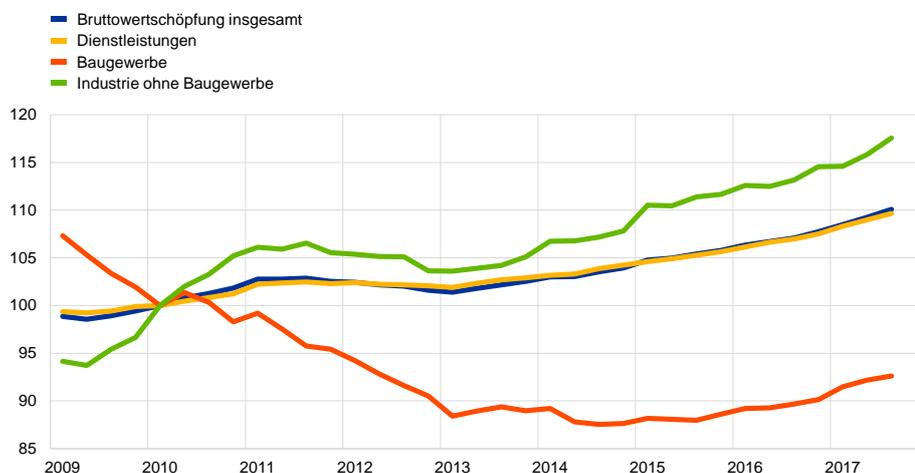
Die Außenwirtschaft des Euroraums leistete trotz negativer Auswirkungen des effektiven Euro-Wechselkurses einen positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum. Während vor allem die Warenexporte an die Handelspartner in Europa, aber auch jene nach China und in die Vereinigten Staaten zunahmen, blieb der Warenhandel mit dem Vereinigten Königreich und den OPEC-Ländern verhalten. Wie 2016 war für das Exportwachstum hauptsächlich der Handel mit Endprodukten und Vorleistungsgütern verantwortlich. Der Handel innerhalb des Euroraums gewann an Dynamik und spiegelte die unvermindert kräftige Entwicklung der Binnennachfrage wider.

Der Anstieg der Wirtschaftsleistung vollzog sich 2017 auf breiter Basis über alle Sektoren hinweg (siehe Abbildung 7). Die gesamtwirtschaftliche Bruttowertschöpfung erhöhte sich im Durchschnitt um etwa 2,4 %, nachdem sie den vor der Krise verzeichneten Höchststand bereits 2015 übertroffen hatte. Die Wertschöpfung wuchs mit rund 2,9 % in der Industrie (ohne Baugewerbe) und rund 2,2 % im Dienstleistungssektor stärker als 2016. Im Baugewerbe hingegen blieb die Wertschöpfung noch weit unter dem Vorkrisenniveau, gewann jedoch etwas an Dynamik und erreichte mit rund 3,0 % die höchste Wachstumsrate seit 2006. Dies zeigt, dass das Baugewerbe die schrumpfenden bzw. niedrigen Zuwachsraten, die nach Ausbruch der Finanzkrise 2008 über längere Zeit zu beobachten waren, zusehends hinter sich lässt.

Abbildung 7

Reale Bruttowertschöpfung im Euroraum nach Wirtschaftszweigen

(Index: Q1 2010 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017.

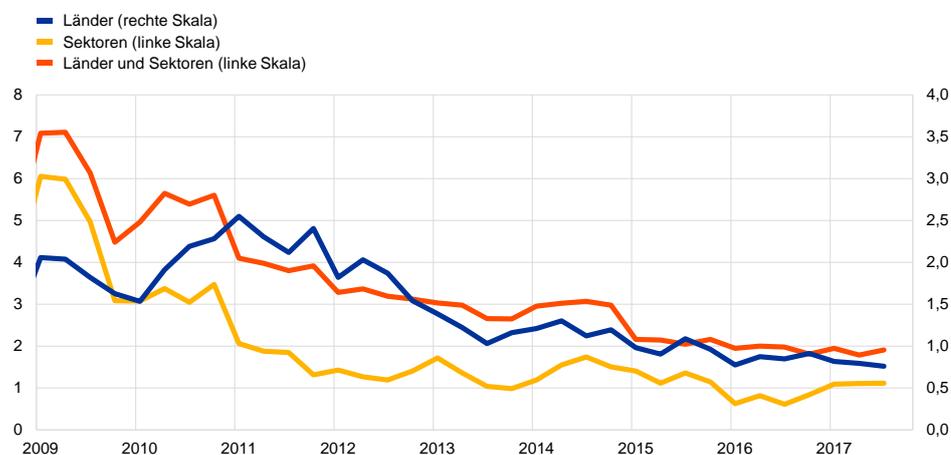
Der seit 2013 anhaltende Konjunkturaufschwung hat sich nach einem zunächst moderaten Verlauf verfestigt und alle Teile des Euroraums erreicht. Diese günstige Entwicklung unterscheidet sich somit deutlich von der kurzen Erholungsphase in den Jahren 2009 und 2010, als das Wachstum relativ ungleichmäßig verteilt war. Dass der Konjunkturaufschwung gegenwärtig an Breite gewinnt, zeigt sich darin, dass die Wachstumsraten der Wertschöpfung nach Sektoren und Ländern betrachtet eine erheblich geringere Streuung aufweisen. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und die damit einhergehende Lockerung der Finanzierungsbedingungen haben wesentlich zu dieser Erholung sowie zur Annäherung des Wachstums in den einzelnen Mitgliedstaaten beigetragen.

Seit 2009 weist die gewichtete Standardabweichung des jährlichen Wertschöpfungswachstums für die 19 Euro-Länder und ihre neun wichtigsten Wirtschaftssektoren (ohne Landwirtschaft) einen Abwärtstrend auf (siehe Abbildung 8). Die seinerzeit verzeichnete Spitze in der sektoralen Streubreite des Wachstums war auf den Zusammenbruch des Welthandels (mit Auswirkungen auf die Industrie) und die Flaute am Wohnimmobilienmarkt (mit Auswirkungen auf das Baugewerbe) zurückzuführen, während der im Jahr 2011 beobachtete Höchstwert der Streuung des Wachstums in den einzelnen Ländern durch die Staatsschuldenkrise bedingt war. Die aktuellen Daten zeigen, dass die Streubreite des Wertschöpfungswachstums der Länder bzw. Sektoren mittlerweile so gering ist wie zuletzt zu Beginn der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Dies ist ein positives Signal für die künftige Entwicklung, denn ein Konjunkturaufschwung ist tendenziell stärker und robuster, wenn das Wachstum auf einer breiteren Basis steht.

Abbildung 8

Streuung des Wertschöpfungswachstums im Euroraum auf Länder- und Sektorebene

(Standardabweichung; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Streuung des Wachstums auf Länderebene entspricht der gewichteten Standardabweichung des jährlichen Wertschöpfungszuwachses. Für Malta stehen keine Daten zur Verfügung, und die Angaben zu Irland für den Zeitraum ab 2015 wurden nicht berücksichtigt. Als Maß für die Streuung der sektoralen Wachstumsraten dient die gewichtete Standardabweichung des jährlichen Wertschöpfungszuwachses in den neun wichtigsten Wirtschaftszweigen des Euroraums (ohne Landwirtschaft). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017.

Arbeitslosigkeit im Euroraum weiter gesunken

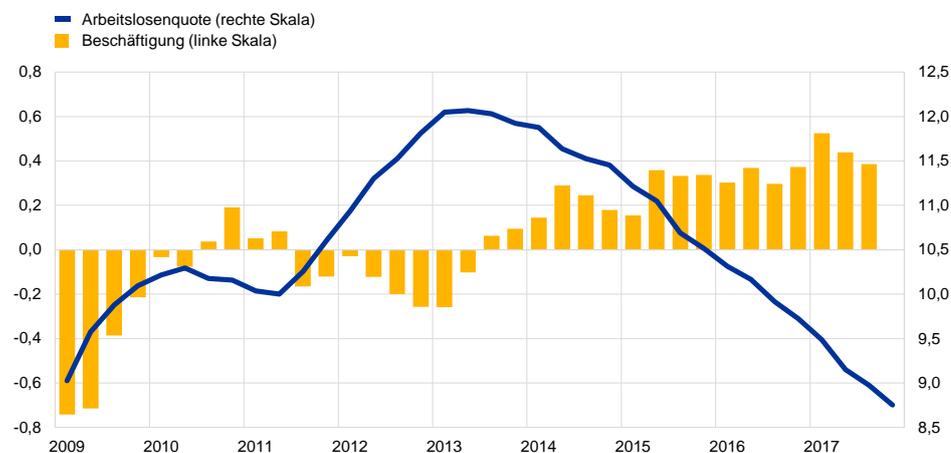
Die Lage am Arbeitsmarkt verbesserte sich 2017 weiter (siehe Abbildung 9). Zum dritten Quartal 2017 lag die Zahl der Beschäftigten im Euro-Währungsgebiet 1,7 % über dem Vorjahrsniveau und 5,0 % über dem zuletzt verzeichneten Tiefstand vom zweiten Quartal 2013. Im aktuellen Konjunkturaufschwung hat sich die Zahl der Erwerbstätigen um insgesamt etwa 7,5 Millionen erhöht, sodass die Beschäftigung über den Vorkrisenhöchststand vom ersten Quartal 2008 hinaus auf einen neuen Rekord seit Einführung des Euro anstieg. Dabei vollzog sich das Beschäftigungswachstum länder- und sektorübergreifend auf breiter Basis.

In den ersten drei Quartalen 2017 nahm die Anzahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden ähnlich stark zu wie die Zahl der Erwerbstätigen, da die durchschnittliche Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten weitgehend stabil blieb. Der jährliche Produktivitätszuwachs je Beschäftigten war nach wie vor gering. Er betrug in den ersten drei Quartalen 2017 im Schnitt rund 0,8 %, verglichen mit einem jährlichen Anstieg von 0,4 % im Jahr 2016.

Die Arbeitslosenquote sank 2017 weiter und lag im Dezember mit 8,7 % auf dem niedrigsten Stand seit Anfang 2009 (siehe Abbildung 9). Diese seit dem zweiten Halbjahr 2013 zu beobachtende Entwicklung zeigt sich praktisch in allen Altersgruppen und sowohl bei Männern als auch bei Frauen; sie ging mit einer weiteren Zunahme der Erwerbsbevölkerung einher. Dennoch herrschte nach wie vor hohe Unterbeschäftigung im weiteren Sinn (siehe auch Kasten 1).

Abbildung 9 Arbeitsmarktindikatoren

(in % der Erwerbspersonen; vierteljährliche Wachstumsrate; saisonbereinigt)



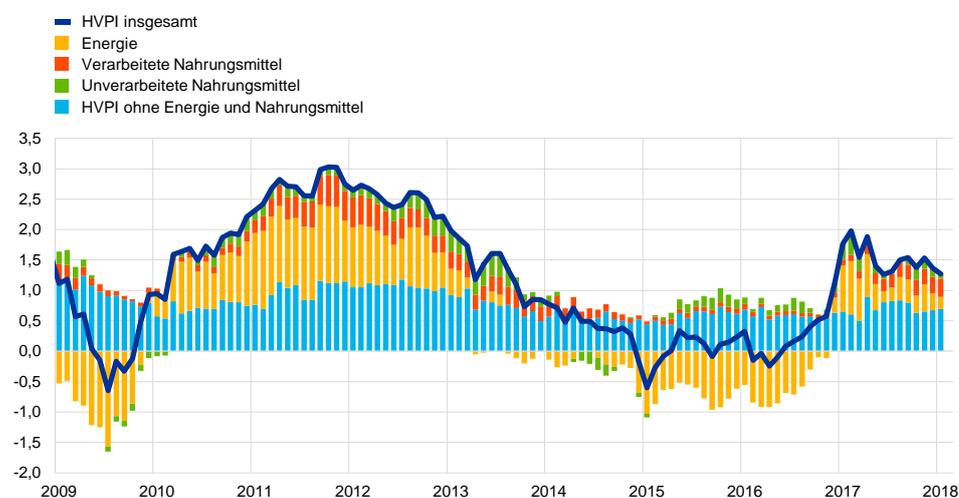
Quelle: Eurostat.

Lohnwachstum und Inflation weiterhin verhalten

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene durchschnittliche Gesamtinflation im Euroraum stieg 2017 auf 1,5 %, verglichen mit 0,2 % im Vorjahr. Hierin spiegelte sich hauptsächlich der größere Beitrag der Energiepreise und – im geringeren Umfang – der Nahrungsmittelpreise wider. Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene zugrunde liegende Inflation erhöhte sich im Berichtszeitraum nur geringfügig auf durchschnittlich 1,0 % nach 0,9 % im Vorjahr, was mit dem noch immer eher verhaltenen binnenwirtschaftlichen Kostendruck zusammenhing (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10 Teuerungsrate nach dem HVPI und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Auch das unterjährige Verlaufsmuster der HVPI-Gesamtinflation wurde maßgeblich von der Entwicklung der Energiepreise beeinflusst. Die höheren Ölpreise zum Jahreswechsel und Basiseffekte im Zusammenhang mit der Preisentwicklung ein Jahr zuvor bewirkten, dass die Gesamtinflation im Februar 2017 einen Spitzenwert von 2,0 % erreichte. Doch im Zuge der dann wieder moderateren Entwicklung der Ölnotierungen kehrte sich dieser Anstieg der Teuerung bis zur Jahresmitte größtenteils wieder um. Der witterungsbedingte kräftige Preisauftrieb bei Obst und Gemüse sorgte zu Jahresbeginn für einen hohen Inflationsbeitrag der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel. In der zweiten Jahreshälfte wurde die Teuerung größtenteils von den Preisen für verarbeitete Nahrungsmittel bestimmt. Dies hing teilweise mit vorangegangenen Entwicklungen der Nahrungsmittelrohstoff- und der Ab-Hof-Preise zusammen, die langsam auf die Verbraucherpreise durchwirkten.

Ohne den Einfluss dieser typischerweise volatileren Komponenten bewegte sich die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Teuerungsrate bis auf einen kurzzeitigen moderaten Anstieg zur Jahresmitte weiterhin nahe der 2016 beobachteten niedrigen Raten. Weder die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Preissteigerungsrate noch andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zeigten im zweiten Halbjahr einen beständigen Aufwärtstrend (siehe Kasten 2 zur niedrigen zugrunde liegenden Inflation im Euroraum).

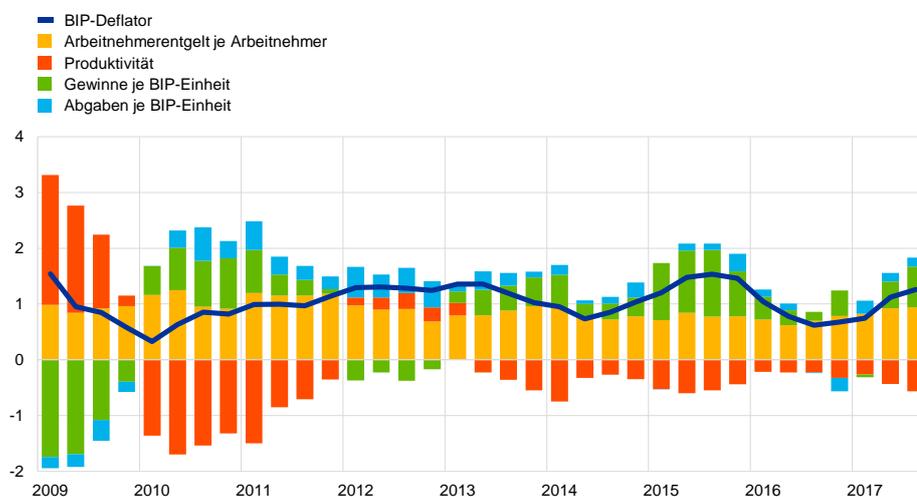
Auch bei den zwei wichtigsten Komponenten des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel – den Industrieerzeugnissen ohne Energie und den Dienstleistungen – waren keine überzeugenden Anzeichen für einen nachhaltigen Preisauftrieb erkennbar. Die Teuerung bei Industrieerzeugnissen ohne Energie blieb insgesamt relativ stabil und lag 2017 mit durchschnittlich 0,4 % auf Vorjahrsniveau. Dies implizierte einen eher geringen Aufwärtsdruck auf die Preise; offenbar wirkten weder die vorangegangene Verteuerung bei Öl noch die Abwertung des Euro so stark, dass sich dies in den Endverbraucherpreisen niedergeschlagen hätte. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel zeigte zwar die erwartete Reaktion auf die Wechselkursentwicklung, doch der Effekt dieser Schwankungen wurde dadurch verringert, dass die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise von im Inland verkauften Konsumgütern ohne Nahrungsmittel im Jahresverlauf niedrig blieb. Der schwache Druck entlang der Preiskette der inländischen Produktion und des Einzelhandels dürfte auch damit zusammenhängen, dass die Gewinnmargen auf den unterschiedlichen Stufen als Puffer wirkten. Die Teuerung bei Dienstleistungen lag mit durchschnittlich 1,4 % im Berichtsjahr über dem Wert von 2016, aber noch immer weit unterhalb des langfristigen Durchschnitts. Dass die Preise gegen Ende 2017 nicht weiter anzogen, ist teilweise Sonderfaktoren geschuldet; dennoch schien die allgemeine Preisentwicklung bei Dienstleistungen weiterhin stärker durch den schwachen binnenwirtschaftlichen Kostendruck beeinflusst zu sein.

Der am BIP-Deflator gemessene inländische Kostendruck nahm im Berichtsjahr etwas zu, blieb jedoch insgesamt verhalten (siehe Abbildung 11). Das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, das Mitte 2016 einen Wendepunkt erreicht hatte, stieg allmählich an und lag im dritten Quartal 2017 bei 1,7 %. Begrenzt wurde das Lohnwachstum möglicherweise unter anderem durch die immer noch erhebliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt (insbesondere auch mit Blick auf

die bestehende Unterbeschäftigung), das schwache Produktivitätswachstum, die Wirkung der in der Vergangenheit niedrigen Inflation über formelle und informelle Indexierungsmechanismen sowie der nach wie vor spürbare Einfluss der in einigen Ländern während der Finanzkrise durchgeführten Arbeitsmarktreformen. Trotz des höheren Lohnwachstums beschleunigte sich der Anstieg der Lohnstückkosten nicht, da auch die Arbeitsproduktivität zunahm. Der Kostendruck aus der Gewinnentwicklung (gemessen anhand des Bruttobetriebsüberschusses) blieb relativ schwach; er wurde teilweise durch die Verschlechterung der Terms of Trade aufgrund der höheren Ölpreise gedämpft.

Abbildung 11
Inflationsbeiträge der Komponenten des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

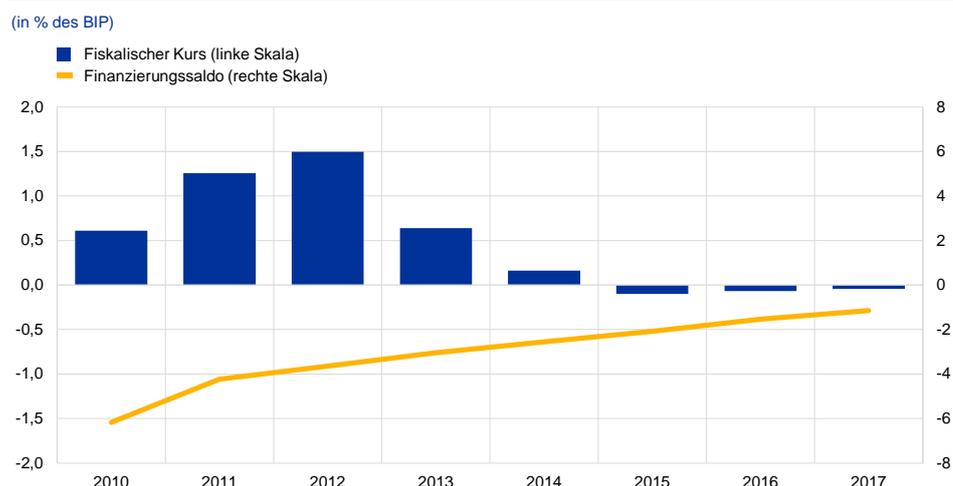
Die längerfristigen Inflationserwartungen zeigten im Berichtsjahr einen kontinuierlichen Anstieg gegenüber 2016. Gemäß dem Survey of Professional Forecasters der EZB verharrten die Erwartungen für die Teuerung in fünf Jahren mehrere Quartale in Folge bei 1,8 % und erhöhten sich dann im letzten Quartal 2017 auf 1,9 %. Die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen, wie beispielsweise der fünfjährige inflationsindexierte Swapsatz in fünf Jahren, nahmen ebenfalls größtenteils zu, während die sich aus Inflationsoptionen ergebende Deflationswahrscheinlichkeit sehr niedrig blieb. Zugleich wies das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen weiterhin auf eine anhaltende Phase niedriger Preissteigerungsraten hin, und die Rückkehr zu Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % dürfte sich nur in sehr kleinen Schritten vollziehen.

Neutraler fiskalpolitischer Kurs und unterstützende Strukturreformen

Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit im Euroraum ist im Berichtsjahr aufgrund der günstigen Konjunkturlage und sinkender Zinsausgaben nominal weiter gesunken. Den von Experten und Expertinnen des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaft-

lichen Projektionen vom Dezember 2017 zufolge ging die Defizitquote im Euroraum von 1,5 % im Jahr 2016 auf 1,1 % im Jahr 2017 zurück (siehe Abbildung 12). Hierzu leisteten strukturelle Konsolidierungsmaßnahmen einen im Durchschnitt begrenzten Beitrag.

Abbildung 12
Finanzierungssaldo und fiskalischer Kurs



Quellen: Eurostat und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom Dezember 2017.
Anmerkung: Der fiskalische Kurs wird anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos in % des BIP ohne Anrechnung temporärer Maßnahmen wie der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Ein positiver Wert weist auf eine Straffung und ein negativer Wert auf eine Lockerung des haushaltspolitischen Kurses hin.

Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems deuten darauf hin, dass der – an der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos gemessene – fiskalpolitische Kurs im Eurogebiet im Berichtsjahr weitgehend neutral war (siehe Abbildung 12).¹ Für den Euroraum insgesamt mag eine neutrale Ausrichtung als angemessen gelten, um sowohl dem Erfordernis einer wirtschaftlichen Stabilisierung als auch der Notwendigkeit tragfähiger öffentlicher Finanzen gleichermaßen gerecht zu werden. Mit Blick auf die Beiträge der einzelnen Länder zum aggregierten Fiskalkurs dürfte die Entwicklung jedoch keineswegs optimal verlaufen sein. So blieben in einigen Staaten mit nach wie vor hohen öffentlichen Schuldenquoten, in denen zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen angezeigt wären, die für die Begrenzung der Schuldentragfähigkeitsrisiken erforderlichen Strukturreformen aus. Andere Länder mit tragfähigen öffentlichen Finanzen hingegen nutzten den ihnen zur Verfügung stehenden Spielraum nicht aus.

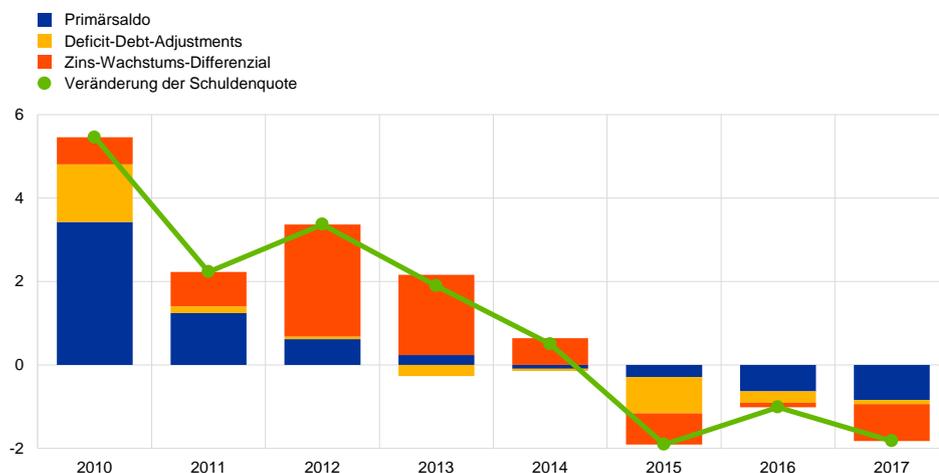
Aufgrund einer Verbesserung des Primärsaldos, der günstigen Konjunktur und der niedrigen Zinsen verringerte sich den Projektionen des Eurosystems zufolge die öffentliche Schuldenquote im Euroraum 2017 auf 87 %, verglichen mit 88,9 % im Jahr 2016 (siehe Abbildung 13). Dennoch war der Schuldenstand in einer Reihe von Euro-Ländern noch immer so hoch, dass ein plötzlicher Wiederanstieg der Zinssätze oder erneute Instabilität an den Finanzmärkten problematisch für sie werden könnte.

¹ Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

Abbildung 13

Bestimmungsfaktoren der öffentlichen Verschuldung

(in % des BIP)



Quellen: Eurostat und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom Dezember 2017.
Anmerkung: Der Primärsaldo hat einen gegenläufigen Effekt auf die staatliche Schuldenquote, d. h., die Schuldenquote sinkt bei einem Primärüberschuss und steigt bei einem Primärdefizit.

Was die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) in den einzelnen Mitgliedstaaten betrifft, so zeigte sich abermals ein gemischtes Bild. Positiv zu vermerken sind die Verbesserungen bei der Erfüllung des nominalen Defizitkriteriums. Nachdem Griechenland und Portugal bereits im Jahresverlauf 2017 aus dem Defizitverfahren entlassen wurden und Frankreich sein übermäßiges Haushaltsdefizit vor Jahresende beseitigt haben dürfte, unterliegt 2018 mit Spanien nur noch ein einziges Land im Euroraum diesem Verfahren. Ein negativer Befund, der auch durch die Herbstprognose 2017 der Europäischen Kommission bestätigt wird, ist hingegen der generell relativ geringe Fortschritt bei der Erfüllung der im präventiven Teil des SWP vorgeschriebenen strukturellen Konsolidierungsanforderungen.

Im Großen und Ganzen hat die Krise gezeigt, dass flexiblere Volkswirtschaften über eine größere Schockresilienz verfügen und dass sie sich tendenziell rascher wieder erholen und auf lange Sicht stärker wachsen. Zudem haben Länder, die Reformen an ihren Güter- und Arbeitsmärkten umgesetzt haben, seitdem positive Ergebnisse erzielt; nicht zuletzt aufgrund unterstützender finanzpolitischer und makroökonomischer Maßnahmen entfalten diese Reformen weiterhin ihre Wirkung.

Obwohl sich die Konjunkturerholung fortsetzt und an Breite gewinnt, könnte mehr getan werden, um entscheidende Hürden auf dem Weg zu einem nachhaltigeren und integrativeren Wachstum zu überwinden, beispielsweise durch Strukturreformen zur Steigerung des Arbeitsproduktivitätswachstums, das einen wesentlichen Faktor

für die Verbesserung des Lebensstandards darstellt,² oder durch Maßnahmen, welche die Bilanzsanierung erleichtern, und effizientere gerichtliche und außergerichtliche Verfahren ermöglichen.³

Wie in Kasten 3 dargelegt, lässt sich anhand der Evidenz keine hemmende Wirkung der geldpolitischen Akkommodierung auf die Umsetzung von Reformen zeigen. Allerdings werden wichtige Reformen mit geringerer Wahrscheinlichkeit durchgeführt, wenn das wirtschaftliche Umfeld günstig und der Druck durch externe Faktoren geringer ist. Gleichzeitig sind die bestehenden Reformhindernisse, vor allem politische Zwänge und der Widerstand von Interessengruppen, weiterhin als schwerwiegend einzustufen.⁴

Die Europäische Kommission konnte in ihrer Beurteilung der Reformanstrengungen auf Basis der länderspezifischen Kommissionsempfehlungen für 2017 nur in sehr wenigen Fällen eine „vollständige Umsetzung“ oder „substanzielle Fortschritte“ konstatieren; die meisten Fälle fielen in die Kategorie „einige Fortschritte“, „begrenzte Fortschritte“ oder „keine Fortschritte“. Demnach ist der Spielraum für weitere Reformen noch lange nicht ausgeschöpft.

Kasten 1

Arbeitsmarktstrukturpolitik im Euroraum

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich 2017 im Euroraum weiter verbessert. Im Zuge der von einer starken Beschäftigungsdynamik getragenen Erholung ist die Zahl der Erwerbstätigen seit Mitte 2013 um etwa 7,5 Millionen gestiegen und die Arbeitslosigkeit nachhaltig gesunken. Zudem hat der Aufschwung am Arbeitsmarkt auch sektoral spürbar an Breite gewonnen (siehe Abbildung A). Dennoch sind sowohl die Gesamt- als auch die Jugendarbeitslosigkeit nach wie vor hoch, und die Zahlen für die Arbeitslosigkeit im weiteren Sinn deuten auf eine hohe Unterbeschäftigung hin.⁵

² Siehe EZB, [Die Verlangsamung des Produktivitätswachstums im Euro-Währungsgebiet in einem globalen Kontext](#), Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

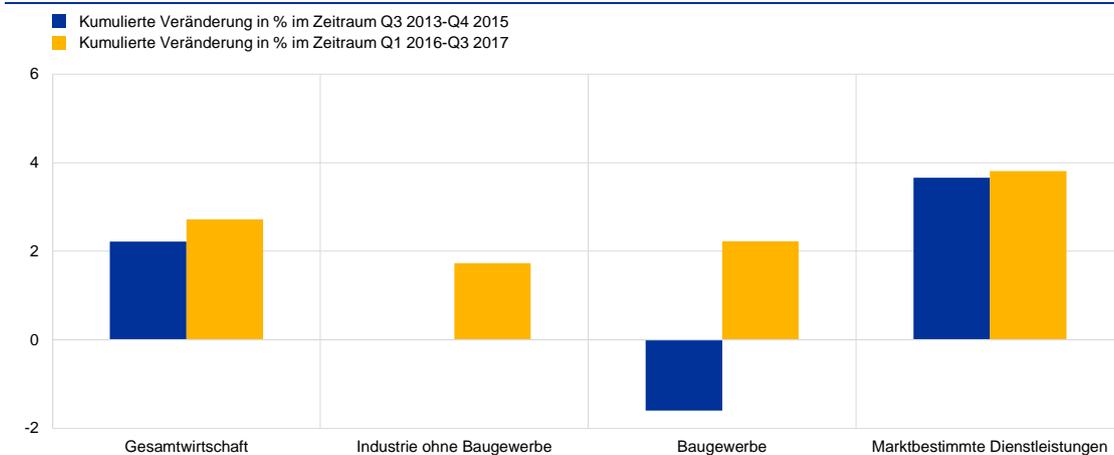
³ Siehe EZB, [Verschuldung und Schuldenabbau des privaten Sektors in den Ländern des Euro-Währungsgebiets](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017.

⁴ Siehe EZB, [Bedarf an Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus einer Umfrage unter Großunternehmen](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2017, September 2017.

⁵ Als unterbeschäftigt im weiteren Sinn gelten zusätzlich zu den in der amtlichen Arbeitslosenquote erfassten Arbeitslosen auch Personen, die a) momentan nicht nach Arbeit suchen, obwohl sie zur Verfügung stehen, b) aktiv Arbeit suchen, diese aber (noch) nicht aufnehmen können, und c) weniger Stunden arbeiten als sie möchten. Siehe EZB, [Beurteilung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

Abbildung A

Sektorale Beschäftigungsentwicklung



Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Die Darstellung beschränkt sich auf ausgewählte Sektoren. Zu den marktbestimmten Dienstleistungen zählen der Handel, Verkehrs- und Beherbergungsdienstleistungen, Informations- und Kommunikationsdienstleistungen, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen sowie unternehmensnahe Dienstleistungen.

Die an Breite gewinnende Konjunkturbelebung wirkte sich günstig auf die Arbeitsmärkte im Eurogebiet aus. Zudem haben Strukturreformen nachweislich dazu beigetragen, dass sich die Reagibilität der Beschäftigung auf die BIP-Entwicklung während der Erholung in einigen Euro-Ländern erhöht hat.⁶ Hierzu zählen Maßnahmen, die über eine Lockerung des Kündigungsschutzes (etwa durch Abfindungskürzungen) oder durch flexiblere Löhne zu einer höheren Arbeitsmarktflexibilität führen. Aber auch Reformen an den Produktmärkten – darunter der Bürokratieabbau und die Senkung von Markteintrittsbarrieren sowie ein geringerer Schutz von etablierten Unternehmen oder Berufen – könnten raschere und umfassendere Beschäftigungsanpassungen in den Firmen ermöglicht haben.

In einer von der EZB durchgeführten Ad-hoc-Umfrage unter führenden gebietsansässigen Unternehmen zu Strukturreformen im Euroraum wurden Reformen zur weiteren Verbesserung der Arbeitnehmerflexibilität und Ausbildungsqualität als wichtige Faktoren für die künftige Entwicklung eingestuft (siehe Abbildung B).⁷ Drei der vier am häufigsten (d. h. von mindestens 80 % der Befragten) genannten Reformschwerpunkte waren Maßnahmen zur Flexibilisierung der Arbeitszeit, zur Erleichterung der Vergabe befristeter Arbeitsverträge und zur Lockerung der Kündigungsschutzbestimmungen. Außerdem gaben rund 50 % der Umfrageteilnehmer an, dass Reformen, die auf eine höhere Arbeitnehmerflexibilität abzielen, für sich genommen den größten Einfluss auf die Geschäftsergebnisse haben dürften, da sie für die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit von Bedeutung sind und es den Unternehmen zudem ermöglichen würden, besser auf die zunehmend volatile und sich strukturell verändernde Nachfrage zu reagieren. Ferner nannten über 90 % der Unternehmen Reformen zur Verbesserung der Qualität der Aus- und Fortbildungsmöglichkeiten als maßgeblichen Faktor. Dieser Bereich wurde von den Teilnehmenden als besonders relevant erachtet, insbesondere vor dem Hintergrund des Wandels hin zu wissensintensiven Qualifikationen, der Digitalisierung und des langjährigen strukturellen

⁶ Siehe EZB, [Zur Beziehung zwischen Beschäftigung und BIP seit der Krise](#), Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016.

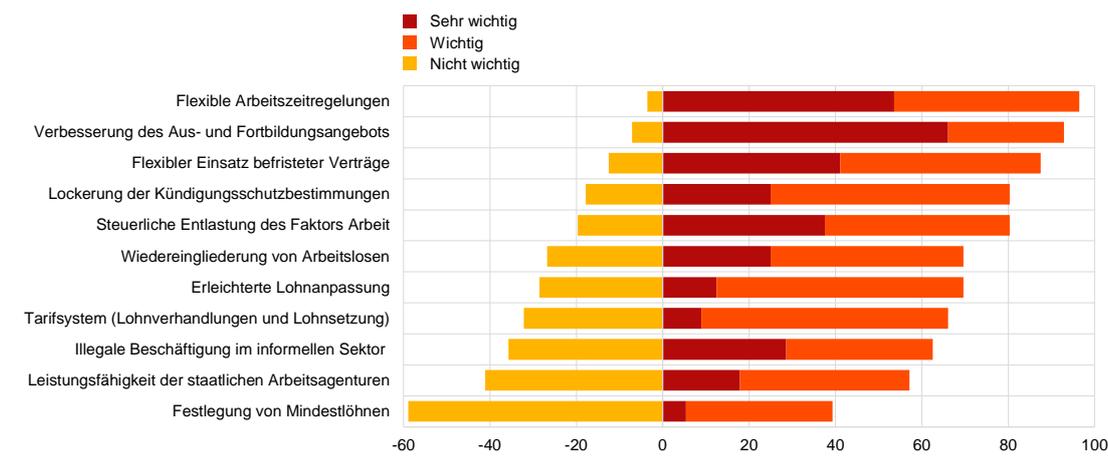
⁷ Siehe EZB, [Bedarf an Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus einer Umfrage unter Großunternehmen](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2017, September 2017.

Mangels an technischen Fachkräften. Die Umfrageergebnisse verdeutlichten auch den Reformbedarf an den Produktmärkten und die Notwendigkeit weiterer Fortschritte bei der Vollendung des Binnenmarkts; beide Aspekte sind unabdingbar, um das gesamte Potenzial von Arbeitsmarktreformen zu nutzen.⁸

Abbildung B

Arbeitsmarktpolitischer Reformbedarf im Euroraum laut einer Ad-hoc-Umfrage unter Unternehmen

(in % der befragten Unternehmen; Anordnung der Antworten nach Gesamtbewertung)



Quellen: EZB-Umfrage zu Strukturreformen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gestellt wurde die Frage: „Wie beurteilen Sie den Arbeitsmarktreformbedarf in den Ländern des Euroraums in Ihrem Sektor?“ Die negativen Prozentangaben beziehen sich auf den Anteil der Umfrageteilnehmer, die den jeweiligen Faktor als „nicht wichtig“ beurteilten.

Die Lage am Arbeitsmarkt im Euroraum hat sich 2017 insgesamt weiter aufgeheitert. Die Beschäftigung und das Arbeitskräfteangebot nahmen jeweils zu, während die Arbeitslosigkeit zurückging. Die Verbesserungen waren in allen Ländern und Sektoren zu beobachten. Strukturreformen leisteten einen Beitrag zu dieser Entwicklung, doch in einem sich kontinuierlich wandelnden Wirtschaftsumfeld bedarf es weiterer Anstrengungen, um die Qualifizierung und die Flexibilität der Arbeitskräfte zu erhöhen.

Kasten 2

Ein Erklärungsversuch zur verhaltenen Inflationsdynamik

Trotz des aktuellen Wirtschaftsaufschwungs befindet sich die Teuerung bereits längere Zeit auf niedrigem Niveau. Dies wirft Fragen bezüglich der Grenzen herkömmlicher Modelle auf. Insbesondere die Phillips-Kurve, die einen der grundlegenden gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge beschreibt, wird mittlerweile kritisch hinterfragt.

Welche Bestimmungsfaktoren der Inflation werden im Konzept der Phillips-Kurve unterschieden?

An erster Stelle sind die für eine Verankerung der Teuerung sorgenden Inflationserwartungen zu nennen. Die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen gingen im Zeitraum nach 2013 zurück, sodass Bedenken aufkamen, wonach sich die Phillips-Kurve möglicherweise nach

⁸ Siehe EZB, [Strukturelle Indikatoren des Geschäftsumfelds im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2016, Dezember 2016.

unten verschoben hat, sodass sich für jedes einzelne Niveau der gesamtwirtschaftlichen Produktion eine niedrigere Teuerungsrate ergibt. Durch die Effekte des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten und die verbesserten Konjunkturaussichten für den Euroraum wurden diese Risiken jedoch begrenzt und die Verankerung der Inflationserwartungen unterstützt. Im Jahresverlauf 2017 nahmen die genannten Bedenken noch weiter ab, da sowohl die umfragebasierten als auch die marktbasieren Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen wieder anstiegen.

Ein weiterer maßgeblicher Bestimmungsfaktor der Teuerung im Phillips-Kurven-Modell ist die Unterauslastung der Wirtschaft. Im Beobachtungszeitraum seit 2012, der von einer moderaten Entwicklung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gekennzeichnet war, ging von der Unterauslastung ein negativer Beitrag zur Teuerung aus. Zurzeit vollzieht sich jedoch im Euroraum eine robuste Erholung mit einer deutlichen Verbesserung am Arbeitsmarkt. Folglich wird die während der Double-Dip-Rezession entstandene Unterauslastung wieder abgebaut und wirkt immer weniger negativ auf die Inflation.

Ein dritter relevanter Faktor sind die Importpreise, die sich vor allem in der Gesamtinflation bemerkbar machen. Zum HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel leisteten sie 2017 einen nur begrenzt negativen Beitrag.⁹

Ist die Phillips-Kurve noch ein geeignetes Analysewerkzeug?

Jüngste Forschungsarbeiten des ESZB beantworten diese Frage positiv.¹⁰ Abbildung A zeigt die Out-of-Sample-Prognosen für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel auf Basis einer breiten Gruppe von Benchmark-Modellen der Phillips-Kurve, die mit den tatsächlichen Werten verschiedener Messgrößen der Inflationserwartungen und der wirtschaftlichen Unterauslastung sowie mit der Entwicklung der Importpreise verknüpft sind. Die Schwankungsbreite der Schätzungen ist relativ groß, was auf eine hohe Modellunsicherheit hinweist. Zugleich zeigte die tatsächliche Inflationsdynamik im Beobachtungszeitraum eine recht gute Übereinstimmung mit den Prognosen, welche die hier gewählten Modelle geliefert hätten. Dies spricht für die Eignung der Phillips-Kurve als konzeptioneller Rahmen zur Analyse der Inflationsdynamik.¹¹ Allerdings bewegten sich die Teuerungsrate eher am unteren Ende der prognostizierten Spanne, was darauf hindeutet, dass es noch weitere Einflussfaktoren gibt, die in den meisten der hier berücksichtigten Modelle nicht erfasst werden.

⁹ Eine modellbasierte Aufschlüsselung findet sich in EZB, [Binnenwirtschaftliche und globale Antriebskräfte der Teuerung im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017.

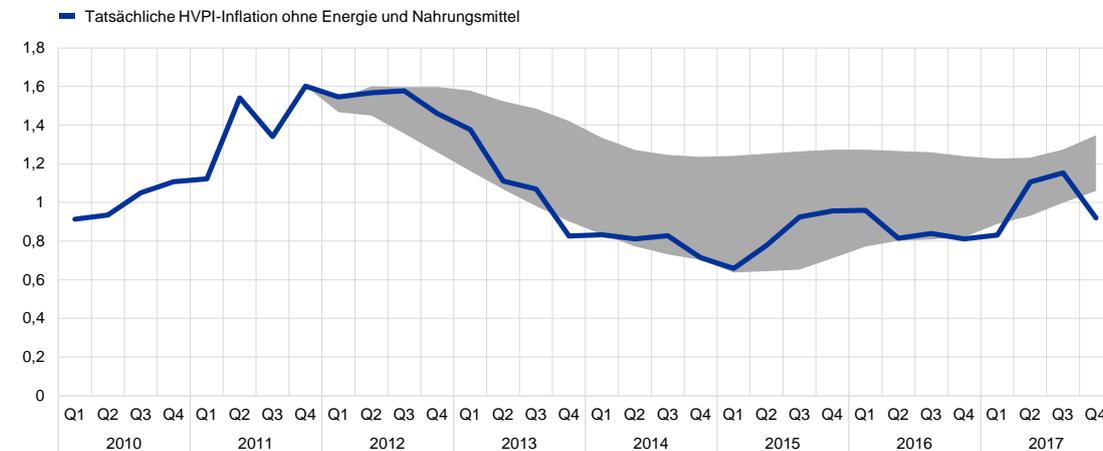
¹⁰ M. Ciccarelli und C. Osbat (Hrsg.), [Low inflation in the euro area: causes and consequences](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 181, Januar 2017.

¹¹ Zur Brauchbarkeit der Phillips-Kurve für die Analyse der Inflationsdynamik im Euroraum siehe auch M. Jarociński und M. Lenza, [An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1966, September 2016 sowie E. Bobeica und M. Jarociński, [Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2000, Januar 2017.

Abbildung A

Bedingte Prognosen auf Basis der Phillips-Kurve für den Zeitraum nach der Krise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Erster Prognosezeitraum ist das erste Quartal 2012. Der graue Bereich stellt die bedingte Prognose der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dar; ermittelt wird diese auf Basis einer Regressionsgleichung mit folgenden Elementen: Verzögerung der HVPI-Inflation selbst, verzögerte Importpreise, verzögerte Messgröße der wirtschaftlichen Unterauslastung (modellbasierte Schätzung der Produktionslücke, BIP-Wachstum, Arbeitslosenquote, modellbasierte Schätzung der Arbeitslosigkeitslücke bzw. Produktionslücke gemäß Schätzungen der Europäischen Kommission) und Messgröße der Inflationserwartungen (basierend auf den Daten von Consensus Economics mit Prognosehorizonten von einem bis sieben Quartalen sowie auf den Ergebnissen des Survey of Professional Forecasters der EZB in Bezug auf die Inflation in einem, zwei bzw. fünf Jahren).

Da die Teuerung in den unterschiedlichen Phillips-Kurven-Modellen im Allgemeinen eher überschätzt wird, ist zu vermuten, dass die Benchmark-Modelle die Auswirkungen einiger inflationsbestimmender Faktoren nicht abbilden. Zu diesen Faktoren zählen eine mögliche Fehlmessung der binnenwirtschaftlichen Unterauslastung oder der Inflationserwartungen, ein größerer, die Wirkung der Importpreise übersteigender Einfluss globaler Faktoren sowie eine veränderte Reaktion der Inflation auf die wirtschaftliche Unterauslastung (d. h. eine Veränderung des Anstiegs der Phillips-Kurve).

Die binnenwirtschaftliche Unterauslastung lässt sich nicht direkt beobachten und ist ein mehrdimensionales Phänomen. Mithilfe unterschiedlicher Indikatoren der wirtschaftlichen Unterauslastung kann das Risiko von Fehlmessungen zwar minimiert, jedoch nicht vollständig beseitigt werden. Die Tatsache, dass sich die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel eher am unteren Ende der Modellberechnungen bewegte, könnte auf eine höhere Unterauslastung der Wirtschaft hindeuten. Die Arbeitslosenquote ist tatsächlich gesunken, doch der Anteil der Unterbeschäftigten (d. h. Teilzeitbeschäftigte, die gern mehr arbeiten würden, sowie Erwerbspersonen, die die Arbeitssuche aufgegeben haben) hat sich nach der Großen Rezession erhöht, was sich in der beobachteten Arbeitslosenquote nicht vollständig widerspiegelt.¹²

Zudem könnten herkömmliche Phillips-Kurven-Modelle, die lediglich die binnenwirtschaftliche Unterauslastung abbilden, größere Auswirkungen globaler Entwicklungen übersehen, die sich aus dem steigenden Integrationsgrad der Volkswirtschaften und dem zunehmenden Wettbewerb an den

¹² Siehe EZB, [Beurteilung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017 sowie B. Cœuré, [Scars or scratches? Hysteresis in the euro area](#), Rede am International Center for Monetary and Banking Studies, Genf, 19. Mai 2017.

Arbeits- und Gütermärkten ergeben. Diese Theorie lässt sich kaum empirisch belegen,¹³ und es spricht nur wenig dafür, dass bei der Analyse der Inflationsentwicklung im Euroraum anhand von Phillips-Kurven auch Messgrößen der globalen Unterauslastung und der Integration in globale Wertschöpfungsketten einbezogen werden sollten.¹⁴ Schließlich könnte die Überzeichnung der Teuerung im Standardmodell auch eine Verringerung nominaler Rigiditäten¹⁵ aufgrund von jüngst umgesetzten Strukturreformen widerspiegeln – etwa im Zusammenhang mit dem Rückgang der Tarifbindung.¹⁶ Möglicherweise hat sich der Anstieg der Phillips-Kurve infolgedessen verändert, doch in der statistischen Praxis lassen sich solche Kurvenverschiebungen nur schwer von Fehlmessungen der Unterauslastung unterscheiden.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die herkömmlichen Phillips-Kurven-Modelle zwar ein gutes Verständnis der inflationsbestimmenden Faktoren ermöglichen, sie allerdings nicht die Komplexität des derzeitigen wirtschaftlichen Umfelds und dessen Einfluss auf die Entstehung von Inflation vollständig abbilden können. Zugleich spielt die wirtschaftliche Unterauslastung nach wie vor eine wichtige Rolle, und im Euroraum dürfte der konjunkturelle Aufschwung für einen allmählichen Anstieg des zugrunde liegenden Preistrends sorgen.

Kasten 3

Antriebskräfte für die Umsetzung von Strukturreformen

Nach Ausbruch der Krise wurden verstärkt Strukturreformen umgesetzt, insbesondere in den stärker anfälligen Ländern des Euroraums. Allerdings wurde diese Dynamik in den letzten Jahren nicht aufrechterhalten. Dies wirft die Frage auf, welche Antriebskräfte für die Durchführung von Reformen notwendig sind. Aufschluss hierüber soll ein Überblick über die Fachliteratur zu den begünstigenden und hemmenden Faktoren der Umsetzung von Reformen geben.

Die Notwendigkeit, überhaupt Reformen in Angriff zu nehmen, hängt entscheidend von den bestehenden wirtschaftlichen Strukturen eines Landes ab. Ein Staat, der im jeweiligen Politikbereich vom Best-Practice-Niveau noch weit entfernt ist, wird größere Reformanstrengungen unternehmen müssen, um die Funktionsfähigkeit seiner Institutionen zu verbessern, als ein Land, das sich eng an den Best Practices orientiert. Dies lässt sich durch viele Beispiele aus der Literatur belegen.¹⁷

¹³ Ebenso schwierig ist es, den Einfluss des E-Commerce auf die Teuerung zu messen, wengleich es unbestreitbar sein dürfte, dass sich durch die Digitalisierung der Wettbewerb verschärft und die Kosten für die Verwaltung von Lagerbeständen verringert haben, was die Inflation wiederum bremsen würde.

¹⁴ Siehe EZB, *Binnenwirtschaftliche und globale Antriebskräfte der Teuerung im Euro-Währungsgebiet*, Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017, sowie C. Nickel, *The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone*, VoxEU.org, 28. Juli 2017.

¹⁵ Siehe M. Porqueddu und S. Fabiani, *Changing prices... changing times: evidence for Italy*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2002, Januar 2017, sowie M. Izquierdo, J. F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rööm und E. Viviano, *Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 192, Juni 2017.

¹⁶ Siehe EZB, *Abwärtsgerichtete Lohnstarrheit und die Rolle von Strukturreformen im Euro-Währungsgebiet*, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

¹⁷ Siehe beispielsweise A. Bonfiglioli und G. Gancia, *Economic Uncertainty and Economic Reforms*, mimeo, 2016, und A. Dias Da Silva, A. Givone und D. Sondermann, *When do countries implement structural reforms?*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2078, Juni 2017.

Des Weiteren beeinflusst offenbar die Wirtschaftslage die Wahrscheinlichkeit, dass Staaten handeln, indem sie ehrgeizige Strukturmaßnahmen ergreifen. In der Literatur wird dies mit dem Umstand in Verbindung gebracht, dass deutliche Wohlfahrtseinbußen, wie sie im Verlauf von tiefen Rezessionen¹⁸ und Phasen hoher Arbeitslosigkeit¹⁹ auftreten, die Kosten des Status quo sichtbarer und den Widerstand von Interessengruppen gegenüber Veränderungen geringer werden lassen.

Ein weiterer potenzieller Einflussfaktor ist die politische Landschaft.²⁰ Insbesondere kann der jeweilige Zeitpunkt innerhalb der laufenden Legislaturperiode von Bedeutung sein; mit dem Näherrücken von Wahlen lässt sich möglicherweise der Reformeifer nach (etwa wenn die Maßnahmen wahrscheinlich mit erheblichen kurzfristigen Kosten verbunden sind). Neu gewählte Regierungen hingegen scheinen eine größere Reformneigung aufzuweisen, solange der nächste Wahltermin noch in weiter Ferne ist.²¹ In ähnlicher Weise steigt die Umsetzbarkeit von Reformen, sofern eine Partei über die notwendige parlamentarische Mehrheit verfügt.²² Zudem kann die politische Unterstützung für Reformen bisweilen sehr gering sein, da die Verteilungsfolgen (d. h. die Gewinner bzw. Verlierer von Reformen) im Vorhinein nicht immer klar absehbar sind. Unter solchen Bedingungen wird tendenziell der Status quo bevorzugt.²³ Ferner kann die Reformdynamik durch eine mangelnde Transparenz in Bezug auf (Eventual-)Verbindlichkeiten des Staates geschwächt werden. Eine Reihe von Analysen kommt – auch für fortgeschrittene Volkswirtschaften – zu dem Schluss, dass die Haushaltsgebarung häufig lückenhaft ist und dass ein echtes Verständnis für die tatsächliche Lage der öffentlichen Finanzen samt der diesbezüglichen Risiken oft nicht gegeben ist.²⁴

In den bislang vorliegenden Arbeiten wurde noch kein eindeutiger Zusammenhang zwischen Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen hergestellt. Einerseits könnte eine reformorientierte Regierung die Zeit, in der es ihr gelingt, den Struktursaldo zu verbessern, auch noch für Reformen nutzen.²⁵ Andererseits reicht das politische Kapital möglicherweise nur für das Engagement in einem der Bereiche aus, sodass die Wahrscheinlichkeit der Umsetzung von Strukturreformen während einer Haushaltskonsolidierungsphase sinkt.²⁶

¹⁸ Siehe Bonfiglioli und Gancia, ebd.; Dias Da Silva et al., ebd.; A. Drazen und W. Easterly, Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom, in: *Economics and Politics*, Bd. 13, Nr. 2, 2001, S. 129-157; L. Agnello, V. Castro, J. T. Jalles und R. M. Sousa, What determines the likelihood of structural reforms?, in: *European Journal of Political Economy*, Bd. 37, Ausgabe C, 2015, S. 129-145.

¹⁹ Siehe Dias Da Silva et al., ebd., sowie R. Duval und J. Elmeskov, [The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 596, März 2006.

²⁰ Siehe N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert und G. Vitale, [Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 66, Juli 2007.

²¹ Siehe A. Alesina, R. Perotti und J. Tavares, The Political Economy of Fiscal Adjustments, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, Bd. 29, Nr. 1, 1998, S. 197-266, und R. Duval, Is there a role for macroeconomic policy in fostering structural reforms? Panel evidence from OECD countries over the past two decades, in: *European Journal of Political Economy*, Bd. 24, Nr. 2, 2008, S. 491-502.

²² Siehe Dias Da Silva et al., ebd.

²³ Siehe R. Fernandez und D. Rodrik, Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty, in: *American Economic Review*, Bd. 81, Nr. 5, 1991, S. 1146-1155. Denkbar wäre beispielsweise eine auf Arbeitnehmerseite bestehende Ablehnung gegenüber Privatisierungen, weil unklar ist, ob die derzeitigen Qualifikationen danach noch benötigt werden; siehe z. B. J. De Haan, S. Lundström und J. E. Sturm, Market-oriented institutions and policies and economic growth: A critical survey, in: *Journal of Economic Surveys*, Bd. 20, Nr. 2, 2006, S. 157-191.

²⁴ Siehe C. Wyplosz, [Large and Unknown Implicit Liabilities: Policy Implications for the Eurozone](#), Graduate Institute of International Economics and Centre for Economic Policy Research, 2004.

²⁵ Dias Da Silva et al., ebd., belegt dies für einige Bereiche.

²⁶ Siehe Duval und Elmeskov, ebd.

Nur wenige Studien befassen sich mit der Frage, welchen Einfluss die Zinssätze auf die Durchführung von Reformen haben. Dias Da Silva et al. zeigen für einige Reformbereiche und Spezifikationen einen Zusammenhang zwischen niedrigeren kurzfristigen Zinsen und einer höheren Reformumsetzungswahrscheinlichkeit. Für andere Spezifikationen lässt sich diesbezüglich jedoch keine signifikante Beziehung nachweisen. Die signifikant negative Korrelation könnte als antizipierter positiver Effekt niedriger Zinsen auf den gesamtstaatlichen Haushaltssaldo (aufgrund etwas geringerer Finanzierungskosten) oder aber auf Wachstum und Beschäftigung verstanden werden, wobei die Haushaltspolitik durch den letztgenannten Effekt wiederum mehr Spielraum hätte, einen Ausgleich für die von Reformen betroffenen Bevölkerungsgruppen herbeizuführen.²⁷

Gütermarktreformen ebnet tendenziell den Weg für Arbeitsmarktreformen.²⁸ Dies steht im Einklang mit der Argumentation, dass Gütermarktreformen günstigere Bedingungen für eine Lockerung des Kündigungsschutzes schaffen, da sie die Neugründung von Unternehmen erleichtern und somit die Beschäftigungsmöglichkeiten insgesamt verbessern.²⁹ Gleichzeitig bewirken diese Reformen eine Verringerung der ökonomischen Renten, wodurch wahrscheinlich auch der Widerstand gegen Arbeitsmarktreformen sinkt.³⁰

Neben binnenwirtschaftlichen Faktoren in den jeweiligen Ländern wird die Dynamik von Strukturreformen auch durch externen Druck verstärkt. Durch die Finanzhilfeprogramme oder die europäischen Richtlinien zum Binnenmarkt standen die nationalen Regierungen unter Druck, Reformen an den Gütermärkten durchzuführen.³¹ Zudem lässt sich für die fünf Jahre vor Beitritt eines Landes zur EU ein größerer Reformeifer feststellen (möglicherweise auch aufgrund des Anreizes, die Beitrittskriterien zu erfüllen), während für die Jahre danach das Gegenteil zu beobachten ist.³²

Abschließend lässt sich festhalten, dass eine schwache Ausgangsposition, ein nachteiliges gesamtwirtschaftliches Umfeld und externer Druck die Reformbereitschaft verstärken können. Darüber hinaus scheint ein günstiges politisches Umfeld (d. h. eine Mehrheit der Regierungspartei in allen Parlamentskammern und eine hinreichend lange Zeitspanne bis zu den nächsten wichtigen Wahlen) die Umsetzung strukturpolitischer Maßnahmen insgesamt zu erleichtern. Ferner stellen einige Studien einen – wenngleich nicht immer robusten – Zusammenhang zwischen einer expansiven Geldpolitik und der verstärkten Umsetzung von Reformen fest. In der Fiskalpolitik wiederum scheint es so, dass die Ergebnisse der Reformumsetzung vom jeweils untersuchten Politikbereich abhängen.

²⁷ Siehe R. J. Gordon, *Macroeconomic Policy in the Presence of Structural Maladjustment*, Working Paper des National Bureau of Economic Research (NBER), Nr. 5739, 1996.

²⁸ Siehe Dias Da Silva et al., ebd.

²⁹ Siehe J. Høj, V. Galasso, G. Nicoletti, und T.-T. Dang, *The Political Economy of Structural Reform: Empirical Evidence from OECD Countries*, Working Paper des OECD Economics Department, Nr. 501, 2006, sowie O. Blanchard und F. Giavazzi, *Macroeconomic Effects of Regulations and Deregulation in Goods and Labour Markets*, in: *Quarterly Journal of Economics*, Bd. 118, Nr. 3, 2003, S. 879-907.

³⁰ Siehe G. Saint-Paul, *The Political Economy of Labour Market Institutions*, Oxford University Press, Oxford, 2000.

³¹ Ähnliche Sichtweisen finden sich in W. Tompson und R. Price, *The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets and Labour Markets in Ten OECD Countries*, OECD Publishing, Paris, 2009, sowie Bonfiglioli und Gancia, ebd.

³² Siehe Dias Da Silva et al., ebd.

1.3 Finanzmarktentwicklungen und Geldmengenwachstum

Die Entwicklungen an den Finanzmärkten des Euroraums waren im Jahr 2017 in hohem Ausmaß von den positiven gesamtwirtschaftlichen Aussichten sowie von der weiterhin akkommodierenden Geldpolitik der EZB bestimmt. So blieben die Geldmarktsätze und die längerfristigen Anleiherenditen auf sehr niedrigem Niveau. Außerdem stiegen die Kurse der Aktien von Banken und nichtfinanziellen Unternehmen deutlich an, da die verbesserten gesamtwirtschaftlichen Aussichten steigende Gewinne erwarten ließen und die Risikobereitschaft erhöhten. Das Geldmengenwachstum war robust, während sich die schrittweise Erholung des Kreditwachstums fortsetzte.

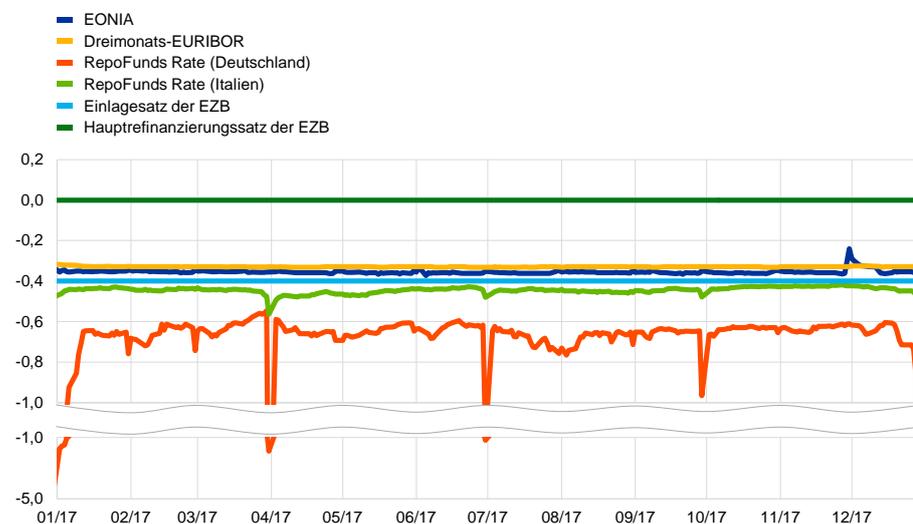
Stabilisierung der Euro-Geldmarktsätze auf sehr niedrigem Niveau

Vor dem Hintergrund unveränderter EZB-Leitzinsen und des weiterhin expansiven geldpolitischen Kurses im gesamten Berichtsjahr blieben die Geldmarktsätze außergewöhnlich niedrig.

Der EONIA (Euro Overnight Index Average) blieb mit einem Durchschnittswert von etwa -36 Basispunkten stabil (siehe Abbildung 14), während der Dreimonats-EURIBOR leicht nachgab und sich bei rund -33 Basispunkten stabilisierte. Diese Entwicklung stand im Einklang mit dem Aufwärtstrend der Überschussliquidität, die der Bankensektor im Euroraum infolge der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB aufgebaut hat. Die Überschussliquidität stieg im Jahresverlauf um 600 Mrd € auf ein Niveau von rund 1 800 Mrd € zu Jahresende 2017 (siehe auch Abschnitt 2.3). Am besicherten Geldmarkt blieben die Reposätze auf von Euro-Ländern begebene Sicherheiten weiterhin sehr heterogen. Einige Reposätze lagen im Bereich des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB, andere wiederum weit darunter; dies spiegelt die unterschiedlichen Marktbedingungen in den einzelnen Segmenten wider. So schlug sich die starke Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Sicherheiten jeweils zu Quartalsende in deutlichen Änderungen bei den Reposätzen nieder.

Abbildung 14 Geldmarktsätze

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Bloomberg.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. November 2017.

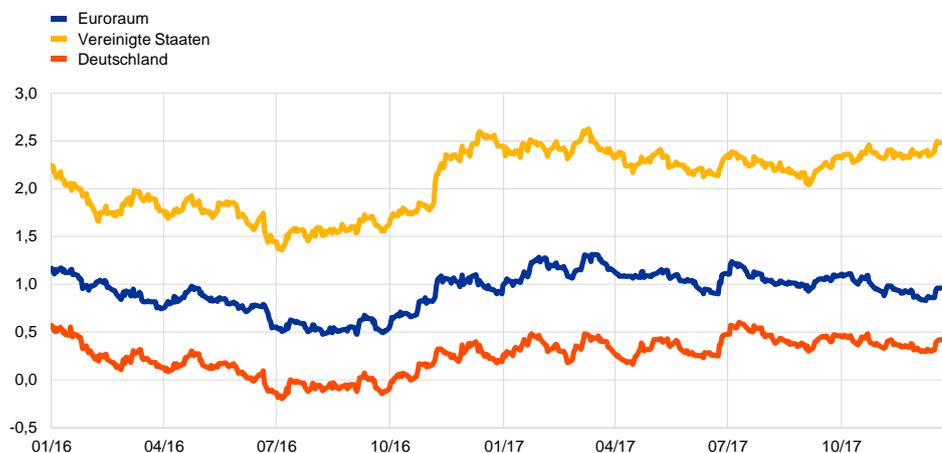
Weitgehend stabile Entwicklung der Staatsanleiherenditen im Euroraum und deutlicher Anstieg der Aktienkurse

Die Staatsanleiherenditen im Euroraum blieben 2017 weitgehend stabil, wenn auch auf einem höheren Durchschnittsniveau als 2016; darin spiegelten sich die Nettoeffekte der schrittweisen Verbesserung der Konjunkturaussichten für die Euro-Länder und des Ausblicks für die Weltkonjunktur wider (siehe Abbildung 15) sowie, damit zusammenhängend, das nun als geringer wahrgenommene Deflationsrisiko und der weiterhin akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB. Die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum lag mit 1,0 % am 29. Dezember 2017 unverändert auf dem Durchschnittsniveau vom Dezember 2016. Der Renditeabstand zehnjähriger Staatsanleihen der Euro-Länder gegenüber deutschen Bundesanleihen ging zurück; dies galt angesichts ihrer verbesserten Bonitätseinstufung im Jahresverlauf 2017 insbesondere für Portugal und Griechenland.

Abbildung 15

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum, in den Vereinigten Staaten und in Deutschland

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben für den Euroraum beziehen sich auf den BIP-gewichteten Durchschnitt der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. Dezember 2017.

Angesichts des kräftigeren inländischen und weltweiten Wirtschaftswachstums und des niedrigen Zinsniveaus zogen die Aktienkurse im Euroraum 2017 stark an. Konkret war beim Gesamtindex für die Notierungen nichtfinanzieller Unternehmen im Jahresverlauf ein Anstieg um 12 % und beim Index für Aktien von Banken ein Anstieg um 14 % zu verzeichnen. Die Aktienkurse nichtfinanzieller Unternehmen stiegen in den Vereinigten Staaten etwas rascher als im Euroraum, da angesichts der geplanten Senkung der Körperschaftsteuern in den USA eine positive Ertragsentwicklung erwartet wird. Dennoch verharrten sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum die Aktienrisikoprämien,³³ die für den Renditeaufschlag stehen, den Anleger dafür verlangen, dass sie Aktien statt langfristiger Anleihen halten, auf einem deutlich höheren Niveau als vor Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008.

³³ Nähere Einzelheiten zur verwendeten Berechnungsmethode für Aktienrisikoprämien finden sich in EZB, [Determinanten der Kursentwicklung an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets in jüngster Zeit](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 5/2017, August 2017.

Abbildung 16

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2016 = 100)



Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Anmerkung: Für den Euroraum: Euro-STOXX-Index für Bankaktien und Datastream-Index für Aktien nichtfinanzieller Unternehmen; für die Vereinigten Staaten: Bankenindex von Standard & Poor's sowie Datastream-Index für Aktien nichtfinanzieller Unternehmen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. Dezember 2017.

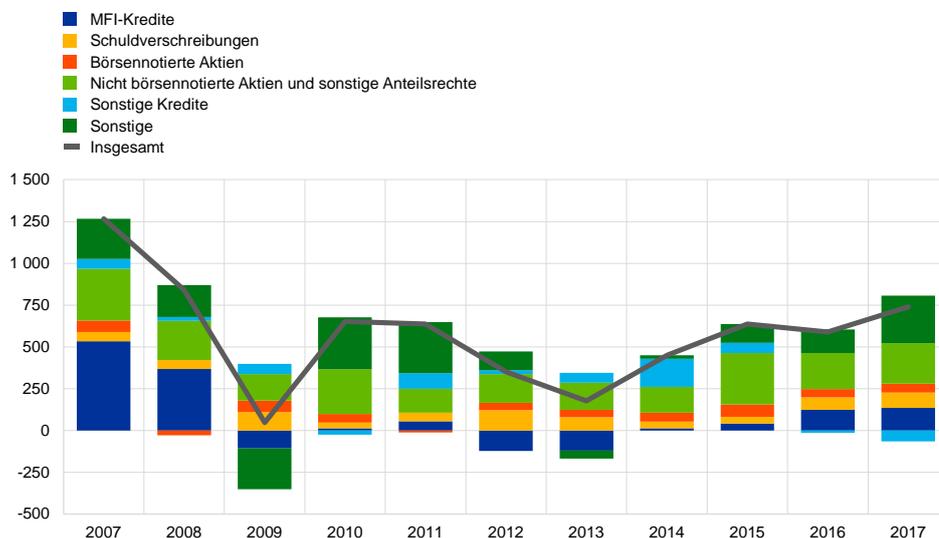
Verstärkte Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen und privaten Haushalte

Insgesamt herrschten weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen für Unternehmensinvestitionen. Die Außenfinanzierungsströme nichtfinanzieller Unternehmen erhöhten sich und lagen über dem Durchschnittsniveau des Vorjahrs (siehe Abbildung 17). Längerfristig gesehen stützte sich die Erholung der Außenfinanzierungsströme nichtfinanzieller Unternehmen seit ihrem Tiefstand im vierten Quartal 2013 auf folgende Faktoren: a) günstige Finanzierungskosten, einschließlich gelockerter Kreditrichtlinien der Banken, b) den anhaltenden Konjunkturaufschwung und c) eine große Anzahl an Fusionen und Übernahmen. Auch die akkommodierende Geldpolitik der EZB erleichterte den nichtfinanziellen Unternehmen den Zugang zu markt-basierten Finanzierungen. Insbesondere das im Juni 2016 eingeführte Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) unterstützte die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Unternehmen (siehe Abschnitt 2.2).

Abbildung 17

Netto-Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum

(jährliche Ströme; in Mrd €)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Der Posten „Sonstige Kredite“ umfasst Kredite von Nicht-MFIs (sonstige Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) und Kredite aus der übrigen Welt. MFI-Kredite und Kredite von Nicht-MFIs sind um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt. Der Posten „Sonstige“ bezieht sich auf die Differenz zwischen dem Finanzierungsaufkommen insgesamt und dem Gesamtanteil der in der Abbildung angeführten Instrumente und umfasst Kredite zwischen Unternehmen und Handelskredite. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017.

Seit dem Ausbruch der Krise hat die Finanzierung über Nichtbanken erheblich an Bedeutung gewonnen.³⁴ Während die Nettoströme der Kreditvergabe monetärer Finanzinstitute (MFIs) während bzw. nach der Krise tendenziell zurückgingen und sich während einiger Jahre ins Negative kehrten, blieben die Finanzierungsströme aus anderen Quellen (z. B. aus Emissionen von börsennotierten und nicht börsennotierten Aktien und Schuldverschreibungen) positiv. Die zunehmende Bedeutung von Nichtbanken als Finanzierungsquellen der nichtfinanziellen Unternehmen des Euroraums hängt mit zyklischen sowie strukturellen Faktoren zusammen (siehe Kasten 4). Dessen ungeachtet war die Vergabe von MFI-Krediten an nichtfinanzielle Unternehmen seit 2014 per saldo wieder positiv.

Bezogen auf aushaftende Bestände stellten Kredite, die vom Finanzsektor des Euroraums insgesamt bereitgestellt wurden, das wichtigste Finanzierungsinstrument dar. Im dritten Quartal 2017 entfielen auf Kredite des Finanzsektors rund 56 % aller an nichtfinanzielle Unternehmen vergebenen Kredite. Von allen von nichtfinanziellen Unternehmen begebenen börsennotierten Aktien wurden rund 29 % vom Finanzsektor gehalten, was einem leichten Anstieg gegenüber 2013 entspricht. Die vom Finanzsektor (ohne Eurosystem) gehaltenen Schuldverschreibungen erreichten im dritten Quartal 2017 einen Anteil von rund 68 % aller von nichtfinanziellen Unternehmen begebenen Schuldverschreibungen, womit auch hier ein kleines Plus gegenüber 2013 zu verzeichnen war. Mit einem Anteil von rund 73 % an den vom

³⁴ Nähere Einzelheiten finden sich in EZB, [Die Rolle der nichtmonetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet bei der Finanzintermediation](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

Finanzsektor insgesamt an nichtfinanzielle Unternehmen vergebenen Krediten im dritten Quartal 2017 blieben MFIs auch weiterhin die wichtigsten Kreditfinanzierungsquellen für nichtfinanzielle Unternehmen, wiewohl dieser Anteil etwas niedriger ausfiel als 2013.³⁵

Die Jahreswachstumsrate der Gesamtkreditvergabe an private Haushalte zog im Berichtsjahr ebenfalls an, wofür in erster Linie die Bankkredite verantwortlich waren. Nach wie vor leisteten dabei Wohnungsbaukredite den weitaus größten Wachstumsbeitrag. Zugleich wurde bei den Verbraucherkrediten ein Aufschwung verzeichnet, während die übrige Kreditvergabe zurückging.

Darüber hinaus wuchs das Nettovermögen der privaten Haushalte in den ersten drei Quartalen 2017 mit robustem Tempo. Vor allem anhaltende Preissteigerungen bei Wohnimmobilien sorgten für beträchtliche Bewertungsgewinne für die privaten Haushalte (siehe Kasten 6). Das Anziehen der Aktienkurse im Jahr 2017 führte außerdem zu einem Anstieg des Geldvermögens der privaten Haushalte und leistete so einen bedeutenden Beitrag zum Wachstum des Nettovermögens. Die Bruttoverschuldung der privaten Haushalte – gemessen als prozentualer Anteil am nominal verfügbaren Bruttoeinkommen – ging im Berichtsjahr weiter zurück, lag aber dennoch deutlich über dem durchschnittlichen Vorkrisenniveau.

Geldmengenwachstum weitgehend stabil

Die Entwicklung der weit gefassten Geldmenge blieb im Berichtsjahr weiterhin robust (siehe Abbildung 18). So lag das jährliche M3-Wachstum im Dezember 2017 bei 4,6 %, verglichen mit 5,0 % am Ende des Vorjahrs. Das 2017 beobachtete Wachstum der weit gefassten Geldmenge entsprach dem seit Mitte 2015 verzeichneten stetigen Tempo der monetären Expansion. Der Anstieg der Geldmenge M3 wurde weiterhin durch ihre liquidesten Komponenten bestimmt, da die Opportunitätskosten für das Halten liquider Einlagen angesichts der sehr niedrigen Zinsen und einer flachen Zinsstrukturkurve gering waren. Zudem waren der anhaltende Wirtschaftsaufschwung und die Sondermaßnahmen der EZB, insbesondere das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), wichtige Bestimmungsfaktoren für die monetäre Entwicklung im Euroraum. Der Zuwachs bei der Geldmenge M1, die von der starken Zunahme der von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen gehaltenen täglich fälligen Einlagen profitierte, lag im Dezember 2017 weitgehend unverändert bei 8,6 %, gegenüber 8,8 % im Dezember 2016.

³⁵ Nähere Einzelheiten finden sich in EZB, [Report on financial structures](#), Abschnitt 1.2, Oktober 2017.

Abbildung 18

M3 und Kreditvergabe an den privaten Sektor

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

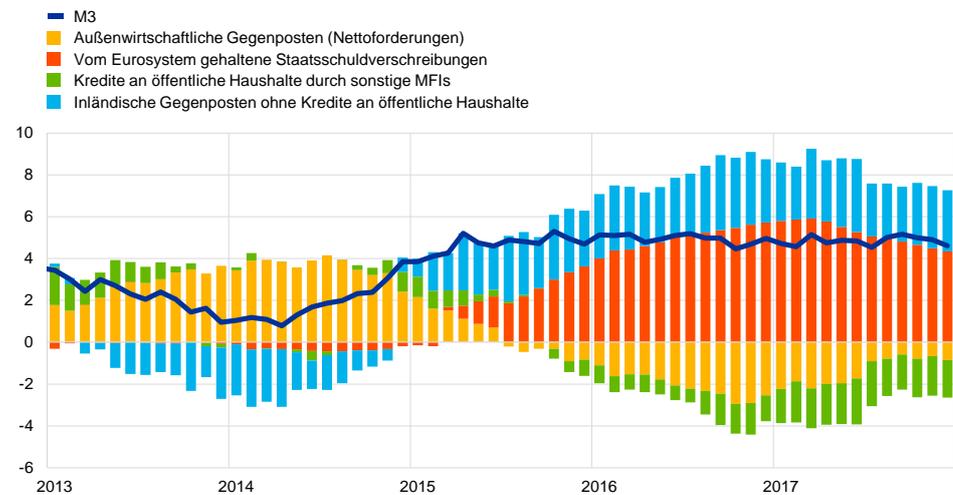
Inländische Gegenposten weiterhin wichtigste Stütze des Wachstums der weit gefassten Geldmenge

Der Erwerb von Staatsanleihen durch das Eurosystem (siehe Abbildung 19, rote Balken), der vor allem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) erfolgte, leistete einen positiven Beitrag zum M3-Wachstum. Ab April 2017 wurden die durchschnittlichen monatlichen Ankäufe im Rahmen des APP um 20 Mrd € gedrosselt, wodurch sich auch die Auswirkungen der APP-Ankäufe auf das M3-Wachstum verringerten. Darüber hinaus übten die inländischen Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte 2017 einen positiven Einfluss auf das M3-Wachstum aus (siehe Abbildung 19, blaue Balken). Dazu trugen zwei Faktoren bei: Erstens wirkte sich die gegenwärtige Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor (siehe Abbildung 18) positiv auf das M3-Wachstum aus. Hierunter fallen sowohl MFI-Kredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Zu Letzteren zählen auch die vom Eurosystem im Rahmen des CSPP angekauften Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs. Zweitens stützte der fortdauernde Rückgang der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen), die in den inländischen Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte enthalten sind, das M3-Wachstum. Die Jahresänderungsrate dieser Verbindlichkeiten der MFIs ist seit dem zweiten Quartal 2012 negativ. Bedingt ist dies zum Teil durch die Auswirkungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB, die als Ersatz für längerfristige marktbasierende Finanzierungsquellen gedient haben dürften. Diese Entwicklung war auch auf den verhältnismäßig flachen Verlauf der Zinsstrukturkurve zurückzuführen, der mit den geldpolitischen Maßnahmen der EZB zusammenhängt, die den Anreiz zur Haltung langfristiger Einlagen und

Bankanleihen für die Anleger verminderten. Im Gegensatz dazu trug der Verkauf von Staatsanleihen durch gebietsansässige MFIs (ohne Eurosystem) zum negativen Jahreswachstum der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte durch MFIs (ohne Eurosystem) und somit zur Dämpfung des M3-Wachstums bei (siehe Abbildung 19, grüne Balken). Außerdem leistete die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors weiterhin einen negativen Beitrag zum jährlichen Wachstum der Geldmenge M3 (siehe Abbildung 19, gelbe Balken).

Abbildung 19
Geldmenge M3 und ihre Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Posten „Inländische Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte“ umfasst längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (einschließlich Kapital und Rücklagen) der MFIs, MFI-Kredite an den privaten Sektor sowie sonstige Gegenposten.

Kasten 4

Die Finanzierungsstruktur nichtfinanzieller Unternehmen und privater Haushalte im Euroraum

Die Finanzierungsstruktur des nichtfinanziellen privaten Sektors ist nicht nur für die Transmission der Geldpolitik auf die Realwirtschaft von entscheidender Bedeutung, sondern auch im Hinblick auf die Schockresistenz ganzer Wirtschaftsräume. Im Unterschied zu den Vereinigten Staaten, wo marktbasierende Finanzierungen eine dominante Rolle spielen, werden im Euroraum die Ausgaben des nichtfinanziellen privaten Sektors in erster Linie durch Banken finanziert.

Seit 2007 ging der Anteil der Bankkredite (MFI-Kredite) am Gesamtbestand der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum deutlich zurück. Im dritten Quartal 2017 stellten Bankkredite 12,4 % der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen dar (Bestände; siehe Tabelle A); dieser Wert ist um 4,1 Prozentpunkte niedriger als der Vergleichswert aus dem Jahr 2007.³⁶ Zugleich betrug der Anteil der Bankkredite an der Fremdkapitalfinanzierung der

³⁶ Die Außenfinanzierung insgesamt umfasst die Fremdkapitalfinanzierung und die Eigenkapitalfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen.

nichtfinanziellen Unternehmen im dritten Quartal des Berichtsjahrs 27,7 % und lag somit um 9,2 Prozentpunkte unter dem 2007 verzeichneten Wert.³⁷ Der Anteil der Bankkredite an der Außen- bzw. Fremdkapitalfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen fällt deutlich höher (und dessen Rückgang deutlich stärker) aus, wenn die intrasektorale Finanzierung unberücksichtigt bleibt. Unter dieser Prämisse hatten Bankkredite 2017 einen Anteil von 44,9 % an der Fremdkapitalfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen, gegenüber 59,5 % im Jahr 2007. Dass Bankkredite hier eine weniger bedeutende Rolle für die nichtfinanziellen Unternehmen spielen, hängt in erster Linie mit der Entwicklung der Finanzierungsstruktur großer Unternehmen zusammen. Demgegenüber finanzieren sich kleine und mittlere Unternehmen (KMUs), die das Rückgrat der Wirtschaft des Euroraums bilden, weiterhin vorwiegend über Bankkredite. Auf von nichtfinanziellen Unternehmen begebene Schuldverschreibungen, Kredite von Nicht-MFIs und Kredite aus der übrigen Welt gemeinsam entfielen im dritten Quartal 2017 13,0 % der Außenfinanzierung und 29,2 % der Fremdkapitalfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen. Gegenüber 2007 stiegen diese Anteile um 4,0 bzw. 9,1 Prozentpunkte an. Kredite von Nicht-MFIs und Kredite aus der übrigen Welt umfassen u. a. Kredite von Finanzierungszweckgesellschaften³⁸ an deren Mutterunternehmen, die über die Emission von Schuldverschreibungen der Tochterunternehmen finanziert wurden. Auf von nichtfinanziellen Unternehmen begebene börsennotierte Aktien, nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte entfielen im dritten Quartal 2017 55,4 % der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen. Dieser kumulierte Anteil ist seit 2007 weitgehend unverändert, da die Bewertungsrückgänge aufgrund der niedrigeren Aktienkurse durch die Nettoemission von Aktien und einen Anstieg der einbehaltenen Gewinne während der Krise ausgeglichen wurden.³⁹

³⁷ Unter Fremdkapitalfinanzierung sind die Gesamtverbindlichkeiten ohne börsennotierte Aktien, nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte zu verstehen.

³⁸ Finanzierungszweckgesellschaften sind in der Regel in einem anderen Land (innerhalb oder außerhalb des Euroraums) ansässig als ihre Mutterunternehmen, um von günstigen steuerlichen Bedingungen und Finanztechnologien zu profitieren.

³⁹ Einbehaltene Gewinne werden in den Sektorkonten als nichtfinanzielle Transaktionen geführt und wie im betrieblichen Rechnungswesen der Innenfinanzierung (nicht den Finanztransaktionen) zugerechnet. Der Marktwert des umlaufenden Eigenkapitals nichtfinanzieller Unternehmen kann aber aufgrund von Neubewertungen in den Unternehmensbilanzen steigen.

Tabelle A**Bilanzstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum**

(Bestände in % der Gesamtverbindlichkeiten)

	2007		2017		Veränderung zwischen 2007 und 2017	
	Ins- gesamt	Ohne intrasektorale Finanzierung	Ins- gesamt	Ohne intrasektorale Finanzierung	Ins- gesamt	Ohne intrasektorale Finanzierung
MFI-Kredite	16,5	19,9	12,4	14,9	-4,1	-5,0
Begebene Schuldverschreibungen	2,5	3,0	4,1	5,0	1,6	1,9
Begebene börsennotierte Aktien	19,7	23,7	17,9	21,6	-1,8	-2,1
Kredite von Nicht-MFIs	2,5	3,1	4,6	5,5	2,0	2,4
Kredite aus der übrigen Welt	3,9	4,7	4,4	5,2	0,4	0,5
Begebene nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	35,6	42,8	37,5	45,2	1,9	2,4
Intrasektorale Finanzierung	16,9	-	17,0	-	0,1	-
Sonstige	2,3	2,7	2,2	2,6	-0,1	-0,1
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0
Nachrichtlich: Anteile an der Fremdkapitalfinanzierung insgesamt						
MFI-Kredite	37,0	59,5	27,7	44,9	-9,2	-14,6
Begebene Schuldverschreibungen	5,6	9,1	9,3	15,0	3,6	5,9
Kredite von Nicht-MFIs	5,7	9,2	10,2	16,5	4,5	7,4
Kredite aus der übrigen Welt	8,8	14,1	9,8	15,8	1,0	1,7
Intrasektorale Finanzierung	37,8	-	38,2	-	0,4	-
Sonstige	5,1	8,2	4,8	7,8	-0,3	-0,4
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0

Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017. An sonstigen Verbindlichkeiten sind unter den Gesamtverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen nur Handelskredite erfasst. In der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung wird das Eigenkapital zum Marktwert unter den Gesamtverbindlichkeiten erfasst. „Kredite von Nicht-MFIs“ umfassen von sonstigen Finanzinstituten (SFIs) sowie von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) an nichtfinanzielle Unternehmen vergebene Kredite. „Intrasektorale Finanzierung“ umfasst Kredite zwischen Unternehmen und Handelskrediten. Der Posten „Sonstige“ bezieht sich auf die Differenz zwischen dem Posten „Insgesamt“ und dem Gesamtanteil der in der Tabelle angeführten Instrumente. Unter Fremdkapitalfinanzierung insgesamt ist die Gesamtfinanzierung ohne börsennotierte Aktien, nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte zu verstehen.

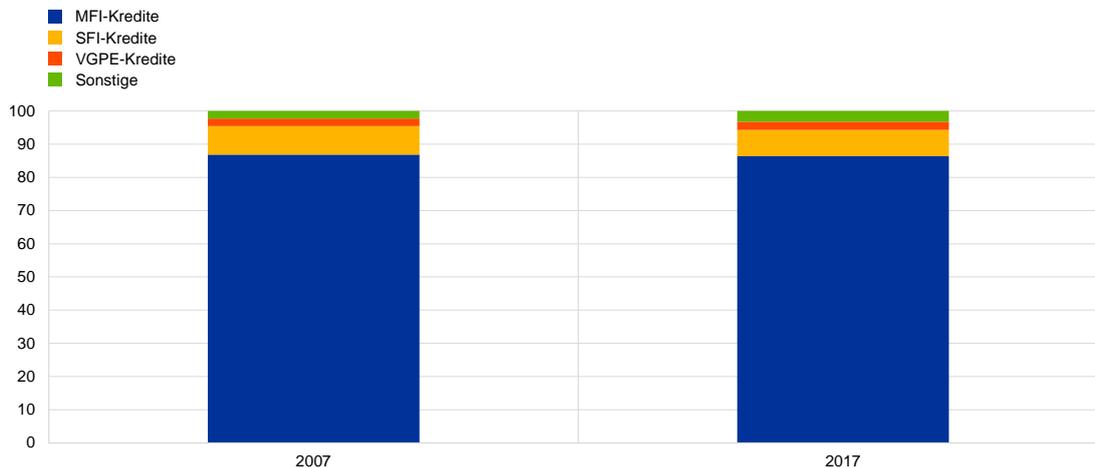
Der Anteil von Bankkrediten und Krediten sonstiger Finanzinstitute (SFIs) an der Gesamtkreditvergabe an private Haushalte ist in den letzten zehn Jahren praktisch unverändert geblieben. Im dritten Quartal 2017 entfielen auf Bank- und SFI-Kredite 86,4 % bzw. 7,9 % der insgesamt an private Haushalte im Euroraum vergebenen Kredite (Bestände; siehe Abbildung A). Ein Großteil der Bankkredite an private Haushalte (75,3 % aller Bankkredite an den Haushaltssektor) sind Wohnungsbaukredite. Der Rest entfällt auf Konsumentenkredite (d. h. Kredite für den persönlichen Konsum von Gütern und Dienstleistungen) und auf „sonstige Kredite an private Haushalte“ (z. B. Kredite an Familienunternehmen, Kredite für Ausbildungszwecke). 11,7 % bzw. 13,0 % der gesamten Kreditvergabe der Banken an private Haushalte entfallen auf diese beiden Kategorien. Aufgrund ihres vorherrschenden Verwendungszwecks haben die meisten Bankkredite an private Haushalte im Euroraum eine längere Laufzeit. Zu sonstigen Finanzierungsquellen zählen Kredite von SFIs und Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs). Zu SFIs zählen z. B. Nichtbanken, die auf die Vergabe von Konsumentenkrediten spezialisiert sind, sowie finanzielle Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften (FMKGs), die Verbriefungen ursprünglich von Banken vergebener Hypotheken- und Konsumentenkredite vornehmen; VGPEs vergeben Wohnungsbaukredite. Quantitativ gesehen spielen derartige

Institute jedoch nur in wenigen Euro-Ländern eine nennenswerte Rolle bei der Bereitstellung von Finanzierungsmitteln für private Haushalte.

Abbildung A

Bilanzstruktur der privaten Haushalte im Euroraum

(in % der ausstehenden Gesamtkredite)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017. Der Posten „Sonstige“ bezieht sich auf die Differenz zwischen den Gesamtkrediten und dem Gesamtanteil der in der Abbildung angeführten Gläubigersektoren.

Der steigende Anteil der Finanzierung über Nichtbanken an der gesamten Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum seit 2008 hängt mit zyklischen sowie strukturellen Faktoren zusammen. In der Vergangenheit stützten sich Unternehmen bei der Neuaufnahme von Außenfinanzierungen vornehmlich auf Bankkredite.⁴⁰ Im Euroraum waren die Netto-Finanzierungsströme von Banken an Unternehmen zum Höhepunkt der Großen Rezession und der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Euroraum rückläufig, erholten sich danach jedoch schrittweise (siehe Abbildung B). Im Rückgang der Bankkreditvergabe spiegelten sich sowohl nachfrage- als auch angebotsseitige Faktoren wider. Der starke Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität und die Notwendigkeit von Bilanzsanierungen reduzierten die Kreditnachfrage der nichtfinanziellen Unternehmen, während die Verschlechterung der Schuldendienstfähigkeit der Unternehmen und der Bankbilanzen zu einer Straffung der Kreditrichtlinien und einem Rückgang des Kreditangebots führte.⁴¹ Außerdem steigerten die nichtfinanziellen Unternehmen während der Krise ihre Nettoemission an Schuldverschreibungen, um das knappere Angebot an Bankkrediten auszugleichen und, in jüngerer Zeit, um von den günstigen Finanzierungsbedingungen am Markt zu profitieren, die vom EZB-Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors gestützt wurden. Analog zum Zuwachs der Kredite von Finanzierungszweckgesellschaften an deren Mutterunternehmen war auch bei der Kreditvergabe von SFIs an Unternehmen ein Anstieg zu verzeichnen. Zugleich griffen die nichtfinanziellen Unternehmen verstärkt auf Handelskredite und intrasektorale Kredite zurück und finanzierten ihre Tätigkeiten vermehrt über Innenfinanzierungsmittel und eine verstärkte Gewinneinbehaltung, um die negativen Auswirkungen

⁴⁰ Siehe auch EZB, [Entwicklung der Außenfinanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

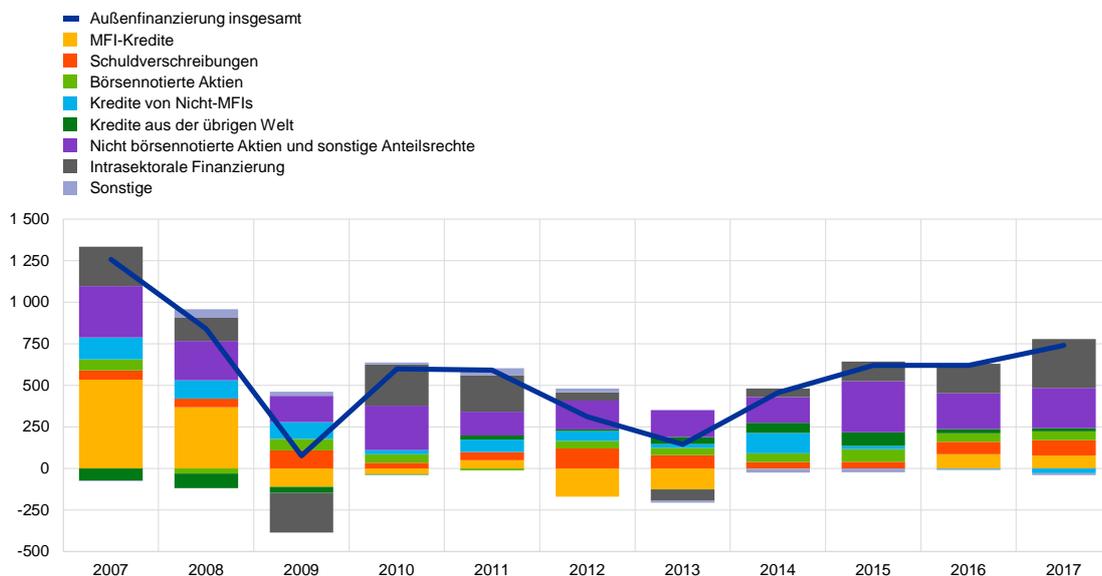
⁴¹ Siehe auch EZB, [Die Rolle der nichtmonetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet bei der Finanzintermediation](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

des gesunkenen Bankkreditangebots zu mildern. Insgesamt hat die Finanzierung über Nichtbanken seit dem Beginn der Krise erheblich an Bedeutung gewonnen.

Abbildung B

Außenfinanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum nach Instrumenten

(jährliche Ströme; in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

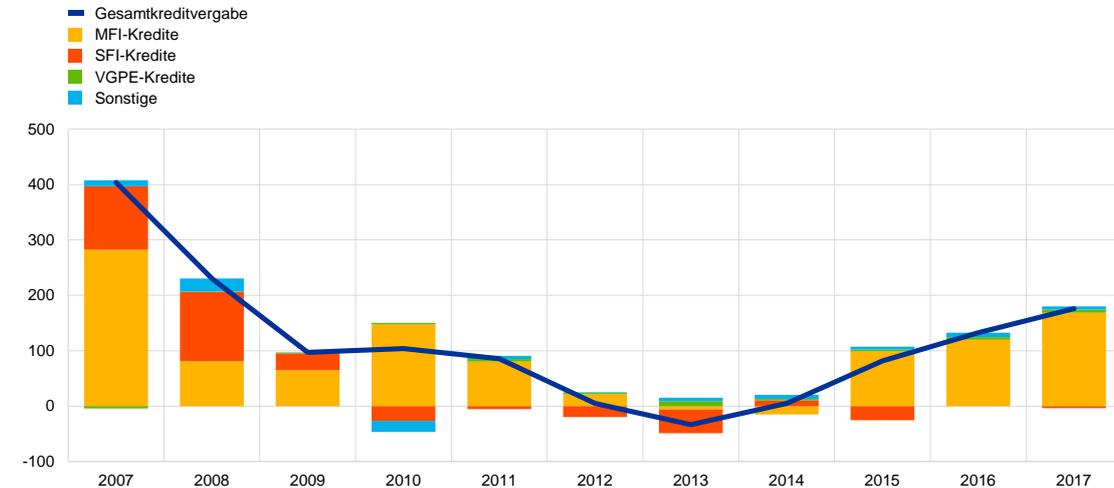
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017. An sonstigen Verbindlichkeiten sind unter den Gesamtverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen nur Handelskredite erfasst. „Kredite von Nicht-MFIs“ umfassen Kredite von SFIs und VGPEs an nichtfinanzielle Unternehmen. „Intrasektorale Finanzierung“ umfasst Kredite zwischen Unternehmen und Handelskredite. Der Posten „Sonstige“ bezieht sich auf die Differenz zwischen der Außenfinanzierung insgesamt und dem Gesamtanteil der in der Abbildung angeführten Instrumente.

Der Sektor der privaten Haushalte im Euroraum finanziert den Erwerb von Immobilien und Gebrauchsgütern weiterhin in erster Linie über Bankkredite und hat sich im Gegensatz zum Unternehmenssektor keine anderen Finanzierungsquellen erschlossen. Die Gesamtkreditvergabe an private Haushalte im Euroraum ging mit Ausbruch der Großen Rezession zurück und das Kreditwachstum kehrte sich infolge der Finanz- und Staatsschuldenkrise des Euroraums ins Negative. Wie bei den nichtfinanziellen Unternehmen bewirkte die Krise auch bei der Kreditvergabe der Banken an private Haushalte einen Rückgang (siehe Abbildung C), in dem sich nachfrage- und angebotsseitige Faktoren widerspiegeln. Zugleich war bei SFI-Krediten an private Haushalte ein stärkerer Rückgang zu verzeichnen als bei Bankkrediten und im Gegensatz zu Letzteren zeigten SFI-Kredite seit der Krise keine Anzeichen einer Erholung. Dies lag im Wesentlichen an zwei Faktoren: Erstens blieb das für die Banken zur Aufrechterhaltung von Kreditverbriefungen erforderliche Kreditwachstum aus, auf dem ein Großteil der SFI-Kredite an private Haushalte beruht hatte; zweitens gingen – angesichts der prominenten Rolle der FMKGs bei den Finanzmarkt-turbulenzen sowie infolge aufsichtlicher Änderungen – bei verbrieften Produkten sowohl Nachfrage als auch Angebot zurück.

Abbildung C

Kreditvergabe an private Haushalte im Euroraum nach Gläubigersektor

(jährliche Ströme; in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017. Der Posten „Sonstige“ bezieht sich auf die Differenz zwischen der Gesamtkreditvergabe und dem Gesamtanteil der in der Abbildung angeführten Gläubigersektoren.

Dass die Finanzierung über Nichtbanken eine immer größere Rolle bei der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen spielt, könnte die geldpolitische Transmission insgesamt beschleunigen. Denn einige Nicht-MFIs passen ihre Risikoexposition möglicherweise flexibler an Änderungen der Konjunktur- und Finanzzyklen an als die Banken. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob sich der aktuelle Trend in Richtung eines stärker marktbasierten Finanzierungsmusters in der Realwirtschaft auch dann fortsetzt, wenn sich die Bankkreditvergabe vollständig erholt hat. Die stärkere Diversifizierung der Finanzierungsquellen dürfte jedenfalls die Anfälligkeit der Unternehmen gegenüber einem künftigen Rückgang des Bankkreditangebots oder der Verfügbarkeit marktbasierter Finanzierungsquellen reduziert haben. Im Gegensatz dazu bleiben die privaten Haushalte in ihrer Außenfinanzierung weiterhin von Bankkrediten abhängig, da die Nutzung anderer Finanzierungsquellen nach wie vor eingeschränkt ist.

2

Geldpolitik: Geduld, Beharrlichkeit und Umsicht

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB der letzten Jahre dienen dem Zweck, die Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet zu stützen und das Inflationsniveau mittelfristig wieder auf ein mit Preisstabilität in Einklang stehendes Niveau von unter, aber nahe 2 % zu bringen. Die Übertragung der geldpolitischen Impulse auf die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte hat funktioniert. Nicht zuletzt im Zusammenhang mit dem laufenden Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften war 2017 eine weitere Ausweitung der Bilanzsumme des Eurosystems zu beobachten.

2.1 Der geldpolitische Kurs: in hohem Maße expansiv

Verfestigung des Aufschwungs zu Jahresbeginn, doch moderate Inflationsdynamik verlangt weiterhin stete Geldpolitik

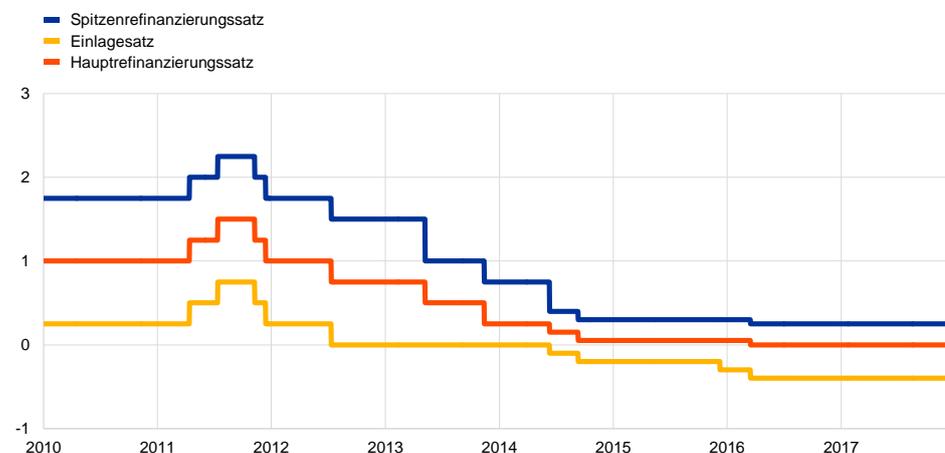
Nach den EZB-Ratsbeschlüssen vom Dezember 2016 funktionierte die Übertragung der geldpolitischen Impulse der EZB auf die Bedingungen für die Marktrefinanzierung und auf die Kreditkonditionen für Unternehmen und private Haushalte im Euroraum auch 2017 gut (siehe Abschnitt 2.2).⁴² Trotz einer generellen Verringerung der Risiken für den Wirtschaftsausblick zu Jahresbeginn blieb vor allem im Zusammenhang mit dem globalen Umfeld, politischen Unsicherheiten und anhaltenden Bilanzschwächen in einzelnen Sektoren ein gewisses Abwärtsrisiko bestehen. Zudem war davon auszugehen, dass die Inflationsraten nur bei Fortbestand der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, die sich im Wesentlichen aus der akkommodierenden Geldpolitik ergaben, anziehen würden.

Die monetäre Analyse zwecks Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse deutete darauf hin, dass sich ohne einen sehr expansiven geldpolitischen Kurs trotz der Verfestigung des Wirtschaftsaufschwungs dauerhaft kein selbsttragender Inflationsdruck aufbauen würde. Damit war seitens des EZB-Rats eine Politik der ruhigen Hand gefragt, also eine Bestätigung der Weichenstellungen, die bei der geldpolitischen Sitzung im Dezember 2016 getroffen worden waren. Daraus ergab sich die Entscheidung, die EZB-Leitzinsen unverändert zu belassen (siehe Abbildung 20), am angepeilten Niveau und Zeithorizont der APP-Käufe nichts zu ändern und auch die Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen und zum APP zu bestätigen.

⁴² Im Dezember 2016 beschloss der EZB-Rat, ab Januar 2017 die APP-Parameter anzupassen, um weiterhin eine reibungslose Durchführung der Ankäufe garantieren zu können, und im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) in begrenztem Umfang auch Barsicherheiten für Wertpapierleihgeschäfte zuzulassen, um die Liquidität und Funktionsfähigkeit des Repomarkts im Eurogebiet zu fördern. Konkret wurde die Halbierung der Mindestrestlaufzeit (von 2 Jahren auf 1 Jahr) beschlossen, die beim Ankauf PSPP-fähiger Wertpapiere gegeben sein muss. Außerdem können seither im erforderlichen Ausmaß auch Wertpapiere mit einer Rückzahlungsrendite unter dem Einlagenzinssatz der EZB angekauft werden.

Abbildung 20 Leitzinsen der EZB

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. Dezember 2017.

Anpassung der Forward Guidance infolge optimistischerer Risikoeinschätzung und unwahrscheinlicher gewordener Negativszenarien

Mit der Verfestigung des Wirtschaftsaufschwungs bis Mitte 2017 ergaben neue Projektionen, dass das BIP etwas stärker als zunächst erwartet und in den einzelnen Ländern und Sektoren auch auf breiterer Basis wachsen würde. Vor diesem Hintergrund schätzte der EZB-Rat im Juni 2017 die Risiken für die Wachstumsaussichten als weitgehend ausgewogen ein. Auch die abwärtsgerichteten Extremrisiken hatten sich angesichts der robusteren Wachstumsdynamik verringert, wodurch zudem sehr ungünstige Szenarien, die sich etwa aus Deflationsrisiken ergeben könnten, weitgehend unwahrscheinlich geworden waren.

Der EZB-Rat reagierte daraufhin im Juni 2017 mit einer Anpassung seiner Forward Guidance zu den künftigen Leitzinsen, konkret mit einer Streichung des Verweises auf weitere Zinssenkungen, mit dem eine etwaige geldpolitische Reaktion auf mögliche negative Entwicklungen signalisiert worden war. Zugleich machte der EZB-Rat deutlich, dass nur nach und nach mit einer Zunahme des Inflationsdrucks zu rechnen und somit Geduld angebracht sei. Ferner zeigte sich der EZB-Rat wie bisher entschlossen, den sehr hohen Grad an geldpolitischer Lockerung beizubehalten, weil die Erzielung einer nachhaltigen Inflationsanpassung nach wie vor davon abhing.

Dass sich die Forward Guidance sowohl auf das Leitzinsniveau als auch auf die Dynamik der Vermögensankäufe bezieht, unterstreicht generell, wie wichtig das Zusammenspiel innerhalb des geldpolitischen Instrumentariums im Hinblick auf die Beeinflussung des geldpolitischen Kurses ist. Jedes Instrument ist Teil eines Bündels ineinandergreifender Maßnahmen zur Bewahrung der sehr expansiven

Finanzierungsbedingungen, die notwendig sind, um die Inflation auf mittlere Sicht nachhaltig auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zu bringen. In diesem Sinn nahm der EZB-Rat in seiner Forward Guidance im Jahr 2017 nicht nur auf die Umstände Bezug, unter denen die geldpolitischen Impulse zurückgenommen werden würden, sondern auch darauf, in welcher Abfolge dies geschehen würde.

Rekalibrierung der geldpolitischen Maßnahmen im Oktober bei Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen

Aktuelle Daten im dritten Quartal 2017, darunter die von Experten und Expertinnen des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2017, signalisierten länder- und sektorübergreifend einen anhaltend robusten Wirtschaftsaufschwung auf breiter Basis. Die unverminderte Wachstumsdynamik bestärkte den EZB-Rat in seiner Zuversicht, dass sich die Inflation mittelfristig wieder auf einem Niveau von unter, aber nahe 2 % einpendeln würde, vorausgesetzt es blieb bei den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen. Zugleich hielt die verhaltene Inflationsdynamik an, und bei den Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation war noch kein beständiger Aufwärtstrend festzustellen. Die verhaltene Inflationsentwicklung könnte trotz des etwas höheren Lohnwachstums als Hinweis auf die nach wie vor beträchtliche Unterauslastung an den Arbeits- und Gütermärkten gewertet werden. Eine vorsichtige Einschätzung ergab, dass für eine nachhaltige Inflationsanpassung nach wie vor umfangreiche geldpolitische Impulse vonnöten waren, wobei eine Rekalibrierung der geldpolitischen Instrumente nach Ablauf des Jahres angebracht erschien.

Dementsprechend verabschiedete der EZB-Rat im Oktober 2017 eine Reihe von Beschlüssen im Sinne seines Preisstabilitätsziels.

- Erstens wurde die Ankündigung bestätigt, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben würden.
- Zweitens sah sich der EZB-Rat angesichts der Verbesserung der Wachstumsaussichten und der realistischer gewordenen Konvergenz der Inflationsraten in der Lage, das Ausmaß der APP-Ankäufe zurückzunehmen, nämlich auf netto 30 Mrd € pro Monat. Diese Änderung gilt ab Januar 2018 bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus – jedenfalls so lange, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung festzustellen ist. Der EZB-Rat wies überdies erneut auf seine Bereitschaft hin, das Ankaufprogramm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten, falls sich die Aussichten eintrüben oder die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen sollten.
- Drittens kündigte der EZB-Rat an, dass das Eurosystem auch nach Auslaufen des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des APP fällig werdende Tilgungsbeträge für längere Zeit und jedenfalls so lange wie erforderlich wieder

anlegen würde. Die Bestandserhaltung würde helfen, sowohl die günstigen Liquiditätsbedingungen als auch einen angemessenen geldpolitischen Kurs abzusichern.

- Viertens wurde die Durchführung der Refinanzierungsgeschäfte in Form von Mengentendern mit Vollzuteilung zumindest bis zum Ende der letzten Mindestreserveperiode im Jahr 2019 verlängert, um für eine anhaltend reibungslose Umsetzung der geldpolitischen Maßnahmen zu sorgen und zugleich die günstigen Konditionen an den Geldmärkten im Euroraum zu bewahren.

Der EZB-Rat agierte aus der Überlegung heraus, dass die anhaltende geldpolitische Unterstützung durch den zusätzlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten, den beträchtlichen Vermögensbestand und die bevorstehenden Reinvestitionen sowie die Forward Guidance im Hinblick auf die Zinssätze die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten würden, von denen eine nachhaltige Rückkehr der jährlichen Inflationsraten auf ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % nach wie vor abhing.

Kasten 5

Benchmarks für den Euroraum-Geldmarkt: jüngste Entwicklungen

Unter Finanzmarktbenchmarks sind im weitesten Sinn Indizes zu verstehen, die zur Bepreisung bzw. zur Ermittlung des Werts eines Finanzinstruments bzw. -kontrakts herangezogen werden. Für den Geldmarkt wird auf globaler Ebene am häufigsten der LIBOR (London Interbank Offered Rate) verwendet, während in Europa der EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) und der EONIA (Euro Overnight Index Average) am weitesten verbreitet sind. Errechnet werden diese Benchmarks auf Basis freiwilliger Meldungen sogenannter Panel-Banken, wobei die gemeldeten Daten im Fall des EURIBOR auf Expertenmeinungen zum Marktpreisniveau („Quotierungen“) und im Fall des EONIA auf tatsächlichen Umsätzen beruhen.

Die EZB hat in den letzten Jahren die Reform der Benchmarksätze genau verfolgt und sich auch selbst in dem Prozess engagiert, weil das effiziente Funktionieren des Finanzsystems und die Transmission geldpolitischer Impulse nicht zuletzt auch von soliden Benchmarks abhängt. Im Finanzmarktgeschehen spielen Benchmarks eine zentrale Rolle als Referenzsätze in Finanzkontrakten, beispielsweise für Hypothekendarlehen, variabel verzinsliche Wertpapiere oder Derivate. Auch die tägliche Bewertung einer Reihe von Finanzinstrumenten fußt auf Benchmarks. Sind also keine konsistenten, robusten und verlässlichen Benchmarks verfügbar, kann es zu Marktbeeinträchtigungen mit möglicherweise signifikanten Implikationen für die Finanzstabilität kommen.

Im Euroraum aber auch darüber hinaus wird intensiv an einer Reform der Benchmarksätze gearbeitet. Die Stoßrichtung dieser Reform ist weitgehend durch Prinzipien vorgegeben, mit deren Veröffentlichung die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) 2013 auf LIBOR-Manipulationen reagierte, aber auch durch die [EU-Benchmark-Verordnung](#). Die Reform der zwei gängigsten europäischen Benchmarks – EURIBOR und EONIA – wurde vom zuständigen Administrator, dem European Money Markets Institute (EMMI), initiiert. Infolge dieser Reformen werden Marktpraktiken und Kontrakte in den kommenden Jahren möglicherweise an das geänderte Umfeld anzupassen sein.

Im Hinblick auf den EURIBOR – den für Laufzeiten von 1 Woche bis 12 Monaten veröffentlichten Referenzzinssatz im unbesicherten Euro-Interbankengeschäft – hat das EMMI Pläne dahingehend vorgelegt, als methodische Basis künftig Umsätze statt Quotierungen heranzuziehen. Ein Anfang 2017 durchgeführter Machbarkeitstest einer gänzlich auf Umsätzen basierenden Methode scheiterte jedoch aufgrund des unzureichenden Geldmarktvolumens. Aus diesem Grund arbeitet das EMMI nun mit den Marktteilnehmern an einer möglichen Hybridmethode für den EURIBOR, die sowohl auf Umsätzen als auch Expertenmeinungen fußt. Die Entwicklung der Hybridmethode und entsprechende Folgeabschätzungen sollten bis zum ersten Halbjahr 2018 dauern; danach ist eine Konsultationsrunde vorgesehen. Bis auf Weiteres wird der EURIBOR wie bisher auf Basis von Quotierungen berechnet.

Im Hinblick auf den EONIA – den für Tagesgeld auf Basis der tatsächlich getätigten Geschäfte berechneten Durchschnittszinssatz im unbesicherten Euro-Interbankenmarkt – erklärte das EMMI auf Basis einer Studie zum unbesicherten Geldmarkt am 1. Februar 2018 eine umfassende Überarbeitung des EONIA mit Verweis auf das niedrige Ausleihvolumen und die bestehende Marktkonzentration als nicht mehr zweckmäßig. Sollte sich an den Marktkonditionen nichts ändern, so lassen sich laut dem EMMI auch die Vorgaben der EU-Benchmark-Verordnung nicht erfüllen. Denkbar ist für das EMMI aber, die Anpassung der methodischen Parameter in Betracht zu ziehen, um den EONIA gegebenenfalls auf eine robustere Basis stellen zu können.

Die Robustheit des EURIBOR und des EONIA, deren Datengrundlage auf freiwilligen Meldungen der involvierten Banken basiert, wird immer mehr zum Problem, weil das diesbezügliche Engagement der Banken im Lauf der Zeit abgenommen hat. Von den Panel-Banken wird erwartet, dass sie täglich entweder von Experten erstellte Quotierungen (beim EURIBOR) oder ihre Tagesgeldumsätze im unbesicherten Euro-Interbankengeschäft (beim EONIA) melden. Zuletzt sind aber mehrere Banken aus dem einen oder anderen Panel ausgeschieden, im Wesentlichen mit Verweis auf die immer aufwändiger gewordenen Reformvorgaben. Hinzu kommen Haftungs- und Reputationsrisiken.

Sollten weitere Banken aus den Panels ausscheiden, lässt sich das Problem mit der EU-Benchmark-Verordnung nur vorübergehend in den Griff bekommen. Einzelne Bestimmungen der Verordnung gelten speziell für als „kritisch“⁴³ eingestufte Benchmarks wie den EURIBOR und den EONIA. So kann die Regulierungsbehörde – im Fall des EONIA und des EURIBOR die belgische Finanzaufsichtsbehörde (FMSA) – den Banken Meldungen vorschreiben, falls die Repräsentativität eines Benchmarks aufgrund des Ausscheidens von Panel-Banken nicht mehr gegeben wäre. Dieser Mechanismus gilt aber für maximal zwei Jahre, womit eine langfristige Lösung noch nicht gesichert ist, sollte der Fortbestand eines Benchmarks gefährdet sein.

Weil robuste und verlässliche Benchmarks für das Funktionieren der Märkte unerlässlich sind, kündigte die EZB am 21. September 2017 an, dass sie noch vor 2020 mit der Veröffentlichung eines unbesicherten Tagesgeldzinssatzes beginnt. Datengrundlage werden gemäß der [Verordnung über Geldmarktstatistiken](#) erhobene Zahlen sein. Dieser Zinssatz wäre eine Ergänzung zu den schon heute vom Privatsektor erstellten Referenzzinssätzen und würde eine Lücke schließen, sollten die anderen Referenzzinssätze ausfallen. In den kommenden beiden Jahren wird die EZB

⁴³ Der EURIBOR und der EONIA wurden im Hinblick auf ihre große Bedeutung für den Markt und die Vielzahl an darauf abgestellten Kontrakten am 11. August 2016 bzw. am 28. Juni 2017 von der Europäischen Kommission als kritische Benchmarks im Sinn der EU-Benchmark-Verordnung eingestuft.

die genaue Ausgestaltung dieses neuen Zinssatzes definieren, eine Berechnungsmethode entwickeln und seine Robustheit testen. In diesem Zeitraum wird die EZB eine transparente Kommunikationsstrategie verfolgen und u. a. öffentliche Konsultationsverfahren durchführen. Die [erste Konsultationsrunde](#) wurde am 28. November 2017 gestartet, um Meinungen der Stakeholder zu den Eckpunkten des Zinssatzes und zum Veröffentlichungszeitpunkt einzuholen.

Unabhängig davon wurde auch am Euro-Geldmarkt eine Initiative gestartet. So soll eine neu formierte Arbeitsgruppe zu risikofreien Zinssätzen für das Euro-Währungsgebiet dem privaten Sektor ein Forum bieten, um alternative Zinssätze, mit denen sich der Ausfall bestehender Referenzzinssätze kompensieren lässt, und Fragen im Zusammenhang mit dem Umstieg auf mögliche alternative kurzfristige Euro-Zinssätze zu diskutieren. Die Arbeitsgruppe soll die im Juli 2014 veröffentlichten Empfehlungen des vom Finanzstabilitätsrat hierzu eingesetzten Gremiums aufgreifen, um für jeden großen Währungsraum einen risikofreien Zinssatz oder gegebenenfalls mehrere Zinssätze zu eruiieren und festzulegen. Dieses Gremium – die Official Sector Steering Group – wird von Vertretern und Vertreterinnen der Privatwirtschaft besetzt und geleitet werden. Die öffentlichen Stellen werden Unterstützung leisten, wobei die EZB das Sekretariat stellt.⁴⁴

2.2 Effektive Übertragung der geldpolitischen Impulse der EZB

Die Transmission der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen begünstigte auch 2017 die Kreditaufnahmebedingungen für Unternehmen und private Haushalte im gesamten Euroraum und schlug sich dementsprechend in einer stärkeren Kreditvergabe nieder. Die laufenden Ankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP und die anhaltend niedrigen Leitzinsen sowie die diesbezügliche Forward Guidance plus die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) sorgten weiterhin für sehr günstige Finanzierungsbedingungen und für wichtige Impulse für die Verfestigung des Wirtschaftsaufschwungs im Euroraum.

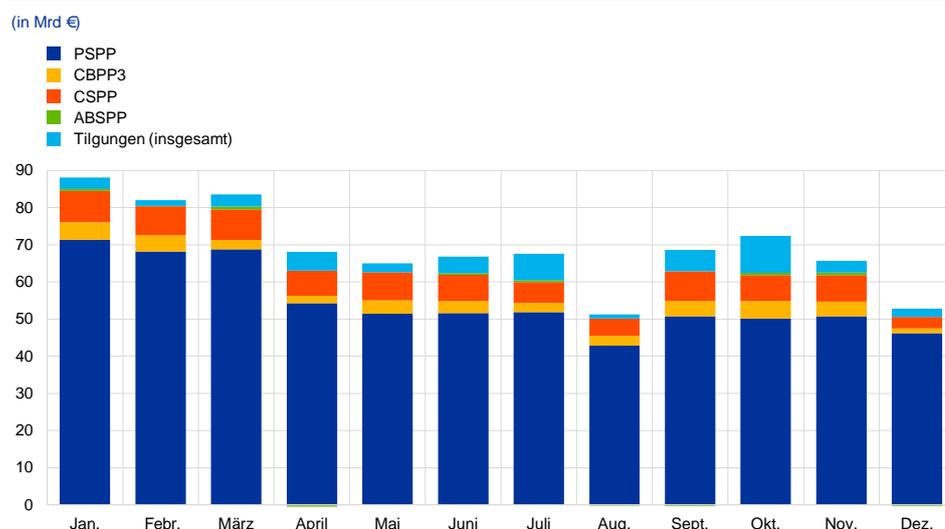
Das APP konnte reibungslos umgesetzt werden, sowohl im Rahmen der Programme zum Ankauf von Wertpapieren des privaten Sektors – also von Asset-Backed Securities (ABSPP), Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) und gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP3) – als auch im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), d. h. von Wertpapieren der öffentlichen Hand, staatsnaher Emittenten und supranationaler Institutionen. Das Ankaufvolumen deckte sich im Durchschnitt mit den Vorgaben des EZB-Rats, nämlich monatlich je 80 Mrd € von Januar bis März 2017 und je 60 Mrd € von April bis Dezember 2017 (siehe Abbildung 21). Dabei lagen die Ankäufe aufgrund saisonaler Schwankungen in der Marktliquidität im August und Dezember unter dieser Marke, die Differenz wurde aber durch etwas höhere Ankäufe im Rest des Jahres ausgeglichen. Auch auf Länderebene variierten die monatlichen Ankäufe geringfügig, weil ab März Tilgungsbeträge fällig werdender PSPP-Anleihen neu angelegt wurden. Insgesamt wichen die monatlichen Ankäufe relativ betrachtet kaum

⁴⁴ Die Statuten der der Arbeitsgruppe sowie weiterführende Informationen finden sich auf der [Website der EZB](#).

vom Zielwert ab. Berücksichtigt man Ersatzkäufe und die zeitliche Streuung der Wiederinvestitionen, so entwickelte sich der PSPP-Bestand, an dem die Verteilung der Ankaufvolumina zu messen ist, in engem Einklang mit der auf dem Kapital-schlüssel basierenden Anlagestrategie.

Abbildung 21

Monatliche Nettoankäufe und Tilgungen im Rahmen des APP (2017)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Buchwert der monatlichen Nettoankäufe; tatsächliche Tilgungsbeträge je Monat. Die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PSPP erworbenen Wertpapiere werden vom Eurosystem flexibel und zeitnah wieder angelegt, möglichst noch im jeweiligen Fälligkeitsmonat oder innerhalb der darauffolgenden zwei Monate, wenn die Marktbedingungen dies zulassen.

Die letzte, im März 2017 vergebene GLRG-II-Tranche summierte sich auf brutto 233,5 Mrd €, was netto einem Liquiditätszuwachs von 204 Mrd € entspricht.⁴⁵ In den vier GLRG-II-Tranchen insgesamt nahmen die Banken im Euroraum 740,2 Mrd € auf, was einer Ausschöpfung des gesamten GLRG-Kreditspruchs (1 200 Mrd €) in Höhe von 62 % gleichkommt.

Geldpolitische Maßnahmen wirken über drei Kanäle auf die Wirtschaft: den Signalisierungskanal, den Portfolioumschichtungskanal und den direkten Weitergabekanal.⁴⁶ Erstens unterstützt das APP die EZB im Hinblick auf die Glaubwürdigkeit ihrer Ankündigung, die kurzfristigen Zinsen für längere Zeit auf dem gegenwärtigen Niveau halten zu wollen. Der negative Einlagensatz verstärkte die Effekte des APP entlang der gesamten Renditekurve durch eine Schmälerung der Erwartungskomponente der längerfristigen Zinssätze. Zweitens

⁴⁵ Der Bruttobetrag wurde 474 Banken zugeteilt. Maximal hätten die Banken Gebote in Höhe von 693 Mrd € abgeben können, was dem um die Mittelaufnahmen in den vorangehenden GLRGs verminderten Kreditanspruch entspricht. Gemessen an diesem Betrag wurde der Rahmen für die vierte GLRG-II-Tranche im März 2017 zu 34 % ausgenutzt. Der Netto-Liquiditätseffekt errechnet sich aus den freiwilligen GLRG-I-Rückzahlungen und aus dem Rückgang des Bietungsaufkommens bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften aufgrund der Verlagerung der Refinanzierung hin zu den GLRGs. Siehe auch EZB, [Überblick über die Inanspruchnahme der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und deren Einfluss auf die Bankenintermediation](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

⁴⁶ Eine detailliertere Analyse der drei wichtigsten Transmissionskanäle findet sich in EZB, [Auswirkungen der Sondermaßnahmen der EZB auf die Finanzierungsbedingungen: Bestandsaufnahme der jüngsten Erkenntnisse](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

schafft das APP Anreize für Investoren, ihre Portfolios teilweise in riskantere Marktsegmente umzuschichten. Die laufenden Ankäufe von Vermögenswerten führen dazu, dass bei den Banken Zentralbankgeld an die Stelle mittel- und langfristiger Anleihebestände getreten ist, wodurch das Durationsrisiko der Investoren gesunken ist (siehe Abschnitt 2.3). Die damit einhergehende Reduktion der Laufzeitenprämie schafft Anreize dafür, Geld anderweitig anzulegen, etwa in Form von Krediten an private Haushalte und Unternehmen. Damit können auch Kreditnehmer ohne direkten Zugang zum Kapitalmarkt von der Übertragung der geldpolitischen Impulse profitieren. Und drittens wirken die GLRGs über den direkten Weitergabekanal. Der Zinsaufwand der Banken für die Mittel, die sie im Rahmen der GLRGs aufnehmen können, hängt von der Höhe ihrer Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte ab. Dadurch wird sichergestellt, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen auch an die Kreditnehmer weitergegeben werden. Außerdem hat die zusätzliche Nettoliquidität dazu beigetragen, die marginalen Refinanzierungskosten der teilnehmenden Banken zu reduzieren.

In Summe hatten die seit Juni 2014 von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen substantielle positive Auswirkungen auf die Wirtschaftsleistung im Euroraum. Der kumulierte Effekt auf das reale BIP-Wachstum und die Inflation im Euroraum wird auf jeweils rund 1,9 Prozentpunkte für den Zeitraum 2016 bis 2020 geschätzt.⁴⁷

Weiterhin sehr günstige Finanzierungsbedingungen aufgrund der Maßnahmen der EZB

Mit den geldpolitischen Maßnahmen konnten die Marktzinsen auf einem niedrigen Niveau verankert werden. Sowohl die kurzfristigen Geldmarktzinsen als auch die Renditen auf längerfristige Staatsanleihen blieben im Jahresverlauf relativ stabil (siehe Abschnitt 1.3). Diese Konditionen wurden über die drei zuvor genannten Transmissionskanäle an die Wirtschaft insgesamt weitergegeben.

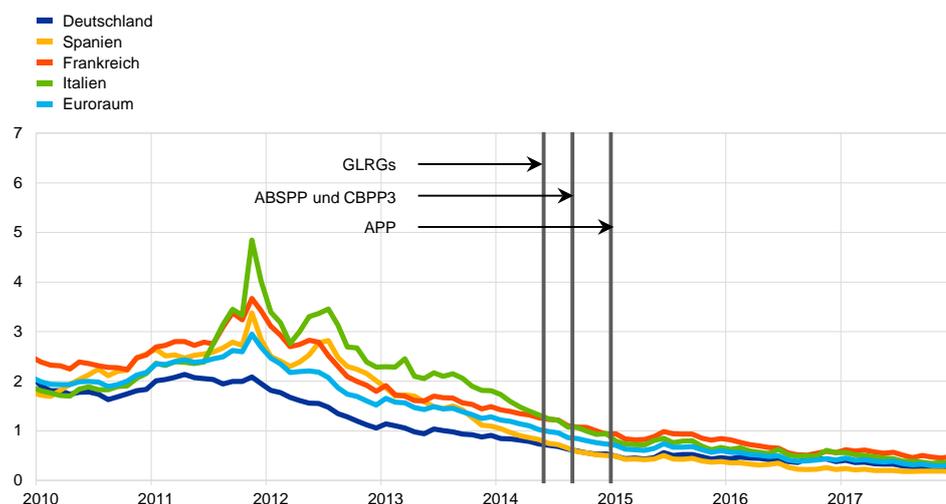
Die Refinanzierungskosten der Banken blieben im Jahr 2017 sehr günstig, deutlich unter dem Niveau vor der Erleichterung des Zugangs zu Krediten durch die Maßnahmen der EZB ab Juni 2014 (siehe Abbildung 22). Die Spreads auf Anleihen von Banken im Euroraum gingen weiter deutlich zurück (siehe Abbildung 23). Zu dieser Entwicklung trug nicht zuletzt auch das letzte GLRG-II-Geschäft im März bei, im Zuge dessen Banken einen Teil ihres am Markt aufgenommenen Kapitals durch GLRG-Mittel ersetzen konnten. In Summe haben diese Entwicklungen dazu geführt,

⁴⁷ Siehe Mario Draghis Rede zum Thema [The state and prospects of the euro area recovery](#) beim European Banking Congress in Frankfurt am Main am 18. November 2016. Siehe auch L. Gambetti und A. Musso, [The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme \(APP\)](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2075, Juni 2017. In dem Paper wird ein signifikanter Effekt des APP sowohl auf das reale BIP als auch auf die HVPI-Inflation konstatiert (BIP: 0,18 Prozentpunkte im ersten Quartal 2015; bis zum vierten Quartal 2016 verringert sich der Effekt auf einen sehr geringen Wert; Inflation: ausgehend von einem geringfügigen Effekt im ersten Quartal 2015 Anstieg auf 0,18 bis Ende 2015 mit darauffolgendem Rückgang auf 0,36 Prozentpunkte bis zum vierten Quartal 2016). Diese Werte basieren auf einem Vergleich mit einer Situation ohne die betreffenden Maßnahmen.

dass die Banken ihre Refinanzierungskosten insgesamt weiter senken konnten und sich die Unterschiede bei den Refinanzierungskosten für Banken in den einzelnen Euro-Ländern verringerten.

Abbildung 22
Fremdfinanzierungskosten der Banken (gewichtet)

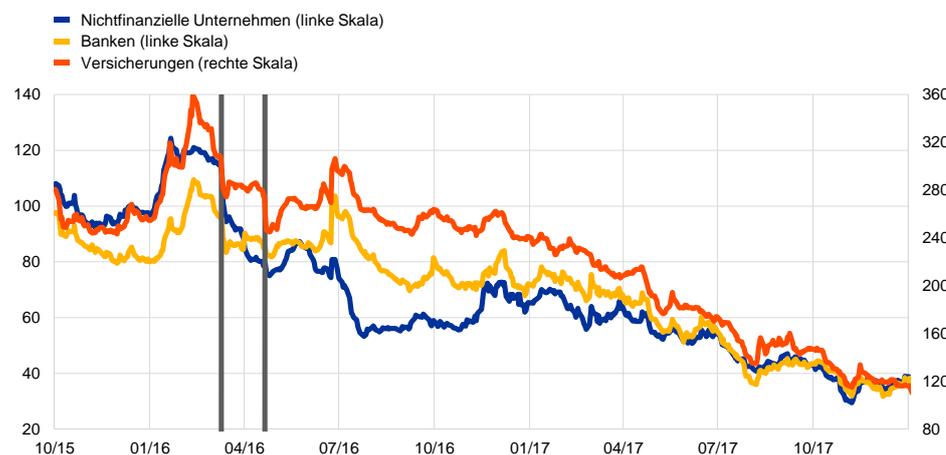
(Kosten der Finanzierung über Bankeinlagen und unbesicherte Kapitalmarktgeschäfte (gewichtet); in % p. a.)



Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.

Abbildung 23
Spreads bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen

(in Basispunkten)



Quellen: Markt und Bloomberg.
Anmerkung: Die Spreads von Unternehmensanleihen werden anhand von Asset-Swap-Spreads gemessen. Die vertikalen Linien zeigen die EZB-Ratssitzungen vom 10. März und 21. April 2016 an. Die Indizes enthalten auch nachrangige Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 4. Januar 2018.

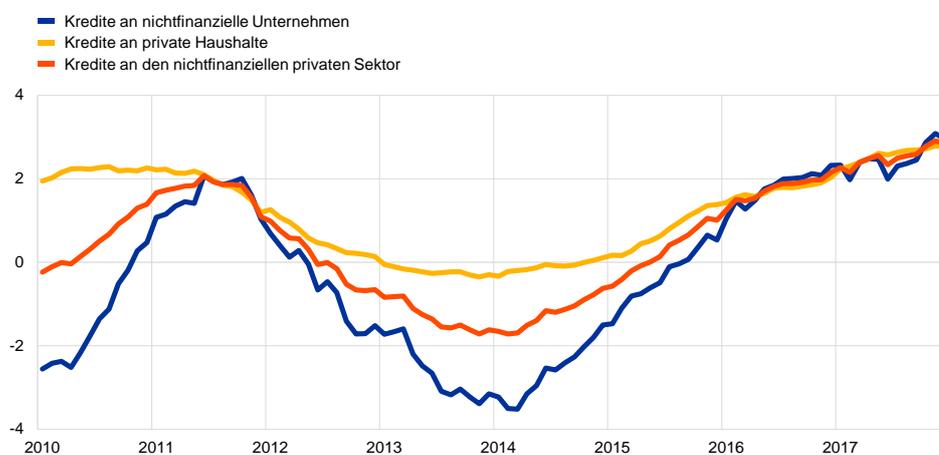
Die rückläufigen Refinanzierungskosten der Banken drückten über den direkten Weitergabekanal und über niedrigere risikofreie Zinsen auch die Finanzierungskosten von Unternehmen. Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB sind die Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte (gewichtet) stärker als die Referenzzinssätze am Geldmarkt gesunken.

Von Juni 2014 bis Dezember 2017 senkten die Banken ihre Zinsen für Unternehmenskredite um 123 Basispunkte und jene für Privatkredite um 108 Basispunkte. Unternehmen mit direktem Zugang zum Kapitalmarkt profitierten auch von der Senkung der Renditen auf Unternehmensanleihen infolge der CSPP-Käufe. Die Spreads auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen fielen 2017 analog zur Entwicklung im Banken- und Versicherungssektor um 26 Basispunkte (siehe Abbildung 23). Aufgrund von Portfolioanpassungen waren ähnliche Effekte auch bei Unternehmensanleihen ohne Investment-Grade-Status zu beobachten, die die Kriterien für Käufe im Rahmen des CSPP nicht erfüllen.⁴⁸

Abbildung 24

MFI-Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte saison- und kalenderbereinigt; Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor unbereinigt)



Quelle: EZB.

Fortschreitende Erholung des Kreditwachstums

Die anhaltende Verbesserung der Kreditkonditionen im Euroraum zeigte sich nicht nur anhand rückläufiger Zinsen und Spreads, sondern auch an der steigenden Vergabe von Krediten an den privaten Sektor und am stabilen Zugang der Unternehmen zum Anleihemarkt. Die im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum befragten Banken nützten ihren Angaben zufolge die durch das APP zusätzlich generierte Liquidität überwiegend für die Vergabe von Krediten, was auf eine weitere Verbesserung des Kreditangebots im Jahr 2017 hindeutet.⁴⁹ Zudem stieg per saldo auch die Kreditnachfrage, während die Banken ihre Kreditvergaberichtlinien und generell ihre Konditionen für neu vergebene Kredite (insbesondere Kredite an private Haushalte) lockerten. Infolgedessen zog die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euroraum nach und nach weiter an. Gedämpft wird das Kreditwachstum allerdings trotz gewisser Fortschritte weiterhin durch die Konsolidierung der Bankbilanzen und das in einigen Ländern immer noch hohe Niveau an notleidenden Krediten.

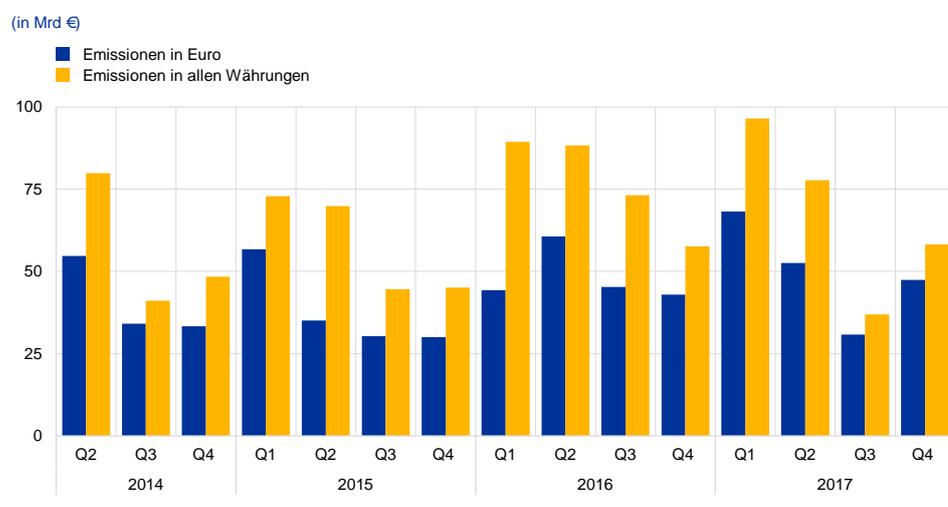
⁴⁸ Einzelheiten zu den CSPP-Zulassungskriterien finden sich unter [Corporate sector purchase programme \(CSPP\) – Questions & answers](#).

⁴⁹ Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2017](#), Oktober 2017.

Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen und Haushalte zusammengenommen lag Ende 2017 bei 2,8 % nach 2,2 % im Dezember 2016. Dabei nahmen die Unternehmenskredite von Dezember 2016 bis Dezember 2017 um 2,9 % zu (gegenüber 2,3 % im Jahr davor), und die Haushaltskredite um 2,8 % (2,0 %). Die Emissionstätigkeit von Unternehmen mit Sitz im Euroraum blieb stabil: in Euro denominatede Neuemissionen beliefen sich auf 199 Mrd € verglichen mit 193 Mrd € im Jahr 2016 (siehe Abbildung 25). Beim Kapitalmarktzugang profitierten die Unternehmen weiterhin vom Nettoerwerb von Unternehmensanleihen im Rahmen des CSPP.

Abbildung 25

Bruttoanleiheemissionen nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum



Quellen: Dealogic und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich sowohl auf Investment-Grade-Anleihen als auch auf Anleihen ohne Investment-Grade-Status. „Emission in Euro“ bezeichnet auf Euro lautende Neuemissionen durch nichtfinanzielle Unternehmen mit Sitz im Euro-Währungsgebiet. „Emission in allen Währungen“ bezeichnet alle Neuemissionen durch nichtfinanzielle Unternehmen mit Sitz im Euro-Währungsgebiet.

Aufgrund der geldpolitischen Maßnahmen der EZB verbesserten sich auch die Kreditkonditionen für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs), die in der Regel keinen direkten Zugang zum Kapitalmarkt haben, beträchtlich. Der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln zufolge haben sich die externen Finanzierungsbedingungen weiter verbessert, womit sich der bereits in vorangegangenen Erhebungen zu erkennende Trend fortsetzte.⁵⁰ Die KMUs bestätigten eine Verbesserung des Kreditzugangs und in diesem Zusammenhang auch eine größere Bereitschaft seitens der Banken zur Vergabe günstigerer Kredite. Im Hinblick auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten KMUs aus allen großen Euro-Ländern per saldo Verbesserungen. Erstmals seit die Umfrage durchgeführt wird, gaben die KMUs an, dass die allgemeinen Wirtschaftsaussichten ihrer Ansicht nach die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln begünstigten. Die Finanzierungskosten im KMU-Sektor waren ebenfalls rückläufig. Der Abstand zwischen den Zinsen für Kleinstkredite und für großvolumige Kredite verringerte sich von Ende Mai 2014 bis Dezember 2017 um 118 Basispunkte.

⁵⁰ Siehe hierzu die Pressemitteilung der EZB zur [Umfrage über den Zugang von Unternehmen des Euro-Währungsgebiets zu Finanzmitteln – Oktober 2016 bis März 2017](#) vom Mai 2017.

2.3 Entwicklung der Eurosystem-Bilanz

Umfang und Zusammensetzung der Eurosystem-Bilanz

Seit Ausbruch der Finanzkrise 2007-2008 haben sich Umfang und Zusammensetzung der Bilanz des Eurosystems infolge der diversen konventionellen geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems wie auch seiner Sondermaßnahmen kontinuierlich verändert. Diese Maßnahmen umfassten besicherte Geschäfte zur Geldversorgung der Geschäftspartner des Eurosystems mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu vier Jahren sowie den Erwerb von Vermögenswerten in verschiedenen Marktsegmenten mit dem Ziel, die geldpolitische Transmission und die Finanzierungsbedingungen im Euroraum zu verbessern. Zum Jahresende 2017 hatte die Bilanzsumme des Eurosystems mit 4,5 Billionen € einen historischen Höchststand erreicht; dies bedeutete einen Zuwachs von 0,8 Billionen € gegenüber Ende 2016.

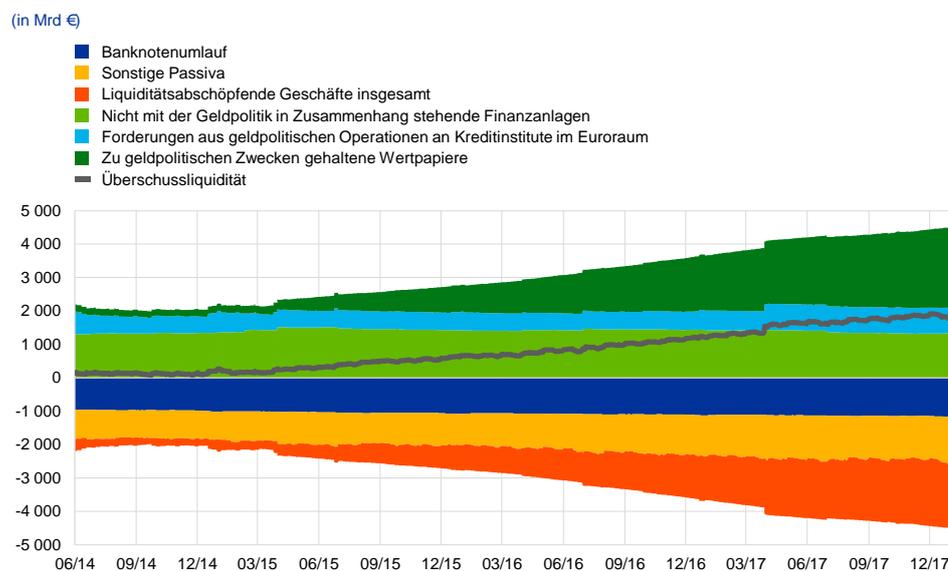
Das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten und die Zuteilung des letzten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts im März 2017 führten im Zuge der Bilanzausweitung auch zu Änderungen in der Bilanzstruktur. Ende 2017 entfielen aktivseitig 3,2 Billionen € bzw. 70 % der Bilanzsumme des Eurosystems auf Positionen im Zusammenhang mit der Geldpolitik, verglichen mit 61 % Ende 2016. Schlüsselt man diesen Betrag weiter auf, so machten Forderungen an Kreditinstitute im Euroraum 17 % der Bilanzsumme aus (nach 16 % Ende 2016) und zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere rund 53 % (verglichen mit 45 % Ende 2016; siehe Abbildung 26). Die sonstigen Finanzanlagen verteilten sich hauptsächlich auf: a) Fremdwährungs- und Goldbestände des Eurosystems, b) nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehende Anlageportfolios in Euro und c) Notfall-Liquiditätshilfe, die zahlungsfähigen Finanzinstituten mit vorübergehenden Liquiditätsproblemen von einzelnen Eurosystem-Zentralbanken gewährt wurde. Diese sonstigen Finanzanlagen unterliegen Eurosystem-internen Meldevorschriften und mehrfach gesetzlich verankerten Restriktionen insbesondere aufgrund des Verbots der monetären Finanzierung sowie der Vorgabe, dass sie die Umsetzung der Geldpolitik nicht beeinträchtigen dürfen.⁵¹

Passivseitig war die größte Veränderung bei den Reserveguthaben der Geschäftspartner des Eurosystems zu beobachten. Die Reserveguthaben stiegen infolge des anhaltend expansiven geldpolitischen Kurses bis Ende 2017 um 0,6 Billionen € auf 1,9 Billionen € bzw. auf einen Anteil von 42 % (gegenüber 36 % Ende 2016). Der Anteil des Banknotenumlaufs an den Passiva ging verglichen mit Ende 2016 relativ gesehen zurück (von 31 % auf 26 %); in absoluten Zahlen setzte sich der Wachstumstrend aber fort. Die sonstigen Passiva, d. h. das Kapital der EZB und die

⁵¹ Das Verbot der monetären Finanzierung ist in Artikel 123 des [Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union](#) verankert. Zu den Einschränkungen für nicht im Zusammenhang mit der Geldpolitik stehende Anlagen siehe die Leitlinie der EZB über Inlandsgeschäfte zur Verwaltung von Aktiva und Passiva durch die nationalen Zentralbanken ([EZB/2014/9](#)), die Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen ([ANFA](#)) vom 19. November 2014 sowie die Vereinbarung über die Gewährung von Notfall-Liquiditätshilfe ([ELA](#)) vom 17. Mai 2017.

Neubewertungskonten, waren mit einem Anteil von 32 % an den Passiva relativ betrachtet rückläufig (Ende 2016: 33 %); in absoluten Zahlen kam es aber auch hier zu einem Anstieg, nämlich um 0,2 Billionen € (siehe Abbildung 26).

Abbildung 26
Entwicklung der konsolidierten Bilanz des Eurosystems



Quelle: EZB.
Anmerkung: Positive Zahlen kennzeichnen Aktiva, negative Zahlen Passiva. Die Überschussliquidität ist im positiven Bereich dargestellt, obwohl sie der Summe der folgenden Passiva entspricht: Einlagen auf Girokonten, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und Guthaben aus der Inanspruchnahme der Einlagefazilität.

Portfolio-Eckdaten (Durchschnittslaufzeit, Anlagestruktur, Länderanteile)

Über die Entwicklung der Bestände im Rahmen der unterschiedlichen APP-Programme veröffentlicht die EZB seit Beginn der Ankäufe wöchentlich aktuelle Zahlen. Zusätzlich veröffentlicht sie Monatsdaten zur Verteilung der Bestände auf Primär- und Sekundärmarktkäufe im Rahmen des CBPP3, des ABSPP und des CSPP. Für die Ankäufe im Zuge des PSPP veröffentlicht die EZB ihre Wertpapierbestände aufgeschlüsselt nach der Herkunft der Emittenten⁵² samt Angaben zur gewichteten Durchschnittsfälligkeit.

Ende 2017 belief sich der Wert des APP-Portfolios auf 2,3 Billionen €.⁵³ Die ABSPP-Bestände summierten sich mit 25 Mrd € auf 1 % des APP-Portfolios. Demgegenüber kamen die CBPP3-Bestände mit 241 Mrd € auf einen Anteil von 11 %. Für den größten Zuwachs beim Ankauf von Wertpapieren des privaten Sektors im Rahmen des APP zeichnete im Jahr 2017 das CSPP mit Ankäufen in Höhe von netto 82 Mrd € verantwortlich. Damit erhöhten sich die CSPP-Bestände

⁵² Die Bestände von Wertpapieren supranationaler Emittenten werden aggregiert dargestellt.

⁵³ Die APP-Bestände werden zu fortgeführten Anschaffungskosten ausgewiesen.

auf 132 Mrd € bzw. 6 % der gesamten APP-Bestände. Seit 2017 veröffentlicht die EZB detaillierte Angaben zu ihren CSPP-Beständen, nämlich die Namen der Emittenten, das jeweilige Fälligkeitsdatum und die Kuponsätze sowie aggregierte Daten zu den CSPP-Beständen nach Länderrisiko, Rating und Sektor. Die CSPP-Ankäufe basieren auf einer Benchmark, die proportional zum Umlaufvolumen der ankauffähigen Anleihen aufgebaut ist. Dies impliziert eine Gewichtung der einzelnen in der Benchmark enthaltenen Emissionsländer entsprechend der Marktkapitalisierung.

Ende 2017 machten die PSPP-Bestände mit 1,9 Billionen € insgesamt 83 % des APP-Portfolios aus (Ende 2016: 82 %). Beim PSPP richtet sich die Verteilung der Ankäufe auf die jeweiligen Emissionsmärkte nach dem Kapitalschlüssel der EZB. Im Rahmen der jeweiligen Quoten können die EZB und die NZBen der Euro-Länder wahlweise Wertpapiere des öffentlichen Sektors (Bund, Länder oder Gemeinden) oder bestimmter staatsnaher Emittenten sowie gegebenenfalls Wertpapiere supranationaler Institutionen erwerben.

Die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der PSPP-Bestände lag Ende 2017 bei 7,7 Jahren, also etwas unter dem Jahresendstand von 2016 (8,3 Jahre), wobei dieser Wert innerhalb des Euroraums etwas variierte. Der Rückgang der gewichteten Durchschnittsrestlaufzeit ist im Wesentlichen auf die Beschlüsse des EZB-Rats vom Dezember 2016 zurückzuführen, a) die Mindestrestlaufzeit beim Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors auf 1 Jahr zu halbieren und b) den Erwerb von Wertpapieren mit einer Rückzahlungsrendite unter dem EZB-Einlagenszinssatz im erforderlichen Umfang zuzulassen.

Die Laufzeit der vom Eurosystem angekauften Vermögenswerte ist aus zwei Gründen relevant: Zum einen kann das Eurosystem mit seinen Ankäufen Zinsänderungsrisiken aus dem Markt nehmen und so für Investoren Anreize für Portfolioumschichtungen schaffen. Zum anderen strebt das Eurosystem eine marktneutrale Portfoliostruktur an; d. h., beim Ankauf von Anleihen wird eine Streuung über alle zulässigen Laufzeiten und Länder bzw. Emittenten angepeilt, die der Struktur des Staatsanleihemarktes im Euroraum entspricht.

Das Eurosystem reinvestiert die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen und fällig werdenden Wertpapiere. In diesem Sinn wurden 2017 insgesamt 24,3 Mrd € im Zusammenhang mit der Tilgung von Beständen aus dem Ankauf von Wertpapieren des privaten Sektors neu angelegt, womit die diesbezügliche Vorjahrespraxis fortgeführt wurde. Seit März 2017 werden auch Tilgungserlöse aus dem PSPP-Bestand wieder angelegt, wobei sich diese Investitionen bis Jahresende auf 24,9 Mrd € summierten. Angesichts der steigenden Relevanz der Reinvestitionen veröffentlicht die EZB seit November 2017 jeweils für die nächsten zwölf Monate die voraussichtlichen monatlichen Tilgungserlöse im Rahmen des APP.

Im Rahmen des APP erworbene Wertpapiere werden für Wertpapierleihgeschäfte zur Verbesserung der Marktliquidität am Anleihe- und Repomarkt zur Verfügung gestellt, ohne den normalen Handel am Repomarkt über Gebühr einzuschränken.

Der Monatsdurchschnitt der Beleihung von Wertpapieren wird aggregiert veröffentlicht. Um der Knappheit an Sicherheiten am Markt weiter entgegenzuwirken, lässt das Eurosystem seit Dezember 2016 im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors in begrenztem Umfang auch Barsicherheiten für Wertpapierleihgeschäfte zu. Zuvor waren ausschließlich Wertpapiere als Sicherheiten zugelassen gewesen. Die EZB veröffentlicht auch den diesbezüglichen Monatsdurchschnitt in aggregierter Form.

Entwicklung der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems

Die Außenstände im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems erhöhten sich im Lauf des Jahres 2017 um 168,3 Mrd € auf 764,0 Mrd €. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf die Zuteilung von 233,5 Mrd € im Zuge des letzten GLRG-II-Geschäfts im März 2017 zurückzuführen. Im Gegenzug wurde zwar bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften weniger Geld zugeteilt, und im Rahmen der GLRG-I-Geschäfte kam es auch zu Rückzahlungen, aber in Summe erhöhten sich die Außenstände doch beträchtlich. Die gewichtete Durchschnittsrestlaufzeit der liquiditätszuführenden befristeten Transaktionen reduzierte sich von rund 3 Jahren Ende 2016 auf rund 2,7 Jahre Ende 2017. Da die letzten GLRG-II-Mittel (mit einer Ursprungslaufzeit von 4 Jahren) schon im März 2017 zugeteilt wurden, reduzierte sich die gewichtete Durchschnittsrestlaufzeit der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems im Verlauf des Jahres.

3 Der europäische Finanzsektor: widerstandsfähig, aber gefordert

Die EZB beobachtet und analysiert die Entwicklungen im Hinblick auf die Stabilität des Finanzsystems im Euroraum und in der EU, um jegliche Anfälligkeiten und Ursachen systemischer Risiken zu identifizieren. Zudem unterstützt sie den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) im Bereich Finanzstabilitätsanalyse und leistet Beiträge zu wichtigen Regulierungsinitiativen. Um dem Aufbau möglicher Systemrisiken entgegenzuwirken, werden makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen.

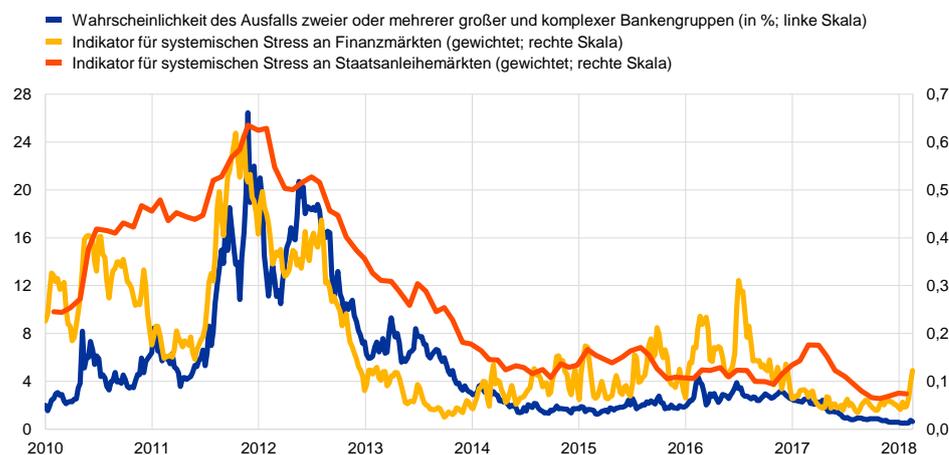
Die EZB nimmt diese Aufgaben gemeinsam mit den anderen Zentralbanken des Eurosystems bzw. des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) wahr. Innerhalb der EZB arbeiten die makro- und mikroprudenzielle Aufsicht bei der Identifizierung der größten Risiken und Anfälligkeiten im europäischen Finanzsektor sowie bei Fragen der Regulierung eng zusammen.

3.1 Risiken und Anfälligkeiten im Finanzsystem des Euroraums

In ihrem zweimal jährlich erscheinenden Financial Stability Review veröffentlicht die EZB ihre Analysen von systemischen Risiken.⁵⁴ Die meisten Indikatoren für systemischen Stress im Euroraum wiesen 2017 weiterhin niedrige Werte auf (siehe Abbildung 27), was auf eine positive Entwicklung der Finanzstabilität im Lauf des Berichtsjahrs hindeutet. Die verbesserte wirtschaftliche Lage im Euroraum stützte die Vermögenspreise und sorgte dafür, dass 2017 die Volatilität über alle Anlageklassen hinweg gering blieb (siehe Abschnitt 1). Infolge höherer Kreditvolumina und Kreditmargen erwarteten die Anleger eine Verbesserung der Ertragslage der Banken, sollten sich die Wachstumsaussichten weiter positiv entwickeln und die Zinssätze steigen; vor diesem Hintergrund blieb der Stress im Bankensektor des Euroraums gering. Im Gegensatz dazu nahm der systemische Stress an den Staatsanleihemärkten Anfang 2017 zu, was zum Teil der erhöhten politischen Unsicherheit in einigen Euro-Ländern geschuldet war. Der Ausgang der Wahlen in wichtigen Ländern des Euroraums führte dazu, dass diese Unsicherheit wieder abnahm, wodurch der Sovereign-Stress-Indikator im zweiten Halbjahr 2017 zurückging. Die restlichen Indikatoren für systemischen Stress im Euroraum blieben ungeachtet einzelner erhöhter geopolitischer Unsicherheitsfaktoren auf globaler Ebene, etwa im Zusammenhang mit den zunehmenden Spannungen auf der koreanischen Halbinsel, gedämpft.

Abbildung 27
Indikatoren für systemischen Stress an den Finanz- und Staatsanleihemärkten und Wahrscheinlichkeit des Ausfalls zweier oder mehrerer Bankengruppen (gewichtet)

(Januar 2010-Februar 2018)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls zweier oder mehrerer großer und komplexer Bankengruppen bezieht sich auf die Wahrscheinlichkeit gleichzeitiger Ausfälle in einer Stichprobe von 15 solchen Bankengruppen über einen einjährigen Zeithorizont.

⁵⁴ Siehe EZB, [Financial Stability Review](#), Mai 2017, und EZB, [Financial Stability Review](#), November 2017. In Zusammenarbeit mit den nationalen zuständigen Behörden identifiziert und bewertet der mikroprudenzielle Arm der EZB-Bankenaufsicht regelmäßig die Risiken für den Bankensektor im Euroraum. Damit soll sichergestellt werden, dass die direkt überwachten Banken den wichtigsten Risiken effektiv begegnen. Diese Risiken sind in den SSM-Aufsichtsprioritäten abgebildet, die jährlich veröffentlicht werden (siehe [Prioritäten des SSM im Jahr 2018](#)).

In diesem Umfeld wurden im Jahr 2017 vier zentrale Risiken für die Finanzstabilität im Euroraum identifiziert.

Zunächst ist die Gefahr einer abrupten, deutlichen Korrektur der globalen Risikoprämien zu nennen, die 2017 erneut das größte Risiko darstellte. Das Berichtsjahr war von insgesamt geringer Volatilität an den Finanzmärkten, erhöhten Bewertungen von Vermögenswerten sowie niedrigen Risikoprämien an einigen Märkten gekennzeichnet, was auf ein verstärktes Risikoengagement hindeutet. So blieben insbesondere die Aufschläge für die risikoreichsten Anleiheemissionen sehr niedrig; offenbar hielten es die Marktteilnehmer für nicht sehr wahrscheinlich, dass sich Schwächen materialisieren würden. Während diese Entwicklungen zum Teil mit der Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds – und somit der Fundamentaldaten – zu erklären waren, so mehrten sich doch die Anzeichen dafür, dass die Finanzmärkte der Möglichkeit einer raschen Änderung der Marktstimmung zu wenig Beachtung schenken könnten.

Das zweite wesentliche Risiko stellten die Ertragsaussichten der Banken im Euroraum dar. Dank einer Steigerung der zinsunabhängigen Erträge verbesserte sich die Ertragslage der Banken im Euroraum leicht. Die Eigenkapitalrendite der Banken stieg von 2,5 % in den ersten drei Quartalen 2016 auf 3,2 % in den ersten drei Quartalen 2017. Auch die Eigenmittelsituation entwickelte sich weiter positiv: die harte Kernkapitalquote belief sich im dritten Quartal 2017 auf 14,5 %, verglichen mit 13,9 % im Jahr davor.⁵⁵

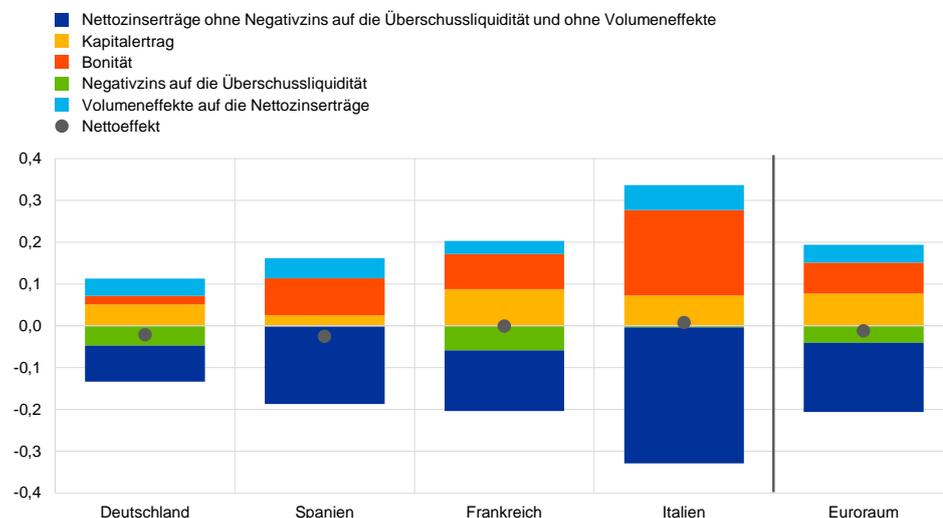
Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB könnten sich über zwei Hauptkanäle auf die Ertragslage der Banken auswirken: Einerseits trägt das Niedrigzinsumfeld zu einer Verringerung der Zinsmargen der Banken bei, wodurch das Nettozinsergebnis geringer ausfällt. Andererseits entstehen dem Bankensystem des Euroraums als Ganzes durch den Negativzins für die Einlagefazilität der EZB direkte Kosten für das Halten von Überschussliquidität. Diese negativen Aspekte wurden bisher allerdings im Allgemeinen durch die positiven Effekte des robusten und breit angelegten Konjunkturaufschwungs auf die Ertragslage der Banken ausgeglichen. So sinken die Risikovorsorgekosten der Banken, wenn sich die Bonität der Kreditnehmer im Zuge positiver Wachstumsaussichten erhöht. Darüber hinaus sorgen die mit dem Konjunkturaufschwung steigende Kreditvergabe sowie zusätzliche Kapitalerträge dank anziehender Vermögenspreise für eine Verbesserung der Ertragslage der Banken. Und zu guter Letzt besteht zwar bei den Einlagezinsen im Privatkundengeschäft eine Rigidität nach unten, im Großkundengeschäft – vor allem mit Ansässigen außerhalb des Euroraums – kommen jedoch vielerorts negative Einlagezinsen zur Anwendung; dadurch werden die ungünstigen Auswirkungen der negativen Nominalzinsen auf das Nettozinsergebnis der Banken reduziert. Insgesamt blieben die Nettoeffekte der geldpolitischen Maßnahmen auf die Ertragslage der Banken im Euroraum im Zeitraum von 2014 bis 2017 also begrenzt, wengleich geringe Unterschiede in den einzelnen Ländern feststellbar waren (siehe Abbildung 28).

⁵⁵ Die Angaben zu sämtlichen Bankengruppen im Euroraum beruhen auf den [konsolidierten Bankendaten der EZB](#).

Abbildung 28

Ertragskomponenten der Banken

(2014-2017; Beitrag zur Gesamtkapitalrendite der Banken in Prozentpunkten)



Quellen: C. Altavilla, D. Andreeva, M. Boucinha und S. Holton, Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area, Occasional Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

Anmerkung: Der Effekt der Geldpolitik auf Anleiherenditen und jener auf Kreditzinssätze und -volumina entspricht den Effekten gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen. Die Kapitalerträge werden auf Grundlage der von der EBA veröffentlichten Daten berechnet. Die Zahlen für den Euroraum werden als gewichteter Durchschnitt der Länder in der Stichprobe berechnet, wobei die Gewichtung des Bankensystems eines Landes im Euroraum-Aggregat anhand konsolidierter Bankdaten erfolgt.

Ungeachtet dieser positiven Entwicklung blieben die Aussichten für den Bankensektor gedämpft. Dies spiegelte sich auch in den relativ niedrigen Aktienkursen der Banken im Euroraum wider; der Marktwert der Banken blieb deutlich unter dem Buchwert. Die Skepsis des Marktes stand hauptsächlich mit zwei Faktoren im Zusammenhang: Erstens beeinträchtigten nach wie vor eine Reihe von Strukturproblemen einerseits die Kosteneffizienz vieler Banken im Euroraum und andererseits die Möglichkeiten zur Ertragsdiversifizierung. Zweitens wurden beim Abbau der hohen Bestände notleidender Kredite (NPL) im Berichtsjahr je nach Bank und Land recht unterschiedliche Fortschritte erzielt: während die Erfolge mancherorts beträchtlich waren, hinkten einige Länder und Banken noch hinterher (Abbildung 29). Die hohen NPL-Quoten belasteten weiterhin die Ertragslage der Banken, und zwar sowohl direkt über hohe Kreditrisikovorsorgen als auch indirekt durch die Tatsache, dass notleidende Kredite die Bilanzkapazität verringern.

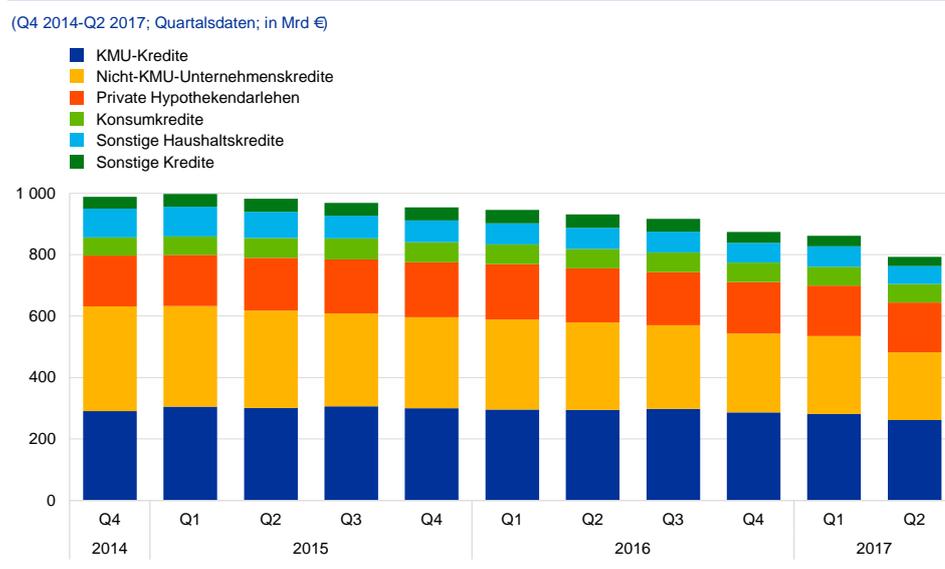
Die EZB beteiligte sich an laufenden Diskussionen über die Möglichkeiten zur Bewältigung der noch immer bestehenden Herausforderungen im Bankensektor. So könnte beispielsweise die Einrichtung einer Transaktionsplattform für notleidende Kredite zu einer rascheren Sanierung der Bankbilanzen beitragen.⁵⁶ Auch könnte das gemeinsame Engagement privater und staatlicher Investoren (unter Einhaltung der Regeln für staatliche Beihilfen) Informationsasymmetrien zwischen den potenziellen Käufern und Verkäufern von notleidenden Krediten reduzieren.⁵⁷ In struktureller Hinsicht könnte eine weitere Konsolidierung und Digitalisierung die

⁵⁶ Siehe EZB, Special Feature A, [Financial Stability Review](#), November 2017.

⁵⁷ Siehe EZB, Special Feature C, [Financial Stability Review](#), Mai 2017.

Kosteneffizienz des Bankensektors verbessern. Maßnahmen zum Abbau der Bestände an notleidenden Krediten könnten ferner das grenzüberschreitende Bankgeschäft ankurbeln und somit zu einer breiteren geografischen Diversifizierung der Erträge führen.⁵⁸ Insbesondere grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen könnten die Integration im Retail-Geschäft fördern. In diesem Zusammenhang wären auch die Vollendung der Bankenunion sowie die Umsetzung weiterer Maßnahmen im Finanzsektor, wie etwa die Harmonisierung von Steuer- und Insolvenzgesetzen, hilfreich.⁵⁹

Abbildung 29
Notleidende Kredite nach Sektor und Kreditart



Quelle: Aufsichtsdaten der EZB.
Anmerkung: Basierend auf Daten für bedeutende Institute. KMU steht für kleine und mittlere Unternehmen.

Die zwei verbliebenen identifizierten Finanzstabilitätsrisiken haben ihren Ursprung außerhalb des Bankensektors. Zum einen nahmen in der ersten Jahreshälfte die Bedenken hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit des öffentlichen und privaten Sektors zu. Insbesondere mit der Verbesserung der Konjunkturaussichten und dem Rückgang politischer Unsicherheiten nach den Wahlen in einigen großen Euro-Ländern kam es im weiteren Jahresverlauf zu einer Stabilisierung dieses Risikos. Die Verschuldung des privaten Sektors im Euroraum blieb allerdings sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich hoch, und vor diesem Hintergrund stellte ein abrupter Zinsanstieg für Unternehmen eine besondere Gefahr dar. Zum anderen war im Nichtbankensektor eine Ausweitung des Investmentfondsgeschäfts zu beobachten; dank der besseren Konjunkturaussichten und der geringen Volatilität an den Finanzmärkten stiegen die Zuflüsse an. Darüber hinaus erwarben Investmentfonds verstärkt Wertpapiere mit niedrigeren Ratings und längeren Laufzeiten, während gleichzeitig die Liquiditätspuffer bei Anleihefonds weiter schrumpften. Zuflüsse zu bzw. Abflüsse von Investmentfonds reagieren oftmals

⁵⁸ Siehe EZB, Special Feature B, [Financial Stability Review](#), November 2017.

⁵⁹ Siehe EZB, Special Feature, [Financial integration in Europe](#), Mai 2017.

besonders rasch auf Änderungen in der Marktstimmung. Europaweite gesetzliche Obergrenzen für Fremdkapitalquoten wie bei OGAW-Fonds gibt es für alternative Investmentfonds derzeit nicht. Die Ausarbeitung eines Rahmens für die harmonisierte Umsetzung makroprudenzieller Leverage-Limits für alternative Investmentfonds stellte auch im Berichtsjahr eine wichtige Initiative bei der Ausweitung der makroprudenziellen Aktivitäten außerhalb des Bankensektors dar.⁶⁰ Dieser soll den Aufbau sektorweiter Risiken verhindern.

Der Nichtbankensektor ist laut einer strukturellen Analyse des Finanzsektors des Eurogebiets im weiteren Sinn, d. h. einschließlich Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und Schattenbanken, weiter gewachsen. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund der anhaltenden Rationalisierung im Bankensektor zu sehen; diese scheint allerdings nach wie vor nur begrenzte Auswirkungen auf die Effizienz im Finanzsystem insgesamt zu haben, wie die auf aggregierter Ebene noch immer hohe Aufwand/Ertrag-Relation der Banken zeigt.⁶¹

Kasten 6

Entwicklungen am Wohn- und Gewerbeimmobilienmarkt im Euroraum

Die zyklische Erholung des Wohnimmobilienmarkts im Euroraum setzte sich 2017 fort; die Preise und Hypothekarkreditvergabe stiegen in aggregierter Betrachtung moderat an. Die Anfälligkeiten an den Wohnimmobilienmärkten im Euroraum insgesamt erscheinen begrenzt, nehmen aber allmählich zu. Die Jahreswachstumsrate der nominalen Preise für Wohnimmobilien beschleunigte sich im dritten Quartal 2017 auf über 4 %, blieb aber unter dem historischen Durchschnitt und auch deutlich unter dem Vorkrisenniveau (siehe Abbildung A). Getrieben wurde der Preisanstieg von der starken Nachfrage, unterstützend wirkten darüber hinaus zunehmend die steigenden Einkommen. Insgesamt dürften sich die Preise im Euroraum im Einklang mit den Fundamentalwerten bzw. leicht darüber entwickelt haben (siehe Abbildung A).⁶² Das Jahreswachstum der Wohnungsbaukredite zog weiter an und kletterte gegen Ende 2017 auf über 3 %. Gleichzeitig war die Verschuldung der privaten Haushalte weiterhin rückläufig und sank im dritten Quartal 2017 auf 58 % des BIP (siehe Abbildung B).

⁶⁰ Siehe EZB, Special Feature A, [Financial Stability Review](#), November 2016.

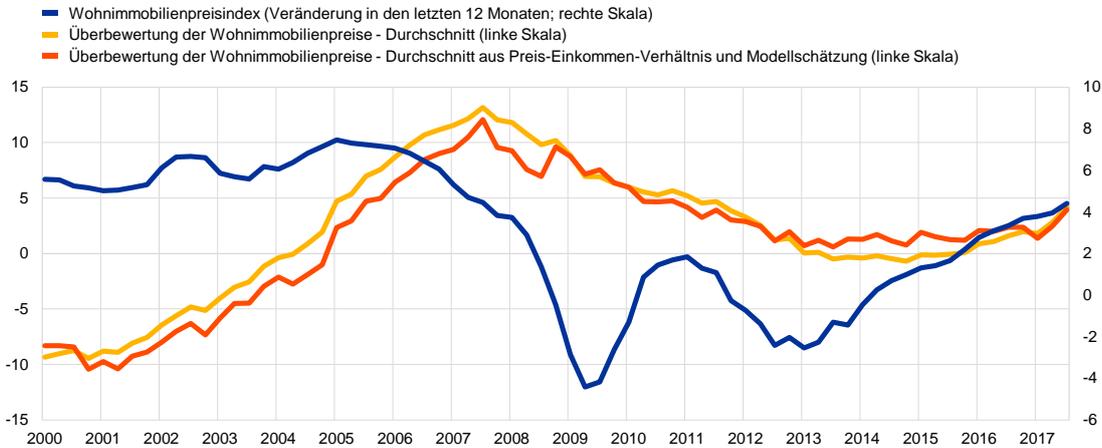
⁶¹ Siehe EZB, [Report on financial structures](#), Oktober 2017.

⁶² Bewertungsschätzungen sind mit großer Unsicherheit behaftet. Ihre Interpretation kann auf Länderebene angesichts nationaler Besonderheiten (z. B. steuerliche Behandlung von Immobilien, strukturelle Faktoren wie Wohnbesitzverhältnisse) schwierig sein.

Abbildung A

Jahreswachstum von Wohnimmobilienpreisen und Überbewertungen im Euroraum

(in %)



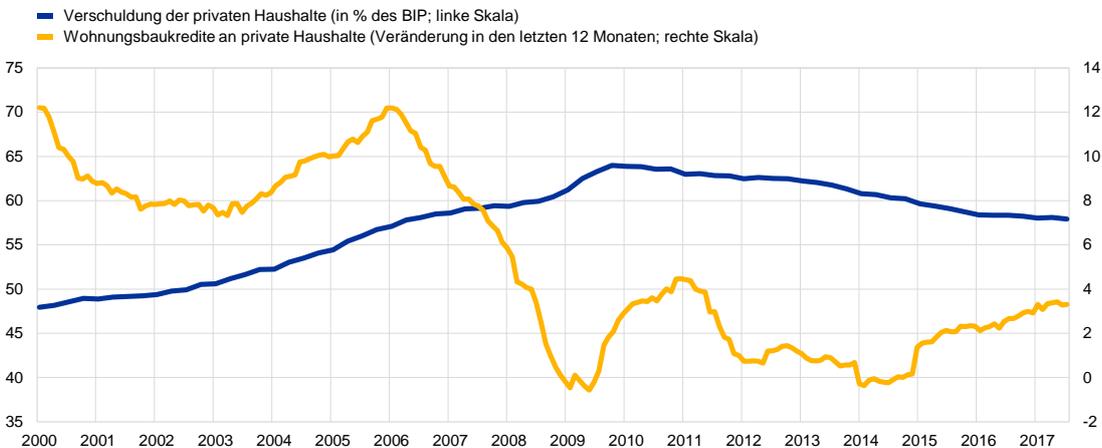
Quelle: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die erste Messgröße für die Überbewertung (gelbe Linie) ist der Durchschnitt aus vier verschiedenen Bewertungsindikatoren (Preis-Einkommen-Verhältnis, Preis-Miet-Verhältnis, Ergebnis eines Asset-Pricing-Modells und Ergebnis eines ökonometrischen Modells (BVAR)). Die zweite Messgröße für die Überbewertung (rote Linie) ist der Durchschnitt aus zwei Bewertungsindikatoren (Preis-Einkommen-Verhältnis, Ergebnis des ökonometrischen Modells).

Abbildung B

Wohnungsbaukredite an private Haushalte und Verschuldung privater Haushalte im Euroraum

(in %)



Quelle: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2017 (Kredite) bzw. das zweite Quartal 2017 (Verschuldung).

Auch wenn es derzeit nicht viele Anzeichen für den Aufbau von Anfälligkeiten an den Wohnimmobilienmärkten des Euroraums insgesamt gibt, so stellt sich die Situation in den einzelnen Ländern doch heterogen dar. Im Zuge ihrer makroprudenziellen Tätigkeit unterzog die EZB einzelne Euro-Länder 2017 einer eingehenden Beobachtung. Davon betroffen waren insbesondere jene Länder, die Ende 2016 Warnungen vom Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) erhalten hatten.⁶³

⁶³ Im November 2016 veröffentlichte der ESRB für die folgenden Euro-Länder länderspezifische [Warnungen über mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor](#): Belgien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich und Finnland.

Zur Bekämpfung von Anfälligkeiten an den Wohnimmobilienmärkten wurden 2017 eine Reihe makroprudenzieller Maßnahmen wirksam oder von nationalen Behörden verabschiedet:

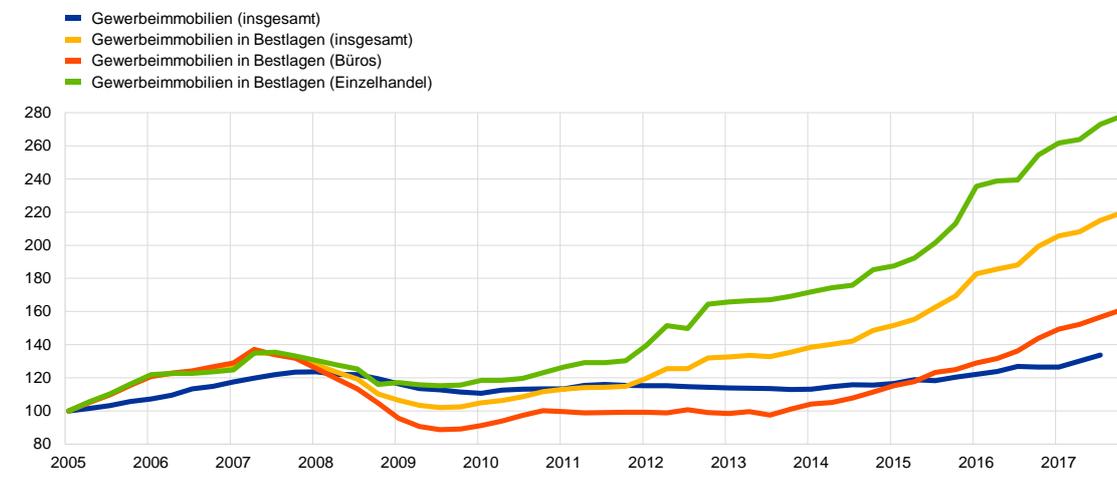
- In Finnland wurde beschlossen, dass Kreditinstitute, die den auf internen Ratings basierenden Ansatz verwenden, ab Januar 2018 für Hypothekarkredite ein durchschnittliches Risikogewicht von mindestens 15 % anwenden müssen. Diese Maßnahme bleibt zwei Jahre in Kraft und ist auf konsolidierter Basis anzuwenden. Sie gilt für Kredite zum Erwerb von Wohnimmobilien in Finnland.
- In Litauen wurden die Vorschriften zur Festlegung der wichtigsten Kreditvergabestandards (einschließlich der Anforderung, die Beleihungsquote (loan-to value – LTV) und das Verhältnis von Schuldendienst zu Einkommen (debt service-to-income – DSTI) zu berechnen) auf natürliche Personen ausgeweitet, die Bau- oder Leasingtätigkeiten zu Geschäftszwecken nachgehen.
- In Belgien gilt eine Empfehlung, wonach Banken, die den auf internen Ratings basierenden Ansatz verwenden, einen Aufschlag von 5 Prozentpunkten auf die Risikogewichte für belgische Hypothekarkredite für Wohnungsbauzwecke einkalkulieren sollen. Diese Empfehlung folgte einer ähnlichen makroprudenziellen Maßnahme, die bereits ausgelaufen war.
- In der Slowakei wurde zu Jahresbeginn 2017 im Zuge der Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur „verantwortungsvollen Kreditvergabe“ eine Verschärfung der Standards auf Kreditnehmerseite (d. h. der Obergrenzen für die LTV- und die DSTI-Quote sowie für Laufzeiten) vorgenommen.
- In Irland wurde eine Überprüfung und Neukalibrierung der Kennzahlen auf Kreditnehmerseite durchgeführt. Seit Januar 2017 kann bei 5 % der Neukredite für den erstmaligen Erwerb von Wohnimmobilien eine LTV-Quote jenseits der 90 %-Grenze akzeptiert werden und bei 20 % der Neukredite für den wiederholten Erwerb von Wohnimmobilien eine LTV-Quote jenseits der 80 %-Grenze.

An den Gewerbeimmobilienmärkten des Euroraums ist seit einigen Jahren ein starker Anstieg sowohl der Preise als auch der Transaktionsvolumina zu beobachten. 2016 kletterte das Jahreswachstum der Gewerbeimmobilienpreise im Euroraum auf 5,1 %, verglichen mit 3,8 % bzw. 1,9 % im Jahr 2015 und 2014. Ausschlaggebend für diesen Anstieg waren die Preise von Gewerbeimmobilien in Bestlagen, die 2016 im Jahresvergleich um 18 % anzogen (nach 14 % im Jahr 2015), und hier insbesondere von Einzelhandelsflächen (siehe Abbildung C), die 2017 weiter stiegen.

Abbildung C

Preisindizes für Gewerbeimmobilien im Euroraum

(Q1 2005-Q4 2017; Index: Q1 2005 = 100)



Quellen: Jones Lang LaSalle und experimentelle EZB-Schätzungen auf Grundlage von MSCI-Daten und nationalen Daten.

Anmerkung: Zu den Einzelhandelsflächen zählen auch Restaurants, Einkaufszentren und Hotels. Das Euroraum-Aggregat umfasst Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland.

In vielen Ländern, in denen die Gewerbeimmobilienpreise 2017 besonders kräftig stiegen, erfolgte die Finanzierung hauptsächlich durch direkte Investitionen institutioneller Anleger bzw. Fonds und weniger über Bankkredite. Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld bedienen sich US-Vermögensverwaltungsgesellschaften und andere Investoren auf der Suche nach höheren Renditen zunehmend Immobilien-Investmentgesellschaften (Fonds und Trusts) für ihre Investitionen im Gewerbeimmobiliensektor. Im Prinzip sollte der größere Anteil von Beteiligungsfinanzierungen aus ausländischen Quellen die Gefahr direkter negativer Ansteckungseffekte aus einem plötzlichen Bewertungsrückgang für den Bankensektor verringern. Allerdings könnte der Anstieg ausländischer Direktinvestitionen auch die Volatilität der Hausse-Baisse-Zyklen erhöhen. Die Bankkredite für Gewerbeimmobilien verzeichnen derzeit zwar kein Wachstum, doch ist das Kreditengagement des Bankensektors am Gewerbeimmobilienmarkt noch beträchtlich; negative Preiskorrekturen stellen somit eine potenzielle Gefahr für die Banken dar. Natürlich ist der Gewerbeimmobilienmarkt in Anbetracht seiner Charakteristika und Größe nicht von ähnlicher systemischer Bedeutung wie der Wohnimmobilienmarkt. Die EZB wird die Entwicklungen am Gewerbeimmobilienmarkt im Euroraum weiter beobachten und dabei insbesondere die sehr unterschiedlichen nationalen Gegebenheiten berücksichtigen.

3.2 Die makroprudenzielle Funktion der EZB

Die nationalen (zuständigen oder benannten) Behörden und die EZB sind gemeinsam für Entscheidungen im Hinblick auf makroprudenzielle Maßnahmen im Euroraum zuständig. Die Aktivierung und Umsetzung makroprudenzieller Maßnahmen obliegt weiterhin den nationalen Behörden im Euroraum. Die EZB wiederum prüft diese Maßnahmen, über die sie von den nationalen Behörden unverzüglich zu unterrichten ist, regelmäßig auf ihre Eignung. Sie kann gegen die von den nationalen Behörden ergriffenen Maßnahmen Einwände erheben und ist

zudem befugt, für die in ihren Zuständigkeitsbereich gemäß Unionsrecht fallenden makroprudenziellen Instrumente strengere Anforderungen zu stellen. Diese asymmetrische Aufteilung der Zuständigkeiten verdeutlicht die Rolle der EZB: ihre Aufgabe ist es zu verhindern, dass nationale Aufseher nicht oder nicht rechtzeitig tätig werden.

Auch 2017 fand sowohl auf technischer als auch auf politischer Ebene ein breit angelegter und offener Diskurs zwischen der EZB und den nationalen Behörden statt, um den Einsatz makroprudenzieller Instrumente und die Entwicklung von Methoden zur Bewertung unterschiedlicher Arten systemischer Risiken zu erörtern. Dank dieser Anstrengungen konnte das Verfahren zur Bewertung der Angemessenheit der makroprudenziellen Politik auf Euroraumebene sowie in den einzelnen Ländern der europäischen Bankenunion verbessert werden.

Makroprudenzielle Politik im Jahr 2017

Während des Berichtsjahrs baute die EZB ihre Koordinierungsrolle für die makroprudenzielle Politik weiter aus und intensivierte die öffentliche Kommunikation mit dem Ziel, größere Transparenz zu schaffen und die Wichtigkeit der makroprudenziellen Politik zu unterstreichen.

Des Weiteren prüfte die EZB gemäß ihrem gesetzlichen Auftrag die makroprudenziellen Beschlüsse der nationalen Behörden in den Ländern der Bankenunion. Der EZB wurden 2017 über einhundert solcher Beschlüsse angezeigt. Der Großteil von ihnen befasste sich mit der Festsetzung der antizyklischen Kapitalpuffer sowie mit der Identifizierung systemrelevanter Kreditinstitute und der Kalibrierung von deren Kapitalpuffern. Außerdem wurde die EZB von einigen Ländern über die Einführung des Systemrisikopuffers und die Anwendung von Artikel 458 der Eigenkapitalverordnung in Kenntnis gesetzt.

Die zyklischen Systemrisiken werden in allen 19 Euro-Ländern quartalsweise neu bewertet, woraufhin die Höhe des antizyklischen Kapitalpuffers gegebenenfalls angepasst wird. In den meisten Staaten hielten sich die zyklischen Systemrisiken 2017 in Grenzen. Hinsichtlich der von den nationalen Behörden gefassten Beschlüsse zu den antizyklischen Kapitalpuffern äußerte der EZB-Rat in keinem Fall Einwände. Mit Ausnahme der Slowakei und Litauens setzten alle anderen Länder den antizyklischen Kapitalpuffer auf 0 % fest. In der Slowakei trat am 1. August 2017 ein bereits im Juli 2016 beschlossener antizyklischer Kapitalpuffer von 0,5 % in Kraft. Aufgrund der anhaltenden Zunahme zyklischer Systemrisiken wurde dieser im Juli 2017 mit Wirkung zum 1. August 2018 auf 1,25 % erhöht. In Litauen beschlossen die Behörden einen antizyklischen Kapitalpuffer von 0,5 %, der am 31. Dezember 2018 in Kraft treten wird.

Die EZB, die nationalen Behörden und der Finanzstabilitätsrat (FSB) aktualisierten auch 2017 in Abstimmung mit dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht die Liste der global systemrelevanten Banken (G-SIBs) in den Euro-Ländern. Sieben Banken in Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und den Niederlanden wurden den international für G-SIBs vereinbarten Kapitalpufferklassen 1, 2 und 3

zugeordnet, für die Kapitalpufferquoten von 1,0 %, 1,5 % bzw. 2,0 % vorgesehen sind.⁶⁴ Diese Pufferquoten gelten ab dem 1. Januar 2019 und werden schrittweise eingeführt.

Zudem prüfte die EZB die Beschlüsse der nationalen Behörden zu Kapitalpuffern für die 109 anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRIs).⁶⁵ Diesen Beschlüssen stimmte der EZB-Rat ausnahmslos zu.

Auch im Jahr 2017 veröffentlichte die EZB halbjährlich ein Macroprudential Bulletin mit dem Ziel, die Transparenz im Hinblick auf die makroprudenziellen Arbeiten der EZB zu erhöhen. In der dritten Ausgabe wurden die makroprudenziellen Instrumente der EZB und die makroprudenzielle Perspektive der Zentralbank erläutert; im Mittelpunkt standen dabei a) die Methodik der EZB zur Festlegung der Untergrenze des Kapitalpuffers für identifizierte A-SRIs, b) die Qualitätssicherung der Stresstests auf Basis eines Top-down-Ansatzes, c) die Anfälligkeit eines künftigen europäischen Einlagensicherungssystems gegenüber Bankinsolvenzen und die Vorteile risiko-basierter Beiträge. In der vierten Ausgabe ging es um a) die kurzfristigen Auswirkungen der Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten (MREL) auf die Finanzmärkte und Banken unter dem Aspekt der Finanzstabilität, b) ein Modell zur Beurteilung der Effekte einer veränderten Kapitalausstattung der Banken in Abhängigkeit von der Anwendung eines Bail-in- oder Bail-out-Mechanismus und c) die makroprudenziellen Aspekte der aktuellen Stellungnahmen der EZB zu den Vorschlägen der Europäischen Kommission zur Änderung der EU-Vorschriften für den Bankensektor.

Zur Verbesserung der öffentlichen Kommunikation veröffentlichte die EZB erstmals im Berichtsjahr auf ihrer Website einen [Überblick](#) über die derzeit in den Ländern der Bankenunion aktivierten makroprudenziellen Maßnahmen. Auf der [Website des ESRB](#) finden sich diese Informationen ebenfalls, ergänzt um entsprechende Daten für nicht zum Eurogebiet zählende EU-Mitgliedstaaten.

Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB)

Die EZB leistete dem ESRB-Sekretariat, das für das Tagesgeschäft des ESRB zuständig ist, im Berichtsjahr erneut analytische, statistische, logistische und administrative Unterstützung. Ebenso stand sie dem ESRB bei der fortlaufenden Ermittlung und Beobachtung potenzieller Systemrisiken zur Seite. Unter anderem hatte die EZB den Ko-Vorsitz der Expertengruppe des Beratenden Fachausschusses des ESRB inne, der für die Erstellung des im Juli 2017 veröffentlichten Berichts [Resolving non-performing loans in Europe](#) zuständig war. Der Bericht benennt Finanzstabilitäts- und makroprudenzielle Aspekte, die im Zusammenhang mit den erhöhten Beständen notleidender Kredite (NPL) und den Hindernissen für deren

⁶⁴ Die [Liste der G-SIBs für 2017](#) findet sich auf der Website des FSB.

⁶⁵ Siehe EZB, ECB floor methodology for setting the capital buffer for an identified Other Systemically Important Institution (O-SII), [Macroprudential Bulletin](#), Ausgabe 3, Juni 2017.

Abbau stehen. Zudem bietet er eine Orientierung, welche praktischen Schritte auf politischer Ebene erforderlich sind, um die NPL-Problematik generell in den Griff zu bekommen.

Die EZB leistete auch einen Beitrag zu dem ebenfalls im Juli 2017 vom ESRB veröffentlichten Bericht [Financial stability implications of IFRS 9](#). Dieses Dokument wurde auf Anfrage des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments erstellt und analysiert, welche potenziellen Implikationen sich mit der Einführung des neuen Rechnungslegungsstandards IFRS 9 für die Finanzstabilität ergeben. Insgesamt kommt der Bericht zu dem Schluss, dass der IFRS 9 von erheblichem Nutzen für die Finanzstabilität sein dürfte, da etwaige Kreditausfälle gemäß IFRS 9 früher als bisher erfasst werden müssen. Dennoch sind laut Bericht noch einige praktische Herausforderungen zu bewältigen, bevor der erwartete Nutzen eintreten kann, und es gilt auch, einige potenzielle prozyklische Effekte zu berücksichtigen.

Ferner unterstützte die EZB den ESRB bei der Analyse der ihm gemäß der Europäischen Marktinfrastrukturverordnung zur Verfügung gestellten Daten. Auf Basis dieser Daten wurden 2017 insgesamt vier Forschungspapiere veröffentlicht.⁶⁶

Nähere Informationen zum ESRB finden sich auf dessen [Website](#) sowie im [ESRB-Jahresbericht 2016](#).

3.3 Beitrag der EZB zu Regulierungsinitiativen

Entsprechend ihrem Mandat leistete die EZB im Jahr 2017 wesentliche analytische und politische Beiträge zu einer Reihe von Regulierungsinitiativen auf internationaler und europäischer Ebene. Zu den wichtigsten Regulierungsthemen aus Sicht der EZB zählten im Berichtsjahr a) die Finalisierung der Basler Rahmenvereinbarung über Eigenkapital und Liquidität (Basel III), b) die Überarbeitung des mikro- und makroprudenziellen Regulierungsrahmens für Banken in der EU, c) die Überarbeitung des Rahmens für Krisenmanagement und Abwicklung, d) die Arbeiten zur Vollendung der Bankenunion und e) die Schaffung eines Regulierungsrahmens für den Nichtbankenfinanzsektor. Darüber hinaus brachte sich die EZB in die Diskussion über das künftige EU-Regelwerk zur Sanierung, Abwicklung und Beaufsichtigung zentraler Gegenparteien (siehe Abschnitte 4.2 und 9.2) sowie in die Überprüfung des Europäischen Finanzaufsichtssystems (ESFS) ein.

⁶⁶ Die Titel lauten wie folgt: [Compressing over-the-counter markets](#), [Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market](#), [Syndicated loans and CDS positioning and Discriminatory pricing of over-the-counter derivatives](#).

Finalisierung der Basler Eigenkapital- und Liquiditätsbestimmungen

Am 7. Dezember 2017 einigte sich das Führungsgremium des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht – die Gruppe der Zentralbankpräsidenten und die Leiter der Bankenaufsichtsbehörden – auf ein Maßnahmenpaket, mit dem die Reformen von Basel III zu einem Abschluss gebracht werden sollen. Die EZB war intensiv in die politischen Diskussionen über die Finalisierung von Basel III eingebunden und nahm auch in vollem Umfang an den Auswirkungsanalysen teil. Nun gilt es, die Basel-III-Reformen in allen Ländern rechtlich umzusetzen und die dahingehenden Fortschritte aufmerksam zu beobachten. Angesichts der Tatsache, dass zur Wahrung der Finanzstabilität weltweit abgestimmte Standards unabdingbar sind, erachtet es die EZB für wichtig, das hohe Maß an internationaler Kooperation aufrechtzuerhalten, das die Aktivitäten in diesem Bereich seit der Krise kennzeichnet.

Überarbeitung des mikro- und makroprudenziellen Regulierungsrahmens für Banken in der EU

Am 23. November 2016 veröffentlichte die Europäische Kommission ein umfassendes Reformpaket zur Bankenregulierung. Ziel der vorgeschlagenen Reformen war eine weitere Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors und die Förderung der Finanzintegration innerhalb der EU.⁶⁷ Mit dem geplanten Maßnahmenpaket werden wesentliche Elemente der globalen Regulierungsreform in europäisches Recht gegossen. Diese globalen Standards umfassen vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ausgearbeitete Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften, wie z. B. die strukturelle Liquiditätsquote, die Höchstverschuldungsquote und die grundlegende Überprüfung der Handelsbuchregeln. Das Reformpaket der Europäischen Kommission sieht ferner eine Reihe zusätzlicher Änderungen des Aufsichtsrahmens vor, u. a. betreffend die der Aufsicht übertragenen Befugnisse (im Rahmen der Säule 2) sowie Bestimmungen zu Ausnahmen bei Kapitalanforderungen, zwischengeschalteten Muttergesellschaften, nationalen Wahlmöglichkeiten und Ermessensspielräumen, zum Proportionalitätsprinzip und zur Behandlung von Gruppen aus Drittstaaten.

⁶⁷ [Vorschlag für eine Richtlinie](#) des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2013/36/EU im Hinblick auf von der Anwendung ausgenommene Unternehmen, Finanzholdinggesellschaften, gemischte Finanzholdinggesellschaften, Vergütung, Aufsichtsmaßnahmen und -befugnisse und Kapitalerhaltungsmaßnahmen; und [Vorschlag für eine Verordnung](#) des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 in Bezug auf die Verschuldungsquote, die strukturelle Liquiditätsquote, Anforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten, das Gegenparteiausfallrisiko, das Marktrisiko, Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien, Risikopositionen gegenüber Organismen für gemeinsame Anlagen, Großkredite, Melde- und Offenlegungspflichten und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

Schaubild 1

Zeitleiste wichtiger Ereignisse



Quelle: EZB.

Anmerkung: ECON ist die Abkürzung für den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments.

Im November 2017 veröffentlichte die EZB ihre [Stellungnahme](#) zu den Vorschlägen. Darin wird die große Bedeutung der Umsetzung der Basler Standards in EU-Recht für die Gewährleistung weltweit gleicher Wettbewerbsbedingungen hervorgehoben. Ferner schlägt die EZB vor, Überprüfungsklauseln hinsichtlich sämtlicher Standards, die noch Gegenstand von Beratungen auf Ebene des Basler Ausschusses sind, in das Maßnahmenpaket aufzunehmen.

Im Hinblick auf die Überprüfung der Säule-2-Bestimmungen vertritt die EZB die Ansicht, dass der Kommissionsvorschlag zwar richtigerweise auf eine weitere Konvergenz bei der Aufsicht abzielt, den aufsichtlichen Handlungsspielraum jedoch in wichtigen Bereichen zu sehr einengt. Die Aufsicht muss über genug Flexibilität verfügen, um Risiken zu messen, institutspezifische zusätzliche Eigenkapitalanforderungen festzulegen und über deren Zusammensetzung im eigenen Ermessen zu entscheiden.

Das Maßnahmenpaket der Kommission enthält darüber hinaus eine Reihe von Vorschlägen mit Auswirkungen auf die Ausgestaltung und praktische Anwendung des makroprudenziellen Rahmens. So wird etwa klargestellt, dass die Säule-2-Bestimmungen der Abdeckung institutspezifischer – und nicht systemischer oder makroprudenzieller – Risiken dienen. Dies ist insofern von besonderer Bedeutung für die EZB, als damit eine bessere Abgrenzung der Aufgaben und Instrumente der mikroprudenziellen Aufsichtsbehörden auf der einen und der makroprudenziellen Aufsichtsbehörden auf der anderen Seite erzielt wird. Dessen ungeachtet vertritt die EZB die Ansicht, dass die Entfernung der Säule 2 aus dem makroprudenziellen Instrumentarium mit einer gezielten Überarbeitung des makroprudenziellen Aufsichtsrahmens einhergehen sollte und dass die makroprudenziellen Aufsichtsbehörden mit adäquaten Instrumenten zur wirkungsvollen Bekämpfung systemischer Risiken ausgestattet werden sollten.

Überarbeitung des Rahmens für Krisenmanagement und Abwicklung

Der Vorschlag der Kommission zur Reform der Bankenregulierung umfasste auch Maßnahmen zur Optimierung der geltenden EU-Sanierungs- und Abwicklungsbestimmungen. Diese betrafen insbesondere: a) die Änderung der Mindestanforderungen für Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten (MREL) und die Umsetzung eines auf global systemrelevante Banken anzuwendenden Standards zur Gesamtverlustabsorptionsfähigkeit (TLAC), b) die Übertragung neuer, harmonisierter Befugnisse zur Aussetzung von Zahlungs- bzw. Lieferverpflichtungen einer Bank (Moratorium) an die zuständigen Behörden bzw. die Abwicklungsbehörden und c) die verstärkte Harmonisierung der Gläubigerhierarchie durch die Erweiterung der Klassifizierung um „nicht bevorrechtigte“ vorrangige Schuldtitel, die nach erstklassigen unbesicherten Verbindlichkeiten, aber vor nachrangigen Verbindlichkeiten rangieren.

Die Stellungnahmen der EZB zu verschiedenen Aspekten des Kommissionsvorschlags wurden im März bzw. November 2017 veröffentlicht.

Im Hinblick auf die Änderung der MREL und die Umsetzung des TLAC-Standards sind für die EZB die folgenden Punkte wichtig: a) die Einführung einer Sicherheitsmarge im Rahmen der MREL und die Abschaffung der MREL-Empfehlung, b) eine schärfere Abgrenzung zwischen den Aufgaben und Rechten der Abwicklungsbehörde und der Aufsichtsbehörde in Bezug auf bestimmte Bereiche (z. B. MREL-Verstöße, Verhängung eines Moratoriums), c) die Anwendung der vorgeschlagenen Ausnahme von Beschränkungen des ausschüttungsfähigen Höchstbetrags – die normalerweise greifen würden, wenn das Institut gegen eine kombinierte Pufferanforderung in der obersten Schicht der MREL-Anforderung verstößt – für eine Dauer von zwölf Monaten, und d) die Festlegung eines angemessenen Mindestübergangszeitraums für die Einführung der MREL-Anforderung für alle Kreditinstitute, der von der Abwicklungsbehörde individuell verlängert werden kann.

Die EZB unterstützt zwar grundsätzlich die von der Kommission vorgeschlagene Harmonisierung der Befugnisse zur Verhängung eines Moratoriums, spricht sich jedoch in ihrer [Stellungnahme](#) vom 8. November 2017 für Anpassungen des Anwendungsbereichs und -zeitraums von Moratorien im Vorfeld einer Abwicklung sowie eine klare Trennung zwischen Moratoriumsbefugnissen und Frühinterventionsmaßnahmen aus.

Im Zusammenhang mit den Vorschlägen über den Rang unbesicherter Schuldtitel in Bankinsolvenzverfahren tritt die EZB in ihrer [Stellungnahme](#) vom 8. März 2017 für die Verankerung einer allgemeinen Vorrangstellung der Einleger auf Grundlage eines abgestuften Ansatzes ein. Dies könnte durch die Einführung einer dritten Vorrangstellung erzielt werden, die für jene Einlagen gilt, die aktuell nicht zu den gemäß Banksanierungs- und -abwicklungsrichtlinie bevorrechtigten Forderungen zählen.

Auf internationaler Ebene veröffentlichte der Finanzstabilitätsrat (FSB) Leitlinien zur Unterstützung der Behörden bei der Umsetzung des FSB-Standards zur „internen TLAC“ (d. h. der Kapazität zur Verlustabdeckung, die Abwicklungseinheiten für ihre bedeutenden Sub-Institutsgruppen halten müssen) sowie seinen sechsten Bericht über die Umsetzung von nach der Krise eingeleiteten Abwicklungsreformen. Die EZB beteiligte sich aktiv an den Diskussionen im Vorfeld dieser Veröffentlichungen.

Arbeiten zur Vollendung der Bankenunion

In die laufenden Diskussionen zur Vollendung der Bankenunion brachte sich die EZB im Sinne der in der [Mitteilung der Kommission](#) vom 11. Oktober 2017 formulierten Ziele ein.

Um die Früchte einer voll entwickelten Bankenunion ernten zu können, ist ein weiteres entschlossenes Vorgehen zur Vollendung derselben von essenzieller Bedeutung. Als sich gegenseitig verstärkende Faktoren sollten Risikominderung und Risikoverteilung dabei gleichermaßen im Fokus stehen. Die EZB beteiligt sich an den Diskussionen zu möglichen Risikominderungsmaßnahmen und hat dazu auch Stellungnahmen veröffentlicht. Des Weiteren erachtet die EZB, wie in ihrer [Stellungnahme](#) dargelegt, die Umsetzung eines voll ausgebauten europäischen Einlagensicherungssystems als ein unverzichtbares Element der Bankenunion. Auch die möglichst rasche Entwicklung einer europäischen Lösung zur Absicherung („Backstop“) des Einheitlichen Abwicklungsfonds ist von großer Bedeutung. Hier unterstützt die EZB von technischer Seite die aktuell laufenden quantitativen Schätzungen zur Ermittlung der Fähigkeit des Bankensektors, eine solche Lösung zu finanzieren. Zur Bewältigung der Probleme im Zusammenhang mit notleidenden Krediten hat die EZB u. a. einen Leitfaden für Banken veröffentlicht und die Ausarbeitung eines Konzepts für die Ausgestaltung von Vermögensverwaltungsgesellschaften vorgeschlagen, das auf nationaler Ebene umzusetzen wäre.

Schaffung eines Regulierungsrahmens für den Nichtbankenfinanzsektor

Mit ihrer eingehenden Analyse der Auswirkungen von Regulierungsreformen auf Repomärkte leistete die EZB einen Beitrag zu den auf globaler Ebene unter Schirmherrschaft des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem der BIZ laufenden Arbeiten über die Funktionsweise des Repomarkts. Daneben unterstützte die EZB den FSB und die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) in deren Anstrengungen zur Bekämpfung von strukturellen Anfälligkeiten, die durch das Asset-Management-Geschäft entstehen. Dies ist insofern von Bedeutung, als dieser Teil des Finanzsystems eine immer wichtigere Rolle spielt und das makroprudenzielle Instrumentarium zur Verringerung von Finanzstabilitätsrisiken, die außerhalb des Bankensektors entstehen, ausgeweitet werden sollte.

Auf europäischer Ebene veröffentlichte die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) eine Stellungnahme über die Gestaltung des neuen Aufsichtsrahmens für Wertpapierfirmen, der auf die verschiedenen Geschäftsmodelle von Wertpapierfirmen und die ihnen innewohnenden Risiken abgestimmt werden soll. Die EZB unterstützt diese Maßnahmen, die darauf abzielen, dass der Aufsichtsrahmen sämtliche aufsichtlich relevante Risiken sowie jegliche von Wertpapierfirmen ausgehende systemische Risiken korrekt erfasst. Die Europäische Kommission stellte in diesem Zusammenhang in ihrer am 11. Oktober 2017 veröffentlichten Mitteilung klar, dass sie vorschlagen werde, große Wertpapierfirmen, die bankähnlichen Tätigkeiten nachgehen, als Kreditinstitute einzustufen und somit der europäischen Bankenaufsicht zu unterwerfen.

Überprüfung des Europäischen Finanzaufsichtssystems

Die EZB brachte sich auch in die Diskussionen im Rahmen der [Überprüfung des ESFS](#) ein. Im September 2017 verabschiedete die Europäische Kommission eine Reihe von Vorschlägen zur Stärkung des ESFS. Diese beinhalten eine Abänderung der Verordnungen zur Errichtung der drei Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) sowie eine Anpassung der Richtlinie über die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II) und der Europäischen Marktinfrastrukturverordnung II. Die Überprüfung des ESFS zielt generell darauf ab, die Konvergenz in der Aufsicht in der EU voranzutreiben, die Governance- und Finanzierungsstrukturen der ESAs zu verbessern, die weitere Integration der Märkte sowie die Effizienz des ESRB zu fördern und die makroprudenzielle Koordination zu stärken. Die EZB veröffentlichte ihre [Stellungnahme](#) zur Überprüfung der ESRB-Verordnung am 2. März 2018.

3.4 Die mikroprudenzielle Funktion der EZB

Die EZB-Bankenaufsicht trug auch im Berichtsjahr zur Stabilität des europäischen Bankensektors sowie zur Sicherung gleicher Wettbewerbsbedingungen für alle Banken im Euroraum bei. Obwohl die Banken in den vergangenen Jahren ihre Widerstandsfähigkeit verbessert haben, stehen sie noch immer vor beträchtlichen Herausforderungen.

Für einige Euro-Länder stellte der hohe Bestand notleidender Kredite weiterhin ein großes Problem dar. Dieser drückt die Gewinne der Banken und erschwert es ihnen dadurch, die Realwirtschaft mit Finanzmitteln zu versorgen. Die Lösung des Problems der notleidenden Kredite war daher von Anfang an eines der wichtigsten Ziele der EZB im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit. 2017 kam man diesem Ziel entscheidende Schritte näher. Im März 2017 veröffentlichte die EZB-Bankenaufsicht einen qualitativen [Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten](#). Eine [Ergänzung zum Leitfaden](#), die den Zweck hat, künftig dem Aufbau unzureichend gedeckter notleidender Kredite entgegenzuwirken, wurde im vierten Quartal des Berichtsjahrs zur öffentlichen Konsultation vorgelegt. In dieser Ergänzung werden auf transparente

Art und Weise die allgemeinen Erwartungen der EZB-Bankenaufsicht im Hinblick auf Rückstellungen für neue notleidende Kredite dargelegt; diese sollen als Grundlage für die individuelle Beurteilung der Risikovorsorgepolitik der einzelnen Banken dienen.

Auch die Entscheidung des Vereinigten Königreichs, die EU zu verlassen, zieht Herausforderungen nach sich. Sowohl Banken im Vereinigten Königreich als auch jene im Euroraum werden die Folgen zu spüren bekommen. Die EZB beabsichtigt daher dafür zu sorgen, dass alle betroffenen Banken über angemessene Notfallpläne verfügen, und erarbeitete zu diesem Zweck Positionspapiere zu Themen wie Genehmigungswesen, interne Modelle, interne Steuerung, Risikomanagement und Sanierungsplanung. Im Sinn der Transparenz wurden [detaillierte Fragen und Antworten](#) auf der Website der EZB zur Bankenaufsicht veröffentlicht und Workshops über die aufsichtlichen Erwartungen der EZB für betroffene Banken aus dem Vereinigten Königreich und dem Euroraum veranstaltet.

Angesichts der großen Bedeutung interner Modelle für die Berechnung der Eigenkapitalerfordernisse von Banken setzte die EZB-Bankenaufsicht im Berichtsjahr ihre gezielte Überprüfung interner Modelle (TRIM) fort. Das TRIM-Projekt soll gewährleisten, dass a) die von den Banken verwendeten internen Modelle den regulatorischen Anforderungen entsprechen, b) es zu einer Harmonisierung der aufsichtlichen Behandlung interner Modelle kommt und c) die mittels interner Modelle erzielten Ergebnisse von tatsächlichen Risiken und nicht durch die Wahl des Modells bestimmt werden. Der erfolgreiche Abschluss des Projekts wird das Vertrauen in die Adäquanz der Eigenkapitalerfordernisse für Banken stärken.

Drei große Banken des Euroraums wurden im Berichtsjahr von der EZB als „ausfallend oder wahrscheinlich ausfallend“ eingestuft. Dabei handelte es sich um die ersten Ausfälle bedeutender Institute seit der Errichtung des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus; das System bestand seine erste Bewährungsprobe. Die Zusammenarbeit zwischen der EZB, dem Einheitlichen Abwicklungsausschuss, der Europäischen Kommission und den nationalen Abwicklungsbehörden funktionierte reibungslos und effektiv.

Jetzt gilt es noch, die dritte Säule der Bankenunion – ein europäisches Einlagensicherungssystem (EDIS) – aufzubauen. Alle Einlagen in der EU müssen gleich gut geschützt werden. Nur so kann ein wahrhaft europäischer Bankensektor entstehen.

Weitere Erläuterungen zur EZB-Bankenaufsicht finden sich im [EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2017](#).

4 Finanzmarktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr

In den Bereichen Marktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr spielt das Eurosystem in mehrfacher Hinsicht eine zentrale Rolle: Als Systembetreiber und Katalysator fördert es diesbezügliche Innovationen und die europaweite Integration, während es im Rahmen seiner Überwachungsfunktion zu sicheren und effizienten Finanzmarktinfrastrukturen und Zahlungssystemen beiträgt. Vom reibungslosen Funktionieren

der Marktinfrastrukturen des Eurosystems hängen nicht zuletzt der Erhalt des Vertrauens in den Euro und die Durchführung der geldpolitischen Geschäfte ab. Zudem hat das Eurosystem mit seinen Aufgaben in den Bereichen Marktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr eine bedeutende Rolle bei der Sicherung der Stabilität des europäischen Finanzsystems und bei der Belebung der Konjunktur übernommen.

4.1 Integration und Innovationen

Seit mehr als einem Jahrzehnt treibt das Eurosystem in enger Kooperation mit der Europäischen Kommission und dem privaten Sektor die Integration der ursprünglich stark fragmentierten europäischen Finanzmarktinfrastruktur und Zahlungsverkehrslandschaft voran. Die dahingehenden Arbeiten sind noch nicht abgeschlossen und bedürfen weiterer Anstrengungen, doch können mittlerweile konkrete Fortschritte vorgewiesen werden.

So hat TARGET2, das vom Eurosystem betriebene Bruttozahlungsverkehrssystem für die Echtzeitabwicklung von auf Euro lautenden Zahlungen, die europäische Integration erheblich beschleunigt. Im November 2017 konnte das Eurosystem auf zehn Jahre erfolgreichen Betrieb des oft als „RTGS-System des Euro“ bezeichneten Echtzeit-Bruttozahlungsverkehrssystems zurückblicken. Im Berichtsjahr verarbeitete TARGET2 89 % des von allen Euro-Großbetragszahlungssystemen abgewickelten Gesamtbetrags und 63 % des Gesamtvolumens. Damit ist TARGET2 in Europa Marktführer und weltweit eines der größten Zahlungssysteme.

Mit der finalen Migrationswelle auf TARGET2-Securities (T2S) wurde das T2S-Projekt, das auf eine stärkere Integration der bislang äußerst fragmentierten Marktinfrastrukturen für die europäische Wertpapierabwicklung abzielte, erfolgreich abgeschlossen. Seit Ende Oktober 2017 sind 21 Wertpapier-Zentralverwahrer aus 20 europäischen Finanzmärkten an die T2S-Plattform angebinden. Nach Abschluss der letzten Migrationswelle wurden in T2S im Schnitt 556 684 Transaktionen pro Tag mit einem durchschnittlichen Gesamtwert von 812,02 Mrd € abgewickelt.⁶⁸

Neben der erfolgreichen T2S-Migration hat das Eurosystem in seiner Rolle als Katalysator die Harmonisierungsbestrebungen in den T2S-Märkten vorangetrieben. Diese tragen wesentlich dazu bei, dass sich der Nachhandelsmarkt in Europa zu einem echten Binnenmarkt entwickelt.

Darüber hinaus hat sich das Eurosystem im Bereich der Sicherheitenverwaltung auf Vorschläge für harmonisierte Geschäftsprozesse und -abläufe geeinigt. Dank dieser umfassenden Harmonisierungsmaßnahmen konnte der Grundstein für ein eurosystemweites Sicherheitenverwaltungssystem gelegt werden, dessen [Aufbau vom EZB-Rat im Dezember 2017 beschlossen wurde](#). Unter der Bezeichnung „Eurosystem Collateral Management System“ (ECMS) sollen die bestehenden

⁶⁸ Diese Zahlen basieren auf zwischen dem 19. September und 29. Dezember 2017 erhobenen Tageswerten und enthalten neben komplett und teilweise abgewickelten Transaktionen auch Liquiditätstransfers.

nationalen Sicherheitenverwaltungssysteme der 19 NZBen des Eurosystems zu einer harmonisierten Plattform für Sicherheitengeschäfte des Eurosystems zusammengefasst werden. Dies gilt für jene Funktionalitäten, die bis zum geplanten Einföhrungstermin vereinheitlicht werden können. Das ECMS ermöglicht es, Änderungen am existierenden Sicherheitenrahmen im gesamten Eurogebiet unmittelbar und einheitlich umzusetzen. Im Risikokontrollsystem kann dadurch auf eine einheitliche Datenbasis zugegriffen werden. Das ECMS soll im November 2022 in Betrieb gehen.

Parallel zur voranschreitenden Integration der europäischen Märkte sind Finanzmarktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr auch einem rasanten technologischen Wandel unterworfen. Damit die Finanzmarktinfrastrukturen des Eurosystems auch für die Anforderungen der Zukunft gerüstet sind, beschloss der EZB-Rat im Dezember 2017, TARGET2 und T2S zu konsolidieren. Im Zuge dieser Zusammenlegung werden die Echtzeit-Bruttozahlungsdienste von TARGET2 umfassend modernisiert und optimiert. Marktteilnehmer im gesamten Euroraum werden von verbesserten Möglichkeiten zur Liquiditätssteuerung profitieren. Zudem sollen die Betriebskosten gesenkt und die Widerstandsfähigkeit gegenüber Cyberattacken gestärkt werden (siehe Kasten 8).

Neben der Konsolidierung von TARGET2 und T2S entwickelt das Eurosystem einen gesamteuropäischen Service zur Abwicklung von Echtzeitzahlungen (Instant Payments) in Zentralbankgeld. Mithilfe dieses Dienstes, der den Namen „TARGET Instant Payment Settlement“ (TIPS) trägt und im November 2018 in Betrieb gehen soll, kann in ganz Europa Geld in Echtzeit überwiesen werden. Damit wird ein weiterer Schritt zur Integration und Modernisierung des Marktes für Euro-Massenzahlungen gesetzt.

Durch die Schaffung des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (Single Euro Payments Area – SEPA) wurde ein integrierter Markt für den Massenzahlungsverkehr in Euro weitgehend realisiert und gleichzeitig auch der Weg für innovative Zahlungsverkehrslösungen geebnet. Die Integration und Weiterentwicklung des Massenzahlungsverkehrs in Europa sind dem Eurosystem in seiner Rolle als Katalysator seit jeher ein großes Anliegen. So wurde im November 2017 unter Federführung des Euro Retail Payments Board, das als hochrangig besetztes Gremium den Austausch zwischen Zahlungsdienstleistern und Benutzern von Zahlungsdiensten fördert und dessen Vorsitz die EZB innehat, das SEPA-Überweisungsverfahren für Echtzeitzahlungen (SEPA Instant Credit Transfer Scheme) eingeföhrt. Weitere laufende gesamteuropäische Projekte betreffen mobile Zahlungen zwischen Privatpersonen, Zahlungsauslösedienste (gemäß der überarbeiteten [Zahlungsdiensterichtlinie](#) – ZDR II⁶⁹), die Standardisierung im Bereich Kartenzahlungen, die Barrierefreiheit von Massenzahlungssystemen sowie die elektronische Rechnungsstellung.

⁶⁹ Die Bestimmungen der ZDR II traten im Januar 2018 in Kraft.

Ein weiterer Arbeitsschwerpunkt im Berichtsjahr waren einmal mehr die Auswirkungen der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) auf europäische Finanzmarktinfrastrukturen. In der EZB leistet eine eigene „FinTech-Gruppe“ Analysearbeit zu potenziellen digitalen Formen von Geld. Ferner beschäftigt sich das Eurosystem mit den möglichen Auswirkungen der „FinTech“-Entwicklung auf den Zahlungsverkehr, die Zahlungsverkehrsüberwachung, die Umsetzung der Geldpolitik und den diesbezüglichen Finanzmarktrisiken. Zudem wurde die Frage eingehend analysiert, ob bestimmte bestehende Funktionalitäten eines Echtzeit-Bruttozahlungsverkehrssystems in einer DLT-Umgebung sicher und effizient betrieben werden könnten.⁷⁰ Die Testreihe lieferte zwar vielversprechende Ergebnisse, direkte Schlussfolgerungen hinsichtlich einer tatsächlichen Anwendung dieser Technologien konnten allerdings nicht gezogen werden. Ein Bericht zu den möglichen Auswirkungen der Distributed-Ledger-Technologie auf die Harmonisierung im Wertpapiernachhandel und auf eine umfassendere Integration der EU-Finanzmärkte⁷¹ beleuchtet die Anwendung von DLT auf die Finalität von Zahlungen, Cybersicherheit sowie Berichterstattung und zeigt auf, wie diese Technologie zur besseren Integration der Finanzmärkte in der EU genutzt werden könnte.

4.2 Sicherheit

Die EZB übt die führende Rolle bei der Überwachung der drei systemrelevanten Zahlungsverkehrssysteme TARGET2, EURO1 und STEP2 aus, die als „systemically important payment systems“ auch mit dem Kürzel SIPS bezeichnet werden. Das vierte systemrelevante Zahlungssystem im Euroraum, CORE (FR), wird von der Banque de France als oberster Instanz überwacht. Das Eurosystem setzte seine Arbeit an einer ersten umfassenden Beurteilung dieser Systeme anhand der Verordnung zu den Anforderungen an die Überwachung systemrelevanter Zahlungsverkehrssysteme ([SIPS-Verordnung](#)) fort. Zudem führte das Eurosystem seine koordinierte Beurteilung nicht systemrelevanter Massenzahlungssysteme sowie nationaler und internationaler Kartenzahlungssysteme fort und leitete eine Beurteilung des SEPA-Überweisungsverfahrens für Echtzeitzahlungen ein.

Bei der T2S-Inbetriebnahme und der stufenweisen Migration der Zentralverwahrer zu T2S führte das Eurosystem in behördenübergreifender Zusammenarbeit Überwachungstätigkeiten durch.

Im Bereich der Wertpapierabwicklungssysteme sind die EZB und die NZBen des Eurosystems in ihrer Funktion als Euro ausgebende Notenbanken an der Zulassung von Zentralverwahrern gemäß [Zentralverwahrerverordnung](#) beteiligt. Außerdem hat das Eurosystem ein neues Rahmenwerk für die Beurteilung von Wertpapierab-

⁷⁰ Siehe EZB/Bank of Japan, [Payment systems: liquidity saving mechanisms in a distributed ledger environment](#), September 2017 und EZB/Bank of Japan, [BOJ/ECB joint research project on distributed ledger technology](#), September 2017.

⁷¹ Siehe EZB, [The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration](#), September 2017.

wicklungssystemen und Verbindungen zwischen solchen Systemen hinsichtlich ihrer Eignung für die Kreditgeschäfte des Eurosystems erarbeitet. Den neuen Regelungen, die 2018 eingeführt werden sollen, liegt im Wesentlichen der in der Zentralverwahrrverordnung festgelegte Zulassungsprozess zugrunde.

Ferner trug das Eurosystem weiter aktiv zur Arbeit der gemäß der Europäischen Marktinfrastrukturverordnung (EMIR) eingerichteten Aufsichtskollegien für zentrale Gegenparteien bei. Insbesondere unterstützte es die nationalen zuständigen Behörden in Bewilligungsverfahren hinsichtlich der Ausweitung des Tätigkeitsbereichs und der Dienstleistungen zentraler Gegenparteien oder grundlegender Modelländerungen.

In regulatorischer Hinsicht wurden im November 2017 Änderungen der SIPS-Verordnung sowie begleitende Rechtsakte über Sanktionen und Korrekturmaßnahmen veröffentlicht. Die wichtigsten Änderungen der SIPS-Verordnung betreffen zusätzliche Anforderungen zur Minderung des Liquiditätsrisikos und zur Widerstandsfähigkeit gegenüber Cyberangriffen sowie die Übertragung zusätzlicher Befugnisse an die zuständigen Behörden.

Im Bereich des Massenzahlungsverkehrs erarbeitete die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) in enger Kooperation mit der EZB u. a. Entwürfe für technische Regulierungsstandards zu starker Kundenauthentifizierung und sicherer Kommunikation gemäß ZDR II. Die in den technischen Regulierungsstandards festgelegten Sicherheitsanforderungen, deren Verabschiedung aktuell noch aussteht, werden erst 18 Monate nach dem Inkrafttreten der Standards verpflichtend sein.

Es ist davon auszugehen, dass die von Clearingsystemen und dabei insbesondere von den zentralen Gegenparteien ausgehenden Risiken für das reibungslose Funktionieren von Zahlungssystemen ansteigen. Diese Risiken könnten sich letztlich auf das vorrangige Ziel des Eurosystems – die Gewährleistung der Preisstabilität – auswirken. In Bezug auf zentrale Gegenparteien wurden von der Europäischen Kommission 2017 zwei Vorschläge für eine überarbeitete EMIR-Verordnung verabschiedet (siehe auch Abschnitt 3.3 und 9.2). Der erste Vorschlag zielt unter Anwendung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit auf eine Vereinfachung der Melde- und Clearingpflichten für eine Reihe von Gegenparteien ab, der zweite auf eine Verbesserung des EU-Rahmenwerks zur Zulassung und Beaufsichtigung zentraler Gegenparteien in der EU und eine Verschärfung der für systemrelevante zentrale Gegenparteien in Drittländern geltenden Anforderungen. Dieser Punkt ist angesichts der erheblichen Volumina an auf Euro lautenden Transaktionen, die von zentralen Gegenparteien mit Sitz im Vereinigten Königreich abgewickelt werden, besonders wichtig. Nach seinem EU-Austritt wird das Vereinigte Königreich nicht mehr dem regulatorischen und aufsichtlichen Rahmenwerk der EMIR-Verordnung unterliegen. Im Fall der Verabschiedung des Vorschlags der Europäischen Kommission wird u. a. das Eurosystem eine gewichtigere Rolle im Aufsichtssystem für zentrale Gegenparteien in der EU und in Drittländern erhalten. Damit das Eurosystem dieser Rolle gerecht werden kann, ist es von entscheidender Bedeutung, dass es gemäß EU-Vertrag und ESZB-Satzung über die erforderlichen Befugnisse verfügt. Der EZB-Rat hat bereits eine

Empfehlung zur Änderung des Artikels 22 der ESZB-Satzung erlassen, um die EZB mit einer eindeutigen rechtlichen Befugnis im Bereich zentrales Clearing auszustatten.

Kasten 7

Echtzeitzahlungen und Innovationen im Massenzahlungsverkehr

Echtzeitzahlungen

Seit der Einführung des Überweisungsverfahrens für SEPA-Echtzeitzahlungen (SEPA Instant Credit Transfer – SCT Inst) im November 2017 verfügt der Markt für Massenzahlungen über eine gemeinsame Grundlage für die Bereitstellung innovativer Produkte und Dienstleistungen, die für die Kunden einen Mehrwert schaffen und einen stärkeren Wettbewerb unter den Zahlungsdienstleistern ermöglichen. Bisher haben sich rund 600 Zahlungsdienstleister aus acht Euro-Ländern für SCT Inst registriert, d. h., sie stehen für SCT Inst zumindest als Zahlungsempfänger zur Verfügung. Mehr Zahlungsdienstleister aus anderen Ländern werden in diesem Jahr und in den kommenden Jahren folgen.

Massenzahlungslösungen, die auf SCT Inst aufbauen, bieten ihren Kunden – Privatpersonen, Unternehmen und öffentlichen Einrichtungen – die Möglichkeit, bargeldlose Zahlungen in Europa in weniger als 10 Sekunden zu beauftragen und zu empfangen. Die Beträge werden dem Konto des Empfängers unverzüglich gutgeschrieben und sind daher sofort für weitere Transaktionen verfügbar.

Auf der Basis von SCT Inst können innovative Lösungen für Zahlungen zwischen Privatpersonen, zwischen Privatpersonen und Unternehmen an Verkaufsstellen und im Internet sowie für Zahlungen zwischen Unternehmen entwickelt werden. Zu solchen Innovationen zählen beispielsweise Mobiltelefonzahlungen zwischen Privatpersonen, bei denen die Mobiltelefonnummer des Empfängers als Ersatz für die IBAN fungiert. Vorstellbar ist auch eine Ausweitung auf Zahlungen zwischen Privatpersonen und Unternehmen, beispielsweise für Leistungen, die im Internet oder an der Verkaufsstelle bezogen werden. Online-Händler profitieren von Echtzeitzahlungen im Internet, da die Freigabe von Waren und Dienstleistungen mit der Bezahlung gekoppelt werden kann. Echtzeitzahlungen zwischen Unternehmen wiederum führen zu einem verbesserten Cash-Flow und optimierter Betriebsmittelverwaltung. Weitere generelle Vorteile sind, dass Zahlungsfristen weniger oft überschritten und Rechnungen rascher beglichen werden.

SCT Inst-Zahlungen sind aber nicht nur schnell, sondern auch sicher und effizient. Das SCT Inst-Verfahren unterliegt der Überwachung des Eurosystems. Dank der zugrunde liegenden Marktinfrastruktur, die ebenfalls durch das Eurosystem überwacht wird, sind eine sichere und effiziente Verarbeitung und Abwicklung der SCT Inst-Zahlungen in ganz Europa sichergestellt. Die Zahlungsabwicklung erfolgt in Zentralbankgeld.

Innovationen im Massenzahlungsverkehr

Im Zusammenhang mit Innovationen im Massenzahlungsverkehr ist es wichtig, klar zwischen zwei Kategorien zu differenzieren: nämlich einerseits der Entwicklung von durch EU-Gesetze regulierten Zahlungsinstrumenten und -lösungen, die auf eine Währung lauten, die eine eindeutige Forderung an die ausgebende Zentralbank darstellt, und andererseits der Entwicklung und Verbreitung virtueller Geldsysteme wie beispielsweise Bitcoin. Die Bezeichnung „virtuelle Währung“ für diese

Systeme ist irreführend: im Unterschied zu echten Währungen stellen sie keine Forderung gegenüber einem Emittenten dar. Zudem entbehren Systeme wie Bitcoin einer klaren rechtlichen Basis und unterliegen keinerlei Regulierung. Aus diesem Grund betrachtet die EZB „virtuelle Währungen“ lediglich als eine „digitale Darstellung von Werten“.⁷²

Nutzer sollten sich bewusst sein, dass der Wert „virtueller Währungen“ großen Schwankungen unterliegt und durch Spekulationen getrieben werden kann. Ein weiterer bedeutender Aspekt ist, dass der Strombedarf einiger solcher Systeme im Vergleich zu anderen digitalen Zahlungsmethoden sehr hoch ist, da der für die Überprüfung von Transaktionen eingesetzte Algorithmus eine hohe Rechenleistung erfordert.

Die euroraumweite Implementierung von Echtzeitzahlungen wird die Wettbewerbsfähigkeit und das Innovationspotenzial des Massenzahlungsverkehrs in Europa weiter erhöhen. Mit dem Euro liegt diesen Zahlungen eine sichere und zuverlässige Währung zugrunde. „Virtuelle Währungen“ hingegen sind als potenziell spekulative Vermögenswerte Risiken ausgesetzt. Für sie haftet keine Ausgabebehörde, weswegen nicht davon ausgegangen werden kann, dass sie stets als Zahlungsmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel genutzt werden können.

Kasten 8

Cyberresilienz: Widerstandsfähigkeit des Finanzökosystems gegenüber Cyberattacken

Durch Digitalisierung und Globalisierung haben sich für Privatpersonen, Unternehmen und öffentliche Institutionen neue Möglichkeiten der Informationsbeschaffung und -verwaltung, der Durchführung von Geschäften und der Kommunikation eröffnet. Gleichzeitig ist angesichts der stärkeren Vernetzung, komplexeren IT-Landschaft, steigenden Nutzerzahlen und wachsenden Datenmengen auf digitalen Plattformen und in verschiedenen Netzwerken auch die Gefahr von Cyberattacken größer geworden. Cyberattacken auf Banken, Finanzmarktinfrastrukturen und Dienstleistungsanbieter geben Anlass zur ernsthaften Sorge: sie ziehen Verbraucher und Unternehmen in Mitleidenschaft, können Systemrisiken verursachen sowie die Finanzstabilität und schließlich das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen.

Da Cyberkriminelle immer neue Wege und Methoden finden, um IT-Systeme zu attackieren, sind Organisationen permanent gefordert, ihre Sicherheitsmaßnahmen zu verbessern. Zu Letzteren zählen die Erhebung und Analyse von Bedrohungsinformationen, die Umsetzung von Abwehrmaßnahmen und die Erhöhung der Erkennungs- und Reaktionsfähigkeit.

Besonderes Augenmerk ist hierbei auf die betriebliche Systemstabilität (d. h. operationelle Resilienz) und im Speziellen auf die Widerstandsfähigkeit gegenüber Cyberattacken (d. h. Cyberresilienz) zu richten. Unter betrieblicher Systemstabilität versteht man die Fähigkeit einer Organisation, Störungen vorherzusehen, diesen bei Auftritt standzuhalten sowie sie einzugrenzen und sich gegebenenfalls rasch davon zu erholen. Eine Organisation soll also imstande sein, ihren Geschäftsbetrieb vor, während und nach einem Vorfall fortzusetzen; gleichzeitig wird sie bedacht sein, die Auswirkungen während und nach einer Störung auf ein Minimum zu beschränken.

⁷² Siehe EZB, [Virtual currency schemes – a further analysis](#), Februar 2015.

Angesichts der vielschichtigen Verflechtungen des Finanzsystems – sowohl in Bezug auf Geschäftsbeziehungen als auch auf die zugrunde liegende IT-Infrastruktur – liegt es nahe, dass Cyberresilienz nicht im Alleingang erreicht werden kann. Daher sind auf operationeller und politischer Ebene Zusammenarbeit und Abstimmung gefragt, in die das gesamte Finanzökosystem (Finanzmarktinfrastrukturen, Marktteilnehmer und Anbieter kritischer Dienstleistungen) einzubeziehen ist, insbesondere wenn es um Informationsaustausch, die Wiederherstellung des Normalbetriebs und die Durchführung von Tests geht. Das Eurosystem begrüßt die Zusammenarbeit im Bereich Cybersicherheit auf europäischer Ebene.

Im Folgenden werden einige ausgewählte Maßnahmen vorgestellt, die das Eurosystem zur Stärkung der Widerstandskraft gegenüber Cyberattacken ergriffen hat:

1. Förderung der Cyberresilienz in der EZB

Für die EZB sind der Schutz der Vertraulichkeit und Integrität ihrer Daten und die Gewährleistung der Verfügbarkeit ihrer Systeme von elementarer Bedeutung. Dies setzt nicht nur die Umsetzung eines zuverlässigen Rahmens für das Management operationeller Risiken und der IT-Sicherheit sowie technische Wiederherstellungskapazitäten voraus, sondern auch die Ausarbeitung von Plänen zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs. Letztere legen fest, welche Geschäftsfelder und Ressourcen die EZB im Fall anhaltender Attacken prioritär behandeln würde und wie sie ihre wichtigsten Vermögenswerte schützen sowie Funktionalitäten wiederherstellen würde. Des Weiteren haben die Zentralbanken eine systematische Kooperation mit dem Ziel eingerichtet, einen gemeinsamen Rahmen für den Umgang mit IT-Sicherheitsrisiken, für entsprechende Strategien, die laufende Analyse aktueller Entwicklungen im Bereich Cybersicherheit sowie die Behandlung von Bedrohungen und Vorfällen auszuarbeiten.

2. Förderung der betrieblichen Systemstabilität und Cyberresilienz der (beaufsichtigten) Banken

Im Rahmen des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) besteht für die beaufsichtigten Banken eine Meldepflicht für signifikante Cybersicherheitsvorfälle. Das trägt zu einem besseren Verständnis von Cybervorfällen bei Banken weltweit bei. Die meisten Aspekte der Cybersicherheit sind im SSM durch die Überwachung von IT-Risiken abgedeckt, und zwar durch laufende Bankenanalysen und Risikobeurteilungen, thematische Überprüfungen bzw. Querschnittsüberprüfungen zu Schwerpunktthemen (z. B. Cybersicherheit, IT-Outsourcing, Datenqualität) und gezielte Vor-Ort-Prüfungen (über IT-Risikobereiche im Allgemeinen und IT-Sicherheit und Cyberrisiken im Speziellen). Derzeit noch in Ausarbeitung sind Leitlinien zu den Erwartungen des SSM hinsichtlich der IT-Risiken der beaufsichtigten bedeutenden Institute. Darüber hinaus unterhält der SSM zum Erfahrungsaustausch über Best Practices und zur Abstimmung politischer Maßnahmen eine aktive Kooperation mit anderen Aufsichtsbehörden auf der ganzen Welt und insbesondere in Europa.

3. Sicherstellung der Cyberresilienz von Finanzmarktinfrastrukturen

Die Cyberresilienz-Strategie des Eurosystems für Finanzmarktinfrastrukturen (FMIs) ruht auf drei Säulen: der Bereitschaft und der sektoralen Widerstandskraft der FMIs sowie der strategischen Kooperation zwischen Regulierungsbehörden und FMIs. Im Rahmen der ersten Säule arbeitet das Eurosystem derzeit an der Umsetzung eines harmonisierten Ansatzes zur Beurteilung von Zahlungssystemen im Euroraum. Dieser Ansatz stützt sich auf die Grundsätze der Leitlinien zur Cyberresilienz von Finanzmarktinfrastrukturen des Ausschusses für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen (CPMI) und der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden

(IOSCO). Darüber hinaus entwickelt das Eurosystem eine Reihe von Instrumenten, mit denen FMI-Betreiber den Reifegrad ihrer Systeme im Hinblick auf Cyberresilienz verbessern können. Dazu zählt ein europäischer Rahmen für Red Team Testing.⁷³ Dieser Rahmen für Testverfahren, dessen Einführung für 2018 vorgesehen ist, zielt EU-weit auf die Standardisierung und gegenseitige Anerkennung von Cybersicherheitstests ab. Damit soll vermieden werden, dass FMIs von allen Mitgliedstaaten bzw. von verschiedenen zuständigen Behörden ähnlichen Tests unterzogen werden. Mit der zweiten Säule zielt das Eurosystem darauf ab, die Widerstandsfähigkeit des gesamten Finanzsektors gegenüber Cyberattacken zu stärken. Erreicht werden soll das mithilfe grenzüberschreitender bzw. behördenübergreifender Zusammenarbeit, durch Informationsaustausch, sektorspezifischen Mappings und marktweit durchgeführten Business-Continuity-Analysen. Unter der dritten Säule wurde ein gemeinsames Forum für Marktakteure, zuständige Behörden und Anbieter von Cybersicherheitsdienstleistungen geschaffen. Dieses Forum dient zur gegenseitigen Vertrauensbildung und Zusammenarbeit und soll die Entwicklung gemeinsamer Initiativen zur Verbesserung der Leistungen und Kapazitäten des Finanzsektors fördern.

Die Widerstandsfähigkeit des Finanzökosystems gegenüber Cyberattacken setzt gemeinsame Anstrengungen von Institutionen, Infrastrukturen und Behörden voraus. Nichtsdestotrotz liegt die Zuständigkeit für die Sicherstellung von Cyberresilienz letztlich bei jedem einzelnen Finanzinstitut und jeder Finanzmarktinfrastruktur selbst.

5 Finanzdienstleistungen für andere Institutionen

5.1 Verwaltung von Anleihe- und Darlehensgeschäften

Die EZB ist für die Verwaltung der von der EU im Rahmen der Fazilität des [mittelfristigen finanziellen Beistands \(MTFA\)](#)⁷⁴ und des [Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus \(EFSM\)](#)⁷⁵ abgeschlossenen Anleihe- und Darlehensgeschäfte zuständig. So wickelte die EZB im Berichtsjahr Zinszahlungen im Zusammenhang mit MTFA-Krediten ab. Zum 31. Dezember 2017 beliefen sich die gesamten Außenstände im Rahmen der MTFA auf 3,05 Mrd €. Außerdem wickelte die EZB im Berichtsjahr diverse Zahlungen und Zinszahlungen im Zusammenhang mit EFSM-Krediten ab. Die Außenstände im Rahmen des EFSM betragen zum 31. Dezember 2017 insgesamt 46,8 Mrd €.

⁷³ Der Ausdruck „Red Team Testing“ kommt ursprünglich aus dem militärischen Bereich. Das „rote“ (d. h. feindliche) Team hat den Auftrag, „freundliche“ Einrichtungen zu infiltrieren, um deren Sicherheitsmaßnahmen zu testen. Im Zusammenhang mit Cyberresilienz sollen in derartigen Tests Taktik, Techniken und Verfahren echter Angreifer simuliert werden. Angriffsfläche bieten dabei Menschen, Prozesse und die Technologien einer Finanzmarktinfrastruktur oder eines Unternehmens. Getestet werden Schutzvorkehrungen, Erkennung und Reaktionsfähigkeit.

⁷⁴ Gemäß Artikel 141 Absatz 2 AEUV, Artikel 17, 21.2, 43.1 und 46.1 der ESZB-Satzung sowie Artikel 9 der Verordnung (EG) Nr. 332/2002 des Rates vom 18. Februar 2002.

⁷⁵ Gemäß Artikel 122 Absatz 2 und Artikel 132 Absatz 1 AEUV, Artikel 17 und 21 der ESZB-Satzung sowie Artikel 8 der Verordnung (EU) Nr. 407/2010 des Rates vom 11. Mai 2010.

Die EZB ist ferner für die Abwicklung von Zahlungen im Zusammenhang mit Geschäften im Rahmen der [Europäischen Finanzstabilitätsfazilität \(EFSF\)](#)⁷⁶ und des [Europäischen Stabilitätsmechanismus \(ESM\)](#)⁷⁷ verantwortlich. So führte die EZB im Berichtsjahr mehrere Zins- und Gebührenzahlungen im Zusammenhang mit EFSF-Krediten durch. Des Weiteren ist die Abwicklung von Beitragszahlungen der ESM-Mitgliedstaaten sowie mehrerer Zins- und Gebührenzahlungen im Zusammenhang mit ESM-Krediten zu nennen.

Schließlich ist die EZB dafür zuständig, sämtliche Zahlungen im Zusammenhang mit der Kreditrahmenvereinbarung für Griechenland abzuwickeln.⁷⁸ Zum 31. Dezember 2017 beliefen sich die gesamten Außenstände im Rahmen dieser Vereinbarung auf 52,9 Mrd €.

5.2 Dienstleistungen des Eurosystems im Bereich der Währungsreservenverwaltung

Seit 2005 können Kunden des Eurosystems ihre auf Euro lautenden Währungsreserven vom Eurosystem verwalten lassen, wofür auch 2017 ein umfangreiches Spektrum an Finanzdienstleistungen im Rahmen der Eurosystem Reserve Management Services (ERMS) zur Verfügung stand. Eine Reihe nationaler Zentralbanken des Eurosystems (die sogenannten „Dienstleister des Eurosystems“) bieten außerhalb des Euroraums ansässigen Zentralbanken, Währungs- und Regierungsbehörden sowie internationalen Organisationen das gesamte Dienstleistungsspektrum zu harmonisierten Geschäftsbedingungen gemäß marktüblichen Standards an. Im Rahmen einer allgemeinen Koordinierungsfunktion fördert die EZB den reibungslosen Betrieb der ERMS-Dienstleistungen und berichtet an den EZB-Rat.

Die Anzahl der Nutzer des ERMS-Dienstleistungsangebots lag 2017 bei 278 gegenüber 286 im Jahr davor. Der vom Eurosystem im Zusammenhang mit solchen Dienstleistungen verwaltete Vermögensbestand (darunter Barvermögen und Wertpapiere) erhöhte sich 2017 gegenüber dem Jahresendstand 2016 um etwa 7 %.

⁷⁶ Gemäß Artikel 17 und 21 der ESZB-Satzung (in Verbindung mit Artikel 3 Absatz 5 des EFSF-Rahmenvertrags).

⁷⁷ Gemäß Artikel 17 und 21 der ESZB-Satzung (in Verbindung mit Artikel 5.12.1 der „ESM General Terms for Financial Assistance Facility Agreements“).

⁷⁸ Im Zusammenhang mit der Kreditrahmenvereinbarung zwischen den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets (mit Ausnahme Griechenlands und Deutschlands) und der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) – die im öffentlichen Interesse handelt und den Anweisungen der Bundesrepublik Deutschland unterliegt, die eine Garantie zugunsten der KfW übernimmt – als Kreditgeber einerseits und der Hellenischen Republik als Kreditnehmerin und der griechischen Zentralbank als deren Vertreterin andererseits sowie gemäß Artikel 17 und 21.2 der ESZB-Satzung und Artikel 2 des [Beschlusses EZB/2010/4](#) vom 10. Mai 2010.

6 Banknoten und Münzen

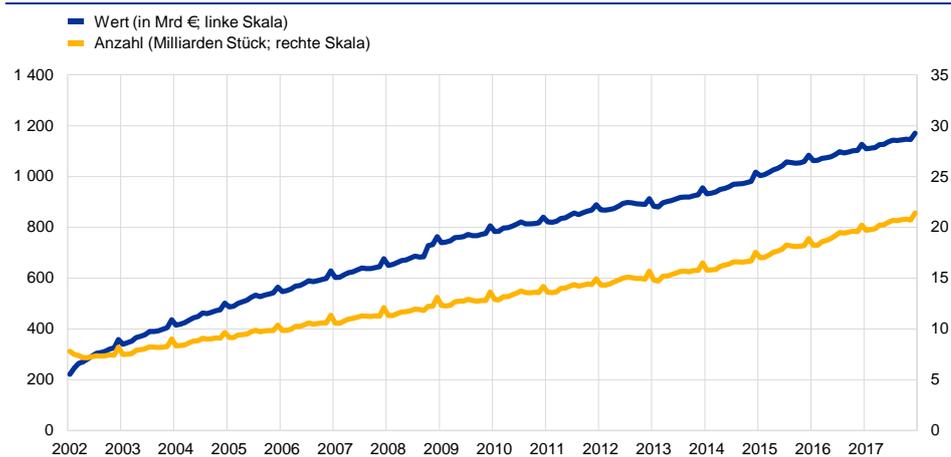
Die EZB und die NZBen des Euroraums sind für die Ausgabe von Euro-Banknoten innerhalb des Euroraums und für die Wahrung des Vertrauens in die Gemeinschaftswährung verantwortlich.

6.1 Bargeldumlauf

Im Jahr 2017 erhöhte sich der **Euro-Banknotenumlauf** mengen- bzw. wertmäßig um etwa 5,9 % bzw. 4,0 %. Zum Jahresende waren 21,4 Milliarden Euro-Banknoten mit einem Gesamtwert von 1 171 Mrd € im Umlauf (siehe Abbildung 30 und 31). Mit 7,9 % verzeichnete die 100-€-Banknote 2017 die höchste Jahreszuwachsrate. Der jährliche Zuwachs bei der 50-€-Banknote blieb mit 6,4 % weiterhin dynamisch, fiel jedoch geringer aus als 2016.

Abbildung 30

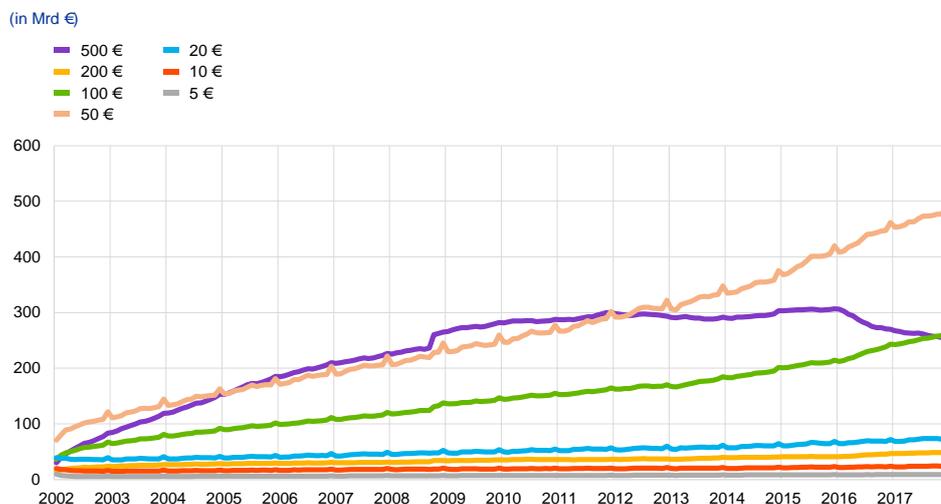
Mengen- und wertmäßiger Euro-Banknotenumlauf



Quelle: EZB.

Abbildung 31

Wertmäßiger Euro-Banknotenumlauf nach Stückelung



Quelle: EZB.

Infolge des Beschlusses, die Ausgabe der 500-€-Banknoten mit Abschluss der Einführung der zweiten Euro-Banknotenserie (ES2) einzustellen, ging der Umlauf der 500-€-Banknote im Jahr 2017 weiter zurück. Dieser Rückgang wurde teilweise durch eine erhöhte Nachfrage nach 200-€, 100-€ und 50-€-Banknoten ausgeglichen.

Auf Länder außerhalb des Euroraums entfällt schätzungsweise rund ein Drittel des wertmäßigen Euro-Banknotenumlaufs. Dabei handelt es sich hauptsächlich um Banknoten höherer Denomination, die in erster Linie in den Nachbarländern des Euroraums gehalten und zur Wertaufbewahrung sowie zur Abwicklung von Transaktionen an internationalen Märkten genutzt werden.

Für die Herstellung der Euro-Banknoten sind die NZBen des Euroraums gemeinsam zuständig; im Jahr 2017 wurden sie mit der Produktion von insgesamt 5,72 Milliarden Banknoten betraut.

Der gesamte Euro-Münzumsatz erhöhte sich im Berichtsjahr um 4,2 % auf 126,0 Milliarden Stück (Jahresendstand). Der Gesamtwert des Münzumsatzes betrug am Ende des Berichtsjahrs 28,0 Mrd € und war somit um 4,0 % höher als Ende 2016.

Im Jahr 2017 prüften die NZBen des Euroraums rund 32,3 Milliarden Banknoten auf Echtheit und Umlauffähigkeit; etwa 6,1 Milliarden Stück wurden als nicht umlauffähig aus dem Verkehr gezogen. Zudem setzte das Eurosystem seine Bemühungen fort, gemeinsam mit den Herstellern von Banknotenbearbeitungsgeräten sicherzustellen, dass deren Produkte den Standards der EZB für die Überprüfung von Euro-Banknoten auf Echtheit und Umlauffähigkeit vor der Wiederausgabe entsprechen. Im Berichtsjahr wurden rund 36 Milliarden Euro-Banknoten von Kreditinstituten und anderen professionellen Bargeldakteuren mit Banknotenbearbeitungsgeräten auf Echtheit und Umlauffähigkeit geprüft.

Kasten 9

Die Verwendung von Bargeld durch private Haushalte im Euroraum

Mit dem Anstieg von Kartenzahlungen und dem vermehrten Einsatz alternativer Zahlungsmethoden mehren sich die Diskussionen über die Zukunft des Bargelds und auch die Bedeutung von Bargeld für die Gesellschaft wird immer häufiger hinterfragt. Obwohl die Euro-Banknoten und -Münzen nun schon seit 15 Jahren im Umlauf sind, ist nur wenig über die tatsächliche Verwendung von Bargeld durch die privaten Haushalte bekannt. Daher hat die EZB die Verwendung von Bargeld, Karten und anderen Zahlungsinstrumenten an Verkaufsstellen⁷⁹ durch die Verbraucher im Euroraum im Jahr 2016 in einer umfassenden Studie⁸⁰ analysiert. Als Grundlage für die Studie wurde in allen Euro-Ländern eine Umfrage durchgeführt; ausgenommen davon waren Deutschland und die Niederlande, wo 2014 bzw. 2016 eigene Umfragen zu diesem Thema stattgefunden hatten. Die Ergebnisse für Deutschland und die Niederlande wurden in die Studie einbezogen, um so die Anzahl und den Wert von Zahlungstransaktionen für alle 19 Länder des Euroraums schätzen zu können.

Im Jahr 2016 wurden 79 % aller Zahlungen an Verkaufsstellen im Euroraum (gemessen an der Anzahl der Transaktionen) mit Bargeld getätigt, für 19 % wurden Karten verwendet und für 2 % andere Instrumente wie Schecks, Überweisungen oder mobile Zahlungsformen. Gemessen am Transaktionswert wurden 54 % aller Zahlungen an Verkaufsstellen bar abgewickelt, 39 % mit Karten und 7 % mit anderen Zahlungsmitteln (z. B. Schecks). Sowohl in Bezug auf die Anzahl als auch auf den Wert der Transaktionen unterscheidet sich das Zahlungsverhalten in den einzelnen Euro-Ländern jedoch erheblich (siehe Abbildung A).

⁷⁹ Als Verkaufsstelle ist jeder physische Ort zu verstehen, an dem Verbraucher Produkte oder Dienstleistungen erwerben können (siehe Abbildung B).

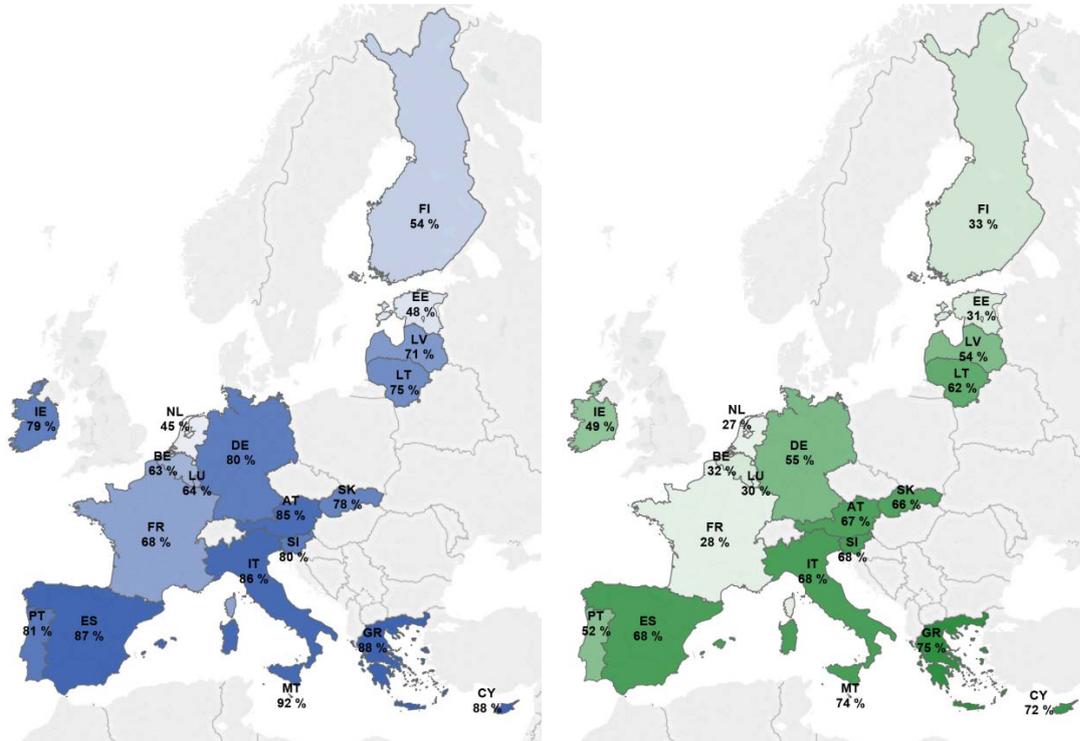
⁸⁰ Siehe H. Esselink und L. Hernández, [The use of cash by households in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 201, November 2017.

Abbildung A

Anteil der Bargeldtransaktionen an Verkaufsstellen nach Ländern

(Anzahl der Transaktionen)

(Wert der Transaktionen)



Quellen: EZB, Deutsche Bundesbank und De Nederlandsche Bank.

Für Transaktionen im Wert von bis zu 45 € war Bargeld das meistgenutzte Zahlungsmittel im Euroraum. Für Zahlungen im Wert von über 45 € wurden am häufigsten Karten verwendet. Allerdings fielen nur 9 % aller erfassten Zahlungen in diese Kategorie. Im Durchschnitt gaben die Verbraucher nämlich pro erfasster Zahlung – unabhängig von der Art des Zahlungsinstruments – nur 18 € aus. Mehr als ein Drittel der Zahlungen machten sogar weniger als €5 und zwei Drittel weniger als 15 € aus.

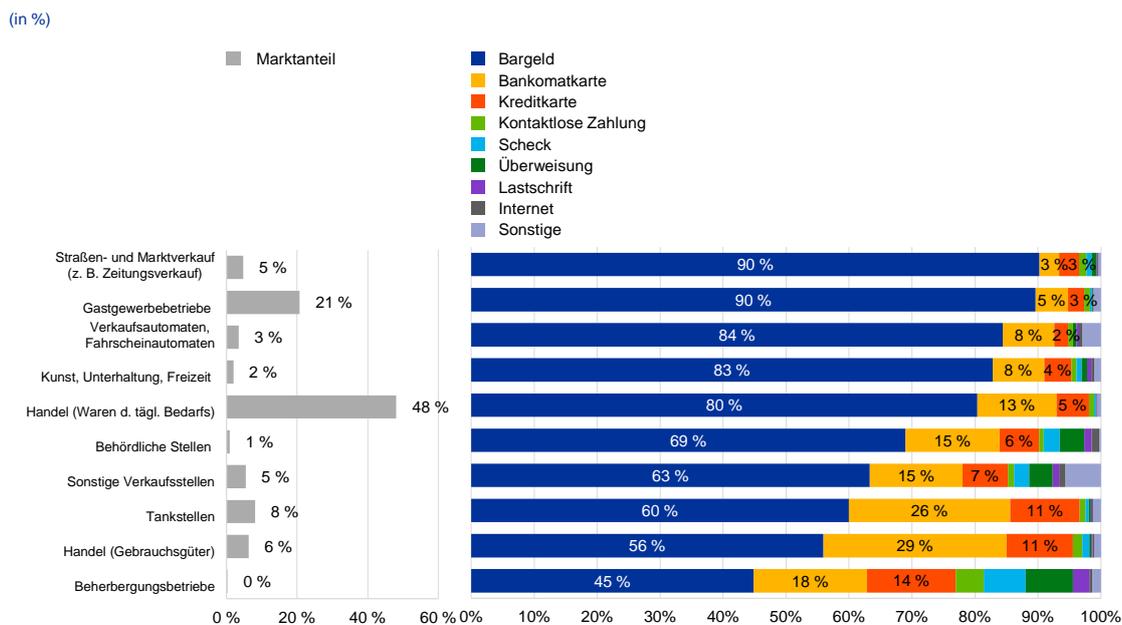
Die meisten Zahlungen (48 %) wurden in Geschäften für Waren des täglichen Bedarfs getätigt; danach folgten Gastgewerbebetriebe (21 %), Tankstellen (8 %) und Geschäfte für Gebrauchsgüter (6 %) (siehe Abbildung B). Dass laut der vorliegenden Studie häufiger bar bezahlt wird als gemeinhin angenommen, mag teilweise daran liegen, dass die meisten Zahlungen an Verkaufsstellen mit einem hohen Anteil an Bargeldzahlungen (zwischen 80 % und 90 % aller Zahlungen) erfolgten, sowie daran, dass der Transaktionswert in zwei Drittel der Fälle unter 15 € lag.

Abbildung B zeigt, dass lediglich 5 % aller Zahlungen auf sonstige Verkaufsstellen entfielen, insbesondere im Dienstleistungssektor (z. B. Friseur-, Reinigungs- und Installationsdienstleistungen, Auto- und Fahrradreparatur oder Haushaltsdienste). In einigen Ländern umfasst diese Kategorie auch Zahlungen, die in anderen Ländern normalerweise durch Fernzahlungsmethoden wie Überweisungen oder Lastschriften getätigt werden. Dazu zählen in erster Linie regelmäßige Zahlungen, etwa für Mieten, Versorgungsleistungen oder Versicherungen, aber auch für Öl- oder Gaslieferungen oder medizinische Versorgung. Diesbezüglich ergab die Umfrage, dass 6 % der Befragten ihre Miete, 13 % ihre Stromrechnung und 31 % die Kosten für medizinische Versorgung

bar bezahlen (Euroraum-Durchschnitt ohne Deutschland). Allgemein lässt die Umfrage den Schluss zu, dass in Ländern, in denen insgesamt häufig bar bezahlt wird, auch regelmäßige Zahlungen öfter in bar vorgenommen werden.

Abbildung B

Marktanteil der wichtigsten Zahlungsinstrumente an Verkaufsstellen (gemessen an der Anzahl der Transaktionen)



Quellen: EZB, Deutsche Bundesbank und De Nederlandsche Bank.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass in den meisten Euro-Ländern an Verkaufsstellen nach wie vor häufig bar bezahlt wird. Dies steht offenbar im Widerspruch zu der Wahrnehmung, dass bargeldlose Zahlungsmittel dem Bargeld in vielen Bereichen den Rang ablaufen. Tatsächlich nannten 32 % der Befragten Bargeld als ihr bevorzugtes Zahlungsinstrument, 43 % nannten Karten oder andere unbare Zahlungsinstrumente und 25 % gaben an, keine Präferenzen zu haben. Diese Diskrepanz zwischen Präferenzen und tatsächlichem Verhalten lässt sich zumindest teilweise dadurch erklären, dass größere Zahlungen, die weniger regelmäßig erfolgen, eher im Gedächtnis bleiben als die ungleich häufigeren kleineren Zahlungen, die in bar getätigt werden.

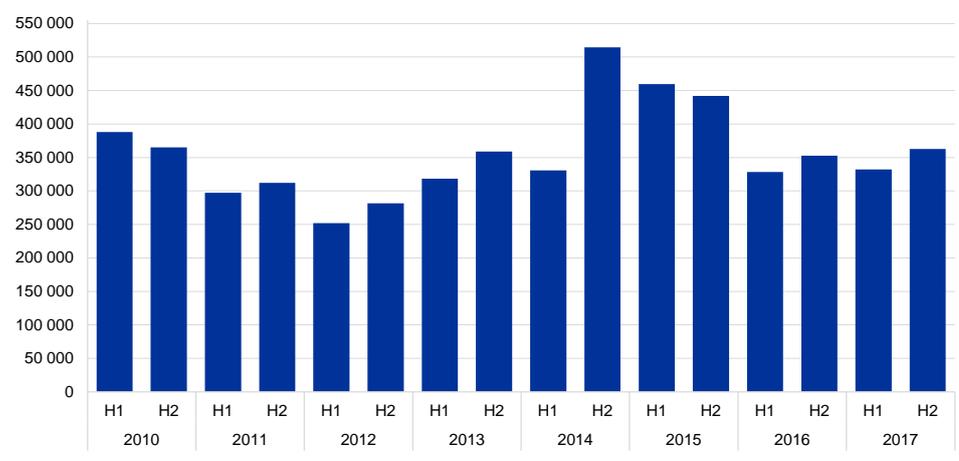
6.2 Euro-Banknotenfälschungen

Die Gesamtanzahl der Euro-Banknotenfälschungen stieg im Jahr 2017 leicht an: Rund 694 000 gefälschte Euro-Banknoten wurden aus dem Verkehr gezogen. Verglichen mit der Anzahl der im Umlauf befindlichen echten Euro-Banknoten ist der Anteil der Fälschungen sehr gering. Abbildung 32 zeigt die langfristige Entwicklung der Gesamtmenge der aus dem Umlauf sichergestellten Banknotenfälschungen. Bevorzugtes Ziel der Fälscher sind die 20-€- und die 50-€-Banknote, auf die im Berichtsjahr in Summe über 85 % aller sichergestellten Fälschungen entfielen. Dabei ging der Anteil der gefälschten 20-€-Banknoten im Jahr 2017 zurück.

Die EZB rät der Öffentlichkeit auch weiterhin zur Wachsamkeit im Hinblick auf möglichen Betrug und empfiehlt, Euro-Banknoten nach dem Prinzip „**FÜHLEN–SEHEN–KIPPEN**“ zu prüfen und sich nicht nur auf ein einziges Sicherheitsmerkmal zu verlassen. Außerdem bietet die EZB innerhalb wie auch außerhalb Europas regelmäßig Schulungen für professionelle Bargeldakteure an und unterstützt den Kampf des Eurosystems gegen Geldfälschungen, indem sie aktuelle Informationsmaterialien zur Verfügung stellt. Auch in der Zusammenarbeit mit Europol, Interpol und der Europäischen Kommission verfolgt die EZB dieses Ziel.

Abbildung 32

Anzahl der aus dem Umlauf sichergestellten Euro-Banknotenfälschungen



Quelle: EZB.

6.3 Die zweite Euro-Banknotenserie

Am 4. April 2017 wurde die neue 50-€-Banknote in Umlauf gebracht. Damit wurde ein weiterer Schritt zur Erhöhung der Fälschungssicherheit der Euro-Banknoten gesetzt. Mit der neuen 50-€-Banknote wurde nach den bereits ausgegebenen 5-€, 10-€ und 20-€-Banknoten die vierte Stückelung der zweiten Euro-Banknotenserie, der so genannten **Europa-Serie**, eingeführt. Sie weist verbesserte Sicherheitsmerkmale auf, wie etwa die „Smaragdzahl“, auf der sich beim Kippen ein Lichtbalken auf und ab bewegt und die dabei auch ihre Farbe verändert, und ein „Porträt-Fenster“ – ein innovatives Sicherheitsmerkmal, das erstmals bei der 20-€-Banknote der Europa-Serie zum Einsatz kam. Hält man die Banknote gegen das Licht, zeigt ein durchsichtiges Fenster im oberen Bereich des Hologramms ein Porträt der Europa, einer Gestalt aus der griechischen Mythologie, das auf beiden Seiten des Geldscheins zu erkennen ist. Dasselbe Porträt erscheint auch im Wasserzeichen.

Die gemeinsame Ausgabe der neuen 100-€- und 200-€-Banknoten, der letzten beiden Stückelungen der Europa-Serie, ist für die erste Hälfte 2019 geplant. Nach einer Überprüfung der Stückelungsstruktur der Euro-Banknoten beschloss der EZB-Rat, keine 500-€-Banknote in die Europa-Serie aufzunehmen. Mit dieser Entscheidung wurde Bedenken Rechnung getragen, dass diese Stückelung illegalen Aktivitäten Vorschub leisten könnte. Die EZB und die NZBen des Euroraums werden

die Öffentlichkeit und professionelle Bargeldakteure im Rahmen einer Kampagne über die Einführung der neuen 100-€- und 200-€-Banknoten, die einige neue Sicherheitsmerkmale aufweisen werden, informieren. Mit dieser Kampagne soll außerdem noch einmal darauf hingewiesen werden, dass die Ausgabe der 500-€-Banknote eingestellt wird. Angesichts der internationalen Rolle des Euro und des weit verbreiteten Vertrauens in die Euro-Banknoten wird die 500-€-Banknote wie die übrigen Stückelungen gesetzliches Zahlungsmittel bleiben und kann somit auch weiterhin für Zahlungen und zur Wertaufbewahrung genutzt werden. Alle Euro-Banknoten der ersten Serie (einschließlich der 500-€-Banknote) werden dauerhaft ihren Wert behalten, da sie auf unbefristete Zeit bei jeder NZB des Euroraums umgetauscht werden können.

Die EZB und die NZBen des Euroraums werden die Hersteller von Banknotenbearbeitungsgeräten auch weiterhin bei den Vorbereitungen auf die Einführung der neuen 100-€- und 200-€-Banknoten unterstützen.

7 Statistik

Die EZB konzipiert, erhebt, erstellt und veröffentlicht mit Unterstützung der nationalen Zentralbanken (NZBen) eine breite Palette von Statistiken, die eine wichtige Basis für die Geldpolitik des Euroraums, die Aufsichtsfunktionen der EZB, verschiedene andere Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) sowie für die Aufgaben des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) darstellen. Darüber hinaus werden die Statistiken von öffentlichen Stellen, Finanzmarktteilnehmern, den Medien und der Bevölkerung genutzt. Die regelmäßigen Statistiken des ESZB zum Euroraum konnten auch im Berichtsjahr reibungslos und termingerecht bereitgestellt werden. Außerdem wurden beträchtliche Anstrengungen unternommen, um neuen Bedürfnissen nach sehr zeitnahen und hochwertigen Statistiken mit höherer Granularität auf der Länder-, Sektor- und Instrumentenebene nachzukommen.

7.1 Neue und verbesserte Euroraum-Statistiken

Seit dem Jahr 2017 veröffentlicht die EZB Statistiken zum Euro-Geldmarkt auf Grundlage granularer Daten, die gemäß [Verordnung EZB/2014/48](#) erhoben werden. Diese Statistiken decken das unbesicherte Marktsegment ab und enthalten Angaben zum Gesamtumsatz, zum gewichteten Durchschnittszinssatz und zum durchschnittlichen täglichen Umsatz während der jeweiligen Mindestreserve-Erfüllungsperiode, aufgeschlüsselt nach Sektor der Gegenpartei, Transaktionsart und Laufzeit (63 neue Reihen). Durch die Veröffentlichung dieser Statistiken soll die Markttransparenz und somit die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts erhöht werden.

Außerdem begann die EZB, gemäß [Verordnung EZB/2014/50](#) erhobene Statistiken zu Versicherungsgesellschaften zu veröffentlichen. Diese Statistiken bilden die Bilanzen der Versicherungsgesellschaften im Euroraum ab und werden vierteljährlich aktualisiert.

Im Berichtsjahr stellte das ESZB klare Regeln für die Veröffentlichung der Zinssätze und der Kredit- und Einlagevolumina monetärer Finanzinstitute (MFIs) auf, um ein entsprechendes Angebot vergleichbarer nationaler MFI-Zinsstatistiken auf ESZB-Ebene sicherzustellen. In der Folge stieg die Anzahl der im [Statistical Data Warehouse der EZB](#) öffentlich verfügbaren MFI-Zinsstatistik-Serien um 1 840 an.

Die Auswahl an öffentlich verfügbaren konsolidierten Bankendaten wurde im November 2017 mit neuen Bilanzkennzahlen und Angaben zur Ertragslage, Liquidität und Kapitalausstattung der Banken sowie zur Qualität ihrer Aktiva erheblich erweitert.

Die EZB begann außerdem, euroraumweit aggregierte Bilanzdaten zu finanziellen Unternehmen, die Kredite an Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen mit Sitz im Euroraum vergeben, zu veröffentlichen. Diese Daten werden jährlich bzw. für einige Länder auch vierteljährlich veröffentlicht. Zur Verfügung gestellt werden Bestandsdaten sowie Daten zu Veränderungen der Bestände, welche um Reklassifizierungen bereinigt wurden.

Die Macroprudential Database (MPDB) wurde um eine Reihe von Indikatoren erweitert, die in erster Linie den Bankensektor betreffen; damit stehen nun in Summe über 300 Indikatoren zur Verfügung. Derzeit wird die MPDB insbesondere in jenen Bereichen, in denen Datenlücken bestehen, weiter ausgebaut.

7.2 Sonstige Entwicklungen im Statistikbereich

Eine neue EZB-Verordnung wird sämtlichen Pensionseinrichtungen mit Sitz im Euroraum, die in den Anwendungsbereich der Verordnung fallen, direkt Berichtspflichten auferlegen. Die [Verordnung der EZB über die statistischen Berichtspflichten der Altersvorsorgeeinrichtungen](#) wird die Mängel in der aktuellen vierteljährlichen Statistik, die seit Juni 2011 veröffentlicht wird, beheben und dabei insbesondere die eingeschränkte Datenlage verbessern, die sich daraus ergab, dass bisher keine Transaktionsdaten in ausreichender Qualität vorlagen. Mit dieser verbesserten Datengrundlage für seine monetären und finanziellen Analysen wird das ESZB einen noch besseren Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems leisten können.

Während der Ausarbeitungsphase des Verordnungsvorschlags wurden eine Reihe von Treffen mit der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) und den durch PensionsEurope vertretenen Pensionseinrichtungen abgehalten. Die Verordnung sieht die harmonisierte Erhebung von Daten zu den Aktiva und Passiva der Pensionseinrichtungen aufgegliedert nach geografischen Geschäftspartnern, Sektoren und Laufzeiten vor. Sowohl Bestands- als auch Transaktionsdaten werden auf vierteljährlicher Basis veröffentlicht werden. Auf Basis der Ergebnisse eines [öffentlichen Konsultationsverfahrens](#), das zwischen Ende Juli und Ende September 2017 abgehalten wurde, und der Antwort der Europäischen Kommission wurde dem EZB-Rat Anfang 2018 ein aktualisierter Entwurf vorgelegt. Die Verordnung wurde am 26. Januar 2018 vom EZB-Rat erlassen und am 17. Februar im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht. Die neuen statistischen Daten sind ab 2019 an die EZB zu melden.

Am 21. September 2017 kündigte die EZB an, dass sie noch vor 2020 mit der Veröffentlichung eines unbesicherten Tagesgeldzinssatzes beginnen wird. Datengrundlage werden gemäß der Verordnung über Geldmarktstatistiken erhobene Daten sein. Dieser Zinssatz wäre eine Ergänzung bereits vorhandener, vom Privatsektor erstellter Referenzzinssätze und würde als Backstop-Zinssatz dienen. In den kommenden beiden Jahren wird die EZB die genaue Ausgestaltung dieses neuen Zinssatzes definieren, eine Berechnungsmethode entwickeln und seine Robustheit testen. In diesem Zeitraum wird die EZB eine transparente Kommunikationsstrategie verfolgen und u. a. öffentliche Konsultationsverfahren durchführen.

Im Jahr 2017 wurde die Qualitätssicherung im Bereich der MFI-Zinsstatistik durch folgende Maßnahmen gestärkt: a) eine Reihe von Best-Practice-Empfehlungen und einen Leitfaden für die Durchführung von Qualitätskontrollen, b) die erste ESZB-Erhebung lokaler Datenqualitätsprobleme der NZBen, die alle zwei Jahre aktualisiert werden wird, und c) einen verbesserten Compliance-Rahmen. Im Januar 2017 veröffentlichte die EZB auf ihrer Website eine aktualisierte Version des Handbuchs zur MFI-Zinsstatistik,⁸¹ das die in den letzten Jahren durchgeführten Verbesserungen der MFI-Zinsstatistik vorstellt.

Im Jahr 2017 wurde mit der Aktualisierung der [Verordnung der EZB zur Zahlungsverkehrsstatistik](#) begonnen. Dadurch sollen die statistischen Meldungen im Zahlungsverkehrsbereich verbessert werden, sodass sie ihren Zweck weiterhin optimal erfüllen können. Bei der Überarbeitung der Verordnung werden die neuesten Entwicklungen bei den anwendbaren unionsrechtlichen Bestimmungen sowie die aktuellsten Innovationen im Kundenzahlungsverkehr berücksichtigt.

Hinsichtlich der Erhebung von Bankdaten verfolgen das ESZB und dessen Ausschuss für Statistik langfristig den Ansatz, eine größtmögliche länder- und sektorübergreifende Standardisierung und Harmonisierung des bestehenden ESZB-Statistikangebots zu erzielen. Dadurch würde die Berichtslast der Banken verringert, die Automatisierung der Verarbeitung der laufend größer und granularer werdenden Datensätze vereinfacht und die Datenqualität erhöht. Die beiden Hauptinitiativen in diesem Bereich sind das Banks' Integrated Reporting Dictionary (BIRD)⁸² und ein einheitlicher Rahmen für die Meldungen der Banken (European Reporting Framework). Im Jahr 2017 wurde die Pilotphase für BIRD, das Standarddefinitionen und Überleitungsregeln zur Unterstützung der meldepflichtigen Banken enthält, mit der Beschreibung der Vorgaben für AnaCredit und die Statistik zu den Wertpapierbeständen abgeschlossen. In einem nächsten Schritt wurde die Einbindung der Meldeanforderungen der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) in Angriff genommen. BIRD wird Banken und interessierten Dritten (etwa Anbietern von Meldewesensoftware) als „öffentliches Gut“ zur Verfügung gestellt; seine Anwendung erfolgt auf freiwilliger Basis. Im Jahr 2017 wurden Vorbereitungen für eine Kosten-Nutzen-Analyse des einheitlichen Rahmens für die Meldungen der Banken getroffen, der längerfristig der sektor- und länderübergreifenden Harmonisierung des Meldewesens dienen

⁸¹ Siehe EZB, [Manual on MFI interest rate statistics](#), Januar 2017.

⁸² Nähere Informationen finden sich auf der [BIRD-Website](#).

soll. Dabei sollen in enger Zusammenarbeit mit dem Bankensektor und sämtlichen betroffenen Akteuren die angebots- und nachfrageseitigen Auswirkungen bewertet werden.

Die Kapazität des RIAD-Systems (ESZB-Register der Institutionen und Datenbank für Tochterunternehmen) wird derzeit erweitert – einerseits um die zur Unterstützung des AnaCredit-Projekts erforderlichen Informationen (z. B. Daten zu nichtfinanziellen Unternehmen) und andererseits im Hinblick auf die Bedürfnisse von Datenanwendern im Rahmen des ESZB und der europäischen Bankenaufsicht. Als wichtiges Bindeglied zwischen den unterschiedlichen granularen Datensätzen – Statistikdatenbank für Wertpapierbestände des ESZB (SHSDB), zentralisierte Wertpapierdatenbank (CSDB) und AnaCredit – ermöglicht RIAD die Zusammenführung sämtlicher relevanter Informationen. Die Weiterentwicklung des RIAD-Systems wurde mit Ende des ersten Quartals 2018 abgeschlossen; eine eigene RIAD-Leitlinie der EZB sollte bis zum zweiten Quartal 2018 vorliegen.

Im Juni 2017 führte die Generaldirektion Statistik eine neue Organisationsstruktur ein und ebnete somit den Weg für eine rationelle und deutlich umfassendere Erstellung von Mikrodaten sowie für Fortschritte bei der Erstellung qualitativ hochwertiger makroökonomischer Statistiken. Die neu geschaffene Data Integration and Services Section dient als Anlaufstelle für die Datenintegration und bietet Shared Services im Statistikbereich. Eine wichtige Errungenschaft stellt das Dateninventar der EZB dar, über das Nutzer EZB-Daten aus unterschiedlichen Applikationen finden und abrufen können. Derzeit laufen mehrere Pilotprojekte zur Förderung der Zusammenarbeit sowie der Vergleichbarkeit von Studien aus verschiedenen Geschäftsbereichen. Dabei geht es in erster Linie um Themen wie Datenzugang, Identifizierungsschlüssel für Banken sowie um die Kombination von Datensätzen zur besseren Analyse der Aktiva und Passiva der Banken. Erhebliche Anstrengungen fließen in die Einführung internationaler Datenstandards, die die Berichtslast verringern und die Qualität und Konsistenz der Daten verbessern sollen.

Im Berichtsjahr setzte das EZB-Direktorium einen neuen Datenausschuss unter dem Vorsitz des Chief Services Officer ein, um Datenanwender und Datenproduzenten zusammenzubringen. In diesem Ausschuss arbeiten beide Seiten auf der oberen Führungsebene gemeinsam daran, eine EZB-Datenmanagementstrategie zu erstellen, deren Umsetzung zu steuern sowie die Aktivitäten der EZB zur Datenstandardisierung zu koordinieren. Ein weiteres Forum, die Data Steward Group, in der ebenfalls Datenanwender und Datenproduzenten vertreten sind, trägt zur EZB-weiten Erarbeitung und Abstimmung relevanter Themen im Bereich Datenmanagement, wie etwa Stammdaten, Metadaten und Datenzugang, bei.

Im Berichtsjahr konnte die EZB die Zugänglichkeit und Benutzerfreundlichkeit ihrer Statistiken weiter verbessern. Die Statistiken der EZB stehen im Statistical Data Warehouse zur Verfügung; außerdem wurde die Website „[UNSERE STATISTIKEN](#)“ um neue Darstellungen der Finanzierungs- und Investitionsdynamik im Euroraum, bankenaufsichtliche Daten und kurze Erklärungen zu ausgewählten Grafiken erweitert. Die neuen Darstellungen lassen sich auch in Websites und Blogs einbetten und über sonstige digitale Foren teilen. Die Datenanzeige funktioniert nicht nur am PC, sondern auch auf Tablets, Smartphones und sonstigen mobilen Geräten.

Kasten 10

Europäische und internationale Zusammenarbeit im Bereich Statistik

Die EZB hat in enger Zusammenarbeit mit Eurostat die erforderliche Qualitätssicherung jener Statistiken, die dem Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht zugrunde liegen, weiterentwickelt. Dieses Verfahren wurde 2011 als Teil der EU-Rechtsakte („Six-Pack“) zur wirtschaftspolitischen Steuerung zur Verhinderung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte in der Europäischen Union eingerichtet.

Es umfasst ein Scoreboard von 14 Hauptindikatoren (und 28 Hilfsindikatoren), die zur Früherkennung vorhandener oder sich abzeichnender makroökonomischer Ungleichgewichte auf Ebene der Mitgliedstaaten dient. Diese Indikatoren werden aus den Wirtschafts- und Finanzstatistiken abgeleitet, die vom Europäischen Statistiksistem (ESS) und dem ESZB erstellt und sodann an Eurostat übermittelt werden.

Durch laufende Qualitätssicherungsmaßnahmen stellen ESS und ESZB sicher, dass ihre statistischen Daten die erforderlichen Qualitätsstandards erfüllen, um für politische Entscheidungen herangezogen werden zu können. ESS, ESZB, Eurostat und EZB pflegen eine enge Zusammenarbeit mit dem Ziel, verlässliche statistische Daten für das Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht zur Verfügung stellen zu können.

Einige der bei dem Verfahren verwendeten Indikatoren (z. B. Kennzahlen zum Leistungsbilanzsaldo und zur Verschuldung des privaten Sektors) basieren auf Daten zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus sowie auf Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung – also Statistiken, die in den meisten Mitgliedstaaten von der jeweiligen NZB erhoben werden. Im November 2016 unterzeichneten Eurostat und die Generaldirektion Statistik der EZB ein [Memorandum of Understanding](#) (MoU) zur Qualitätssicherung dieser Statistiken. Das MoU regelt die Arbeitsmodalitäten zur Kooperation zwischen Eurostat und EZB und legt fest, dass die EZB für die Qualitätssicherung der von den NZBen erstellten Datensätze zuständig ist.

Zu diesem Zweck wurde nun ein Qualitätsberichtssystem umgesetzt, das drei Berichtsstufen umfasst: Berichte auf nationaler Ebene zur Selbsteinschätzung der wichtigsten Qualitätsaspekte der Statistiken durch die nationalen Behörden (Stufe 3), von der EZB und von Eurostat zu erstellende fachbereichsspezifische Qualitätsberichte (Stufe 2) sowie ein gemeinsamer jährlicher Abschlussbericht von Eurostat und EZB zur Qualität der statistischen Grundlagen des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (Stufe 1).

Seit 2017 stellt die EZB Eurostat qualitätsgesicherte Datensätze zur Verfügung, die Detailinformationen zu wichtigen Ereignissen und Datenrevisionen mit Auswirkungen auf nationale Daten enthalten. Um die Statistikqualität laufend steigern zu können, werden die Datensätze auf Qualität und Konsistenz geprüft. Das MoU sieht auch Besuche von EZB und Eurostat bei den NZBen und den nationalen Statistikämtern vor, um diese bei der Bewertung der Datenqualität zu unterstützen. Die ersten derartigen Besuche begannen Ende 2017.

Die EZB pflegt eine fruchtbare Zusammenarbeit mit der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA), die sich im Gefolge der Einrichtung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) seit 2014 noch verstärkt hat. Dies zeigt sich besonders deutlich im Bereich der bankenaufsichtlichen Daten, da die EZB nun organisatorisch für die Erhebung und Qualitätsprüfung der von den beaufsichtigten Instituten laut [SSM-Rahmenverordnung](#) zu meldenden Daten zuständig ist. Die

EBA ist – in enger Zusammenarbeit mit den nationalen zuständigen Behörden – für die Erstellung und Aufrechterhaltung technischer Durchführungsstandards für aufsichtliche Meldungen und Offenlegung verantwortlich.

Darüber hinaus ist die EBA auch wichtiger Bestandteil der Meldekette für aufsichtliche Datenmeldungen („sequenzieller Ansatz“), da die EZB automatisch ausgewählte Daten an die EBA weiterleitet. Dies erzeugt einen entsprechenden Abstimmungsbedarf, etwa in Bezug auf Business Cards, die für jedes meldepflichtige Institut zu führen sind. Zugleich nimmt die EZB als Beteiligte an der Meldekette und an den entsprechenden Datenqualitätskontrollen auch an der EBA Transparency Exercise teil.

Im Rahmen der Kooperation mit der EBA sind EZB-Mitarbeiter außerdem in die einschlägigen EBA-Arbeitsgruppen zum aufsichtlichen Meldewesen sowie in die gemeinsame Arbeit zu Datenqualitätsfragen eingebunden, die etwa Wartung und Tests von Datenvalidierungsregeln, die Entwicklung von Plausibilitätsprüfungen oder den fachlichen Austausch zu Datenqualitätsprüfungen umfasst. Darüber hinaus bietet die EZB Unterstützung bei Governance-Fragen zur Datenqualität, z. B. durch Beiträge zum Frage-und-Antwortkatalog der EBA zur Auslegung von Meldebestimmungen.

Des Weiteren ist anzuführen, dass die EBA die mittelfristigen strategischen Initiativen der EZB zur Verringerung der Berichtslast der Banken unterstützt; dazu zählen z. B. das Banks' Integrated Reporting Dictionary und der einheitliche Rahmen für die Meldungen der Banken (European Reporting Framework).

Auch mit anderen Organisationen arbeitet die EZB in unterschiedlichen Bereichen zusammen, etwa

- durch Vereinbarungen zur gemeinsamen Datennutzung mit dem Internationalen Währungsfonds im Rahmen von dessen nationalen und europäischen Programmen zur Bewertung des Finanzsektors;
- durch die Teilnahme am Ausschuss für die Koordination statistischer Tätigkeiten der Vereinten Nationen und am Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics der BIZ, die sich beide für eine bessere Koordination und Kooperation zwischen den Statistikbehörden und somit auch den Zentralbanken europaweit bzw. weltweit engagieren. Thema sind hier beispielsweise das effiziente Funktionieren des Statistiksystems, gemeinsame Standards und Plattformen oder die Entwicklung statistischer Methoden.

Schließlich bietet die EZB anderen Behörden im Rahmen von Workshops, Seminaren und Vorträgen entsprechende Schulungs- und Weiterbildungsmöglichkeiten. Diese sind für Organisationen sowohl innerhalb als auch außerhalb des ESZB sowie des SSM gedacht, also etwa – im Hinblick auf eine potenzielle künftige EU-Mitgliedschaft – auch für die nationalen zuständigen Behörden und die NZBen von Nicht-EU-Ländern.

Kasten 11

Entwicklungsstand von AnaCredit: zentrale Funktionalitäten

AnaCredit steht für „analytical credit datasets“ und dient der Erhebung granularer Daten zur Bankkreditvergabe an Unternehmen und andere Rechtsträger sowie zu den diesbezüglichen Kreditrisiken. Die auf Einzelkreditebene zu meldenden Daten werden einem breiten Benutzerkreis für

Analysezwecke zur Verfügung stehen. Die neuen Datenbestände unterstützen das ESZB bei der Erfüllung seiner Aufgaben und werden darüber hinaus entscheidend zur Verbesserung der bestehenden sowie zur Entwicklung neuer ESZB-Statistiken beitragen. Mit den granularen Daten zur Kreditvergabe an die Wirtschaft und zu den Risikopositionen der Banken lassen sich vielfältige Analysen durchführen, für deren Zwecke die aggregierten Daten nicht mehr ausreichend wären. Ein zentraler Aspekt im Hinblick auf eine möglichst hohe länderübergreifende Vergleichbarkeit der Daten ist die Harmonisierung der statistischen Konzepte und Definitionen. AnaCredit wird die Aussagekraft von Kredit- und Kreditrisikoanalysen für den Euroraum deutlich erhöhen, da detaillierte, zeitnahe und vollständig harmonisierte Informationen zu Krediten an alle Arten von Rechtsträgern vorliegen werden. Auf die granularen Daten selbst werden zur Wahrung der Vertraulichkeit lediglich Nutzer mit einem berechtigten Interesse Zugriff erhalten. Anderen Nutzern stehen teilaggregierte Daten zur Verfügung, die keine Rückschlüsse auf die Identität der einzelnen Rechtsträger erlauben.

Mit AnaCredit lassen sich die Kreditbestände und Kreditrisiken im Euroraum gleichsam wie durch ein Vergrößerungsglas im Detail betrachten. Insbesondere mit den AnaCredit-Daten zur Unternehmenskreditvergabe wird die Übertragung der geldpolitischen Impulse besser nachvollziehbar werden, vor allem im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen, die mit Blick auf ihre Investitionstätigkeit und Schaffung von Arbeitsplätzen das Rückgrat einer Volkswirtschaft darstellen. Auch die Berichtspflichtigen selbst können von AnaCredit profitieren, da es ihnen durch Rückmeldeverfahren (Feedback Loops) möglich sein wird, sich ein besseres Urteil über die Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner im gesamten Eurogebiet zu bilden und eine umfassendere und robustere Analyse ihrer eigenen Risikopositionen vorzunehmen. Diese Rückmeldeverfahren innerhalb des AnaCredit-Rahmens werden derzeit festgelegt und in der Folge von den NZBen auf freiwilliger Basis implementiert.

Die [AnaCredit-Verordnung](#), welche die Rechtsgrundlage für die Erhebung granularer Kreditdaten von Kreditinstituten durch das ESZB darstellt, wurde vom EZB-Rat im Mai 2016 erlassen. Gemäß dieser Verordnung werden ab September 2018 mehr als 4 000 Kreditinstitute im Euroraum und weitere Institute in einigen anderen EU-Mitgliedstaaten entsprechende Risikopositionsdaten auf Einzelbasis über ihre jeweiligen NZBen an die EZB melden. Rund 1 600 andere – vor allem kleine – Kreditinstitute werden teilweise oder vollständig von der Meldepflicht ausgenommen sein. Schätzungen zufolge dürften jeden Monat 50 bis 70 Millionen Meldungen zu insgesamt etwa 15 Millionen Vertragspartnern (zumeist im Unternehmenssektor) erfolgen. Die Erhebung der Vertragspartnerdaten beginnt indes bereits sechs Monate im Voraus, d. h. im April 2018, um auf Anlaufschwierigkeiten entsprechend reagieren zu können. Die Mitglieder des Eurosystems werden dann einen einheitlichen Kreditdatensatz verwenden; den anderen NZBen innerhalb der EU steht es offen, Meldungen auf Basis derselben Definitionen einzuführen, wofür ihnen im Gegenzug ein reziproker Datenzugriff eingeräumt würde. Der Melderahmen von AnaCredit ist das Ergebnis fundierter Analysen und Diskussionen innerhalb des ESZB. In diesem Zusammenhang gab es mehrere Konsultationsphasen mit Nutzern (darunter Vertreter aus der Finanzbranche und andere Beteiligte), um insbesondere eine Kosten-Nutzen-Analyse und eine Kalibrierung des Meldeumfangs (beispielsweise zur Gewährleistung der Verhältnismäßigkeit) durchzuführen. In seiner endgültigen Fassung berücksichtigt der Melderahmen die Nutzeranforderungen aus den verschiedensten Bereichen des Zentralbankwesens, ohne die mit der Systemimplementierung und der Erhebung und Verarbeitung der notwendigen Daten verbundenen Kosten aus dem Blick zu verlieren.

AnaCredit beinhaltet 88 (größtenteils monatlich zu aktualisierende) Kreditattribute, die auf vollständig harmonisierten, in allen Teilnehmerländern anzuwendenden Konzepten und Definitionen basieren. Die Attribute decken alle an einem Kreditvertrag beteiligten Parteien ab (d. h. Kreditgeber, Kreditnehmer, Garantieber) und enthalten sowohl strukturelle Daten (wirtschaftliche Tätigkeit, Unternehmensgröße, Jahresumsatz, Vertragsabschlussdatum, Tilgungstermin des Kredits, etc.) als auch dynamische Daten (z. B. ausstehender Betrag, Ausfallstatus des Instruments und des Vertragspartners, Rückstände, Ausfallwahrscheinlichkeit des Vertragspartners, etc.). Die Meldegrenze für ein Institut liegt bei 25 000 € je Kreditnehmer.

Die Kreditdaten werden mit einem Register, in dem sämtliche juristische Personen und andere institutionelle Einheiten (wie ausländische Niederlassungen) erfasst sind, zusammengeführt. Auf diese Weise lassen sich rund 15 Millionen Vertragspartner (Kreditgeber, Kreditnehmer, Garantieber) eindeutig identifizieren, wobei in Bezug auf die Konzepte und Definitionen ein hoher Harmonisierungsgrad sichergestellt ist, sodass eine valide Berechnung der Gesamtverbindlichkeiten eines Kreditnehmers (Rechtsträger oder Bankengruppe) gegenüber unterschiedlichen Kreditgebern (Kreditinstituten) erfolgen kann. Die Kreditinstitute wiederum könnten dank der AnaCredit-Daten (die Implementierung entsprechender Rückmeldeverfahren vorausgesetzt) ihre eigenen Risikoengagements detaillierter und fundierter analysieren als derzeit möglich.

Nach Erlass der AnaCredit-Verordnung im Mai 2016 wurden von der AnaCredit-Arbeitsgruppe innerhalb des Ausschusses für Statistik des ESZB wichtige Arbeiten zur Methodik durchgeführt. Hierzu zählt die Erstellung eines 570-seitigen AnaCredit-Handbuchs mit detaillierten Informationen und Anleitungen zu den AnaCredit-Meldeanforderungen. Das Handbuch dient allgemein dazu, die Kreditinstitute beim Aufbau eines methodisch einwandfreien automatisierten Meldewesens zu unterstützen und eine konsistente und erfolgreiche Anwendung des in der Verordnung festgelegten statistischen Rahmens von AnaCredit innerhalb des gesamten Euroraums zu gewährleisten. Das Handbuch besteht aus drei Teilen:

- Teil I (im November 2016 veröffentlicht) enthält Angaben zur allgemeinen Methodik, zum Kreis der Berichtspflichtigen und zum Aufbau von AnaCredit, einschließlich einer allgemeinen Beschreibung des zugrunde liegenden Datenmodells.
- In Teil II (im Februar 2017 veröffentlicht) findet sich eine ausführliche Erläuterung aller in AnaCredit zu erhebenden Datensätze und Datenattribute, einschließlich spezifischer Meldehinweise.
- In Teil III (im Mai 2017 veröffentlicht) werden ausgewählte Fallbeispiele und Szenarios vorgestellt, die einer genaueren Erklärung bedürfen.

Das Handbuch wurde bereits von Branchenvertretern kommentiert und wird nun durch weitere Arbeiten zur Methodik ergänzt. Hierzu werden im Rahmen eines fortlaufenden Q&A-Prozesses ausführliche Erläuterungen verfasst. Kreditinstitute und andere Beteiligte können jederzeit mit Fragen an ihre jeweilige NZB herantreten. Die – häufig in Abstimmung mit der EZB – verfassten Antworten werden in der Regel auch den anderen NZBen zur Verfügung gestellt. Im August 2017 veröffentlichte die EZB auf ihrer Website eine Auswahl dieser Fragen und Antworten, die regelmäßig aktualisiert wird.

Der Ausschuss für Statistik des ESZB und die AnaCredit-Arbeitsgruppe entwickelten darüber hinaus Validierungsprüfungen, um die Automatisierung der Datenübertragung zu erleichtern und die von den Kreditinstituten bei der Datenübertragung einzuhaltenden Mindestqualitätsstandards festzulegen. Validierungsprüfungen sollen die ordnungsgemäße Identifizierung und Verarbeitung der Daten ermöglichen. Eine Zusammenstellung solcher Prüfungen wurde im August 2017 auf der Website der EZB veröffentlicht.

Neben der AnaCredit-Verordnung, welche die verbindlich geltenden Vorschriften zu den von Kreditinstituten durchzuführenden Primärmeldungen enthält, liegt eine [Leitlinie der EZB](#) vor, in der geregelt ist, wie die NZBen die geforderten Kreditdaten in ihren Sekundärmeldungen an die EZB zu melden haben. Sie liefert insbesondere genauere Angaben zur Übermittlung der gemäß der AnaCredit-Verordnung erhobenen Kreditdaten und Vertragspartnerstammdaten an die EZB.

Wie in den Erwägungsgründen der Verordnung angedeutet, könnte AnaCredit durch Erweiterung des Meldeumfangs um zusätzliche Arten von Kreditgebern, Kreditnehmern und Instrumenten in Zukunft weiter ausgebaut werden.

8 Volkswirtschaftliche Forschung

Volkswirtschaftliche Forschungsarbeiten auf hohem Niveau tragen dazu bei, eine solide Grundlage für den wirtschaftspolitischen Kurs der EZB zu schaffen. Im Jahr 2017 lieferte die volkswirtschaftliche Forschung der EZB neue Erkenntnisse zu einer Reihe wichtiger wirtschaftspolitischer Herausforderungen. Darüber hinaus wurde durch die Aktivitäten von drei neuen Forschungsclustern und zwei Forschungsnetzwerken die Zusammenarbeit innerhalb des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) gefördert.⁸³

8.1 Forschungsschwerpunkte der EZB

Im Berichtsjahr konzentrierten sich die EZB-Forschungsteams auf eine Reihe klar definierter Forschungsschwerpunkte. Einen wichtigen Schwerpunkt bildete beispielsweise die Transmission der geldpolitischen Sondermaßnahmen vor dem Hintergrund negativer Leitzinsen. Diesbezügliche Studien machten deutlich, wie wichtig die Sondermaßnahmen zum Ausgleich der wirtschaftlichen Folgen negativer finanzieller Schocks sind, indem sie die Unsicherheit an den Märkten reduzieren und den Zugang zu Bankfinanzierung für kleine und mittlere Unternehmen verbessern. Die geldpolitischen Sondermaßnahmen sowie die Wechselwirkungen zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft standen auch im Mittelpunkt jener Forschungsaktivitäten, die auf die Verbesserung von länderübergreifenden und euroraumweiten EZB-Modellen für die Prognose und die geldpolitische Analyse abzielen. Hohe

⁸³ Nähere Informationen zur Forschungstätigkeit der EZB sowie zu forschungsbezogenen Veranstaltungen, Veröffentlichungen und Netzwerken finden sich auf der [Website der EZB](#).

Priorität hatten auch Forschungsarbeiten zur Identifizierung der Bestimmungsfaktoren der anhaltend niedrigen Inflation im Euroraum sowie zur Ausgestaltung institutioneller und politischer Vereinbarungen zur Stärkung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU).

Im Jahr 2017 wurde außerdem der Makroaufsicht besonderes Forschungsinteresse zuteil. Ein wichtiger Schritt in diesem Zusammenhang war die Kalibrierung des sogenannten „3D-Modells“, das alle am Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) teilnehmenden Länder abdeckt. Dieses Modell unterscheidet drei Stufen von Ausfallrisiko (für Banken, nichtfinanzielle Unternehmen und Haushalte) und ist besonders für die Beurteilung der Eigenkapitalausstattung der Banken von großem Nutzen. Für die Analyse der Wechselwirkungen von geldpolitischen und makroprudenziellen Maßnahmen wurde außerdem eine Modellversion entwickelt, die nominale Rigiditäten berücksichtigt.

8.2 **Forschungscluster und -netzwerke des Eurosystems bzw. des ESZB**

Zur Vertiefung der Zusammenarbeit der volkswirtschaftlichen Forschung im ESZB beschlossen die Leiter der ESZB-Forschungsabteilungen, im Jahr 2017 drei neue Forschungscluster zu schaffen, die die Forschungsarbeit in den wichtigsten Bereichen durch regelmäßige Workshops und gemeinsame Forschungsprojekte koordinieren sollen (siehe Schaubild 2). Im Berichtsjahr veranstaltete jeder Forschungscluster einen Eröffnungsworkshop, an dem Forscher aus dem gesamten ESZB sowie externe Experten und Expertinnen teilnahmen.

Schaubild 2
ESZB-Forschungscluster



Quelle: EZB.
Anmerkung: Struktur der neuen ESZB-Forschungscluster gemäß Beschluss der Leiter der ESZB-Forschungsabteilungen aus dem Jahr 2016.

Zwei Forschungsnetzwerke des Eurosystems bzw. des EZSB konnten im Berichtsjahr bedeutende Fortschritte erzielen. Das Wage Dynamics Network (WDN) schloss die dritte Welle seiner Umfrage ab, in der mehr als 25 000 Unternehmen aus 25 EU-Ländern befragt wurden. In der dritten Welle ging es darum, Kosten und Preissetzungsverhalten von Unternehmen sowie die Auswirkungen diverser Strukturreformen, die im Zeitraum von 2010 bis 2013 stattfanden, auf Arbeitsmarktanpassungen zu untersuchen. Zu den Haupteckdaten dieser neuen Forschungsarbeiten zählt, dass die großen Arbeitsmarktreformen in Ländern, die von der Krise stark betroffen waren, die Arbeitsmarktanpassungen tatsächlich erleichtert haben (siehe Abbildung 33).⁸⁴

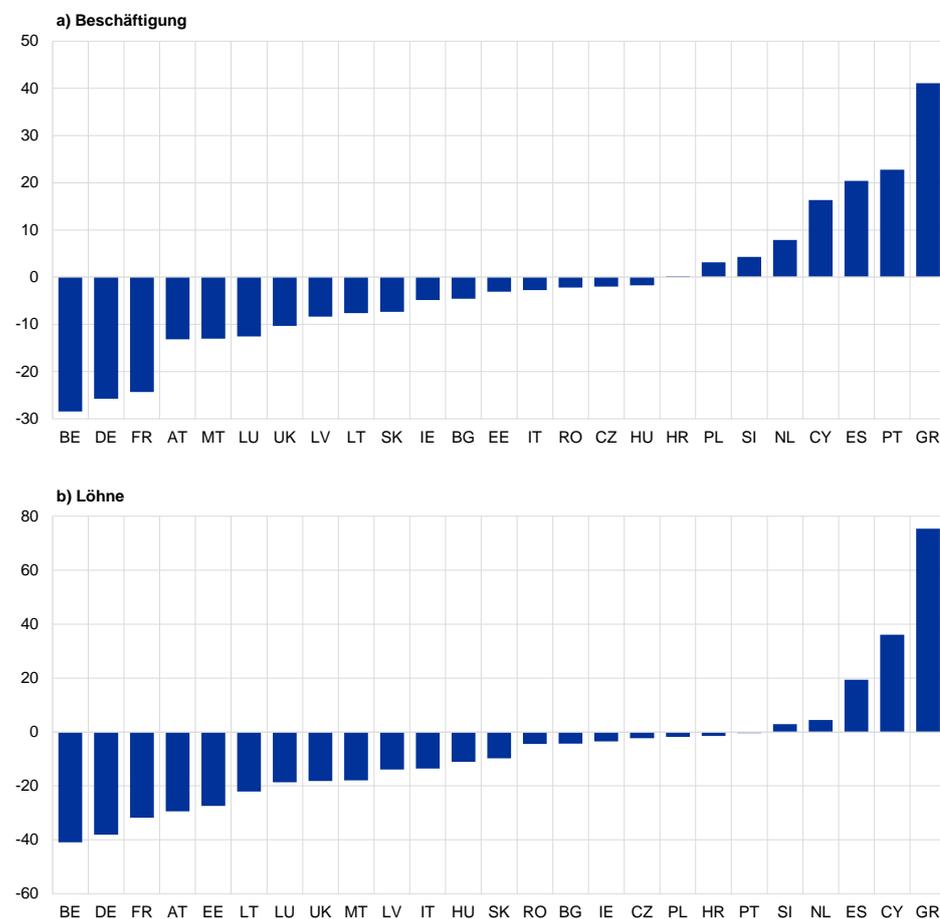
Das [Household Finance and Consumption Network](#) (HFCN) koordiniert die Durchführung der Erhebung des Eurosystems zu den Finanzen und zum Konsum der privaten Haushalte (HFCS). Nach der Veröffentlichung der Ergebnisse der zweiten Welle der Erhebung Ende 2016 hat sich das HFCN unter anderem damit befasst, welche Rolle die Heterogenität der Haushalte in der geldpolitischen Transmission und für die Finanzstabilität spielt. So schätzten die HFCN-Forscher den Effekt des aktuellen Programms der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) auf die Einkommens- und Vermögensschere und gelangten dabei zu dem wichtigen Erkenntnis, dass die APP-Maßnahmen die Vermögensungleichheit nur moderat beeinflussen, jedoch durch die Senkung der Arbeitslosenrate bei den Haushalten mit niedrigem Einkommen die Einkommensungleichheit reduzieren.

⁸⁴ Eine Zusammenfassung der Ergebnisse der WDN-Umfrage findet sich in EZB, [Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 192, Juni 2017. Einzelne Länderberichte und damit zusammenhängende Working Papers stehen auf der [Website des WDN](#) zur Verfügung.

Abbildung 33

Entwicklung des Spielraums für Beschäftigungs- und Lohnanpassungen zwischen 2010 und 2013

(Nettoveränderung in %)



Quelle: Wage Dynamics Network.

Anmerkung: Differenz zwischen dem Prozentsatz an Unternehmen, die 2013 mehr Spielraum für Beschäftigungs- und Lohnanpassungen aufgrund veränderter Geschäftsbedingungen sahen als 2010, und dem Prozentsatz an Unternehmen, die 2013 weniger Spielraum orteten. Positive Werte zeigen an, dass die Anzahl an Unternehmen, die mehr Spielraum orteten, überwiegt.

8.3 Konferenzen und Veröffentlichungen

Der Dialog mit Wirtschaftsexperten aus der Wissenschaft und anderen politischen Institutionen hat verstärkt an Bedeutung gewonnen, da die Komplexität der EZB-relevanten Themen in den letzten Jahren deutlich angestiegen ist. Vor diesem Hintergrund organisierte die EZB 2017 eine Reihe von hochrangigen forschungsbezogenen Veranstaltungen, wie etwa das Zentralbankforum der EZB in Sintra und die zweite jährliche Forschungskonferenz (ARC) der EZB. Das Zentralbankforum in Sintra befasste sich vorrangig mit den wichtigsten realwirtschaftlichen Entwicklungen, die für die Geldpolitik von Relevanz sind – in erster Linie

Investitionen und Produktivität.⁸⁵ Die ARC 2017 präsentierte innovative Forschungsarbeiten zu Themen wie den Kosten der Inflation, den Auswirkungen negativer Zinsen, dem Zusammenhang zwischen den Überzeugungen der Wirtschaftsakteure und wirtschaftlicher Stagnation sowie Vermögensungleichheit. Weitere wichtige Konferenzen bezogen sich auf Strukturreformen im Euroraum, makroprudenzielle Maßnahmen und die Zentralbankkommunikation.

Zu vielen Forschungsaktivitäten der EZB wurden auch Beiträge in wissenschaftlichen Fachzeitschriften oder Working Papers publiziert. Insgesamt wurden im Jahr 2017 in der Working-Paper-Reihe der EZB 132 Arbeiten veröffentlicht. Darüber hinaus erschienen im Berichtsjahr eine Reihe eher politikorientierter analytischer Studien in der Occasional-Paper-Reihe, der Statistics-Paper-Reihe und der Discussion-Paper-Reihe der EZB. Diese Fülle an qualitativ hochwertigen Forschungsarbeiten und Analysen diente als Grundlage dafür, die Kommunikation von Forschungsergebnissen der EZB an ein breiteres Publikum zu verbessern. So wurden etwa über das Research Bulletin der EZB im Berichtsjahr 12 Beiträge veröffentlicht.⁸⁶

9 Rechtliche Aktivitäten und Verpflichtungen

Im Jahr 2017 war die EZB an verschiedenen Gerichtsverfahren auf EU-Ebene beteiligt. Zudem verabschiedete sie zahlreiche Stellungnahmen hinsichtlich der im Vertrag verankerten Verpflichtung zur Anhörung der EZB zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der EU und allen Entwürfen für Rechtsvorschriften auf einzelstaatlicher Ebene in ihrem Zuständigkeitsbereich sowie hinsichtlich der Überwachung der Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung und des Verbots des bevorrechtigten Zugangs.

9.1 Beteiligung der EZB an Gerichtsverfahren auf EU-Ebene

Im Januar 2017 wies das Gericht der Europäischen Union (in der Folge „das Gericht“) die von zwei französischen Parteien (Nausicaa Anadyomène und Banque d'Escompte) gegen die EZB eingebrachte Klage auf Schadensersatz in der Rechtsache T-749/15 ab. Der von den beiden Parteien geforderte Schadensersatz bezog sich auf den Abschlag betreffend bestimmte griechische Schuldtitel, die die beiden Parteien im Zusammenhang mit einer teilweisen Umstrukturierung der griechischen Staatsschulden im Jahr 2012 erworben hatten. Die wichtigsten Klagegründe gegen die EZB bestanden in dem angeblichen Verstoß gegen die folgenden Grundsätze: a) Vertrauensschutz und Rechtssicherheit, b) Gleichbehandlung und Nichtdiskriminierung und c) ordnungsgemäße Verwaltung.

⁸⁵ Sämtliche im Rahmen des Zentralbankforums in Sintra gehaltenen Vorträge, Diskussionen und Reden finden sich im [Konferenz-E-Buch](#); Videoaufnahmen aller Sessions stehen über den [YouTube-Kanal](#) der EZB zur Verfügung.

⁸⁶ Mit dem online publizierten Research Bulletin der EZB sollen wichtige Forschungsergebnisse einem breiteren Publikum zugänglich gemacht werden. Die einzelnen Ausgaben dieser Publikation sind auf der [Website der EZB](#) abrufbar.

Mit seinem Urteil wies das Gericht die Klage ab und schloss somit jegliche Haftung seitens der EZB aus; damit bestätigte es seine bereits in Bezug auf natürliche Personen, die griechische Schuldtitel halten, getroffene Feststellung (siehe Rechtsache T-79/13, *Accorinti u. a. gegen EZB*). Das Gericht befand, dass die EZB nicht verpflichtet ist, den Schaden zu ersetzen, der den Geschäftsbanken, die griechische Schuldtitel halten, im Jahr 2012 im Rahmen der Umstrukturierung der griechischen Staatsschulden entstanden sein soll. Nach Auffassung des Gerichts können sich Geschäftsbanken in einem Bereich wie dem der Geldpolitik, deren Zweck eine ständige Anpassung an die Veränderungen der wirtschaftlichen Lage mit sich bringt, weder auf den Grundsatz des Vertrauensschutzes noch auf den Grundsatz der Rechtssicherheit berufen. Das Gericht befand, dass keine Äußerung oder Maßnahme der EZB als an die Anleger gerichtete Aufforderung dahin verstanden werden könne, dass sie griechische Schuldtitel erwerben oder behalten sollten.

Das Gericht bestätigte außerdem, dass der allgemeine Grundsatz der Gleichbehandlung nicht anwendbar sei, da sich die Geschäftsbanken, die griechische Schuldtitel erworben hatten, um einen Gewinn zu erzielen, einerseits und die EZB und die nationalen Zentralbanken, die ihre Aufgaben im öffentlichen Interesse wahrnehmen, andererseits nicht in einer vergleichbaren Lage befanden.

Im März 2017 entschied das Gericht in der Rechtssache T-22/16 über eine Untätigkeitsklage, die von einer portugiesischen Firma (*Comprojecto – Projectos e Construções, Lda.*) und anderen Parteien gegen die EZB eingebracht worden war. Zugleich hatten die Kläger eine Klage auf Nichtigkeitserklärung des entsprechenden Beschlusses der EZB, den diese angeblich durch Untätigkeit stillschweigend angenommen hatte, sowie eine Klage auf Ersatz des den Klägern in Folge dieser Untätigkeit angeblich entstandenen Schadens eingebracht.

Die Kläger hatten vorgebracht, dass sie bei der EZB eine schriftliche Beschwerde betreffend ein Kreditinstitut eingelegt hätten und es die EZB durch Rücksendung besagter Beschwerde an den Absender unterlassen habe, diesbezüglich tätig zu werden.

Die Klage wurde vom Gericht sowohl im Hinblick auf die Untätigkeitsklage als auch im Hinblick auf die Nichtigkeitsklage für offensichtlich unzulässig und unbegründet befunden. Hinsichtlich der Untätigkeitsklage befand das Gericht, dass eine solche nur zulässig sei, wenn die beklagte EU-Institution vor Einreichung der Klage zum Tätigwerden aufgefordert wurde; die Kläger hätten jedoch keinen ausreichenden Beweis dafür erbracht, dass die EZB ihre Beschwerde tatsächlich erhalten habe. Hinsichtlich der Nichtigkeitsklage gelangte das Gericht zu dem Schluss, dass der Versuch, die EZB zu benachrichtigen, nicht erfolgreich gewesen sei und somit die Rücksendung der Beschwerde an die Kläger auf dem Postweg nicht als eine Unterlassungshandlung der EZB interpretiert werden könne. Schließlich hätten daher die Kläger aufgrund der fehlenden Aufforderung zum Tätigwerden keine Untätigkeit oder Unterlassung seitens der EZB nachweisen können, die eine Verantwortlichkeit der Europäischen Union bedingen könnte; somit wurden die Voraussetzungen für einen Ersatzanspruch für Vermögensschäden als nicht erfüllt befunden.

Im Juli 2017 setzte das deutsche Bundesverfassungsgericht (in der Folge „das Verfassungsgericht“) die Verfahren in einer Reihe von Verfassungsbeschwerden aus, die im Hinblick auf das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erhoben worden waren. Das Verfassungsgericht legte dem Gerichtshof der Europäischen Union (in der Folge „der Gerichtshof“) mehrere Fragen vor und beantragte die Durchführung des beschleunigten Verfahrens.

Der Antrag auf ein beschleunigtes Verfahren wurde vom Gerichtshof zurückgewiesen. Im November 2017 legte die EZB ihre schriftliche Erklärung vor. Ein Termin für die mündliche Anhörung wurde noch nicht festgelegt. Auf Grundlage der Antwort des Gerichtshofs auf die vorgelegten Fragen wird das Verfassungsgericht über die Vereinbarkeit des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), in der Auslegung des Gerichtshofs, mit der deutschen Verfassung (Grundgesetz) entscheiden.

9.2 Stellungnahmen der EZB und Verstöße gegen die Konsultationspflicht

Die EZB ist gemäß Artikel 127 Absatz 4 und Artikel 282 Absatz 5 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union zu allen in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Vorschlägen für Rechtsakte der EU und Entwürfen für Rechtsvorschriften auf einzelstaatlicher Ebene zu hören.⁸⁷ Sämtliche Stellungnahmen der EZB werden auf der [Website der EZB](#) veröffentlicht. Sofern sie Vorschläge für Rechtsakte der EU betreffen, werden die Stellungnahmen der EZB auch im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht.

Im Berichtsjahr verabschiedete die EZB 7 Stellungnahmen zu Vorschlägen für EU-Rechtsakte sowie 47 Stellungnahmen zu Entwürfen für Rechtsvorschriften auf einzelstaatlicher Ebene, die in ihren Zuständigkeitsbereich fielen.

Auf EU-Ebene bezogen sich die wichtigsten von der EZB verabschiedeten Stellungnahmen⁸⁸ auf einen Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 und der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 hinsichtlich der für die Zulassung von zentralen Gegenparteien anwendbaren Verfahren und zuständigen Behörden und der Auflagen für die Anerkennung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten ([CON/2017/39](#)), Änderungen des Unionsrahmens für Eigenmittelanforderungen von

⁸⁷ Gemäß dem Protokoll (Nr. 15) über einige Bestimmungen betreffend das Vereinigte Königreich Großbritannien und Nordirland, das den Verträgen beigefügt ist, gilt diese Konsultationspflicht nicht für das Vereinigte Königreich.

⁸⁸ Bei den weiteren Stellungnahmen handelt es sich um [CON/2017/22](#) zu einem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU sowie [CON/2017/42](#) zu einem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 in Bezug auf die Clearingpflicht, die Aussetzung der Clearingpflicht, die Meldepflichten, die Risikominderungsstechniken für nicht durch eine zentrale Gegenpartei geclearte OTC-Derivatekontrakte, die Registrierung und Beaufsichtigung von Transaktionsregistern und die Anforderungen an Transaktionsregister.

Kreditinstituten und Wertpapierfirmen ([CON/2017/46](#)), Änderungen des Unionsrahmens für das Krisenmanagement ([CON/2017/47](#)), einen Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2014/59/EU im Hinblick auf den Rang unbesicherter Schuldtitel in der Insolvenzrangfolge ([CON/2017/6](#)) und einen Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über einen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1095/2010, (EU) Nr. 648/2012 und (EU) 2015/2365 ([CON/2017/38](#)).

In einer Reihe von Fällen wurde die EZB von nationalen Behörden zu Rechtsvorschriften betreffend die Beschränkung von Barzahlungen ab gewissen Schwellenwerten⁸⁹ und die Regulierung und Bestimmung Kritischer Infrastrukturen⁹⁰ konsultiert.

Die EZB verabschiedete außerdem eine Reihe von Stellungnahmen betreffend die NZBen, etwa zur Übertragung neuer Aufgaben auf einzelne NZBen,⁹¹ zur Teilnahme einer NZB an Programmen des Internationalen Währungsfonds,⁹² zur finanziellen Unabhängigkeit einer NZB,⁹³ zur Rechnungsprüfung der Geschäftstätigkeiten einer NZB,⁹⁴ zur Änderung des Organisationsstatus einer NZB in Bezug auf die Anzahl der Direktoren im Direktorium,⁹⁵ zu Änderungen der Entscheidungsstrukturen einer NZB,⁹⁶ zur potenziellen Haftung einer NZB für Schäden, die durch die Ausübung der Aufsichtsbefugnisse gegenüber Zahlungsdienstleistern entstehen,⁹⁷ zu für Entscheidungen einer NZB im Rahmen des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus anzuwendenden Verfahren,⁹⁸ zur Überwachungsfunktion einer NZB im Hinblick auf Zahlungsverkehrssysteme, Zahlungssysteme, Zentralverwahrer und Clearing- und Abwicklungssysteme,⁹⁹ zur Vergütung und Altersversorgung für NZB-Mitarbeiter,¹⁰⁰ zu Clearing und Abwicklung der Interbank-Geschäfte seitens einer NZB,¹⁰¹ zum Eigentum an einer Zweckgesellschaft zur Herstellung von Euro-Banknoten,¹⁰² zum Ausschluss von Aufrechnungsrechten in Bezug auf bei einer NZB als Sicherheit gestellte Forderungen,¹⁰³ zur Unabhängigkeit der Beschlussorgane einer NZB im Hinblick auf Finanzstabilitätsfragen,¹⁰⁴ zur Übertragung zusätzlicher Befugnisse an eine NZB zur Verhängung von Strafen über Institute, die den Meldepflichten im

⁸⁹ Siehe [CON/2017/8](#), [CON/2017/18](#), [CON/2017/20](#), [CON/2017/27](#) und [CON/2017/40](#).

⁹⁰ Siehe [CON/2017/10](#) und [CON/2017/31](#).

⁹¹ Siehe [CON/2017/2](#), [CON/2017/3](#), [CON/2017/12](#), [CON/2017/19](#), [CON/2017/32](#) und [CON/2017/43](#).

⁹² Siehe [CON/2017/4](#).

⁹³ Siehe [CON/2017/17](#).

⁹⁴ Siehe [CON/2017/24](#).

⁹⁵ Siehe [CON/2017/34](#).

⁹⁶ Siehe [CON/2017/51](#).

⁹⁷ Siehe [CON/2017/44](#).

⁹⁸ Siehe [CON/2017/36](#).

⁹⁹ Siehe [CON/2017/5](#).

¹⁰⁰ Siehe [CON/2017/49](#).

¹⁰¹ Siehe [CON/2017/37](#).

¹⁰² Siehe [CON/2017/25](#).

¹⁰³ Siehe [CON/2017/23](#).

¹⁰⁴ Siehe [CON/2017/23](#).

Zusammenhang mit der Zahlungsbilanzstatistik nicht nachkommen,¹⁰⁵ zur Dotierung einer Nationalstiftung für Forschung, Technologie und Entwicklung durch eine NZB¹⁰⁶ sowie zu zusätzlichen makroprudenziellen Instrumenten¹⁰⁷ und zur Umsetzung der Geldpolitik¹⁰⁸ von NZBen außerhalb des Euroraums.

Die EZB verabschiedete Stellungnahmen zu verschiedenen Aspekten der Tätigkeiten von Finanzinstituten, etwa zur Steigerung von Transparenz und Qualität einer nationalen Finanzmarktaufsicht,¹⁰⁹ zur Umstrukturierung von auf Fremdwährung lautenden bzw. fremdwährungsabhängigen Krediten,¹¹⁰ zur Unterstützung von Wohnungsbaudarlehensnehmern in finanziellen Schwierigkeiten,¹¹¹ zur Bereitstellung außerordentlicher Unterstützung aus öffentlichen Mitteln für den Bankensektor,¹¹² zur Auferlegung von Mindestkapitalanforderungen,¹¹³ zu Anforderungen an die Tilgung von Immobilienkrediten,¹¹⁴ zu makroprudenziellen Instrumenten zur Gegensteuerung bei systemischen Risiken aus der Fremdkapitalfinanzierung von Immobilien,¹¹⁵ zur Verschärfung der Beschränkungen in der Kreditvergabe an verbundene Parteien,¹¹⁶ zu zentralen Kreditregistern und zum Bankkontenregister,¹¹⁷ zur Meldung von Kreditdaten,¹¹⁸ zur Zulassung von Zahlungsverkehrssystemen,¹¹⁹ zum Rechtsrahmen für gedeckte Schuldverschreibungen,¹²⁰ zu Rücklagen von Bankenstiftungen,¹²¹ zur Schaffung einer neuen Kategorie von Abwicklungsstellen,¹²² zur Schaffung einer neuen Kategorie von nicht bevorrechtigten vorrangigen Schuldtiteln in der Insolvenzrangfolge von Kreditinstituten¹²³ sowie zu latenten Steueransprüchen aus Unterschiedsbeträgen.¹²⁴

Darüber hinaus gab die EZB Stellungnahmen zu Rechtsmitteln für Inhaber qualifizierter Eigenkapitalinstrumente und Schuldtitel von Banken ab.¹²⁵

Im Berichtsjahr wurden zwei Fälle verzeichnet, in denen gegen die rechtliche Verpflichtung zur Konsultation der EZB zu Vorschlägen für Rechtsakte der EU verstoßen wurde. Dabei wurde der nachfolgende Fall als eindeutig und erheblich

¹⁰⁵ Siehe [CON/2017/23](#).

¹⁰⁶ Siehe [CON/2017/26](#).

¹⁰⁷ Siehe [CON/2017/14](#).

¹⁰⁸ Siehe [CON/2017/30](#).

¹⁰⁹ Siehe [CON/2017/35](#).

¹¹⁰ Siehe [CON/2017/9](#) und [CON/2017/48](#).

¹¹¹ Siehe [CON/2017/48](#).

¹¹² Siehe [CON/2017/1](#).

¹¹³ Siehe [CON/2017/23](#).

¹¹⁴ Siehe [CON/2017/29](#).

¹¹⁵ Siehe [CON/2017/11](#), [CON/2017/21](#) und [CON/2017/36](#).

¹¹⁶ Siehe [CON/2017/50](#).

¹¹⁷ Siehe [CON/2017/13](#) und [CON/2017/28](#).

¹¹⁸ Siehe [CON/2017/33](#) und [CON/2017/36](#).

¹¹⁹ Siehe [CON/2017/15](#).

¹²⁰ Siehe [CON/2017/36](#).

¹²¹ Siehe [CON/2017/19](#).

¹²² Siehe [CON/2017/23](#).

¹²³ Siehe [CON/2017/23](#).

¹²⁴ Siehe [CON/2017/7](#).

¹²⁵ Siehe [CON/2017/16](#) und [CON/2017/41](#).

eingestuft. Die Europäische Kommission versäumte es, die EZB zur delegierten Verordnung zum endgültigen System der Beiträge zu den Verwaltungsausgaben des Einheitlichen Abwicklungsausschusses zu konsultieren. Da der fragliche Rechtsakt der EZB rechtliche Verpflichtungen auferlegt, stufte die EZB diesen Fall als eindeutigen und erheblichen Verstoß gegen die rechtliche Verpflichtung zur Anhörung der EZB ein.

Im Berichtsjahr wurden fünf Fälle verzeichnet, in denen gegen die rechtliche Verpflichtung zur Anhörung der EZB zu Entwürfen für Rechtsvorschriften auf einzelstaatlicher Ebene verstoßen wurde. Davon wurden vier Fälle als eindeutig und erheblich eingestuft.¹²⁶

Das italienische Ministerium für Wirtschaft und Finanzen konsultierte die EZB zum Gesetzesdekret über dringende Finanzbestimmungen, Initiativen zugunsten von Gebietskörperschaften, weitere Interventionen für von seismischen Ereignissen betroffene Gebiete sowie Entwicklungsmaßnahmen und insbesondere zu einer verpflichtenden Rundungsregel für auf Euro lautende Barzahlungen, räumte ihr jedoch zur Prüfung des betreffenden Gesetzesentwurfs sowie zur Verabschiedung einer Stellungnahme vor Erlass des Gesetzesdekrets keinen ausreichend bemessenen Zeitrahmen ein.

Der spanische Staatssekretär für Wirtschaft und Unternehmensunterstützung ersuchte die EZB um eine Stellungnahme zu einem Entwurf für ein königliches Gesetzesdekret über dringende finanzielle Maßnahmen zur Schaffung einer neuen Kategorie von Bankschuldtiteln, räumte ihr jedoch zur Prüfung des betreffenden Gesetzesentwurfs sowie zur Verabschiedung einer Stellungnahme vor Erlass des königlichen Gesetzesdekrets keinen ausreichend bemessenen Zeitrahmen ein.

Die kroatischen Behörden unterließen es, die EZB zu einem Gesetz über die Ungültigkeit von Kreditvereinbarungen mit internationalen Bestandteilen, die in der Republik Kroatien mit einem nicht zugelassenen Kreditgeber abgeschlossen wurden, zu konsultieren.

Schließlich versäumte es die niederländische Regierung, die EZB zu einem Gesetz zur Regelung der Rechtsstellung von Beamten zu konsultieren, das potenzielle Auswirkungen auf die Zentralbankunabhängigkeit hat.

Die Verstöße der Niederlande, Spaniens und Kroatiens gegen die rechtliche Verpflichtung zur Anhörung der EZB wurden als eindeutige und erhebliche Fälle eingestuft; der Verstoß Italiens gegen die rechtliche Verpflichtung zur Anhörung der EZB wurde als eindeutiger, erheblicher sowie als wiederholter Fall eingestuft.

¹²⁶ Dazu zählen: a) Fälle, in denen es eine nationale Behörde unterließ, der EZB Entwürfe für Rechtsvorschriften, die innerhalb der Zuständigkeitsbereiche der EZB liegen, zur Stellungnahme vorzulegen, und b) Fälle, in denen eine nationale Behörde die EZB zwar formell konsultierte, ihr jedoch zur Prüfung der betreffenden Entwürfe für Rechtsvorschriften sowie zur Verabschiedung einer Stellungnahme vor Erlass der jeweiligen Rechtsvorschriften keinen ausreichend bemessenen Zeitrahmen einräumte.

9.3 Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs

Gemäß Artikel 271 Buchstabe d des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) ist die EZB mit der Aufgabe betraut, die Einhaltung der in Artikel 123 und 124 des AEUV sowie in den Verordnungen (EG) Nr. 3603/93 und 3604/93 des Rates festgelegten Verbote durch die nationalen Zentralbanken (NZBen) der EU-Mitgliedstaaten und durch die EZB selbst zu überwachen. Nach Artikel 123 ist es der EZB und den NZBen untersagt, Regierungsstellen sowie Organen bzw. Einrichtungen der EU Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten einzuräumen oder von solchen Institutionen begebene Schuldtitel am Primärmarkt zu erwerben. Gemäß Artikel 124 sind Maßnahmen, die nicht aus aufsichtsrechtlichen Gründen getroffen werden und Regierungsstellen sowie Organen bzw. Einrichtungen der EU einen bevorrechtigten Zugang zu Finanzinstituten verschaffen, verboten. Über die Einhaltung dieser Bestimmungen durch die Mitgliedstaaten wacht neben dem EZB-Rat auch die Europäische Kommission.

Die EZB überwacht ferner die durch die Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten am Sekundärmarkt getätigten Käufe von Schuldtiteln der öffentlichen Hand – also Käufe inländischer Staatspapiere sowie Käufe von Schuldtiteln, die von anderen Mitgliedstaaten oder von Organen bzw. Einrichtungen der EU begeben wurden. Laut den Erwägungsgründen der Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates darf der Erwerb von Schuldtiteln der öffentlichen Hand am Sekundärmarkt nicht zur Umgehung der Zielsetzung von Artikel 123 des Vertrags genutzt werden. Solche Käufe dürfen also nicht zu einer indirekten monetären Finanzierung des öffentlichen Sektors führen.

Die für 2017 durchgeführten Prüfungen bestätigten, dass die Bestimmungen von Artikel 123 und 124 des AEUV und der diesbezüglichen Ratsverordnungen im Allgemeinen eingehalten wurden.

Festzustellen war auch, dass die meisten NZBen in der EU im Berichtsjahr die geltenden Obergrenzen für die Verzinsung von Einlagen der öffentlichen Hand in vollem Umfang einhielten. Allerdings müssen einzelne NZBen sicherstellen, dass die Verzinsung von Einlagen der öffentlichen Hand nie über der Obergrenze liegt, auch wenn diese negativ sein sollte.

In ihrem letzten Jahresbericht hatte die EZB festgestellt, dass die Errichtung und Finanzierung der Vermögensverwaltungsgesellschaft MARK Zrt. durch die ungarische Zentralbank (MNB) eine Verletzung des Verbots der monetären Finanzierung darstellt, die es zu korrigieren gilt. Die MNB hat Korrekturmaßnahmen ergriffen und sämtliche Eigentums- oder Kontrollrechte an der MARK Zrt. abgetreten, doch ist die diesbezügliche Finanztransaktion zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht vollständig abgeschlossen, weshalb der Korrekturprozess noch nicht für beendet befunden und der Fall noch nicht formal abgeschlossen werden kann.

Schon seit 2014 hatte die EZB in ihren Jahresberichten Bedenken im Hinblick auf einige von der MNB 2014 und 2015 initiierte Programme geäußert, die sie seither laufend überwacht. Diese nicht geldpolitisch ausgerichteten Programme stehen potenziell im Widerspruch zum Verbot der monetären Finanzierung, da der Eindruck entstehen könnte, dass die MNB hier Aufgaben des Staates übernimmt oder der öffentlichen Hand anderweitig finanzielle Vorteile angedeihen lässt. Die gegenständlichen Programme umfassen ein über verflochtene Stiftungen betriebenes Finanzbildungsprogramm, die Übernahme von vormals bei der ungarischen Finanzmarktaufsicht beschäftigten Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern in den Personalstand der MNB sowie ein Programm zum Ankauf ungarischer Kunstwerke und Kulturgüter. Im Jahr 2017 traf die MNB eine Reihe von Maßnahmen, um die Bedenken der EZB auszuräumen. Dennoch wird die EZB diese umfangreichen Maßnahmen weiterhin genau überwachen, um sicherzustellen, dass sie dem Verbot der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs entsprechen. Darüber hinaus wird die EZB weiterhin die Beteiligung der MNB an der Budapester Börse überwachen, da die im November 2015 begründete Mehrheitsbeteiligung der MNB an der Budapester Börse nach wie vor Anlass zu Bedenken hinsichtlich der monetären Finanzierung geben könnte.

Die irische Zentralbank konnte 2017 den Bestand an Vermögenswerten im Zusammenhang mit der Irish Bank Resolution Corporation (IBRC) hauptsächlich durch Veräußerung langfristiger, variabel verzinsten Anleihen reduzieren und so dem erforderlichen vollständigen Abbau dieser Vermögenswerte einen großen Schritt näherkommen. Ein ambitionierterer Zeitplan für die Veräußerung dieser Vermögenswerte würde die nach wie vor schwerwiegenden Bedenken hinsichtlich der monetären Finanzierung rascher zerstreuen.

10 Internationale und europäische Zusammenarbeit

10.1 Europäische Beziehungen

Die EZB stand auch im Jahr 2017 in einem engen Dialog mit europäischen Gremien und Institutionen, insbesondere mit dem Europäischen Rat, dem ECOFIN-Rat, der Euro-Gruppe, dem Europäischen Parlament und der Europäischen Kommission. Auf der Tagesordnung der Sitzungen der Euro-Gruppe und des ECOFIN-Rats, an denen der EZB-Präsident und weitere Direktoriumsmitglieder teilnahmen, standen unter anderem die Vollendung der Bankenunion, die weitere Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) sowie Themen im Zusammenhang mit der Stärkung der wirtschaftlichen Konvergenz im Euroraum.

Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion Europas

Im Berichtsjahr wurden weitere Maßnahmen zur Stärkung der WWU diskutiert sowie die allgemeine Entwicklung der europäischen Integration erörtert.

Die EZB brachte sich bei mehreren Gelegenheiten in die Debatte zur Stärkung des wirtschafts- und finanzpolitischen Steuerungsrahmens ein. Dabei betonte sie wiederholt, dass die Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts und des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht in allen Ländern und im Zeitablauf einheitlich anzuwenden sind. Die diesbezüglichen Fortschritte waren bislang wenig zufriedenstellend.

Eine Vertiefung der WWU ist nur auf Grundlage gegenseitigen Vertrauens unter den Mitgliedstaaten möglich; dieses aufzubauen erfordert wiederum die vollständige Durchsetzung der Haushaltsregeln und eine wirksamere Abstimmung der Wirtschaftspolitik.

Im Bereich der Finanzmarktintegration in Europa wurden 2017 mehrere Maßnahmen ergriffen, um die Bankenunion weiter auszubauen. Mit dem Ziel, gleiche Rahmenbedingungen für alle Banken im Euroraum zu schaffen, nahm die EZB eine umfassende Überprüfung der in der Eigenkapitalrichtlinie und der Eigenkapitalverordnung enthaltenen nationalen Optionen und Ermessensspielräume vor, um hier eine stärkere Harmonisierung zu erreichen. Auch in ihrer Aufsichtsfunktion verfolgte die EZB dieses Ziel, indem sie die Angleichung der Aufsichtspraktiken weiter vorantrieb. Unter anderem veröffentlichte die EZB einen [Leitfaden](#) für Banken zum Umgang mit notleidenden Krediten in der Bankenunion.

Parallel dazu wurde in EU-Gremien weiter an den technischen Details eines künftigen europäischen Einlagensicherungssystems und eines gemeinsamen Absicherungsmechanismus („Backstop“) für den Einheitlichen Abwicklungsfonds (SRF) gearbeitet. Zusätzlich unterstützt wurden diese Bemühungen durch eine Mitteilung der Europäischen Kommission vom Oktober 2017 zur Vollendung der Bankenunion.

Neben der Wahrnehmung ihrer Aufsichtsfunktion beteiligte sich die EZB auch an der Ausarbeitung einer EU-weiten Lösung im Hinblick auf den Rang unbesicherter Schuldtitel in Bankinsolvenzverfahren. Außerdem gestaltete sie einen Verordnungsentwurf mit, der Übergangsregelungen im Zusammenhang mit den Auswirkungen des neuen internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS 9 auf die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen festlegt.

Als Ergänzung der Bankenunion könnte eine europäische Kapitalmarktunion die Integration der Finanzmärkte durch verbesserten Zugang zu Kapital fördern und so die Schockresistenz der WWU erhöhen. Daher fand im Berichtsjahr eine Halbzeitüberprüfung des Maßnahmenplans zur Verwirklichung der Kapitalmarktunion statt. In diesem Zusammenhang wurden einige Verordnungen verabschiedet, z. B. zur Festlegung gemeinsamer Verbriefungs- und Risikokapitalvorschriften.

Erfüllung der demokratischen Rechenschaftspflicht

Durch Ratifizierung der EU-Verträge schufen die Mitgliedstaaten der Europäischen Union die EZB als unabhängige Institution mit einem klaren Mandat zur Gewährleistung der Preisstabilität. Dieser Unabhängigkeit steht notwendigerweise auch ein

hohes Maß an Rechenschaftspflicht gegenüber. Die Unabhängigkeit gewährleistet, dass die EZB ihr demokratisches Mandat frei von politischer Einflussnahme und ohne jeglichen Druck durch kurzfristige Interessen erfüllen kann. Die Rechenschaftspflicht wiederum stellt sicher, dass Unabhängigkeit nicht in Willkür mündet und dass die EZB ihr Mandat erfüllt.

Laut Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union hat die EZB ihre Handlungen primär gegenüber dem Europäischen Parlament als der gewählten Vertretung der EU-Bevölkerung zu verantworten. So trat der Präsident der EZB auch 2017 im Rahmen der regelmäßigen Anhörungen viermal vor den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments.¹²⁷ Im Mittelpunkt standen dabei die Geldpolitik der EZB (vor allem die geldpolitischen Sondermaßnahmen), die Zukunft der WWU und der EU sowie die politischen Maßnahmen im Finanzsektor. Außerdem stellten die Abgeordneten Fragen zu den externen Risiken für die Wirtschaftsaussichten (z. B. durch politische Unsicherheit).

Die Rechenschaftspflicht der EZB umfasst neben der regelmäßigen Berichterstattung auch die Beantwortung von schriftlichen Anfragen der Abgeordneten des Europäischen Parlaments. Im Berichtsjahr wurden 53 Schreiben mit derartigen Anfragen an den Präsidenten der EZB gerichtet; die Antworten wurden online veröffentlicht.¹²⁸ Entsprechend den hohen Standards der EZB im Hinblick auf Rechenschaftspflicht und Transparenz beantwortete der EZB-Präsident insgesamt 138 Fragen der Abgeordneten des Europäischen Parlaments schriftlich oder im Zuge seiner Anhörungen. Die meisten Anfragen betrafen die Umsetzung der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, wirtschaftliche Anpassungsprogramme sowie die Entwicklung der TARGET2-Salden.

Auch hinsichtlich ihrer Tätigkeit im Rahmen der Bankenaufsicht ist die EZB gegenüber dem Europäischen Parlament und dem EU-Rat rechenschaftspflichtig.¹²⁹ Nähere Informationen dazu finden sich im [EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2017](#).

10.2 Internationale Beziehungen

G 20

Vor dem Hintergrund einer an Fahrt gewinnenden globalen Wirtschaftserholung konzentrierte sich die Arbeit der G 20 unter dem Vorsitz Deutschlands darauf, die Widerstandsfähigkeit von Volkswirtschaften zu stärken und bereits beschlossene Vorhaben voranzutreiben. In diesem Zusammenhang bekräftigten die Finanz-

¹²⁷ Die einleitenden Bemerkungen sind auf der [Website der EZB](#) abrufbar.

¹²⁸ Alle Antworten des Präsidenten der EZB auf Anfragen der Abgeordneten des Europäischen Parlaments sind in einem eigenen Bereich der [EZB-Website](#) einsehbar.

¹²⁹ Antwortschreiben der Vorsitzenden des EZB-Aufsichtsgremiums auf Anfragen durch Abgeordnete des Europäischen Parlaments werden auf der [Website der EZB zur Bankenaufsicht](#) veröffentlicht.

ministerinnen und -minister sowie die Zentralbankpräsidentinnen und -präsidenten der G 20 ihr Bekenntnis zu angemessenen Wechselkursen und die Staats- und Regierungschefs der G 20 brachten ihre Absicht zum Ausdruck, sich weiter für den Kampf gegen Protektionismus einzusetzen. Die G 20 überprüften im Berichtsjahr auch verstärkt die Wirksamkeit politischer Maßnahmen zur Förderung eines starken, nachhaltigen, integrativen und ausgewogenen Wirtschaftswachstums auf Grundlage eines dreigleisigen Ansatzes. Im Vordergrund standen dabei weiterhin Struktur-reformen, die zur Verbesserung der mittelfristigen Konjunkturaussichten unbedingt erforderlich sind. Auch die Arbeiten zur Finalisierung und Umsetzung der Reform-agenda im Regulierungsbereich wurden fortgeführt. Hierzu zählten z. B. Maß-nahmen zur Erhöhung der Widerstandskraft des Schattenbankensektors und die Überprüfung der Wirksamkeit von Reformen im Bereich der Finanzmarktregulierung. Die G 20 erzielten 2017 auch Fortschritte bei der internationalen Zusammenarbeit in Steuerfragen sowie im Bereich der finanziellen Transparenz. Darüber hinaus bekräftigten die G 20 ihr Bekenntnis zur Optimierung der internationalen Finanz-architektur und des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes. Die G 20 und andere internationale Institutionen, wie der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), richteten ihr Augenmerk auch verstärkt auf die systemische Verbesserung des internationalen Kapitalverkehrs. Außerdem starteten die G 20 im Berichtsjahr die Initiative „Compact with Africa“, um private Investitionen in Afrika zu fördern.

IWF und internationale Finanzarchitektur

Auch im Berichtsjahr gestaltete die EZB den im Internationalen Währungsfonds (IWF) und anderen Foren geführten Diskurs zum internationalen Währungs- und Finanzsystem aktiv mit, indem sie ihre Zentralbankperspektive zur Förderung einer gemeinsamen europäischen Sichtweise einbrachte.

Mehrere Initiativen zur Stärkung des globalen finanziellen Sicherheitsnetzes wurden vorangetrieben. Im Zuge der Überarbeitung seines „Lending Toolkits“ entwickelte der IWF ein Instrument zur Koordinierung von Politikmaßnahmen. Dieses ermöglicht es Ländern, ihre Entschlossenheit zu wirtschaftlichen Reformen zu signalisieren und alternative Finanzierungsquellen zu erschließen. Das Exekutivdirektorium des IWF billigte im Berichtsjahr neue Grundsätze und Modalitäten für die Zusammenarbeit zwischen dem IWF und regionalen Finanzierungseinrichtungen (RFAs), um deren wachsender Bedeutung im globalen finanziellen Sicherheitsnetz Rechnung zu tragen.

Ein bedeutender Schritt in der Überwachung des Finanzsektors war die 2017 erstmalig vom IWF durchgeführte FSAP-Überprüfung für den Euroraum. Die Ergebnisse dieser umfassenden Analyse, an der die EZB in ihrer Rolle als Zentralbank und Aufsichtsbehörde gemeinsam mit anderen europäischen Institutionen beteiligt ist, werden letztlich auch in die FSAP-Analysen auf nationaler Ebene einfließen und diese somit erleichtern.

Was die Entwicklung der Quoten und Governance beim IWF betrifft, so wurden 2017 die Arbeiten im Rahmen der 15. allgemeinen Quotenüberprüfung fortgesetzt. Ein starker, quotenbasierter und finanziell adäquat ausgestatteter IWF im Zentrum des internationalen Währungssystems ist weiterhin von entscheidender Bedeutung.

Internationale Zentralbankkooperation

In ihrer Rolle als wichtige globale Wirtschaftsakteurin und europäische Institution baute die EZB ihre Zusammenarbeit mit Notenbanken außerhalb der EU weiter aus.

Im Berichtsjahr kam es zu zwei hochrangig besetzten Treffen zwischen Vertreterinnen und Vertretern des Eurosystems und Delegationen aus Zentralbanken der Mittelmeerländer und der Golfregion. Im Bereich der bilateralen Zusammenarbeit verstärkte die EZB ihre Kooperation mit der South African Reserve Bank. Außerdem intensivierte sie im Berichtsjahr sowohl auf Management- als auch auf Experten-ebene ihre Kontakte mit jenen Notenbanken der G-20-Schwellenländer, die ein Memorandum of Understanding mit der EZB unterzeichnet haben. Im Berichtsjahr weitete die EZB auch ihren Kooperationsradius weiter aus, vor allem in Richtung Lateinamerika, Asien und Afrika.

In ihrer Rolle als EU-Institution setzte die EZB ihre Zusammenarbeit mit den Notenbanken von Ländern mit einer EU-Beitrittsperspektive fort – im Wesentlichen in Form einer Workshop-Reihe, die in enger Kooperation mit einigen ESZB-Zentralbanken angeboten wurde. Darüber hinaus entwickelte sie im Berichtsjahr in enger Abstimmung mit den ESZB-Partnern Leitlinien für die Organisation der Kooperation mit Notenbanken außerhalb der EU. Diese wurden vom EZB-Rat und vom Erweiterten Rat genehmigt und Ende 2017 unter dem Titel „International Central Bank Cooperation: ESCB Best Practices“ veröffentlicht.¹³⁰ Der Leitfaden erläutert die Zielsetzungen, die Grundsätze und die praktische Durchführung der internationalen Zentralbankkooperation auf Experten- und Managementebene.

11 Externe Kommunikation

11.1 Kommunikation als strategische Kernaufgabe der EZB

Kommunikation ist für Zentralbanken eine Grundvoraussetzung für den Erfolg ihrer geldpolitischen Maßnahmen, die Erfüllung ihrer Rechenschaftspflichten und die Wahrung ihrer Reputation. Da gezielte Öffentlichkeitsarbeit immer wichtiger wird, organisierte die EZB im November 2017 ihre erste Konferenz zu diesem Thema ([ECB Central Bank Communications Conference](#)). Vertreterinnen und Vertreter des Zentralbankbereichs, der Politik, der Medien, der Finanzmärkte und der Wissenschaft nutzten die Konferenz, um die derzeit wichtigsten Themen der Zentralbank-

¹³⁰ Das Dokument ist auf der [Website der EZB](#) abrufbar.

kommunikation zu erörtern: Wie können Notenbanken durch ihren Außenauftritt die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik und ihre Reputation verbessern? Wie können sie durch verstärkte Transparenz die Erfüllung ihrer Rechenschaftspflichten gewährleisten? Und wie können sie ihre Botschaften klar formulieren, um mehr Menschen zu erreichen und auf diese Weise mehr Vertrauen in der Bevölkerung und eine breitere Akzeptanz für die Notwendigkeit von Zentralbankunabhängigkeit zu schaffen?

Podiumsdiskussion bei der ECB Central Bank Communications Conference



David Wessel (Brookings Institution), Janet Yellen (Federal Reserve), Mario Draghi (EZB), Mark Carney (Bank of England) und Haruhiko Kuroda (Bank of Japan) bei der ECB Central Bank Communications Conference, 14. November 2017.

Folgende wichtige Botschaften nahm die EZB aus der Konferenz mit: Erstens: Kommunikation kann nur unterstützend wirken. Zweitens: Kommunikation als explizites geldpolitisches Instrument – z. B. in Form der Forward Guidance – hat sich als wirksam und erfolgreich erwiesen und wird Teil des Instrumentariums der EZB bleiben. Drittens: Kommunikation darf keine Einbahnstraße sein – die Zentralbanken sollten einen echten Dialog suchen. Viertens: Die Zentralbanken sollten sich aus ihrer Komfortzone hinauswagen und abseits ihrer gewohnten Kommunikationskanäle – Märkte, Fachleute, Wirtschaftsmedien – nach Wegen suchen, über die sie neue Zielgruppen ansprechen können. Um das Vertrauen innerhalb der Bevölkerung zu stärken, müssen Zentralbanken ihr Handeln besser erklären und darlegen, inwiefern ihre Arbeit dem Gemeinwohl dient. Diese wesentlichen Erkenntnisse spiegeln sich bereits in vielen Bereichen der Öffentlichkeitsarbeit der EZB wider, und auch im Berichtsjahr wurden wichtige Kommunikationsinitiativen auf den Weg gebracht. Die Bemühungen der EZB konzentrieren sich dabei auf verstärkten externen und internen Austausch – sowohl durch direkte Kommunikation als auch durch die Nutzung digitaler Kanäle.

11.2 Verstärkter Dialog mit der Bevölkerung

Um den Dialog mit der Bevölkerung weiter auszubauen, eröffnete die EZB im Oktober 2017 ein eigenes [Besucherzentrum](#) in ihrem Hauptgebäude in Frankfurt am Main. In diesem innerhalb von zwei Jahren fertiggestellten Interaktionsraum können Besucherinnen und Besucher aus Europa und der ganzen Welt mehr über die EZB und ihre Aufgaben erfahren.

Die vier Schlüsselbereiche im Besucherzentrum der EZB



Das Konzept des Besucherzentrums beruht auf vier zentralen Themenbereichen, die alle mit dem Euro zu tun haben. Im ersten Bereich („maintain“) geht es darum, wie die EZB Preisstabilität gewährleistet. Der zweite Bereich („safeguard“) erläutert, welche Rolle der EZB bei der Förderung von Finanzstabilität und in der Bankenaufsicht zukommt. Der dritte Bereich („connect“) beleuchtet die Aufgaben der EZB im Zusammenhang mit der Entwicklung von Zahlungsverkehrssystemen und der Ausgabe von Euro-Banknoten. Der vierte Bereich („achieve“) bietet eine breitere europäische Perspektive und hebt die Errungenschaften Europas hervor. Das Ausstellungskonzept ermöglicht eine interaktive und praktische Lernerfahrung durch Spiele, Videos, Objekte zum Anfassen und eine Nachbildung des Sitzungssaals des EZB-Rats. Durch das neue Zentrum wurden die Kapazitäten der EZB für Besuchergruppen verdreifacht. Ab 2018 werden 40 000 Gäste pro Jahr erwartet. 2017 begrüßte die EZB bereits 811 Gruppen mit mehr als 22 700 Besucherinnen und Besuchern aus 42 Ländern in Frankfurt. In der Regel sind die angebotenen Führungen und Vorträge auf die spezifischen Interessen der jeweiligen Gruppen zugeschnitten und geben diesen ausreichend Gelegenheit zur aktiven Beteiligung.

Um verstärkt junge Menschen anzusprechen, richtete die EZB 2017 den [ECB Youth Dialogue](#) ein. Die ersten beiden Veranstaltungen in diesem neuen interaktiven Format, das es Studierenden ermöglicht, Fragen direkt an den EZB-Präsidenten zu richten, fanden in Lissabon und Dublin statt. Um den Austausch mit jungen Menschen ging es der EZB auch bei der 2017 erstmals veranstalteten [Euro Video Challenge](#). Junge Europäerinnen und Europäer waren aufgerufen, einen leicht verständlichen Kurzfilm zur Arbeit der EZB zu drehen, der ein junges Publikum anspricht, das nicht unbedingt über Vorkenntnisse in diesem Bereich verfügt. Diese

neuen innovativen Kommunikationsinitiativen ergänzen die bereits etablierten Maßnahmen wie den im Berichtsjahr zum siebenten Mal veranstalteten Schülerwettbewerb [Generation Euro Students' Award](#) und den Tag der offenen Tür für Kinder im Alter von 8 bis 12 Jahren, der in Zusammenarbeit mit der beliebten deutschen TV-Kindersendung „Die Sendung mit der Maus“ angeboten wird.

Die EZB verstärkte auch weiter ihre Online- und Social-Media-Präsenz, um Menschen aller Altersgruppen – unabhängig von deren Bildungsstand oder beruflichen und privaten Interessen – direkt anzusprechen. Die aus mehr als 137 000 Einzelseiten bestehende [EZB-Website](#) wurde im Berichtsjahr von etwa 18 Millionen Menschen aus aller Welt besucht. Besonders beliebt ist der Bereich „Wissenswertes“. Hier werden komplexe Zentralbankthemen in 24 Sprachen einfach erklärt – z. B.: [Warum sind die Zinsen niedrig?](#), [Wie funktioniert quantitative Lockerung?](#) oder [Was sind notleidende Kredite?](#) Die Anzahl der Follower des [EZB-Twitter-Accounts](#) erreichte im Berichtsjahr 400 000; die Kontakte auf [LinkedIn](#) wuchsen auf 50 000. Dem [YouTube-Kanal](#) der EZB folgten mittlerweile 16 000 Menschen.

Im März 2017 würdigte der Europäische Bürgerbeauftragte das innovative Kommunikationskonzept der EZB mit einer [Auszeichnung für gute Verwaltungspraxis](#) in der Kategorie „Excellence in communications“. Hervorgehoben wurden dabei die Website, Multimediaformate, gezielte Öffentlichkeitsarbeit und insbesondere die Bemühungen der EZB, der Bevölkerung ihre Aufgaben und Verantwortungsbereiche zielgruppengerecht näherzubringen. Darüber hinaus steht die Auszeichnung auch für eine gute öffentliche Verwaltung, die sich durch eine gelebte Dienstleistungskultur auszeichnet und sich dem Gedanken verpflichtet fühlt, einen unmittelbar bürgerrelevanten Beitrag zu leisten.

12 [Beschlussorgane und Corporate Governance](#)

Die Leitung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) oblag 2017 unverändert den Beschlussorganen der EZB ([EZB-Rat](#), [Direktorium](#), [Erweiterter Rat](#)), deren Zuständigkeiten im [Vertrag über die Europäische Union und im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union](#), in der [ESZB-Satzung](#) und in den einschlägigen [Geschäftsordnungen](#) geregelt sind. Der Präsident und der Vizepräsident der EZB hielten auch 2017 regelmäßig [Pressekonferenzen](#) ab, um die Ergebnisse der acht geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats zu präsentieren. Die [Zusammenfassungen](#) der geldpolitischen Sitzungen sowie andere Informationen zu [Beschlüssen](#) des EZB-Rats wurden im Berichtsjahr regelmäßig auf der EZB-Website veröffentlicht.

Im Januar 2017 kam das Direktorium der EZB, das die geldpolitischen Entscheidungen des EZB-Rats umsetzt und die laufenden Geschäfte der EZB führt, bereits zu seiner 1 000. Sitzung zusammen. Im Berichtsjahr war mit Tallinn erstmals eine Stadt in einem baltischen Land Schauplatz der einmal jährlich außerhalb von Frankfurt stattfindenden Sitzung des EZB-Rats. Die Gelegenheiten, zu denen der EZB-Rat an einem anderen europäischen Ort tagt, ermöglichen es seinen

Mitgliedern, die Vielfalt des Euroraums zu erleben; gleichzeitig sind diese Termine ein Anlass für die Menschen im jeweiligen Land, mehr über die EZB und ihr Mandat zu erfahren. Der Erweiterte Rat, in dem Themen mit Relevanz für das gesamte ESZB erörtert werden, informierte sich im Berichtsjahr unter anderem in einem eigenen Seminar über die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber Cyberattacken. Damit die Trennung der geldpolitischen und übrigen Aufgaben von den Aufsichtspflichten der EZB gemäß [Verordnung \(EU\) Nr. 1024/2013 des Rates](#) sichergestellt ist, finden zur Erörterung von Aufsichtsfragen separate EZB-Ratssitzungen statt. Weitere Informationen zur Aufsichtsfunktion der EZB sowie zum leitenden [Aufsichtsgremium](#) finden sich auf der [Website der EZB zur Bankenaufsicht](#) und im [EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2017](#).

Die Ausschüsse des Eurosystems/ESZB unterstützten die Beschlussorgane der EZB auch im Berichtsjahr maßgeblich bei der Aufgabenerfüllung. Zu diesem Zweck tagten sie entweder in der Eurosystem- bzw. ESZB-Zusammensetzung oder in der SSM-Zusammensetzung, wenn Themen der Bankenaufsicht auf der Tagesordnung standen (in diesem Fall sind sowohl die Zentralbanken als auch die nationalen zuständigen Behörden aller Euro-Länder mit je einem Ausschussmitglied vertreten).

Zur Regelung von Corporate-Governance-Fragen stützt sich die EZB auf zwei hochrangig besetzte Ausschüsse – den [Prüfungsausschuss](#) und den [Ethikausschuss](#) – sowie weitere [externe und interne Kontrollinstanzen](#). Hinzu kommen moderne [Ethik-Regeln](#), klar definierte Vorgaben für Untersuchungen im Bereich der [Betrugsbekämpfung](#) sowie entsprechende [Transparenzregelungen](#).

Integrität, Offenheit und ordnungsgemäße Verwaltung sind unerlässlich, um das Vertrauen der Belegschaft und der Bevölkerung in die EZB zu wahren. Daher unterstützt die direkt dem Präsidenten der EZB berichtende Stabsstelle Compliance und Governance das Direktorium dabei, ethische Verhaltensstandards zu fördern und somit die Integrität und das Ansehen der EZB zu schützen.

Angesichts der zentralen Bedeutung ethischen Verhaltens machte das Direktorium 2017 Schulungen in diesem Bereich für die gesamte Belegschaft verpflichtend. Außerdem setzte der EZB-Rat im Berichtsjahr auf Eurosystem- und SSM-Ebene eine Arbeitsgruppe aus Ethik- und Compliance-Beauftragten ein, um einheitliche Verhaltensstandards umzusetzen und den Austausch und die Zusammenarbeit zwischen der EZB, den nationalen Zentralbanken und den nationalen zuständigen Behörden zu erleichtern.

Im Sinn der Offenheit und ihrer gesellschaftlichen Verantwortung pflegt die EZB auf höchster Ebene einen regelmäßigen Dialog mit Fachleuten aus dem [Bankensektor](#), [institutionellen Anlegern](#) und [nichtfinanziellen Unternehmen](#), um gezielten Input zu konjunkturellen, strukturellen, finanziellen und realwirtschaftlichen Themen zu erhalten. Dieser Austausch wird ferner ergänzt durch regelmäßige Kontakte mit Vertreterinnen und Vertretern aus Politik, Wissenschaft, Interessensverbänden und Zivilgesellschaft, die einen Blick auf Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklungen aus umfassenderer gesellschaftlicher Perspektive ermöglichen. Auch in operativen Fragen tauscht sich die EZB mit vielen verschiedenen Akteuren aus.

Die Pflege externer Kontakte unterliegt klar definierten Rahmenbedingungen, die Transparenz und Fairness garantieren.

Unter dem Aspekt der Transparenz veröffentlicht die EZB auch die [Terminkalender der Mitglieder des Direktoriums](#) und die [Terminkalender der Vorsitzenden und stellvertretenden Vorsitzenden des Aufsichtsgremiums](#).

Die Transparenzregelungen der EZB stehen dabei im Einklang mit den Zielsetzungen und Standards anderer Einrichtungen und Organe der EU zum Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten. In diesem Zusammenhang gilt es, das Recht der Öffentlichkeit auf Information einerseits und die notwendige Vertraulichkeit bestimmter Angelegenheiten, die speziell die Erfüllung der Aufgaben der EZB betreffen, andererseits abzuwägen. Angesichts der wachsenden Aufgaben der EZB sind sowohl Anzahl als auch Komplexität der Anfragen hinsichtlich Dokumenteneinsichtnahme durch die Öffentlichkeit und die nationalen Behörden erheblich angestiegen.

13 Entwicklungen im Bereich Organisation und Personal

Im September 2017 finalisierte die EZB ihre neue Geschäftsstrategie für 2018 bis 2020. Im Sinne einer strategischen Ausrichtung für die Zukunft wurden konkrete institutionelle Prioritäten und Ziele definiert, die die EZB dabei unterstützen werden, notwendige Anpassungen in einer sich ständig ändernden Welt durchzuführen und gleichzeitig ihrem Mandat treu zu bleiben. Die vier im Einklang mit den Aufgaben der EZB definierten Prioritäten sind: a) Wahrung der Preisstabilität, b) Erhaltung der Stabilität des Finanzsystems, c) Stärkung des Rufs der EZB als Institution von Weltrang und d) Inspiration, Weiterentwicklung und Motivation der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter.

Zur Absteckung des strategischen Rahmens analysierte das Direktorium interne und externe Trends und Herausforderungen für die EZB. Zu den externen Herausforderungen zählen die niedrige Inflation, die den Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Instrumente notwendig macht, die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit sowie Cybersicherheitsrisiken. Auf der institutionellen Ebene gilt es, den Dienstleistungsbereich weiter zu optimieren, die organisatorische Belastbarkeit der EZB zu erhöhen, das Potenzial technologischer Innovationen stärker zu nutzen sowie bereichsübergreifend die Zusammenarbeit und den Informationsfluss zu verbessern.

In diesem Sinn erarbeiteten Teams aus allen Geschäftsbereichen auf Grundlage der vier strategischen Prioritäten mittelfristige Ziele, aus denen wiederum untergeordnete Ziele für die unterschiedlichen Organisationseinheiten abgeleitet wurden. Die definierten Ziele und die Umsetzungsfortschritte werden regelmäßig überprüft.

Auf Grundlage der strategischen Weichenstellungen für die nächsten drei Jahre kann sich die EZB auf die Dinge, die wirklich wichtig sind, konzentrieren, um so den Menschen im Euroraum den bestmöglichen Dienst zu erweisen.

Personal

Die EZB baute ihr Instrumentarium zum Talentmanagement und zur Weiterentwicklung von Führungskräften 2017 weiter aus. Anfang des Jahres kam mit dem Leadership Growth Programme ein wichtiges neues Ausbildungsprogramm hinzu, das inzwischen bereits von mehr als 80 % der Teilnahmeberechtigten in Anspruch genommen wurde. Parallel dazu wurde das Schulungsangebot auf ESZB-Ebene um ein Einführungsprogramm für neue Führungskräfte im Topmanagement erweitert. Die Geschäftsstrategie der EZB für 2018 bis 2020 wird die Entwicklung einer starken Führungskultur weiter forcieren und gleichzeitig ein hohes Maß an Eigenverantwortung innerhalb der gesamten Belegschaft fördern.

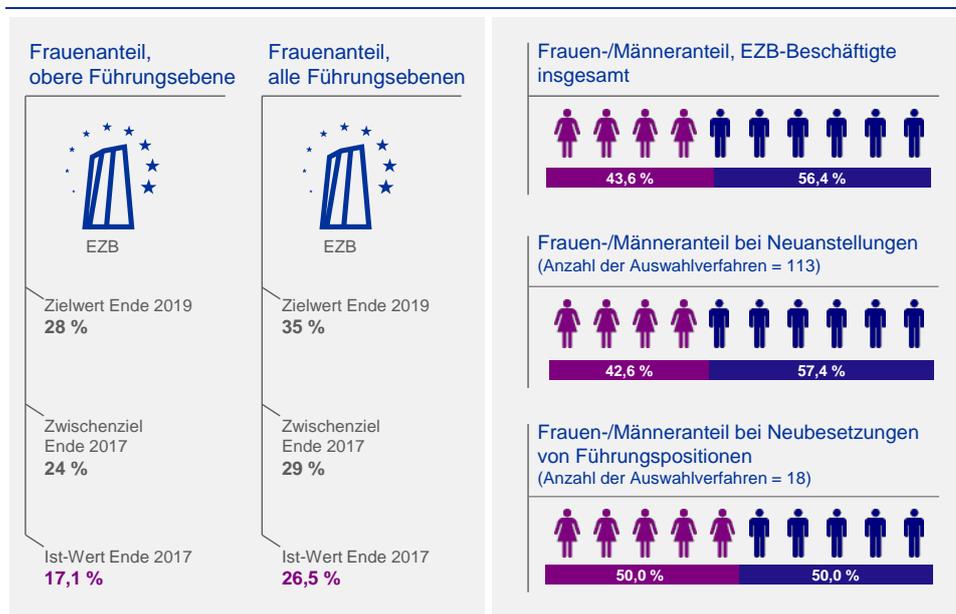
Zahlreiche weitere Maßnahmen, die im Berichtsjahr initiiert wurden, sollen eine von höchster Professionalität und Kompetenz geprägte Arbeitskultur fördern. Dazu zählen: ein Modell zur Zuordnung von Schlüsselkompetenzen und Aufgabenrollen; Initiativen zur strategische Personaleinsatzplanung; ein überarbeitetes Leistungsmanagement- und Entwicklungskonzept inklusive Ableitung von Personalzielen aus der Unternehmensstrategie; die Einführung eines verpflichtenden E-Learning-Programms zu ethischen Fragen, das bereits von mehr als 4 000 Personen absolviert wurde; und ein neues Angebot zur Unterstützung bei der beruflichen Neuorientierung außerhalb der EZB, das fast 200 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern zugutekommen wird. Durch gezielte Initiativen vielfältig begabte Spitzenkräfte aufzunehmen, in ihrer Entwicklung zu fördern und im Unternehmen zu halten, bleibt ein strategisches Schlüsselziel der EZB.

Die EZB setzte ihre Bemühungen zur Förderung personeller Vielfalt als Erfolgsfaktor 2017 fort. Als leistungsorientierte Institution hat sie sich den Werten der Diversität verschrieben: Alle in der EZB verdienen Respekt, Fairness, Inklusion und Chancengleichheit – unabhängig von Geschlecht, Nationalität, Religion, sexueller Orientierung, ethnischer Herkunft, Alter, kultureller Zugehörigkeit oder Behinderung. In diesem Sinn wurden 2017 wiederholt Zeichen gesetzt, darunter die Veranstaltung der Diversity Days mit Vortragenden aus dem universitären Bereich und aus dem öffentlichen Leben. Darüber hinaus wurde die EZB-Website um einen Diversity-Bereich ergänzt und anlässlich des Internationalen Tags gegen Homophobie, Transphobie und Biphobie (IDAHOT) die Regenbogenflagge gehisst.

Die Anhebung des Frauenanteils in der Belegschaft ist ein in der Strategie der EZB verankertes Ziel. Es wurden konkrete Zielvorgaben definiert, die mithilfe entsprechender Begleitmaßnahmen bis Ende 2019 zu erreichen sind. Diese Maßnahmen umfassen z. B. einen verstärkten Fokus auf inklusives Führen, aber auch Diversity-Beauftragte in allen Geschäftsbereichen, ein Mentoringprogramm, ein Weiterbildungsprogramm zur Förderung von Frauen in Führungspositionen, einen Informationstag für Studentinnen und den Ausbau flexibler Arbeitszeitregelungen.

Schaubild 3

Frauen-/Männeranteil bei der EZB – Status quo und Zielwerte



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Zahlen zum Frauen-/Männeranteil beziehen sich auf EZB-Beschäftigte mit befristeten und unbefristeten Arbeitsverträgen. Die Zahlen zum Frauen-/Männeranteil bei Neuanstellungen beziehen sich auf interne und externe Ausschreibungen für befristete Stellen, die 2017 besetzt wurden. Stand: 31. Dezember 2017.

Um den sozialen Dialog auf EZB-Ebene umfassend zu verbessern, wurden zahlreiche Aspekte der Personalarbeit im Jahr 2017 im Rahmen eines Kooperationsprogramms mit Belegschaftsvertretern und -vertreterinnen abgestimmt. Das Programm deckt sechs Schlüsselbereiche am Arbeitsplatz ab: persönliches Wohlbefinden, Gesundheit und Sicherheit; berufliche Weiterentwicklung und Leistungsmanagement; Vertragsgestaltung; Diversität und Inklusion; Personalaufnahme; sowie Mechanismen zur Einbindung der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. Die Belegschaftsvertretung hat zu unterschiedlichen dieser Themen wertvollen Input geliefert.

2017 wurde die zweite Generation von Nachwuchskräften in das ESZB-weite SSM-Traineeprogramm aufgenommen (insgesamt 31). Neu war im Berichtsjahr das Schuman-Programm, im Rahmen dessen mehr als 30 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter des ESZB für bis zu neun Monate zu einer anderen ESZB-Institution entsandt wurden, um dort an klar definierten Projekten mitzuarbeiten. Außerdem wurde eine Taskforce zu Mobilitätsthemen eingerichtet, um einen sinnvollen Personalaustausch innerhalb des ESZB zu fördern.

Zum 31. Dezember 2017 waren im Personalplan der EZB 3 252 Stellen in Vollzeitäquivalenten veranschlagt (Ende 2016: 2 898,5). Die tatsächliche Mitarbeiterzahl betrug in Vollzeitäquivalenten ausgedrückt 3 384 (31. Dezember 2016: 3 171).¹³¹ Im Berichtsjahr vergab die EZB 246 neue befristete Verträge (die teils nach Ablauf des Vertrages enden und teils in unbefristete Verträge

¹³¹ Diese Zahl enthält neben den auf Basis von Vollzeitäquivalenten gerechneten Verträgen auch Kurzzeitverträge für zur EZB entsandte Angestellte nationaler Zentralbanken und internationaler Organisationen sowie Verträge für Teilnehmerinnen und Teilnehmer des Graduate Programme.

umgewandelt werden können). Außerdem wurden zu Vertretungszwecken 393 Kurzzeitverträge (mit einer Laufzeit von unter einem Jahr) abgeschlossen bzw. einige Kurzzeitverträge verlängert. Die EZB bot im Berichtsjahr Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern nationaler Zentralbanken und internationaler Organisationen erneut Kurzzeitverträge mit einer Laufzeit von bis zu 36 Monaten an. Zum Stichtag 31. Dezember 2017 waren 232 Angestellte nationaler Zentralbanken und internationaler Organisationen in verschiedenen Funktionen bei der EZB tätig (7 % weniger als Ende 2016). Im September 2017 ging das Graduate Programme der EZB mit 15 Personen in die zwölfte Runde, und zum 31. Dezember 2017 sammelten 376 Praktikantinnen und Praktikanten bei der EZB erste Berufserfahrung (ein Plus von 18 % gegenüber dem Vorjahr). Darüber hinaus vergab die EZB im Rahmen der Forschungsprogramme für führende Ökonominnen und Ökonomen (Wim Duisenberg Research Fellowship) und für Nachwuchsforschende (Lamfalussy Fellowship) zwei bzw. fünf Stipendien.

Während die EZB als Organisation 2017 in Summe etwas wuchs, schieden auch insgesamt 113 Personen mit befristeten bzw. unbefristeten Arbeitsverträgen aus dem Dienst der EZB aus, weil sie sich beruflich verändern wollten oder in Rente gingen (2016: 56); außerdem liefen im Berichtsjahr 344 Kurzzeitverträge aus.

Erweiterter Jahresabschluss der EZB

2017

Managementbericht	A 2
Jahresabschluss der EZB	A 25
Bilanz zum 31. Dezember 2017	A 25
Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2017	A 27
Rechnungslegungsgrundsätze	A 28
Erläuterungen zur Bilanz	A 37
Außerbilanzielle Geschäfte	A 55
Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung	A 58
Bestätigungsvermerk	A 66
Erläuterungen zur Gewinnverteilung/Verlustabdeckung	A 70

Managementbericht

1 Zweck des EZB-Managementberichts

Der Managementbericht ist Bestandteil des erweiterten Jahresabschlusses der EZB und soll den Leserinnen und Lesern Hintergrundinformationen zum Jahresabschluss liefern.¹ Da die Aktivitäten und Geschäfte der EZB auf ihre Ziele ausgerichtet sind, ist auch ihre Finanz- und Ertragslage im Kontext ihrer Maßnahmen zu sehen.

Zu diesem Zweck erläutert der Managementbericht die wichtigsten Aktivitäten und Geschäfte der EZB sowie deren Auswirkungen auf den Jahresabschluss. Darüber hinaus enthält er eine Analyse der wichtigsten Entwicklungen in der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und enthält Informationen zu den finanziellen Mitteln der EZB. Der Bericht erläutert außerdem das Risikoumfeld, in dem die EZB tätig ist. Er liefert Informationen zu den finanziellen und operativen Risiken, denen die EZB ausgesetzt ist, sowie zu den Risikomanagementrichtlinien, die zur Risikominderung angewandt werden.

2 Aktivitäten

Die EZB ist Teil des Eurosystems, dessen vorrangiges Ziel in der Gewährleistung von Preisstabilität besteht. Zu den wichtigsten Aufgaben der EZB zählen gemäß der ESZB-Satzung² die Ausführung der Geldpolitik des Euroraums, die Durchführung von Devisengeschäften, die Verwaltung der offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets und die Förderung des reibungslosen Funktionierens der Zahlungsverkehrssysteme.

Die EZB ist auch dafür verantwortlich, dass der Einheitliche Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) wirksam und einheitlich funktioniert, um im Wege einer eng begleitenden und effektiven Bankenaufsicht zur Sicherheit und Solidität des Bankensystems und zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen.

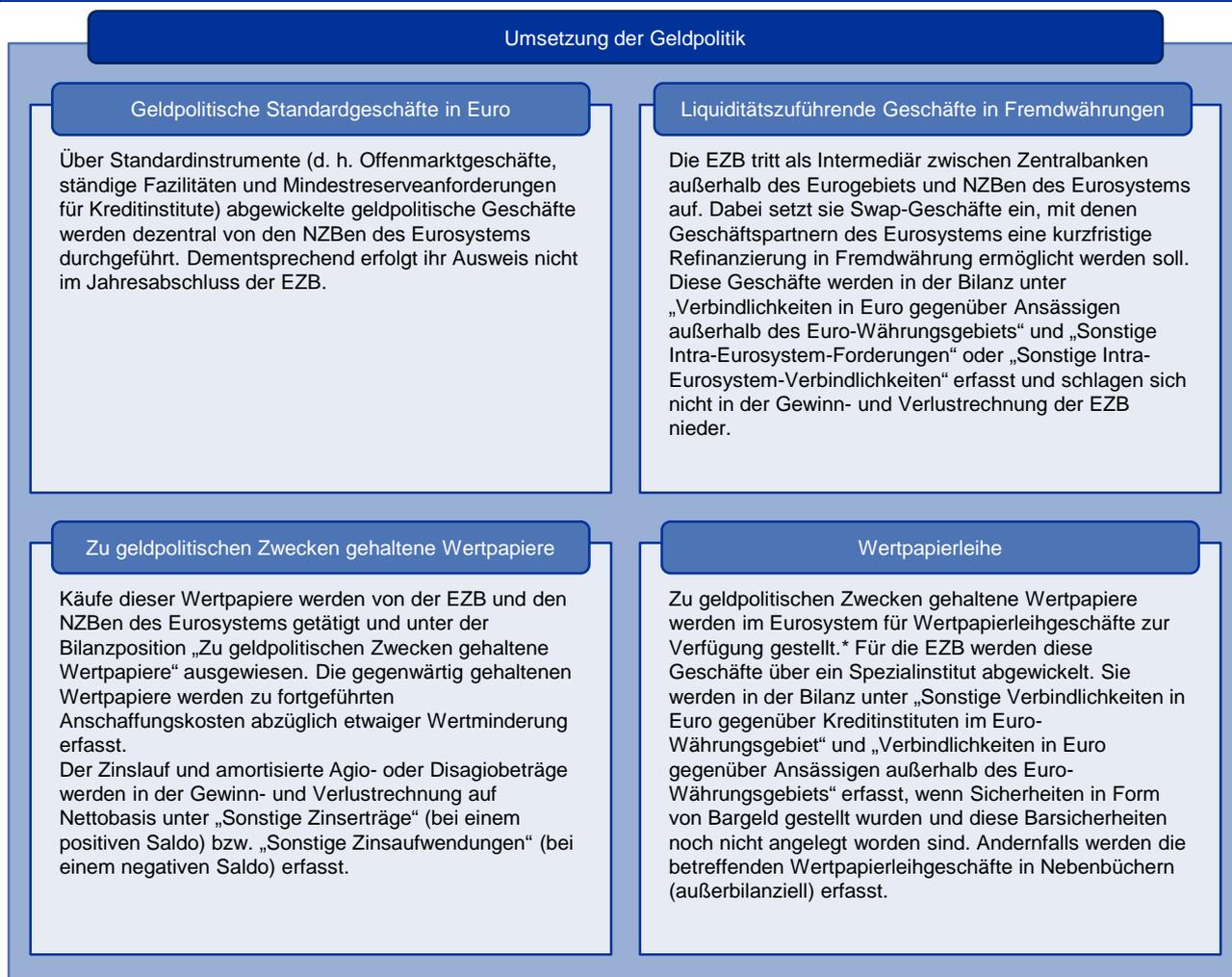
Das Prinzip der dezentralen Durchführung der Geldpolitik im Eurosystem spiegelt sich darin wider, dass die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems im Jahresabschluss der EZB und im Jahresabschluss der nationalen Zentralbanken (NZBen) erfasst werden. Schaubild 1 liefert einen Überblick über die wichtigsten von der EZB in Erfüllung ihres Mandats ausgeführten Geschäfte und wahrgenommenen Funktionen und erläutert die jeweiligen Auswirkungen auf den EZB-Jahresabschluss.

¹ Der Jahresabschluss umfasst die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die entsprechenden Erläuterungen. Der erweiterte Jahresabschluss besteht aus dem Jahresabschluss, dem Managementbericht, dem Bestätigungsvermerk und den Erläuterungen zur Gewinnverteilung/Verlustabdeckung.

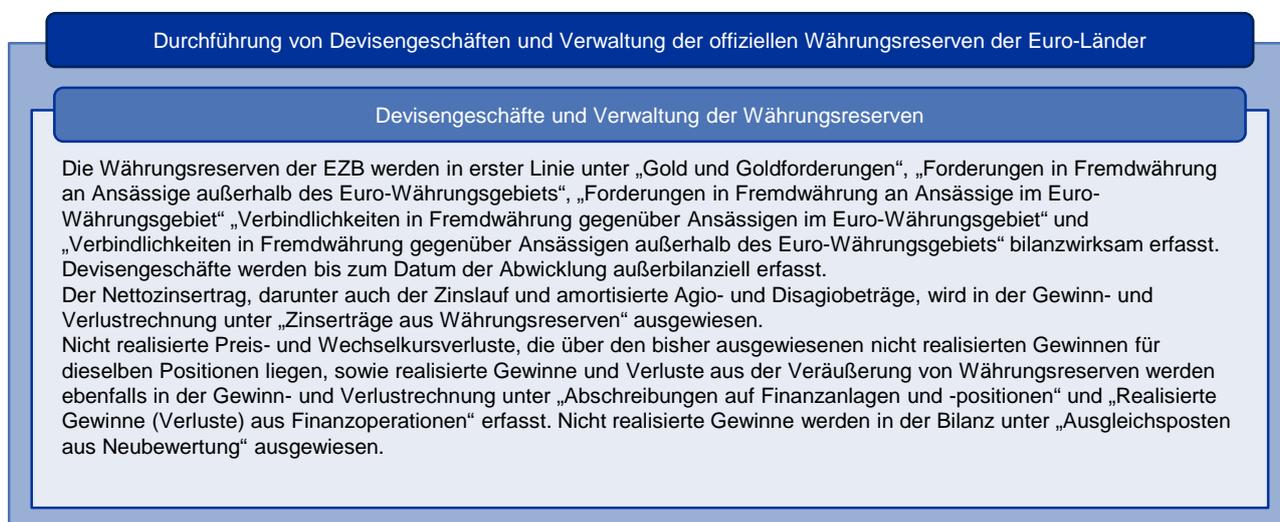
² Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank.

Schaubild 1

Die wichtigsten Aktivitäten der EZB und ihre Auswirkungen auf den Jahresabschluss



* Weitere Informationen zur Wertpapierleihe finden sich auf der [Website der EZB](#).



Förderung des reibungslosen Funktionierens von Zahlungsverkehrssystemen

Zahlungsverkehrssysteme (TARGET2)

Aus TARGET2* resultierende Intra-Eurosystem-Salden der NZBen des Euro-Währungsgebiets gegenüber der EZB werden in der Bilanz der EZB zusammengefasst als saldierte Intra-Eurosystem-Forderungen bzw. Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten ausgewiesen. Die Verzinsung dieser Salden wird in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Sonstige Zinserträge“ und „Sonstige Zinsaufwendungen“ erfasst.

* Weitere Informationen zu TARGET2 finden sich auf der [Website der EZB](#).

Beitrag zur Sicherheit und Solidität des Bankensystems und zur Stabilität des Finanzsystems

Bankenaufsicht – der Einheitliche Aufsichtsmechanismus

Die jährlichen Aufwendungen der EZB im Zusammenhang mit ihren Aufsichtsaufgaben werden über jährliche Aufsichtsgebühren gedeckt, die den beaufsichtigten Unternehmen auferlegt werden. Die Aufsichtsgebühren werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettoerträge aus Gebühren und Provisionen“ erfasst. Darüber hinaus ist die EZB berechtigt, Verwaltungsanktionen gegen beaufsichtigte Unternehmen zu verhängen, die gegen die EU-Bankenaufsichtsvorschriften (einschließlich Aufsichtsbeschlüssen der EZB) verstoßen. Die damit verbundenen Erträge werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettoerträge aus Gebühren und Provisionen“ erfasst.

Sonstiges

Banknotenumlauf

Auf die EZB entfällt ein Anteil von 8 % am Gesamtwert des Euro-Banknotenumlaufs. Dieser Anteil ist durch Forderungen gegenüber den NZBen gedeckt, die zum Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst werden. Diese Zinsen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung in der Position „Zinserträge aus der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems“ erfasst. Kosten im Zusammenhang mit dem grenzüberschreitenden Transport von Euro-Banknoten zur Belieferung der NZBen mit druckfrischen Geldscheinen sowie zwischen den NZBen zum Ausgleich von Engpässen durch Überschussbestände werden zentral von der EZB getragen. Diese Aufwendungen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Aufwendungen für Banknoten“ erfasst.

Eigenmittelportfolio

Das Eigenmittelportfolio der EZB wird in der Bilanz in erster Linie unter der Position „Sonstige finanzielle Vermögenswerte“ ausgewiesen. Der Nettozinsertrag, darunter auch der Zinslauf und amortisierte Agio- und Disagioträge, wird in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Sonstige Zinserträge“ und „Sonstige Zinsaufwendungen“ erfasst. Nicht realisierte Kursverluste, die über den bisher ausgewiesenen nicht realisierten Kursgewinnen für dieselben Positionen liegen, sowie realisierte Gewinne und Verluste aus der Veräußerung von Wertpapieren werden ebenfalls in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen“ und „Realisierte Gewinne (Verluste) aus Finanzoperationen“ erfasst. Nicht realisierte Kursgewinne werden in der Bilanz unter „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ ausgewiesen.

3 Finanzielle Entwicklungen

3.1 Bilanz

Abbildung 1 zeigt die wichtigsten Positionen der EZB-Bilanz im Zeitraum 2013-2017. Die Ausweitung der Bilanz der EZB begann im vierten Quartal 2014 mit dem Erwerb von Wertpapieren im Rahmen des CBPP3 und des ABSPP und setzte sich in den darauffolgenden Jahren fort, wofür in erster Linie der Ankauf von Wertpapieren im Rahmen des PSPP verantwortlich war.



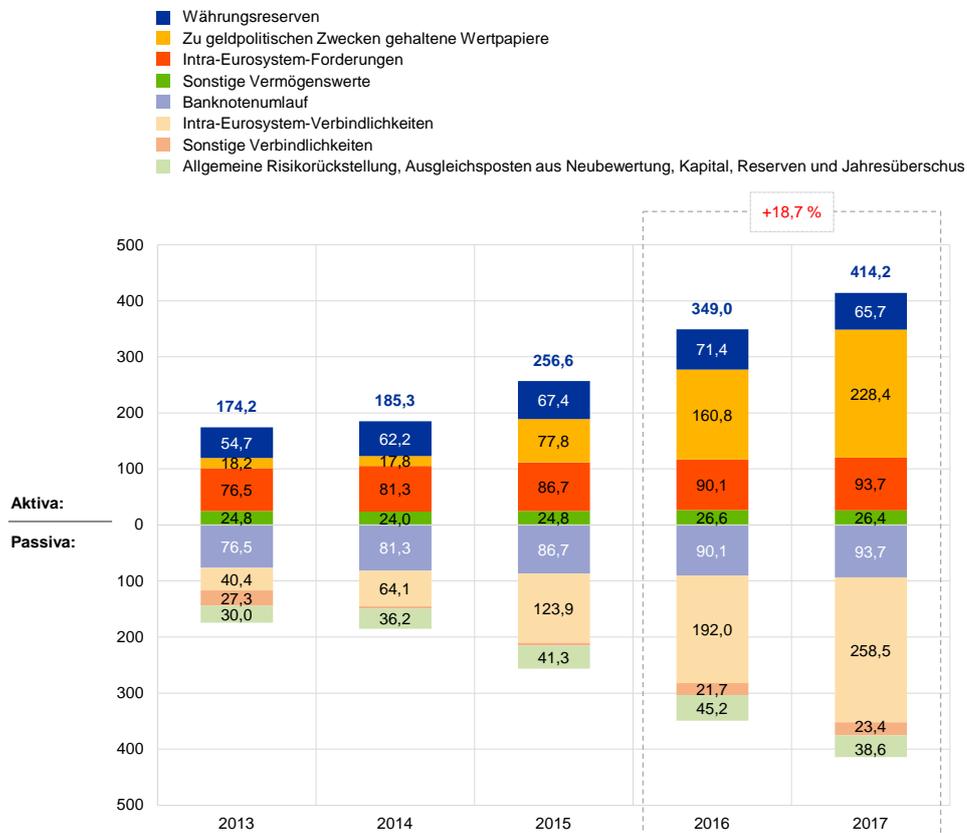
65,2 Mrd €
Anstieg der Aktiva im
Jahr 2017

2017 stiegen **die Aktiva der EZB** insgesamt um 65,2 Mrd € auf 414,2 Mrd €, wofür hauptsächlich die Wertpapierkäufe der EZB im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP)³ verantwortlich waren. Die Ankäufe ließen die Bilanzposition „Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere“ ansteigen. Gleichzeitig führte der Barausgleich dieser Ankäufe über TARGET2-Konten zu einem entsprechenden Anstieg der „Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten“.

³ Das APP umfasst das CBPP3, das ABSPP, das PSPP und das CSPP. Weitere Informationen zum APP finden sich auf der [Website der EZB](#).

Abbildung 1 Bilanz der EZB

(in Mrd €)



Quelle: EZB.



55 %

der gesamten Aktiva sind zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere

Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Euro-Wertpapiere machten Ende 2017 55 % der gesamten Aktiva der EZB aus. Unter dieser Bilanzposition weist die EZB Wertpapiere aus, die sie im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP), der drei Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP1, CBPP2 und CBPP3), des ABSPP und des PSPP erworben hat.⁴ 2017 wurden die Ankäufe von Wertpapieren im Rahmen des CBPP3, ABSPP und PSPP⁵ fortgesetzt. Grundlage dafür sind die Beschlüsse des EZB-Rats über das monatliche Gesamtvolumen der vom Eurosystem getätigten Ankäufe und die im Voraus festgelegten Zulassungskriterien.



67,6 Mrd €

Anstieg der zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapiere

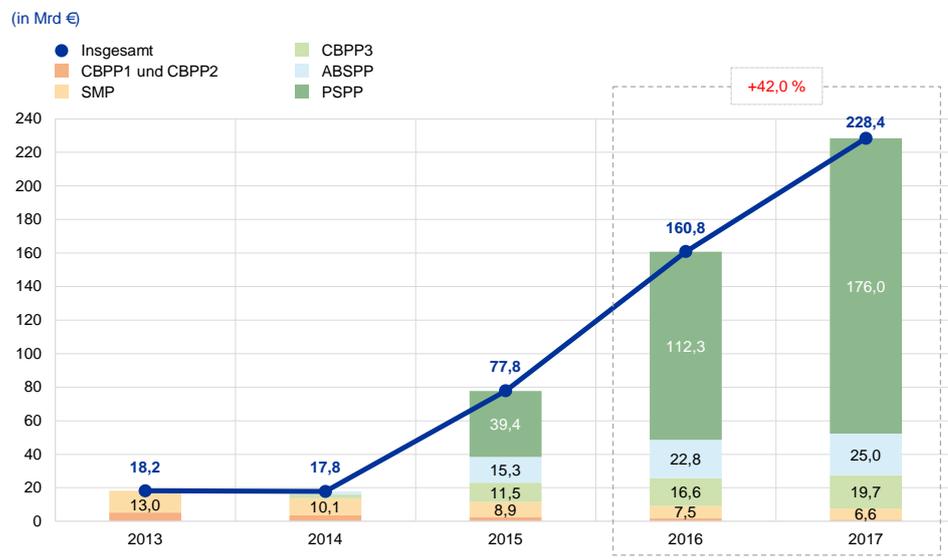
Die Ankäufe führten dazu, dass 2017 das Portfolio der EZB an zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren um 67,6 Mrd € auf 228,4 Mrd € stieg (siehe Abbildung 2). Der Großteil des Zuwachses entfiel dabei auf die im Rahmen des PSPP getätigten Ankäufe. Der Rückgang der Bestände in den Portfolios aus dem

⁴ Die EZB erwirbt keine Wertpapiere im Rahmen des CSPP.

⁵ Die Ankäufe im Rahmen der ersten zwei Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen bzw. des Programms für die Wertpapiermärkte wurden 2017 eingestellt, nachdem der EZB-Rat beschlossen hatte, diese Programme zu beenden.

CBPP1, CBPP2 und SMP war auf Tilgungen zurückzuführen, die sich auf 1,5 Mrd € beliefen.

Abbildung 2
Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere



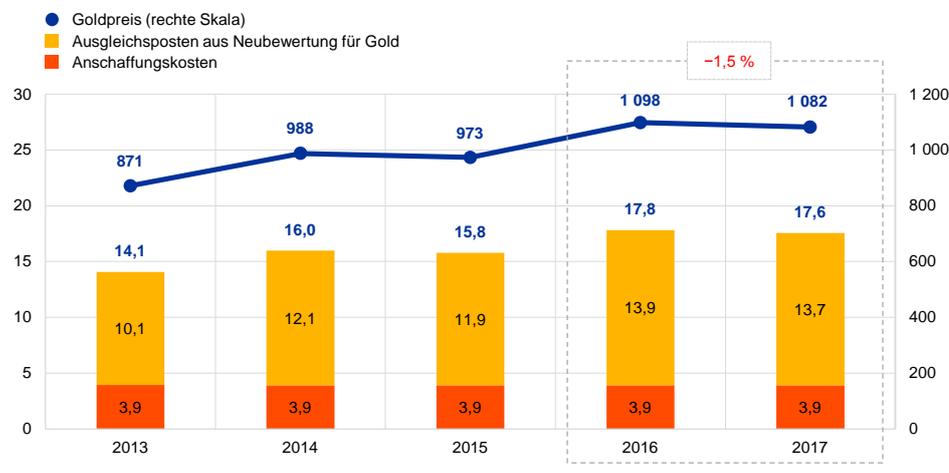
Quelle: EZB.

2017 sank der Euro-Gegenwert der **Währungsreserven der EZB**, die Gold, Sonderziehungsrechte und Devisen (US-Dollar, japanische Yen und seit 2017 chinesische Renminbi) umfassen, um 5,7 Mrd € auf insgesamt 65,7 Mrd €.

Der Euro-Gegenwert der Bestände der EZB an Gold und Goldforderungen ging 2017 um 0,3 Mrd € auf 17,6 Mrd € (siehe Abbildung 3) zurück, was dem rückläufigen Goldpreis in Euro zuzuschreiben war. Derweil blieb der Goldbestand in Feinunzen unverändert. Aus diesem Rückgang ergab sich auch eine Veränderung bei den Ausgleichsposten aus Neubewertung der EZB, die um denselben Betrag sanken (siehe Abschnitt 3.2).

Abbildung 3
Goldbestand und Goldpreis

(linke Skala: in Mrd €, rechte Skala: Euro pro Feinunze Gold)



Quelle: EZB.



Der Wert der Nettofremdwährungsbestände der EZB sank aufgrund der Aufwertung des Euro

Die Nettofremdwährungsbestände der EZB in US-Dollar, japanischen Yen und chinesischen Renminbi gingen in Euro um 5,4 Mrd € auf 47,5 Mrd € zurück (siehe Abbildung 4). Hauptgrund war die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen. Dieser Rückgang spiegelt sich auch in den gesunkenen Salden der Ausgleichsposten aus Neubewertung der EZB wider (siehe Abschnitt 3.2).

Abbildung 4
Devisenbestände

(in Mrd €)



Quelle: EZB.



Der chinesische Renminbi ist nun Teil der Währungsreserven der EZB

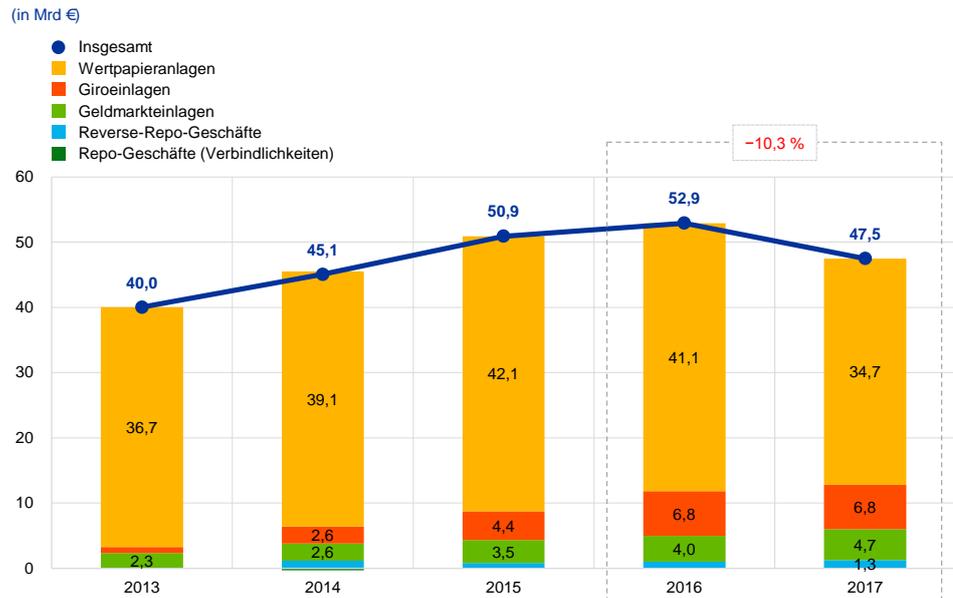
2017 investierte die EZB den Gegenwert von 0,5 Mrd € in chinesische Renminbi, womit dieser zur drittichtigsten Reservewährung wurde.⁶ Zur

Finanzierung dieser Investition veräußerte sie einen kleinen Teil ihrer US-Dollarbestände und reinvestierte den gesamten Betrag in chinesische Renminbi. Der US-Dollar ist mit einem Anteil von rund 76 % am Gesamtbestand weiterhin die wichtigste Reservewährung der EZB.

Die EZB legt ihre Währungsreserven in einem dreistufigen Prozess an. Zunächst wird von den Risikomanagern der EZB ein strategisches Benchmark-Portfolio entwickelt, das vom EZB-Rat zu genehmigen ist. Dann stellen die Portfoliomanager der EZB ein taktisches Benchmark-Portfolio zusammen, das der Genehmigung des Direktoriums unterliegt. Im letzten Schritt werden die laufenden Anlagegeschäfte dezentral von den NZBen durchgeführt.

Die Währungsreserven der EZB werden hauptsächlich in Wertpapiere und Geldmarkteinlagen investiert oder auf Girokonten gehalten (siehe Abbildung 5). Die in diesem Portfolio enthaltenen Wertpapiere werden zum Marktpreis zum Jahresultimo bewertet.

Abbildung 5
Zusammensetzung der Devisenanlagen



Quelle: EZB.



62,8 %

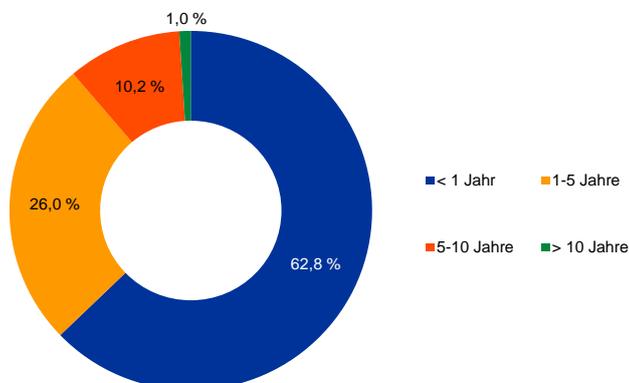
Auf Fremdwährungen lautende Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr

Die Währungsreserven ermöglichen es der EZB, gegebenenfalls Devisenmarktinterventionen zu finanzieren. Entsprechend verfolgt die EZB bei der Verwaltung ihrer Währungsreserven drei Ziele, nämlich – in dieser Reihenfolge – Liquidität, Sicherheit und Rentabilität. Deshalb umfasst das Portfolio hauptsächlich Wertpapiere mit kurzen Laufzeiten (siehe Abbildung 6).

⁶ Siehe die Pressemitteilung der EZB vom 13. Juni 2017.

Abbildung 6

Laufzeitstruktur der in Fremdwährung denominierten Wertpapiere



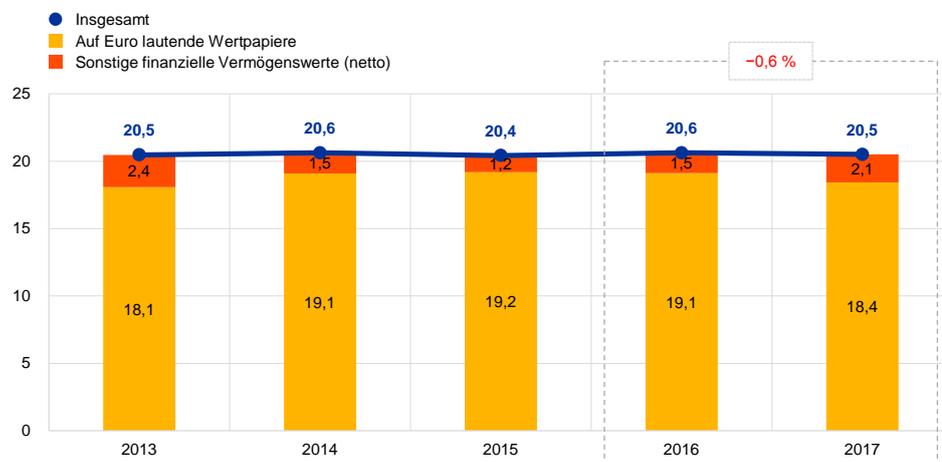
Quelle: EZB.

2017 belief sich das **Eigenmittelportfolio** der EZB quasi unverändert auf 20,5 Mrd € (siehe Abbildung 7). Dieses Portfolio enthält in erster Linie auf Euro lautende Wertpapiere, die zum Marktpreis zum Jahresultimo bewertet werden.

Abbildung 7

Eigenmittelportfolio der EZB

(in Mrd €)



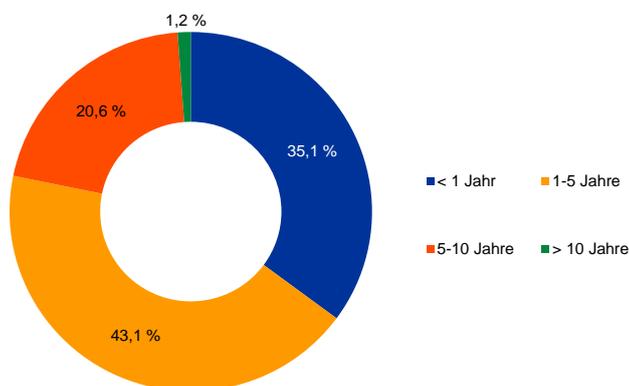
Quelle: EZB.

Das Eigenmittelportfolio der EZB wird als direkter Gegenposten zum eingezahlten Kapital, zur Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken und zum allgemeinen Reservefonds gehalten. Durch die Portfolioertrage werden die nicht mit Aufsichtsaufgaben zusammenhängenden Betriebsaufwendungen der EZB mitfinanziert.⁷ Die Verwaltung des Eigenmittelportfolios zielt auf eine Maximierung der Erträge ab, wobei eine Reihe

⁷ Die Aufwendungen der EZB für die Wahrnehmung ihrer Aufsichtsaufgaben werden über die jährlichen Aufsichtsgebühren gedeckt, die den beaufsichtigten Unternehmen auferlegt werden.

von Risikolimiten zu beachten sind. Daraus ergibt sich eine stärker diversifizierte Laufzeitstruktur (siehe Abbildung 8) als bei den Währungsreserven.

Abbildung 8
Laufzeitstruktur der im Eigenmittelportfolio enthaltenen Wertpapiere



Quelle: EZB.

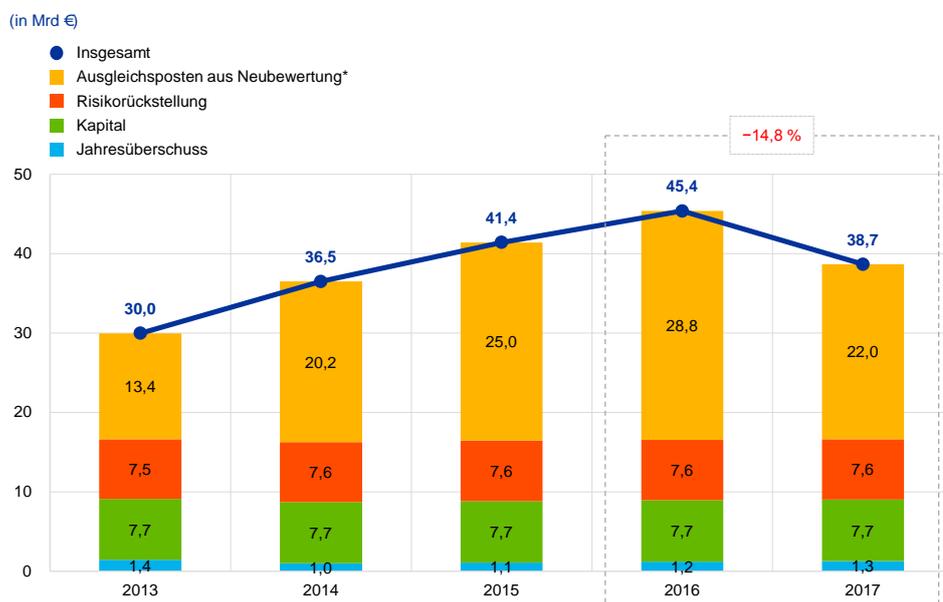
3.2 Finanzielle Mittel



38,7 Mrd €
Die finanziellen Mittel
der EZB

Die EZB verfügt über finanzielle Mittel in Form ihres Kapitals, der allgemeinen Risikorückstellung, der Ausgleichsposten aus Neubewertung und der jährlichen Nettoerträge. Diese Mittel werden a) gewinnbringend investiert und/oder b) verwendet, um aus finanziellen Risiken resultierende Verluste direkt auszugleichen. Zum 31. Dezember 2017 verfügte die EZB über **finanzielle Mittel** in Höhe von insgesamt 38,7 Mrd € (siehe Abbildung 9), was einem Rückgang gegenüber dem Vorjahr um 6,7 Mrd € entspricht. Verantwortlich dafür war der durch die Aufwertung des Euro bedingte Rückgang in den Ausgleichsposten aus Neubewertung.

Abbildung 9
Finanzielle Mittel der EZB



Quelle: EZB.

* Umfasst den gesamten Gewinn aus der Neubewertung der Gold-, Fremdwährungs- und Wertpapierbestände, ohne Berücksichtigung der Ausgleichsposten aus Neubewertung von Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses.



+14 %

Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2017

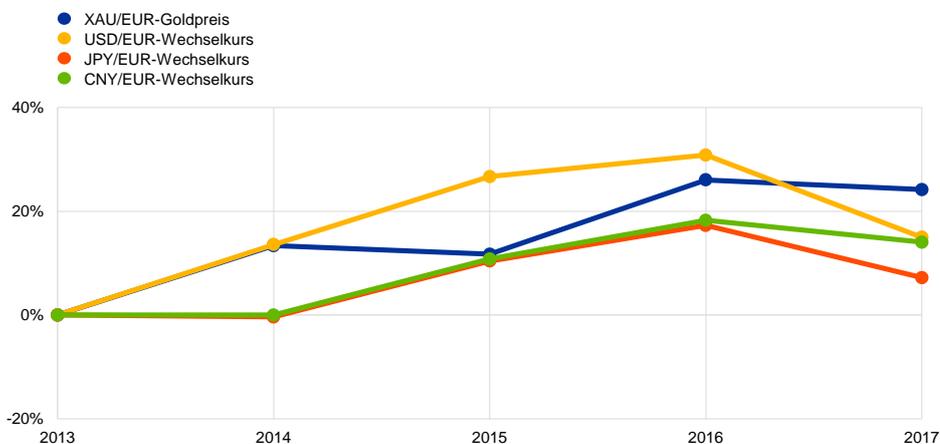
Nicht realisierte Gewinne auf Gold, Fremdwährungen und Wertpapiere, die Neubewertungen unterliegen, werden in der Gewinn- und Verlustrechnung nicht als Erträge ausgewiesen, sondern direkt unter den **Ausgleichsposten aus Neubewertung** auf der Passivseite der EZB-Bilanz erfasst. Mit den Salden aus diesen Posten können die Auswirkungen künftiger ungünstiger Schwankungen der entsprechenden Preise und/oder Wechselkurse aufgefangen werden. Sie stärken somit die Widerstandsfähigkeit der EZB gegenüber den zugrunde liegenden Risiken. 2017 gingen die Ausgleichsposten aus Neubewertung von Gold, Fremdwährungen und Wertpapieren⁸ um 6,8 Mrd € auf 22,0 Mrd € zurück, was hauptsächlich der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen geschuldet war (siehe Abbildung 10).

⁸ Die Bilanzposition „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ umfasst auch Neubewertungen in Bezug auf Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses.

Abbildung 10

Die wichtigsten Wechselkurse und Goldpreise im Zeitraum 2013-2017

(prozentuale Veränderungen gegenüber 2013)



Quelle: EZB.

Die Nettoerträge aus Forderungen und Verbindlichkeiten der EZB in einem Geschäftsjahr können zum Auffangen potenzieller Verluste desselben Jahres verwendet werden. 2017 waren die **Nettoerträge der EZB** mit 1,3 Mrd € um 0,1 Mrd € höher als 2016.



Die allgemeine Risikorückstellung beläuft sich auf den zulässigen Höchstwert

In Anbetracht ihrer finanziellen Risiken (siehe Abschnitt 4.1) unterhält die EZB eine **Rückstellung für Wechselkurs- (Währungs-), Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken (bzw. Rohstoffrisiken)**. Der Umfang dieser Rückstellung wird jährlich unter Berücksichtigung einer Reihe von Faktoren geprüft. Hierzu zählen unter anderem die Höhe der Bestände an risikobehafteten Anlagen, die für das kommende Jahr zu erwartenden Ergebnisse und eine Risikobeurteilung. Die Risikorückstellung darf zusammen mit dem allgemeinen Reservefonds der EZB den Wert der von den NZBen des Eurosystems eingezahlten Kapitalanteile nicht übersteigen. Seit 2015 beläuft sich diese Rückstellung auf den zulässigen Höchstwert von 7,6 Mrd €.

Das von NZBen innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets eingezahlte **Kapital der EZB** blieb im Vergleich zum Jahresende 2016 unverändert. Zum 31. Dezember 2017 betrug es somit 7,7 Mrd €.

3.3 Gewinn- und Verlustrechnung

Abbildung 11 zeigt die wichtigsten Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung der EZB im Zeitraum 2013-2017. In diesem Zeitraum lag der Jahresüberschuss der EZB zwischen 1,0 Mrd € und 1,4 Mrd €. In den letzten drei Jahren ist der Jahresüberschuss der EZB allmählich gestiegen, was hauptsächlich auf höhere Zinserträge aus Währungsreserven und aus den zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren zurückzuführen ist. Dank dieser Zuwächse wurde der

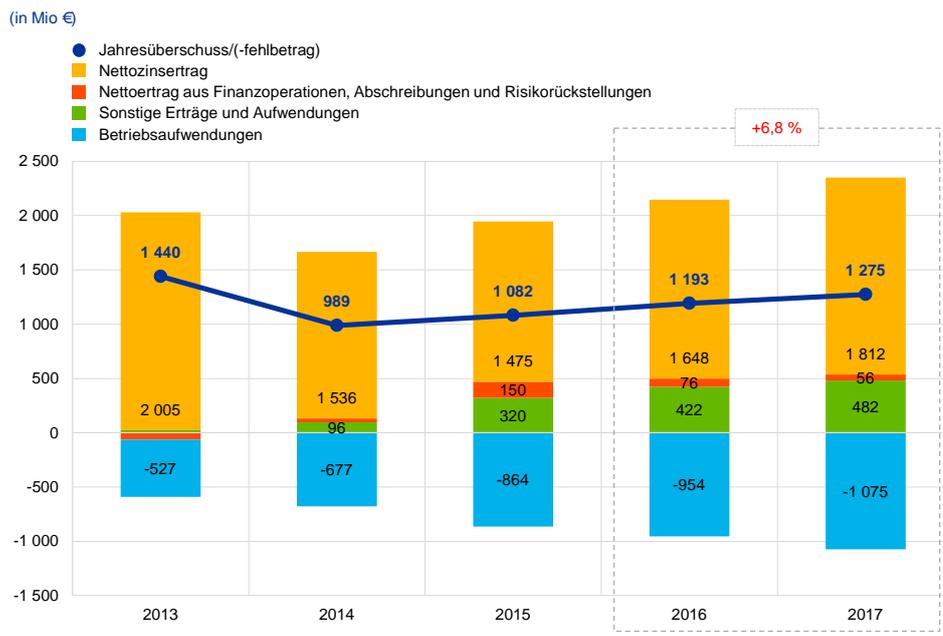
Rückgang der Zinseinkünfte aus dem Banknotenumlauf⁹ und aus dem Eigenmittelportfolio mehr als kompensiert.



1 275 Mio €
Jahresüberschuss der EZB im Jahr 2017

Im Jahr 2017 belief sich der **Jahresüberschuss der EZB** auf 1 275 Mio € (2016: 1 193 Mio €). Für den Anstieg von 82 Mio € gegenüber 2016 waren in erster Linie höhere Nettozinserträge verantwortlich.

Abbildung 11
Gewinn- und Verlustrechnung der EZB



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Position „Sonstige Erträge und Aufwendungen“ umfasst „Nettoerträge/-aufwendungen aus Gebühren und Provisionen“, „Erträge aus Aktien und Beteiligungen“, „Sonstige Erträge“ und „Sonstige Aufwendungen“.



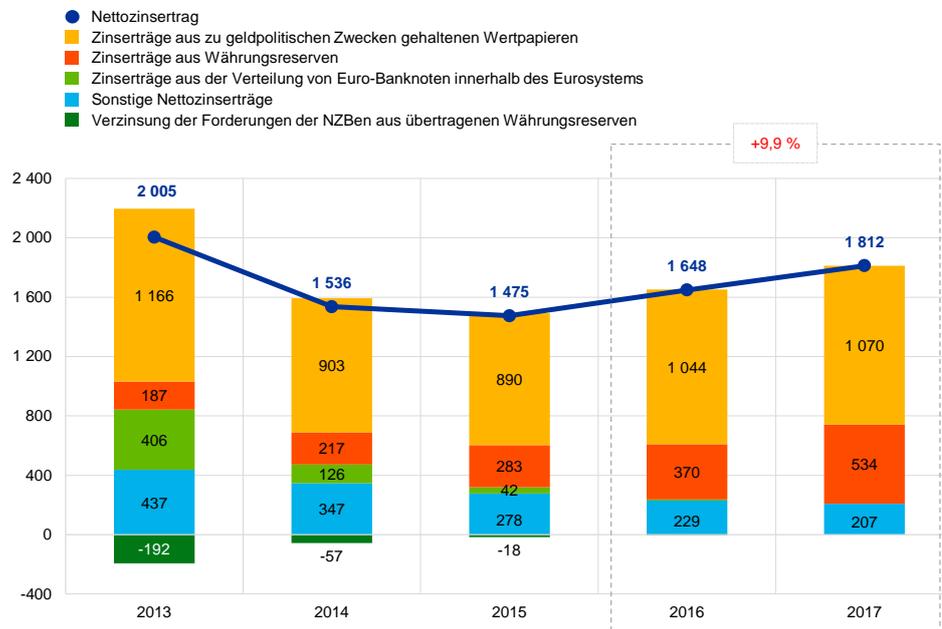
Anstieg der Zinserträge aus Währungsreserven und zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren

Die **Nettozinserträge** der EZB stiegen um 163 Mio € auf 1 812 Mio € (siehe Abbildung 12). Dies war hauptsächlich auf die höheren Zinserträge aus Währungsreserven und zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren zurückzuführen.

⁹ Die Einkünfte der EZB aus dem Euro-Banknotenumlauf umfassen die Einkünfte aus den Zinszahlungen für die Intra-Eurosystem-Forderungen der EZB gegenüber den NZBen in Bezug auf ihren 8%-Anteil an den gesamten im Umlauf befindlichen Banknoten.

Abbildung 12 Nettozinsenerträge

(in Mio €)



Quelle: EZB.

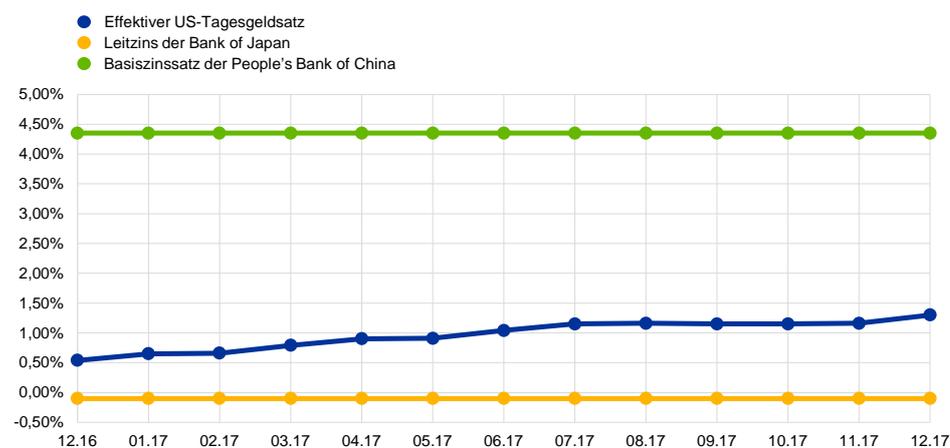


Anstieg der Zinserträge aus Währungsreserven hauptsächlich aufgrund höherer US-Dollar-Renditen

Die **Zinserträge aus Währungsreserven** erhöhten sich um 164 Mio € auf 534 Mio €, vor allem infolge der höheren Zinserträge aus Wertpapieren in US-Dollar, die im kurzen Laufzeitbereich steigende Renditen verzeichneten (siehe Abbildung 13).

Abbildung 13 Wichtige Referenzzinssätze

(in % p. a.; monatliche Daten)



Quellen: Federal Reserve Board, Bank of Japan und People's Bank of China.



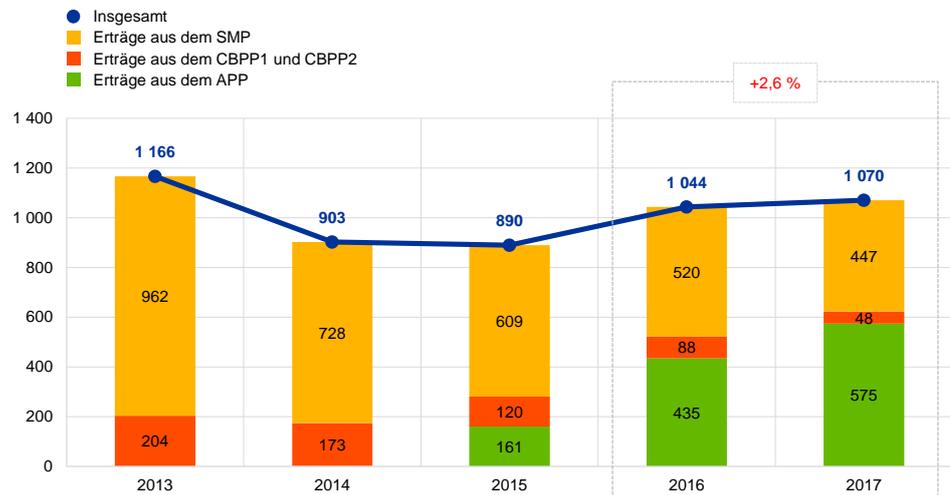
Anstieg der Erträge aus dem APP durch Rückgang der Erträge aus beendeten Programmen teilweise neutralisiert

Die **Nettozinserträge aus zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren** lagen 2017 bei 1 070 Mio € und waren damit 27 Mio € höher als 2016 (siehe Abbildung 14). Die Zinserträge aus Wertpapieren, die im Rahmen des APP erworben wurden, stiegen um 140 Mio € auf 575 Mio €. Grund hierfür war der höhere Wertpapierbestand (siehe Abbildung 2), während die Renditen von Staatsanleihen des Euroraums im Jahresverlauf im Durchschnitt weiterhin niedrig blieben (siehe Abbildung 15). Allerdings wurde dieser Anstieg größtenteils durch rückläufige Nettozinserträge aus den Wertpapieren, die im Rahmen des SMP, CBPP1 und CBPP2 erworben wurden, neutralisiert. Denn aufgrund fällig werdender Wertpapiere sank der Umfang dieser Portfolios, was die Zinserträge um 113 Mio € auf 496 Mio € sinken ließ. 2017 generierten die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapiere rund 60 % des Nettozinsertrags der EZB.

Abbildung 14

Nettozinserträge aus zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren

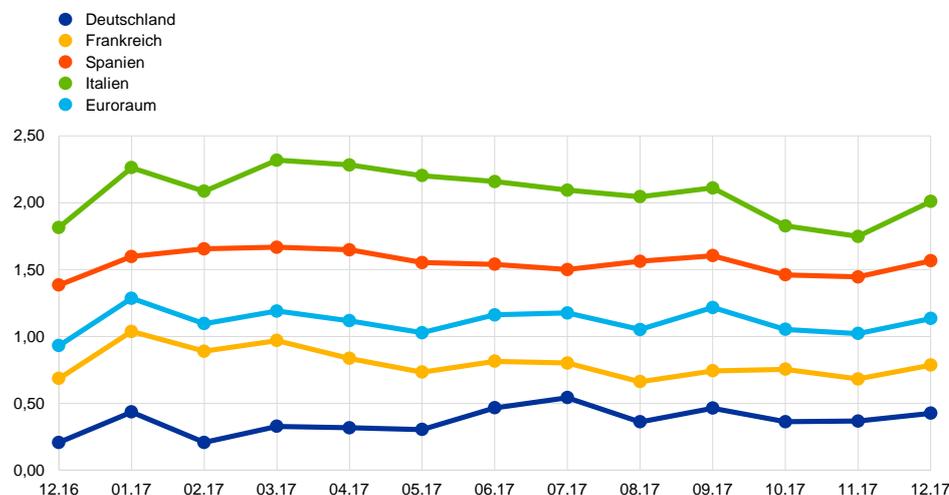
(in Mio €)



Quelle: EZB.

Abbildung 15 Renditen 10-jähriger Staatsanleihen

(in % p. a.; monatliche Daten)



Quelle: EZB.



0,0 %
Hauptrefinanzierungs-
satz im Jahr 2017

Die **Zinserträge aus dem Anteil der EZB am gesamten Euro-Banknotenumlauf** und **Zinszahlungen an die NZBen im Zusammenhang mit der Übertragung von Währungsreserven lagen bei null**. Verantwortlich hierfür war der für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltende Zinssatz von 0 %.

Die **sonstigen Nettozinserträge** waren rückläufig, was hauptsächlich den niedrigeren Zinserträgen aus dem Eigenmittelportfolio infolge des Niedrigzinsumfelds im Euroraum zuzuschreiben war.



Nettoertrag aus
Finanzoperationen und
Abschreibungen
hauptsächlich auf
Veränderung der US-
Dollar-Renditen
zurückzuführen

Das **Nettoertrag aus Finanzoperationen und Abschreibungen** auf Finanzanlagen betrug 56 Mio € und lag damit 20 Mio € unter dem Ergebnis von 2016 (siehe Abbildung 16), vor allem bedingt durch die niedrigeren realisierten Netto-Kursgewinne.

Hauptgrund für den Rückgang der realisierten Netto-Kursgewinne waren die rückläufigen Kursgewinne bei US-Wertpapieren, da ihr Marktwert durch den 2015 einsetzenden Aufwärtstrend der US-Dollar-Renditen geschmälert wurde.

Der negative Effekt auf den Marktpreis von Wertpapieren im US-Dollar-Portfolio fiel 2017 geringer aus als 2016. Dies spiegelt sich in den gegenüber dem Vorjahr gesunkenen Abschreibungen im Jahr 2017 wider.

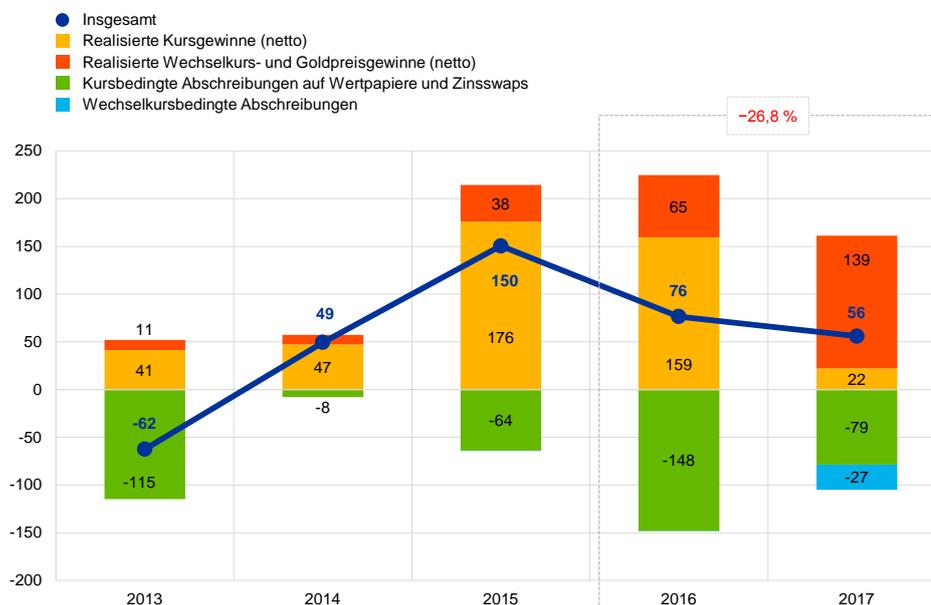
Der Anstieg der realisierten Wechselkurs- und Goldpreisgewinne (netto) war auf die realisierten Währungsgewinne vor allem aus dem Verkauf von US-Dollarbeständen zur Finanzierung der Bildung des Renminbi-Portfolios zurückzuführen.

Die wechselkursbedingten Abschreibungen beziehen sich auf die Renminbi-Bestände und sind eine Folge der Abwertung des Renminbi gegenüber dem Euro verglichen mit dem Ankaufskurs der chinesischen Devisen.

Abbildung 16

Realisierte Gewinne und Verluste und Abschreibungen

(in Mio €)



Quelle: EZB.



437 Mio €

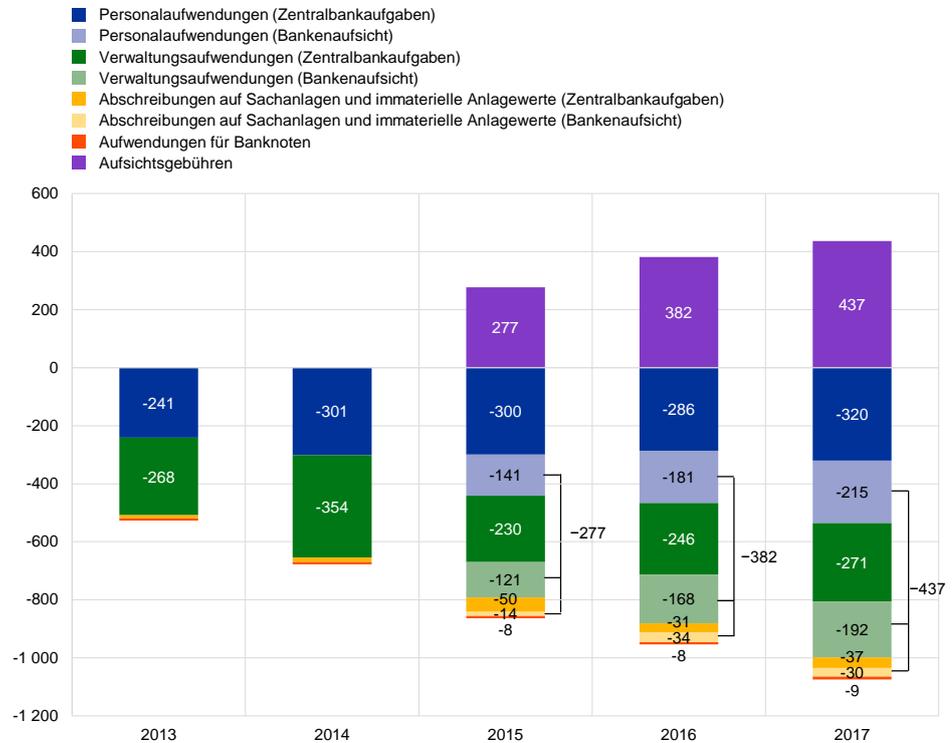
Von der EZB für
Aufsichtsaufgaben
erhobene Gebühren

Die **Betriebsaufwendungen** der EZB insgesamt, einschließlich Abschreibungen und Aufwendungen für die Banknotenherstellung, stiegen um 121 Mio € auf 1 075 Mio € (siehe Abbildung 17). Der Anstieg beruhte hauptsächlich auf höheren Aufwendungen im Zusammenhang mit der Bankenaufsicht und der Einführung des Programms zur beruflichen Neuorientierung (CTS), das Mitarbeitern dabei hilft, neue berufliche Wege außerhalb der EZB einzuschlagen. Aus der nachstehenden Abbildung geht hervor, dass die Schaffung des SSM im Jahr 2014 zu einem erheblichen Anstieg der Personal- und Verwaltungskosten geführt hat. Allerdings werden die mit der Bankenaufsicht verbundenen Aufwendungen vollständig durch die den beaufsichtigten Unternehmen auferlegten Gebühren gedeckt.¹⁰

¹⁰ Aufsichtsgebühren sind in der Position „Sonstige Erträge und Aufwendungen“ enthalten (siehe Abbildung 11).

Abbildung 17
Betriebsaufwendungen und Aufsichtsgebühren

(in Mio €)

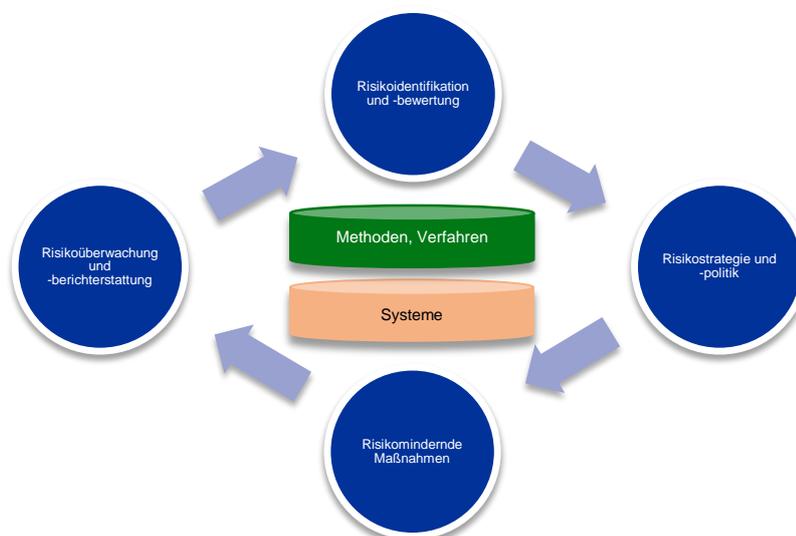


Quelle: EZB.

4 Risikomanagement

Das Risikomanagement ist ein wesentlicher Bestandteil der Aktivitäten der EZB und erfolgt durch einen kontinuierlichen Prozess bestehend aus a) Risikoidentifikation und -bewertung, b) Überprüfung der Risikostrategie und -politik, c) Umsetzung von risikomindernden Maßnahmen und d) Risikoüberwachung und -berichterstattung. Alle Teilprozesse stützen sich auf effektive Methoden, Verfahren und Systeme.

Schaubild 2
Risikomanagement-Kreislauf



Die EZB ist sowohl finanziellen als auch operationellen Risiken ausgesetzt. In den nachfolgenden Abschnitten werden diese Risiken, deren Quellen und die jeweiligen Risikokontrollmaßnahmen erläutert.

4.1 Finanzielle Risiken



Das Direktorium schlägt Richtlinien und Verfahren vor, die einen angemessenen Schutz gegen Risiken gewährleisten

Vom Direktorium vorgeschlagene Richtlinien und Verfahren sollen einen angemessenen Schutz gegen die finanziellen Risiken gewährleisten, denen die EZB ausgesetzt ist. Der Ausschuss für Risikomanagement (RMC), dem Experten der Zentralbanken des Eurosystems angehören, trägt unter anderem zur Überwachung, Messung und Meldung finanzieller Risiken im Zusammenhang mit der Bilanz des Eurosystems bei. Außerdem legt er die diesbezüglichen Methoden und Rahmenwerke fest und überprüft sie. Auf diese Weise hilft der RMC den Beschlussorganen dabei, einen angemessenen Schutz für das Eurosystem zu gewährleisten.



Finanzielle Risiken ergeben sich aus den Kerntätigkeiten und Engagements der EZB

Die finanziellen Risiken der EZB ergeben sich aus ihren Kerntätigkeiten und den damit verbundenen Engagements. Die daraus resultierenden Risikokontrollmaßnahmen und -limite unterscheiden sich nach der Art der Geschäfte und spiegeln die Politik oder Anlageziele der verschiedenen Portfolios sowie die Risikomerkmale der zugrunde liegenden Vermögenswerte wider.



Die EZB stützt sich auf eine Reihe von intern entwickelten Risikoschätzungsverfahren

Zur Überwachung und Beurteilung dieser Risiken stützt sich die EZB auf eine Reihe von intern entwickelten Verfahren zur Risikoschätzung. Diese basieren auf einem Risikosimulationssystem, das Markt- und Kreditrisiken parallel quantifiziert. Die zentralen Modellierungskonzepte, -techniken und -annahmen, auf denen die Risikomessgrößen beruhen, orientieren sich an Branchenstandards und verfügbaren Marktdaten. Die Risiken werden üblicherweise anhand des zu

erwartenden Ausfalls (Expected Shortfall – ES)¹¹ quantifiziert, der mit einem Konfidenzniveau von 99 % über einen Einjahreshorizont geschätzt wird. Zur Risikoberechnung werden zwei Ansätze verwendet: a) der bilanztechnische Ansatz, wonach die Ausgleichsposten aus Neubewertung bei der Ermittlung der Risikoschätzwerte gemäß allen anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften als Puffer berücksichtigt werden, und b) der finanzielle Ansatz, wonach die Ausgleichsposten aus Neubewertung bei der Risikoberechnung nicht als Puffer berücksichtigt werden. Die EZB berechnet außerdem regelmäßig andere Risikomessgrößen mit verschiedenen Konfidenzniveaus, führt Sensitivitäts- und Stresstestszenario-Analysen durch und erstellt längerfristige Projektionen zu Risiken und Erträgen, um über die Risiken stets umfassend im Bild zu sein.¹²



10,6 Mrd €
Gesamtrisikobetrag im
Jahr 2017
(ES, 99 %, Buchungsansatz)

Die Risiken, denen die EZB ausgesetzt ist, sind im Jahresverlauf insgesamt gestiegen. Zum 31. Dezember 2017 beliefen sich die finanziellen Risiken, gemessen als ES für ein Konfidenzniveau von 99 % über einen Einjahreshorizont, für alle Portfolios der EZB zusammengenommen bilanztechnisch bewertet auf 10,6 Mrd €. Dieser Wert lag 1,4 Mrd € über den zum 31. Dezember 2016 geschätzten Risiken. Grund für den Anstieg war in erster Linie der fortgesetzte Erwerb von Wertpapieren im Rahmen des APP.

Kasten 1

Änderung der im erweiterten Jahresabschluss ausgewiesenen Risikomessgröße

Seit 2007 weist die EZB in ihren erweiterten Jahresabschlüssen die finanziellen Risiken für alle ihre Portfolios zusammengenommen nach dem finanziellen Ansatz als Value-at-Risk (VaR) mit einem Konfidenzniveau von 95 % über einen Einjahreshorizont aus. Zum 31. Dezember 2016 belief sich dieser – wie im erweiterten Jahresabschluss 2016 berichtet – auf 10,6 Mrd €.

In den vergangenen Jahren hat die EZB ihren Rahmen für die Risikomodellierung weiterentwickelt. Daraus ergaben sich folgende Änderungen:

- Die EZB verwendet nun den zu erwartenden Ausfall (ES) mit einem Konfidenzniveau von 99 % über einen Einjahreshorizont als wichtigste Messgröße für Risikoberechnungen. Andere Risikomessgrößen und Konfidenzniveaus werden zu Informationszwecken bereitgestellt.
- Der finanzielle Ansatz wird nun durch einen bilanztechnischen Ansatz ergänzt. Nach dem finanziellen Ansatz werden die Ausgleichsposten aus Neubewertung bei der Risikoberechnung nicht als Puffer berücksichtigt, während beim bilanztechnischen Ansatz Risiken erst nach Berücksichtigung der Ausgleichsposten aus Neubewertung gemäß den anwendbaren Rechnungslegungsgrundsätzen quantifiziert werden. Die beiden Ansätze verkörpern somit zwei verschiedene Risikosichtweisen: Der finanzielle Ansatz betrachtet den Einfluss der Risiken auf das Nettovermögen der EZB, während der bilanztechnische Ansatz ihre Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung der EZB berücksichtigt.

¹¹ Der ES ist der wahrscheinlichkeitsgewichtete durchschnittliche Verlust in den Szenarien, deren Eintretenshäufigkeit unter dem gegebenen Konfidenzniveau liegt.

¹² Weitere Informationen zum Risikomodellierungsansatz finden sich in „The financial risk management of the Eurosystem monetary policy operations“, EZB, Juli 2015.

Der bilanztechnische Ansatz wird im Zusammenhang mit dem erweiterten Jahresabschluss als besser geeignet erachtet, weil er die bilanztechnischen Auswirkungen der Risiken klarer darstellt. Deshalb wird – auch zur Angleichung der veröffentlichten Daten an den internen Ansatz zur Risikomodellierung und -berichterstattung – im erweiterten Jahresabschluss der EZB ab jetzt der ES mit einem Konfidenzniveau von 99 % gemäß dem bilanztechnischen Ansatz ausgewiesen statt wie bisher in Form des VaR mit einem Konfidenzniveau von 95 % nach dem finanziellen Ansatz.

Abhängig vom Umfang der Ausgleichsposten aus Neubewertung können sich die Risikoparameter in puncto Größe und Zusammensetzung je nach Ansatz deutlich unterscheiden. So führt der finanzielle Ansatz bei gleicher Risikomessgröße und gleichem Konfidenzniveau nicht zuletzt aufgrund der beträchtlichen Marktrisiken im Zusammenhang mit den Währungsreserven zu höheren Risikoschätzungen. Da für diese Risikopositionen umfangreiche Ausgleichsposten aus Neubewertung bestehen, ergeben sich beim bilanztechnischen Ansatz niedrigere Risikobeträge, die hauptsächlich aus potenziellen Kreditrisikoereignissen resultieren.

Die Umstellung vom VaR mit einem Konfidenzniveau von 95 % nach dem finanziellen Ansatz auf den ES mit einem Konfidenzniveau von 99 % nach dem bilanztechnischen Ansatz führt zu einer nominal höheren Risikoschätzung (siehe Tabelle 1). Denn der Anstieg des geschätzten Risikos aufgrund des höheren Konfidenzniveaus (99 % statt 95 %) und der konservativeren Risikomessgröße (ES statt VaR) fällt höher aus als der Rückgang des geschätzten Risikos infolge der Berücksichtigung der Ausgleichsposten aus Neubewertung als Puffer.

Tabelle 1

VaR mit Konfidenzniveau 95 % nach dem finanziellen Ansatz und ES mit Konfidenzniveau 99 % nach dem bilanztechnischen Ansatz zum 31. Dezember 2017 (in Mrd €)

VaR (finanzieller Ansatz, 95 %)	ES (bilanztechnischer Ansatz, 99 %)
8,6	10,6



Kreditrisiko

Kreditrisiken entstehen aus den für geldpolitische Zwecke gehaltenen Portfolios der EZB, ihrem auf Euro lautenden Eigenmittelportfolio und ihren Währungsreserven. Wenngleich die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapiere zu fortgeführten Anschaffungskosten abzüglich etwaiger Wertminderung erfasst werden und somit keinen Preisänderungen im Zusammenhang mit Kreditmigrationen unterliegen, sind sie dennoch dem Kreditausfallrisiko ausgesetzt.

Die auf Euro lautenden Eigenmittel und Währungsreserven werden zu Marktpreisen bewertet und sind daher Kreditmigrations- und Ausfallrisiken ausgesetzt. Infolge der 2017 fortgesetzten Käufe im Rahmen des APP stieg das Kreditrisiko der EZB im Vergleich zum Vorjahr.

Das Kreditrisiko wird vorwiegend durch Zulassungskriterien, Due-Diligence-Verfahren und Limite gemindert, die sich von Portfolio zu Portfolio unterscheiden.



Fremdwährungs- und Rohstoffrisiken

Fremdwährungs- und Rohstoffrisiken entstehen aus den Währungsreserven und Goldbeständen der EZB. Infolge der vor allem durch die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar bedingten Verringerung der Ausgleichsposten aus Neubewertung für diese Bestände haben die Fremdwährungs- und Rohstoffrisiken, bilanztechnisch bewertet, im Vergleich zum Vorjahr zugenommen.



Zinsänderungsrisiko

Angesichts der geldpolitischen Bedeutung dieser Vermögenswerte sichert die EZB die damit verbundenen Fremdwährungs- und Rohstoffrisiken nicht ab. Stattdessen werden diese Risiken durch die Ausgleichsposten aus Neubewertung und die aktive Diversifizierung der Bestände über verschiedene Währungen und Gold hinweg gemindert.

Die Währungsreserven der EZB und die auf Euro lautenden Eigenmittelportfolios sind überwiegend in festverzinsliche Wertpapiere investiert und einem Marktrisiko aufgrund von Zinsschwankungen ausgesetzt, weil sie zu Marktpreisen bewertet werden. Die Währungsreserven der EZB sind vor allem in Vermögenswerte mit vergleichsweise kurzen Laufzeiten investiert (siehe Abbildung 6 in Abschnitt 3.1), während die Vermögenswerte im Eigenmittelportfolio in der Regel eine längere Laufzeit aufweisen (siehe Abbildung 8 in Abschnitt 3.1). Bilanztechnisch bewertet blieb dieses Risiko gegenüber 2016 unverändert.

Das aus der Bewertung zu Marktpreisen resultierende Zinsänderungsrisiko der EZB wird durch Vorgaben zur Portfoliostrukturierung und die Ausgleichsposten aus Neubewertung gemindert.

Die EZB ist zudem dem Zinsänderungsrisiko aufgrund von Inkongruenzen zwischen den Zinserträgen aus ihren Vermögenswerten und den für ihre Verbindlichkeiten fälligen Zinszahlungen ausgesetzt, das sich im Nettozinsertrag niederschlägt. Dieses Risiko hängt nicht direkt mit einem spezifischen Portfolio zusammen, sondern ist eher der Struktur der Bilanz der EZB insgesamt und insbesondere dem Vorhandensein von Inkongruenzen bei Laufzeiten und Renditen von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten geschuldet. Es wird mittels mit einer vorausschauenden Analyse der Rentabilität der EZB überwacht, die zeigt, dass die EZB auch in den kommenden Jahren mit einem insgesamt positiven Nettozinsertrag rechnen kann, obwohl der Anteil der zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapiere mit niedriger Rendite und langer Laufzeit in der Bilanz der EZB zunimmt.

Diese Art von Risiko wird mit Vorgaben zur Portfoliostrukturierung gesteuert und durch das Bestehen von unverzinsten Verbindlichkeiten in der Bilanz der EZB weiter gemindert.

4.2 Operationelles Risiko

Das Management operationeller Risiken¹³ (Operational Risk Management – ORM) der EZB umfasst alle **nichtfinanziellen Risiken**.

¹³ Das operationelle Risiko ist definiert als das Risiko negativer Auswirkungen auf die Finanzlage, den Betrieb oder den Ruf der EZB, das durch die Beschäftigten, eine unzureichende Umsetzung bzw. ein Versagen der internen Governance oder der Geschäftsabläufe, ein Versagen der den Abläufen zugrunde liegenden Systeme oder durch externe Ereignisse (z. B. Naturkatastrophen oder Angriffe von außen) verursacht wird.



Management
operationeller Risiken ist
integraler Bestandteil der
Governance- und
Managementprozesse

Das Direktorium ist für die ORM-Richtlinie und den ORM-Rahmen der EZB verantwortlich und genehmigt diese. Der Ausschuss für operationelle Risiken (Operational Risk Committee – ORC) unterstützt das Direktorium in seiner Aufsichtsfunktion hinsichtlich des Managements operationeller Risiken. **ORM ist ein integraler Bestandteil der Governance-Struktur und der Managementprozesse der EZB.**¹⁴

Der ORM-Rahmen der EZB soll vor allem **dazu beizutragen, dass die EZB ihren Auftrag erfüllt und ihre Ziele erreicht, und gleichzeitig ihren Ruf und ihre Vermögenswerte vor Verlust, Missbrauch und Schaden zu schützen.** Im Rahmen des ORM ist jeder Geschäftsbereich für die Ermittlung, Beurteilung, Meldung und Überwachung seiner operationellen Risiken, Vorfälle und Kontrollen sowie diesbezügliche Maßnahmen verantwortlich. In diesem Zusammenhang bietet die Risikotoleranzpolitik der EZB Orientierungshilfe bezüglich der Strategie zur Risikobewältigung und der Verfahren für die Risikoübernahme. Sie ist an eine 5x5-Risikomatrix gekoppelt, die auf den Skalen für Schadensausmaß und Eintrittswahrscheinlichkeit basiert (bei denen quantitative und qualitative Kriterien angewandt werden).

Das Bedrohungsumfeld, in dem die EZB tätig ist, wird immer komplexer, und in ihrem Tagesgeschäft ist sie vielfältigen operationellen Risiken ausgesetzt. Besondere Aufmerksamkeit widmet die EZB den folgenden Bereichen: Risiken für die Informationssicherheit (z. B. Cyberbedrohungen), IT-bezogene Risiken sowie Risiken, die mit der Gebäudesicherheit und der physischen Sicherheit im Zusammenhang stehen. Deshalb hat die EZB Verfahren eingerichtet, die das laufende und wirksame Management ihrer operationellen Risiken unterstützen und sicherstellen, dass Risikoinformationen in die Entscheidungsprozesse einbezogen werden. Zudem wurden Notfallpläne erarbeitet, die im Falle von Störungen den unterbrechungsfreien Betrieb kritischer Geschäftsbereiche gewährleisten.

¹⁴ Weitere Einzelheiten zur Governance-Struktur der EZB finden sich auf der [EZB-Website](#).

Jahresabschluss der EZB

Bilanz zum 31. Dezember 2017

AKTIVA	Erläuterung Nr.	2017 (in €)	2016 (in €)
Gold und Goldforderungen	1	17 558 411 241	17 820 761 460
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	2		
Forderungen an den IWF	2.1	670 290 069	716 225 836
Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva	2.2	43 760 643 939	50 420 927 403
		44 430 934 008	51 137 153 239
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	2.2	3 711 569 259	2 472 936 063
Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	3	143 315 512	98 603 066
Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	4		
Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere	4.1	228 386 260 874	160 815 274 667
Intra-Eurosystem-Forderungen	5		
Forderungen im Zusammenhang mit der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems	5.1	93 657 169 470	90 097 085 330
Sonstige Aktiva	6		
Sachanlagen und immaterielle Anlagewerte	6.1	1 196 018 177	1 239 325 587
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	6.2	20 502 633 142	20 618 929 223
Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften	6.3	451 129 972	839 030 321
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	6.4	2 597 290 354	2 045 522 937
Sonstiges	6.5	1 527 699 142	1 799 777 235
		26 274 770 787	26 542 585 303
Aktiva insgesamt		414 162 431 151	348 984 399 128

PASSIVA	Erläuterung Nr.	2017 (in €)	2016 (in €)
Banknotenumlauf	7	93 657 169 470	90 097 085 330
Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	8	1 060 813 972	1 851 610 500
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	9		
Sonstige Verbindlichkeiten	9.1	1 150 056 196	1 060 000 000
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	10	19 549 390 872	16 730 644 177
Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten	11		
Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven	11.1	40 792 608 418	40 792 608 418
Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)	11.2	217 751 769 550	151 201 250 612
		258 544 377 968	191 993 859 030
Sonstige Passiva	12		
Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften	12.1	431 115 965	660 781 618
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	12.2	76 283 568	69 045 958
Sonstiges	12.3	1 063 113 810	1 255 559 836
		1 570 513 343	1 985 387 412
Rückstellungen	13	7 669 798 641	7 706 359 686
Ausgleichsposten aus Neubewertung	14	21 945 472 247	28 626 267 808
Kapital und Rücklagen	15		
Kapital	15.1	7 740 076 935	7 740 076 935
Jahresüberschuss		1 274 761 507	1 193 108 250
Passiva insgesamt		414 162 431 151	348 984 399 128

Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2017

	Erläuterung Nr.	2017 (in €)	2016 (in €)
Zinserträge aus Währungsreserven	22.1	534 161 570	370 441 770
Zinserträge aus der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems	22.2	0	8 920 896
Sonstige Zinserträge	22.4	1 527 294 605	1 604 648 023
<i>Zinserträge</i>		<i>2 061 456 175</i>	<i>1 984 010 689</i>
Zinsaufwendungen aufgrund der Forderungen der NZBen aus übertragenen Währungsreserven	22.3	0	(3 611 845)
Sonstige Zinsaufwendungen	22.4	(249 812 879)	(332 020 205)
<i>Zinsaufwendungen</i>		<i>(249 812 879)</i>	<i>(335 632 050)</i>
Nettozinsersatz	22	1 811 643 296	1 648 378 639
Realisierte Gewinne (Verluste) aus Finanzoperationen	23	161 069 043	224 541 742
Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen	24	(105 133 331)	(148 172 010)
Zuführung zu/Auflösung von Rückstellungen für allgemeine Währungs-, Zins-, Kredit- und Goldpreisrisiken		0	0
Nettoertrag aus Finanzoperationen, Abschreibungen und Risikorückstellungen		55 935 712	76 369 732
Nettoerträge/-aufwendungen aus Gebühren und Provisionen	25	440 069 889	371 322 769
Erträge aus Aktien und Beteiligungen	26	1 181 547	869 976
Sonstige Erträge	27	51 815 338	50 000 263
Nettoerträge insgesamt		2 360 645 782	2 146 941 379
Personalaufwendungen	28	(535 251 909)	(466 540 231)
Verwaltungsaufwendungen	29	(463 232 194)	(414 207 622)
Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Anlagewerte		(66 722 125)	(64 769 605)
Aufwendungen für Banknoten	30	(9 478 047)	(8 315 671)
Sonstige Aufwendungen	31	(11 200 000)	0
Jahresüberschuss		1 274 761 507	1 193 108 250

Frankfurt am Main, 13. Februar 2018

Europäische Zentralbank

Mario Draghi
Präsident

Rechnungslegungsgrundsätze¹⁵

Form und Darstellung des Jahresabschlusses

Der Jahresabschluss der EZB ist gemäß den folgenden Rechnungslegungsgrundsätzen¹⁶ aufgestellt worden, mit denen nach Auffassung des EZB-Rats eine angemessene Darstellung des Jahresabschlusses erzielt wird und die zugleich für die Tätigkeit einer Zentralbank angemessen sind.

Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze

Die folgenden Grundsätze kamen bei der Erstellung des Jahresabschlusses zur Anwendung: Bilanzwahrheit/Bilanzklarheit, Bilanzvorsicht, Berücksichtigung von Ereignissen nach dem Bilanzstichtag, Wesentlichkeit, Unternehmensfortführung, Periodenabgrenzung, Stetigkeit und Vergleichbarkeit.

Ausweis von Aktiva und Passiva

Aktiva bzw. Passiva werden nur dann in der Bilanz ausgewiesen, wenn es wahrscheinlich ist, dass der damit verbundene künftige wirtschaftliche Nutzen oder Aufwand der EZB zugutekommt bzw. von ihr zu tragen ist, im Wesentlichen alle damit verbundenen Risiken und Nutzen auf die EZB übergegangen sind und die Anschaffungskosten oder der Wert des Vermögensgegenstands bzw. die Höhe der Verpflichtung zuverlässig ermittelt werden können.

Bewertungsansatz

Die Bewertung erfolgt grundsätzlich zu historischen Anschaffungskosten. Abweichend davon werden marktfähige Wertpapiere (mit Ausnahme von zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren), Gold und alle sonstigen Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten (einschließlich außerbilanziell geführter Positionen) zum Marktwert ausgewiesen.

¹⁵ Die detaillierten Rechnungslegungsgrundsätze der EZB sind in [Beschluss \(EU\) 2016/2247 der EZB vom 3. November 2016 über den Jahresabschluss der EZB \(EZB/2016/35\) \(ABl. L 347 vom 20.12.2016, S. 1\)](#), geänderte Fassung, festgelegt. Um eine harmonisierte buchmäßige Erfassung und Meldung der Geschäfte des Eurosystems sicherzustellen, stützt sich der Beschluss auf die [Leitlinie \(EU\) 2016/2249 der EZB vom 3. November 2016 über die Rechnungslegungsgrundsätze und das Berichtswesen im Europäischen System der Zentralbanken \(EZB/2016/34\) \(ABl. L 347 vom 20.12.2016, S. 37\)](#).

¹⁶ Diese Grundsätze, die bei Bedarf regelmäßig überprüft und aktualisiert werden, stehen im Einklang mit den Bestimmungen von Artikel 26.4 der ESZB-Satzung zur Harmonisierung der buchmäßigen Erfassung und der Meldung der Geschäfte des Eurosystems.

Für die Erfassung von Transaktionen in finanziellen Aktiva und Passiva ist der Erfüllungstag maßgeblich.

Mit Ausnahme von Wertpapierkassageschäften werden Geschäfte mit Finanzinstrumenten in Fremdwährung am Abschlusstag in Nebenbüchern (außerbilanziell) erfasst. Am Abwicklungstag werden die außerbilanziellen Buchungen zurückgebucht, und die Geschäfte werden in der Bilanz erfasst. Devisenkäufe und -verkäufe wirken sich am Abschlusstag auf die Nettowährungsposition aus; realisierte Gewinne und Verluste aus Verkäufen werden ebenfalls zum Abschlusstag berechnet. Aufgelaufene Zinsen und Agio- bzw. Disagioträge für Finanzinstrumente in Fremdwährung werden täglich berechnet und ausgewiesen, und auch die Fremdwährungsposition ändert sich durch diese aufgelaufenen Beträge täglich.

Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten

Auf Fremdwährung lautende Forderungen und Verbindlichkeiten werden zu dem am Bilanzstichtag geltenden Wechselkurs in Euro umgerechnet. Bei Erträgen und Aufwendungen ist der Wechselkurs am Buchungstag maßgeblich. Die Neubewertung von Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten (einschließlich bilanzieller und außerbilanzieller Instrumente) erfolgt für jede Währung gesondert.

Bei der Neubewertung von Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten werden Marktpreis- und Wechselkurseffekte getrennt behandelt.

Die Goldposition wird zum Marktpreis am Bilanzstichtag bewertet. Bei der Neubewertung der Goldposition wird nicht zwischen Preis- und Wechselkurseffekten differenziert. Für das Geschäftsjahr 2017 erfolgte die bilanzielle Einzelbewertung zum Euro-Preis je Feinunze Gold auf Basis des Wechselkurses des Euro gegenüber dem US-Dollar am 29. Dezember 2017.

Der Wechselkurs eines Sonderziehungsrechts (SZR) beruht auf einem Währungskorb. Der Wert eines SZR wird als Summe der Werte der fünf im Währungskorb enthaltenen wichtigsten Weltwährungen (US-Dollar, Euro, chinesischer Renminbi, japanischer Yen und Pfund Sterling) in entsprechender Gewichtung berechnet. Die SZR-Bestände der EZB wurden anhand des am 29. Dezember 2017 geltenden Wechselkurses des SZR zum Euro umgerechnet.

Wertpapiere

Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere

Die gegenwärtig zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten (abzüglich etwaiger Wertminderung) erfasst.

Sonstige Wertpapiere

Die Bewertung von marktfähigen Wertpapieren (mit Ausnahme von zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren) und vergleichbaren Forderungen erfolgt entweder zum mittleren Marktpreis oder auf Grundlage der Zinsstrukturkurve am Bilanzstichtag für jedes Wertpapier getrennt. In Wertpapiere eingebettete Optionen werden nicht getrennt bewertet. Für das Geschäftsjahr 2017 wurden die mittleren Marktpreise vom 29. Dezember 2017 herangezogen. Nicht marktgängige Aktien und sonstige als dauerhafte Anlagen gehaltene Eigenkapitalinstrumente werden zu Anschaffungskosten abzüglich etwaiger Wertminderung bewertet.

Ergebnisermittlung

Aufwendungen und Erträge werden in derjenigen Periode erfasst, der sie wirtschaftlich zuzurechnen sind.¹⁷ Realisierte Gewinne und Verluste aus dem Verkauf von Fremdwährungsbeständen, Gold und Wertpapieren werden erfolgswirksam verbucht, wobei die durchschnittlichen Anschaffungskosten der jeweiligen Position als Berechnungsgrundlage dienen.

Nicht realisierte Gewinne werden nicht erfolgswirksam erfasst, sondern in der Bilanzposition „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ ausgewiesen.

Nicht realisierte Verluste werden in die Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt, wenn sie zum Jahresende die im betreffenden Ausgleichsposten aus Neubewertung erfassten Neubewertungsgewinne aus Vorperioden übersteigen. Nicht realisierte Verluste aus einem Wertpapier, einer Währung oder Gold werden nicht mit nicht realisierten Gewinnen aus anderen Wertpapieren, Währungen oder Gold verrechnet. Sind nicht realisierte Verluste in die Gewinn- und Verlustrechnung einzustellen, dann werden die durchschnittlichen Anschaffungskosten der jeweiligen Position durch Neuberechnung zum Wechselkurs bzw. Marktpreis zum Jahresultimo herabgesetzt. Am Jahresende in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasste nicht realisierte Verluste aus Zinsswaps werden in den Folgejahren amortisiert.

Wertminderungsaufwendungen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst und in den Folgejahren nicht zurückgebucht, es sei denn, die Wertminderung geht aufgrund der weiteren Entwicklung nachvollziehbar zurück.

Agio- oder Disagiobeträge bei Wertpapieren werden über die Restlaufzeit der Wertpapiere abgeschrieben.

¹⁷ Rechnungsabgrenzungsposten und Rückstellungen für Verwaltungsaufwendungen werden erst ab einem Mindestbetrag von 100 000 € erfasst.

Befristete Transaktionen

Befristete Transaktionen sind Geschäfte, bei denen die EZB Vermögenswerte im Rahmen einer Rückkaufsvereinbarung verkauft (Repo-Geschäft) bzw. kauft (Reverse Repo) oder gegen Überlassung von Sicherheiten Kredite gewährt.

Bei einem Repo-Geschäft verkauft die EZB Wertpapiere und verpflichtet sich zugleich, diese Wertpapiere zu einem bestimmten Termin zum dafür vereinbarten Preis wieder vom Geschäftspartner zurückzukaufen. Repo-Geschäfte werden als besicherte Einlagen auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen. Alle im Rahmen solcher Geschäfte verkauften Wertpapiere verbleiben in der Bilanz der EZB.

Bei einem Reverse Repo kauft die EZB Wertpapiere und verpflichtet sich gleichzeitig, diese Wertpapiere zu einem bestimmten Termin zum dafür vereinbarten Preis dem Geschäftspartner wieder zu verkaufen. Reverse-Repo-Geschäfte werden als besicherte Kredite auf der Aktivseite der Bilanz erfasst, sind jedoch nicht im Wertpapierbestand der EZB enthalten.

Befristete Transaktionen im Rahmen eines Programms, das von einem Spezialinstitut angeboten wird (einschließlich Wertpapierleihgeschäfte), werden nur dann in der Bilanz erfasst, wenn sie mit Barmitteln besichert sind und diese Barmittel noch nicht angelegt wurden.

Außerbilanzielle Geschäfte

Devisentermingeschäfte, die Terminseite von Devisenswaps und andere Währungsinstrumente, bei denen ein Tausch zwischen zwei Währungen an einem zukünftigen Termin vereinbart wird, werden zur Berechnung von Wechselkursgewinnen und -verlusten in die Nettowährungsposition einbezogen.

Zinsinstrumente werden einzeln bewertet. Die täglichen Veränderungen von Nachschussleistungen der offenen Zinsterminkontrakte sowie der Zinsswaps, deren Clearing von einem zentralen Kontrahenten durchgeführt wird, werden in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen. Die Bewertung von Wertpapiertermingeschäften und von Zinsswaps, deren Clearing nicht von einem zentralen Kontrahenten durchgeführt wird, beruht auf allgemein anerkannten Bewertungsmethoden, bei denen festgestellte Marktpreise und -kurse sowie die Diskontierungsfaktoren vom Abwicklungs- bis zum Bewertungstag herangezogen werden.

Ereignisse nach dem Bilanzstichtag

Bei der Bewertung von Aktiva und Passiva werden Sachverhalte berücksichtigt, die zwischen dem Bilanzstichtag und dem Tag eingetreten sind, an dem das Direktorium die Übermittlung des erweiterten Jahresabschlusses der EZB an den EZB-Rat

zwecks Feststellung genehmigt, soweit diese Sachverhalte als wesentlich für die Darstellung der Aktiva und Passiva in der Bilanz erachtet werden.

Wichtige Ereignisse nach dem Bilanzstichtag, die keine Auswirkungen auf die Darstellung der Aktiva und Passiva in der Bilanz haben, werden in den Erläuterungen angeführt.

Intra-ESZB-Salden/Intra-Eurosystem-Salden

Intra-ESZB-Salden resultieren in erster Linie aus grenzüberschreitenden Zahlungen in der EU, die in Zentralbankgeld in Euro abgewickelt werden. Diese Transaktionen werden in den meisten Fällen von privaten Wirtschaftssubjekten (d. h. Kreditinstituten, Unternehmen oder Privatpersonen) veranlasst. Sie werden über TARGET2 – das transeuropäische automatisierte Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungssystem – abgewickelt und führen zu bilateralen Salden auf den TARGET2-Konten der Zentralbanken der EU. Die bilateralen Salden werden täglich verrechnet und der EZB zugewiesen, sodass jede nationale Zentralbank (NZB) eine einzige bilaterale Nettosition – ausschließlich gegenüber der EZB – aufweist. Von der EZB durchgeführte und über TARGET2 abgewickelte Zahlungen wirken sich ebenfalls auf die einzelnen bilateralen Nettositionen aus. Diese Positionen in den Büchern der EZB entsprechen der Nettoforderung bzw. Nettoverbindlichkeit jeder einzelnen NZB gegenüber dem übrigen Europäischen System der Zentralbanken (ESZB). Die Intra-Eurosystem-Salden der NZBen des Euroraums gegenüber der EZB, die sich aus ihrer Teilnahme an TARGET2 ergeben, sowie sonstige auf Euro lautende Intra-Eurosystem-Salden (z. B. Gewinnvorauszahlungen an die NZBen) werden in der Bilanz der EZB saldiert unter „Sonstige Intra-Eurosystem-Forderungen (netto)“ bzw. „Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)“ ausgewiesen. Intra-ESZB-Salden der nicht dem Eurosystem angehörenden NZBen gegenüber der EZB, die sich aus ihrer Teilnahme an TARGET2¹⁸ ergeben, werden unter „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ erfasst.

Aus der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems resultierende Intra-Eurosystem-Salden werden als Gesamtnettorderung unter „Forderungen im Zusammenhang mit der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems“ ausgewiesen (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

Intra-Eurosystem-Salden, die sich aus der Übertragung von Währungsreserven an die EZB im Zuge des Beitritts von NZBen zum Eurosystem ergeben, lauten auf Euro und werden unter „Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven“ erfasst.

¹⁸ Zum 31. Dezember 2017 nahmen folgende NZBen außerhalb des Euroraums an TARGET2 teil: Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank), Danmarks Nationalbank, Hrvatska Narodna Banka, Narodowy Bank Polski und Banca Națională a României.

Sachanlagen

Sachanlagen einschließlich immaterieller Anlagewerte, ausgenommen Grundstücke und Kunstwerke, werden zu Anschaffungskosten, vermindert um Abschreibungen, angesetzt. Grundstücke und Kunstwerke werden zu Anschaffungskosten bilanziert. Das Hauptgebäude der EZB wird zu Anschaffungskosten abzüglich Abschreibungen und etwaiger Wertminderung bewertet. Was die Abschreibung des EZB-Hauptgebäudes betrifft, so werden die Kosten den entsprechenden Kategorien von Sachanlagen zugeordnet, die wiederum entsprechend ihrer jeweiligen geschätzten Nutzungsdauer abgeschrieben werden. Abschreibungen werden, beginnend mit dem Quartal, das auf den Zeitpunkt der Nutzungsbereitschaft folgt, linear über die erwartete wirtschaftliche Nutzungsdauer vorgenommen. Nachfolgend ist die jeweilige Nutzungsdauer für die wichtigsten Kategorien von Sachanlagen aufgeführt:

Gebäude	20, 25 oder 50 Jahre
Einbauten	10 oder 15 Jahre
Technische Ausstattung	4, 10 oder 15 Jahre
EDV-Ausstattung inkl. Software sowie Kraftfahrzeuge	4 Jahre
Mobiliar	10 Jahre

Beim aktivierten Herstellungsaufwand für die derzeit angemieteten Räumlichkeiten der EZB wurde die Abschreibungsdauer so angepasst, dass etwaige Ereignisse, die sich auf die erwartete wirtschaftliche Nutzungsdauer der betreffenden Sachanlage auswirken, Berücksichtigung finden.

Seit 2017 überprüft die EZB ihr Hauptgebäude jährlich auf Wertminderung gemäß dem International Accounting Standard (IAS) 36 „Wertminderung von Vermögenswerten“. Ergibt sich dabei ein Hinweis auf eine mögliche Wertminderung des Hauptgebäudes, so wird der erzielbare Betrag geschätzt. Ist der erzielbare Betrag niedriger als der Nettobuchwert, so wird in der Gewinn- und Verlustrechnung ein Wertminderungsaufwand erfasst.

Sachanlagen mit einem Anschaffungswert unter 10 000 € werden im Jahr des Erwerbs abgeschrieben.

Sachanlagen, welche die Aktivierungskriterien erfüllen, sich aber derzeit noch in Bau oder in Entwicklung befinden, werden in der Position „In Bau befindliche Anlagen“ erfasst. Ab dem Zeitpunkt der Nutzungsbereitschaft werden die diesbezüglichen Beträge umgebucht und unter Sachanlagen ausgewiesen.

Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses, andere langfristig fällige Leistungen sowie Leistungen aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses

Die EZB unterhält für ihre Mitarbeiter sowie für Direktoriumsmitglieder und die bei der EZB beschäftigten Mitglieder des Aufsichtsgremiums leistungsorientierte Versorgungspläne.

Der Versorgungsplan für die Mitarbeiter wird über einen eigenen langfristig ausgelegten Fonds zur Erfüllung von Leistungen an Arbeitnehmer finanziert. Die Pflichtbeiträge der EZB und der Mitarbeiter finden in der leistungsorientierten Säule des Plans ihren Niederschlag. Mitarbeiter können im Rahmen einer beitragsorientierten Säule auf freiwilliger Basis zusätzliche Beiträge leisten, um Ansprüche auf zusätzliche Leistungen zu erwerben.¹⁹ Diese zusätzlichen Leistungen richten sich nach der Höhe der freiwillig gezahlten Beiträge und der mit diesen Beiträgen erzielten Investitionserträge.

Für Direktoriumsmitglieder und die bei der EZB beschäftigten Mitglieder des Aufsichtsgremiums bestehen Vereinbarungen ohne Fondsdeckung für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie andere langfristig fällige Leistungen. Für die Mitarbeiter bestehen ebenfalls Vereinbarungen ohne Fondsdeckung für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses (ohne Pensionsbezüge) sowie andere langfristig fällige Leistungen und Leistungen aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses.

Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen

Die Verbindlichkeit, die hinsichtlich der leistungsorientierten Versorgungspläne einschließlich anderer langfristig fälliger Leistungen und Leistungen aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses in der Bilanz unter „Sonstige Verbindlichkeiten“ ausgewiesen wird, entspricht dem Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung zum Bilanzstichtag abzüglich des beizulegenden Zeitwerts des zur Finanzierung der betreffenden Verpflichtung eingesetzten Planvermögens.

Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung wird jährlich von unabhängigen Aktuaren auf Basis des Anwartschaftsbarwertverfahrens berechnet. Zur Ermittlung des Barwerts werden die geschätzten künftigen Zahlungsströme abgezinst, wobei der verwendete Zinssatz anhand der am Bilanzstichtag geltenden Markttrenditen erstklassiger Euro-Unternehmensanleihen mit ähnlicher Fälligkeit bestimmt wird.

Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste können infolge erfahrungsbedingter Anpassungen (Abweichungen der Ist-Werte von den getroffenen versicherungsmathematischen Annahmen) entstehen oder aus Änderungen der versicherungsmathematischen Annahmen resultieren.

Nettoaufwand für leistungsorientierte Versorgungspläne

Der Nettoaufwand für leistungsorientierte Versorgungspläne unterteilt sich in Komponenten, die in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen werden, und Neubewertungen in Bezug auf Leistungen nach Beendigung des

¹⁹ Die von den Mitarbeitern auf freiwilliger Basis geleisteten Beiträge können bei der Pensionierung für den Erwerb einer zusätzlichen Pension verwendet werden. Ab diesem Zeitpunkt wird diese Pension Bestandteil der leistungsorientierten Verpflichtung.

Arbeitsverhältnisses, die in der Bilanz unter „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ erfasst werden.

Der in der Gewinn- und Verlustrechnung auszuweisende Nettobetrag setzt sich aus folgenden Komponenten zusammen:

- a) dem laufenden Dienstzeitaufwand (dem Barwert der im Berichtsjahr erworbenen Leistungsansprüche)
- b) dem aus Planänderungen resultierenden nachzuverrechnenden Dienstzeitaufwand
- c) der Nettoverzinsung zum Abzinsungssatz der Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen sowie
- d) den Neubewertungen bezüglich der anderen langfristig fälligen Leistungen und gegebenenfalls Leistungen langfristiger Art aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses insgesamt

Der unter „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ ausgewiesene Nettobetrag setzt sich aus folgenden Komponenten zusammen:

- a) den versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten aus der leistungsorientierten Verpflichtung
- b) den tatsächlichen Erträgen aus dem Planvermögen abzüglich der Beträge, die in der Nettoverzinsung der Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen enthalten sind, sowie
- c) einer etwaigen Veränderung bei der Auswirkung der Vermögensobergrenze abzüglich der Beträge, die in der Nettoverzinsung der Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen enthalten sind

Die diesbezüglichen Beträge werden jährlich von unabhängigen Aktuaren bewertet und im Jahresabschluss entsprechend ausgewiesen.

Banknotenumlauf

Die EZB sowie die NZBen des Euroraums, die zusammen das Eurosystem bilden, sind mit der Ausgabe von Euro-Banknoten betraut.²⁰ Der Gesamtwert des Euro-Banknotenumlaufs wird jeweils am letzten Arbeitstag im Monat entsprechend dem Banknoten-Verteilungsschlüssel auf die Zentralbanken des Eurosystems verbucht.²¹

²⁰ Beschluss der EZB vom 13. Dezember 2010 über die Ausgabe von Euro-Banknoten (Neufassung) (EZB/2010/29) (2011/67/EU) (ABl. L 35 vom 9.2.2011, S. 26), geänderte Fassung.

²¹ Der Banknoten-Verteilungsschlüssel bezeichnet die Prozentsätze, die sich unter Berücksichtigung des Anteils der EZB an den insgesamt ausgegebenen Euro-Banknoten und aus der Anwendung des Kapitalzeichnungsschlüssels auf den Anteil der NZBen an den insgesamt ausgegebenen Banknoten ergeben.

Der auf die EZB entfallende Anteil am gesamten Euro-Banknotenumlauf in Höhe von 8 % wird auf der Passivseite der Bilanz unter der Position „Banknotenumlauf“ ausgewiesen. Dieser Position stehen entsprechende Forderungen an die NZBen gegenüber. Diese Forderungen werden verzinst²² und in der Unterposition „Intra-Eurosystem-Forderungen: Forderungen im Zusammenhang mit der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems“ ausgewiesen (siehe „Intra-ESZB-Salden/Intra-Eurosystem-Salden“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze). Die Zinserträge aus diesen Forderungen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung in der Position „Zinserträge aus der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems“ erfasst.

Gewinnvorauszahlung

Ein Betrag in Höhe der Summe der Einkünfte der EZB aus dem Euro-Banknotenumlauf und der Einkünfte aus den zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren, die im Rahmen a) des Programms für die Wertpapiermärkte, b) des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen, c) des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities und d) des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors erworben wurden, wird im Januar des Folgejahres im Wege einer Gewinnvorauszahlung verteilt, sofern der EZB-Rat keine anderslautende Entscheidung trifft.²³ Der Betrag wird in voller Höhe ausgezahlt, es sei denn, er liegt über dem Jahresüberschuss der EZB. Außerdem kann der EZB-Rat beschließen, der Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken Mittel zuzuführen. Der EZB-Rat kann zudem beschließen, den im Januar auszuschüttenden Betrag der Einkünfte aus dem Euro-Banknotenumlauf um den Betrag der Kosten der EZB für die Banknotenausgabe und -bearbeitung zu kürzen.

Sonstiges

Als externer Rechnungsprüfer der EZB wurde für den Fünfjahreszeitraum bis zum Ende des Geschäftsjahrs 2017 die Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Niederlassung Stuttgart) bestellt. Die Bestellung erfolgte gemäß Artikel 27 der ESZB-Satzung auf Empfehlung des EZB-Rats mit Billigung durch den EU-Rat.

²² Beschluss (EU) 2016/2248 der EZB vom 3. November 2016 über die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist (EZB/2016/36) (ABl. L 347 vom 20.12.2016, S. 26).

²³ Beschluss (EU) 2015/298 der EZB vom 15. Dezember 2014 über die vorläufige Verteilung der Einkünfte der EZB (EZB/2014/57) (Neufassung) (ABl. L 53 vom 25.2.2015, S. 24), geänderte Fassung.

Erläuterungen zur Bilanz

1 Gold und Goldforderungen

Am 31. Dezember 2017 hielt die EZB 16 229 522 Unzen²⁴ Feingold. 2017 wurden keine Goldtransaktionen durchgeführt, und die Bestände der EZB blieben daher gegenüber dem 31. Dezember 2016 unverändert. Die Abnahme des Euro-Gegenwerts dieser Bestände war auf den Rückgang des Goldpreises in Euro im Berichtsjahr zurückzuführen (siehe „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze sowie Erläuterung Nr. 14 „Ausgleichsposten aus Neubewertung“).

2 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie an Ansässige im Euro-Währungsgebiet

2.1 Forderungen an den IWF

In dieser Position werden die Bestände der EZB an SZR zum 31. Dezember 2017 ausgewiesen. Sie ergibt sich aus Transaktionen des Internationalen Währungsfonds (IWF), der von der EZB autorisiert ist, in ihrem Namen innerhalb einer vereinbarten Bandbreite SZR gegen Euro zu kaufen bzw. zu verkaufen. Bilanztechnisch werden SZR wie Fremdwährungen behandelt (siehe „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze). Der Rückgang des Euro-Gegenwerts der Bestände der EZB an SZR war auf die Abwertung der SZR gegenüber dem Euro im Berichtsjahr zurückzuführen.

2.2 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva sowie Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Diese beiden Positionen bestehen aus Guthaben bei Banken, Fremdwährungskrediten sowie Wertpapieranlagen in US-Dollar, japanischen Yen und chinesischen Renminbi.

²⁴ Umgerechnet 504,8 Tonnen.

Forderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Giroeinlagen	6 793 888 796	6 844 526 120	(50 637 324)
Geldmarkteinlagen	2 316 566 582	2 005 810 644	310 755 938
Reverse-Repo-Geschäfte	0	503 747 273	(503 747 273)
Wertpapieranlagen	34 650 188 561	41 066 843 366	(6 416 654 805)
Insgesamt	43 760 643 939	50 420 927 403	(6 660 283 464)

Forderungen an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Giroeinlagen	1 022 379	1 211 369	(188 990)
Geldmarkteinlagen	2 422 295 400	1 964 182 715	458 112 685
Reverse-Repo-Geschäfte	1 288 251 480	507 541 979	780 709 501
Insgesamt	3 711 569 259	2 472 936 063	1 238 633 196

Der Gesamtwert dieser Positionen ging im Jahr 2017 zurück. Der Hauptgrund dafür war die Abwertung des US-Dollar und des japanischen Yen gegenüber dem Euro.

Die Nettofremdwährungsbestände der EZB²⁵ beliefen sich zum 31. Dezember 2017 auf:

	2017 (Währung in Mio)	2016 (Währung in Mio)
US-Dollar	46 761	46 759
Japanischer Yen	1 093 563	1 091 844
Chinesischer Renminbi	3 755	0

In der ersten Jahreshälfte 2017 setzte die EZB einen Beschluss des EZB-Rats um, einen kleinen Teil ihrer Währungsreserven in chinesische Renminbi (CNY) zu investieren. Um die Investition zu tätigen, änderte die EZB die Zusammensetzung ihrer Währungsreserven. Sie veräußerte einen kleinen Teil ihrer US-Dollarbestände und reinvestierte den gesamten Betrag in chinesische Renminbi.²⁶

3 Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet

Zum 31. Dezember 2017 umfasste diese Position Giroeinlagen bei im Euroraum ansässigen Geschäftspartnern in Höhe von 143,3 Mio € (2016: 98,6 Mio €).

²⁵ Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten in der jeweiligen Fremdwährung, die einer Neubewertung unterliegen. Diese sind in den Positionen „Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets“, „Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet“, „Aktive Rechnungsabgrenzungsposten“, „Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften“ (Passivseite) und „Passive Rechnungsabgrenzungsposten“ erfasst und berücksichtigen in außerbilanziellen Positionen ausgewiesene Devisentermin- sowie Devisenswapgeschäfte. Kursgewinne bei Finanzinstrumenten in Fremdwährung infolge von Neubewertungen sind nicht enthalten.

²⁶ Siehe die Pressemitteilung der EZB vom 13. Juni 2017.

4 Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

4.1 Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere

Zum 31. Dezember 2017 enthielt diese Position Wertpapiere, welche die EZB im Rahmen der drei Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP), des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP), des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) und des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) erworben hatte.²⁷

Die Ankäufe im Rahmen des ersten CBPP wurden am 30. Juni 2010 abgeschlossen, das zweite CBPP endete am 31. Oktober 2012. Der EZB-Rat beschloss am 6. September 2012, keine weiteren Ankäufe im Rahmen des SMP zu tätigen.

2017 führte das Eurosystem seine Wertpapierkäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) fort, das sich aus dem dritten CBPP, dem ABSPP, dem PSPP und dem CSPP zusammensetzt.²⁸ Die von den NZBen und der EZB im Rahmen des APP getätigten monatlichen Nettokäufe beliefen sich zusammengenommen bis März 2017 auf durchschnittlich 80 Mrd € und ab April 2017 bis zum Jahresende auf durchschnittlich 60 Mrd €. Gemäß dem Beschluss des EZB-Rats vom Oktober 2017²⁹ soll der Nettoerwerb von Vermögenswerten ab Januar 2018 bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus in einem monatlichen Umfang von 30 Mrd € erfolgen und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten wird parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt.

Die im Rahmen der genannten Programme angekauften Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten abzüglich etwaiger Wertminderungen bewertet (siehe „Wertpapiere“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

Nachfolgend sind die fortgeführten Anschaffungskosten der von der EZB gehaltenen Wertpapiere sowie deren Marktwert³⁰ (der nicht in der Bilanz ausgewiesen und lediglich zu Vergleichszwecken herangezogen wird) aufgeführt:

²⁷ Die EZB erwirbt keine Wertpapiere im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP).

²⁸ Weitere Informationen zum APP finden sich auf der [Website der EZB](#).

²⁹ Siehe die Pressemitteilung der EZB vom [26. Oktober 2017](#).

³⁰ Marktwerte sind indikativer Natur und werden anhand von Marktnotierungen abgeleitet. Sind keine Marktnotierungen verfügbar, werden die Marktpreise anhand interner Eurosystem-Modelle geschätzt.

	2017 (in €)		2016 (in €)		Veränderung (in €)	
	Fortgeführte Anschaffungs- kosten	Marktwert	Fortgeführte Anschaffungs- kosten	Marktwert	Fortgeführte Anschaffungs- kosten	Marktwert
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	618 533 956	654 666 968	1 032 305 522	1 098 106 253	(413 771 566)	(443 439 285)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	385 880 413	421 794 246	690 875 649	743 629 978	(304 995 236)	(321 835 732)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	19 732 748 768	19 958 910 843	16 550 442 553	16 730 428 857	3 182 306 215	3 228 481 986
Programm für die Wertpapiermärkte	6 644 212 912	7 554 660 470	7 470 766 415	8 429 995 853	(826 553 503)	(875 335 383)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities	25 014 963 778	25 044 597 490	22 800 124 065	22 786 088 513	2 214 839 713	2 258 508 977
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors	175 989 921 047	177 087 513 888	112 270 760 463	112 958 545 591	63 719 160 584	64 128 968 297
Insgesamt	228 386 260 874	230 722 143 905	160 815 274 667	162 746 795 045	67 570 986 207	67 975 348 860

Der Rückgang der fortgeführten Anschaffungskosten in den Portfolios aus dem ersten und zweiten CBPP sowie dem SMP war auf Tilgungen zurückzuführen.

Der EZB-Rat beurteilt regelmäßig die finanziellen Risiken im Zusammenhang mit den Wertpapieren, die im Rahmen dieser Programme gehalten werden.

Auf Basis der Daten zum Jahresende werden jährliche Wertminderungstests durchgeführt und vom EZB-Rat verabschiedet. Im Rahmen dieser Tests werden Hinweise auf eine mögliche Wertminderung für jedes Programm separat geprüft. Bei Hinweisen auf eine mögliche Wertminderung wurden zusätzliche Analysen durchgeführt, um eine wertminderungsbedingte Beeinträchtigung der Cashflows der zugrunde liegenden Wertpapiere ausschließen zu können. Basierend auf den Ergebnissen der diesjährigen Wertminderungstests stellte die EZB bei ihren im Jahr 2017 zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierportfolios keine Verluste fest.

5 Intra-Eurosystem-Forderungen

5.1 Forderungen im Zusammenhang mit der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems

In dieser Position werden jene Forderungen der EZB gegenüber den NZBen des Euroraums erfasst, die sich im Zusammenhang mit der Verteilung der Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems ergeben (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze). Die Zinszahlungen für diese Forderungen werden täglich zum jeweils geltenden marginalen Zinssatz berechnet, der bei den Tenderoperationen des Eurosystems für seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte³¹

³¹ Seit dem 16. März 2016 liegt der Zinssatz, der bei den TENDERN des Eurosystems für seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte Anwendung findet bei 0,00 %.

Anwendung findet (siehe Erläuterung Nr. 22.2 „Zinserträge aus der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems“).

6 Sonstige Aktiva

6.1 Sachanlagen und immaterielle Anlagewerte

Diese Position gliederte sich zum 31. Dezember 2017 wie folgt:

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Anschaffungskosten			
Grund und Gebäude	1 006 108 554	1 011 662 911	(5 554 357)
Einbauten	221 866 010	221 888 762	(22 752)
EDV-Ausstattung inkl. Software	109 919 236	88 893 887	21 025 349
Betriebs-/Geschäftsausstattung, Mobiliar und Kraftfahrzeuge	95 383 187	96 197 706	(814 519)
In Bau befindliche Anlagen	3 364 162	3 024 459	339 703
Sonstige Sachanlagen	10 082 651	9 713 742	368 909
Anschaffungskosten insgesamt	1 446 723 800	1 431 381 467	15 342 333
Kumulierte Abschreibung			
Grund und Gebäude	(95 622 635)	(72 284 513)	(23 338 122)
Einbauten	(47 644 949)	(31 590 282)	(16 054 667)
EDV-Ausstattung inkl. Software	(74 188 322)	(57 935 440)	(16 252 882)
Betriebs-/Geschäftsausstattung, Mobiliar und Kraftfahrzeuge	(31 856 677)	(29 107 438)	(2 749 239)
Sonstige Sachanlagen	(1 393 040)	(1 138 207)	(254 833)
Kumulierte Abschreibung insgesamt	(250 705 623)	(192 055 880)	(58 649 743)
Buchwert (netto)	1 196 018 177	1 239 325 587	(43 307 410)

Der Nettoanstieg in der Kategorie „EDV-Ausstattung inkl. Software“ ist auf Investitionen in Server, Datenspeicher, Netzwerkkomponenten und Software zur Verbesserung der aktuellen technischen Infrastruktur zurückzuführen.

Für das EZB-Hauptgebäude wurde zum Jahresende ein Wertminderungstest durchgeführt; ein Wertminderungsaufwand wurde nicht erfasst.

6.2 Sonstige finanzielle Vermögenswerte

Diese Position umfasst in erster Linie die Anlage der Eigenmittel der EZB, die als direkter Gegenposten zu Kapital und Rücklagen sowie zur Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisisiken der EZB gehalten werden. Sie beinhaltet zudem 3 211 Aktien an der Bank für Internationalen

Zahlungsausgleich (BIZ), die zu den Anschaffungskosten von 41,8 Mio € ausgewiesen sind.

Diese Position setzt sich aus folgenden Komponenten zusammen:

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Giroeinlagen in Euro	30 000	30 000	0
Auf Euro lautende Wertpapiere	18 416 779 029	19 113 074 101	(696 295 072)
Reverse-Repo-Geschäfte in Euro	2 043 990 172	1 463 994 460	579 995 712
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	41 833 941	41 830 662	3 279
Insgesamt	20 502 633 142	20 618 929 223	(116 296 081)

Die im Jahr 2017 verzeichnete Nettoabnahme dieser Position war hauptsächlich auf den Rückgang des Marktwerts der im Eigenmittelportfolio der EZB gehaltenen Euro-Wertpapiere zurückzuführen.

6.3 Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften

In dieser Position sind in erster Linie die Bewertungsänderungen der am 31. Dezember 2017 offenen Swap- und Termingeschäfte in Fremdwährung ausgewiesen (siehe Erläuterung Nr. 19 „Devisenswap- und Devisentermingeschäfte“). Die Bewertungsänderungen beliefen sich auf 450,3 Mio € (2016: 837,4 Mio €) und ergeben sich aus der Umrechnung dieser Geschäfte in ihren Euro-Gegenwert zu dem am Bilanzstichtag geltenden Wechselkurs gegenüber dem Euro-Gegenwert, der aus der Umrechnung der Geschäfte zu den Durchschnittskosten der jeweiligen Fremdwährung an diesem Tag resultiert (siehe „Außerbilanzielle Geschäfte“ sowie „Gold, Fremdwährungsforderungen und -Verbindlichkeiten“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

Ebenfalls in dieser Position erfasst sind Bewertungsgewinne aus offenen Zinsswap-Geschäften (siehe Erläuterung Nr. 18 „Zinsswaps“).

6.4 Aktive Rechnungsabgrenzungsposten

2017 waren in dieser Position abgegrenzte Kuponzinsen aus Wertpapieranlagen, einschließlich beim Erwerb gezahlter und noch ausstehender Zinsen, in Höhe von 2 476,3 Mio € erfasst (2016: 1 924,5 Mio €) (siehe Erläuterung Nr. 2.2 „Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva sowie Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet“, Erläuterung Nr. 4 „Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“ und Erläuterung Nr. 6.2 „Sonstige finanzielle Vermögenswerte“).

In dieser Position werden darüber hinaus a) abgegrenzte Erträge aus gemeinsamen Eurosystem-Projekten (siehe Erläuterung Nr. 27 „Sonstige Erträge“), b) verschiedene Vorauszahlungen sowie c) abgegrenzte Zinserträge aus sonstigen finanziellen Vermögenswerten ausgewiesen.

6.5 Sonstiges

In dieser Position sind die abgegrenzten Gewinnvorauszahlungen der EZB ausgewiesen (siehe „Gewinnvorauszahlung“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze und Erläuterung Nr. 11.2 „Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)“).

Ausgewiesen werden zudem Salden in Höhe von 491,6 Mio € (2016: 804,3 Mio €) im Zusammenhang mit am 31. Dezember 2017 offenen Swap- und Termingeschäften in Fremdwährung. Diese Salden sind das Ergebnis der Umrechnung dieser Geschäfte in ihren Euro-Gegenwert zu den Durchschnittskosten der jeweiligen Währung am Bilanzstichtag gegenüber dem Euro-Gegenwert, zu dem die Transaktionen ursprünglich ausgewiesen wurden (siehe „Außerbilanzielle Geschäfte“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

7 Banknotenumlauf

Der in dieser Position ausgewiesene Betrag entspricht dem Anteil der EZB (8 %) am gesamten Euro-Banknotenumlauf (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

8 Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet

Die Zentralbanken des Eurosystems können für PSPP-Wertpapierleihgeschäfte Barsicherheiten akzeptieren, ohne dass diese Mittel reinvestiert werden müssen. Im Falle der EZB werden diese Geschäfte über ein Spezialinstitut abgewickelt.

Zum 31. Dezember 2017 belief sich der ausstehende Betrag dieser PSPP-Wertpapierleihgeschäfte mit Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet auf 1,1 Mrd € (2016: 1,9 Mrd €). Als Sicherheit erhaltene Barmittel wurden auf TARGET2-Konten übertragen. Da die Barmittel zum Jahresende noch nicht angelegt waren, wurden diese Transaktionen in der Bilanz ausgewiesen (siehe „Befristete Transaktionen“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).³²

³² Wertpapierleihgeschäfte werden in Nebenbüchern (außerbilanziell) erfasst, es sei denn, sie werden gegen Barsicherheiten abgewickelt, die bis zum Jahresende noch nicht angelegt worden sind (siehe Erläuterung Nr. 16 „Wertpapierleihprogramme“).

9 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

9.1 Sonstige Verbindlichkeiten

Diese Position beläuft sich auf 1 150,1 Mio € (2016: 1 060,0 Mio €). In ihr werden von der EZB akzeptierte Einlagen oder Zahlungen von Mitgliedern oder für Mitglieder von EURO1 und RT1³³ erfasst, die als Sicherungsfonds für EURO1 oder zur Unterstützung der Abwicklung in RT1 verwendet werden.

10 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets

Zum 31. Dezember 2017 war die größte Komponente eine Verbindlichkeit in Höhe von 10,1 Mrd € (2016: 4,1 Mrd €) aus dem unbefristeten wechselseitigen Währungsabkommen mit der Federal Reserve Bank of New York. Im Rahmen dieses Abkommens stellt die US-Notenbank der EZB US-Dollar im Wege von Swapgeschäften zur Verfügung, um den Geschäftspartnern des Eurosystems kurzfristige Refinanzierung in US-Dollar bereitzustellen. Die EZB geht ihrerseits Back-to-back-Swapgeschäfte mit NZBen des Eurogebiets ein, welche die hieraus resultierenden Mittel nutzen, um mit Geschäftspartnern des Eurosystems liquiditätszuführende Geschäfte in US-Dollar in Form von befristeten Transaktionen durchzuführen. Die Back-to-back-Swapgeschäfte führen zu Intra-Eurosystem-Salden zwischen der EZB und den NZBen (siehe Erläuterung Nr. 11.2 „Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)“). Darüber hinaus erwachsen aus den mit der US-Notenbank und den NZBen des Euroraums durchgeführten Swapgeschäften Forderungen und Verbindlichkeiten aus Termingeschäften, die außerbilanziell erfasst werden (siehe Erläuterung Nr. 19 „Devisenswap- und Devisentermingeschäfte“).

Diese Position enthält zudem einen Betrag in Höhe von 6,1 Mrd € (2016: 9,5 Mrd €). Dieser setzt sich aus Salden auf Konten zusammen, welche die EZB für Zentralbanken außerhalb des Euroraums führt. Diese Salden sind das Ergebnis bzw. der Gegenposten von über TARGET2 abgewickelten Transaktionen. Der Rückgang dieser Salden im Jahr 2017 ist auf Zahlungen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an Ansässige im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen.

Auf den verbleibenden Anteil dieser Position entfällt ein Betrag von 3,4 Mrd € (2016: 3,1 Mrd €) aus offenen PSPP-Wertpapierleihgeschäften mit Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets, bei denen in Form von Barmitteln erhaltene Sicherheiten auf TARGET2-Konten übertragen wurden (siehe Erläuterung Nr. 8 „Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet“).

³³ EURO1 und RT1 sind von der ABE CLEARING S.A.S à capital variable (EBA Clearing) betriebene Zahlungsverkehrssysteme.

11 Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten

11.1 Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven

In dieser Position sind die Verbindlichkeiten ausgewiesen, welche die EZB im Rahmen der Übertragung der Währungsreserven durch NZBen des Euroraums im Zuge des Beitritts der Notenbanken zum Eurosystem eingegangen ist. 2017 gab es in dieser Position keine Änderungen.

	Seit 1. Januar 2015 (in €)
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1 435 910 943
Deutsche Bundesbank	10 429 623 058
Eesti Pank	111 729 611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672 637 756
Bank of Greece	1 178 260 606
Banco de España	5 123 393 758
Banque de France	8 216 994 286
Banca d'Italia	7 134 236 999
Central Bank of Cyprus	87 679 928
Latvijas Banka	163 479 892
Lietuvos bankas	239 453 710
Banque centrale du Luxembourg	117 640 617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37 552 276
De Nederlandsche Bank	2 320 070 006
Oesterreichische Nationalbank	1 137 636 925
Banco de Portugal	1 010 318 483
Banka Slovenije	200 220 853
Národná banka Slovenska	447 671 807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728 096 904
Insgesamt	40 792 608 418

Die Verzinsung dieser Verbindlichkeiten wird auf Tagesbasis zum jeweils geltenden marginalen Zinssatz berechnet, der bei den Tendern des Eurosystems für seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte Anwendung findet, vermindert um einen Abschlag für die unverzinsten Goldbestände (siehe Erläuterung Nr. 22.3 „Zinsaufwendungen aufgrund der Forderungen der NZBen aus übertragenen Währungsreserven“).

11.2 Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)

Im Jahr 2017 beinhaltete diese Position vor allem die TARGET2-Salden von NZBen des Euroraums gegenüber der EZB (siehe „Intra-ESZB-Salden/Intra-Eurosystem-Salden“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze). Der Anstieg dieser Position ist in erster Linie auf über TARGET2-Konten abgewickelte Nettoankäufe im Rahmen des APP zurückzuführen (siehe Erläuterung Nr. 4 „Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“). Der Effekt der Nettoankäufe wurde zum Teil

durch den Anstieg der Beträge aus den Back-to-back-Swapgeschäften neutralisiert, die mit den NZBen im Zusammenhang mit liquiditätszuführenden Transaktionen in US-Dollar durchgeführt wurden.

Die Verzinsung von TARGET2-Positionen wird – mit Ausnahme von Salden aus Back-to-back-Swapgeschäften im Zusammenhang mit liquiditätszuführenden Transaktionen in US-Dollar – täglich zum jeweils geltenden marginalen Zinssatz berechnet, der bei den Tenderoperationen des Eurosystems für seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte Anwendung findet.

In dieser Position sind auch die Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums im Zusammenhang mit der Gewinnvorauszahlung der EZB (siehe „Gewinnvorauszahlung“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze) enthalten.

	2017 (in €)	2016 (in €)
Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums aus dem TARGET2-Zahlungsverkehr	1 263 961 444 256	1 058 484 156 256
Forderungen an die NZBen im Euroraum aus dem TARGET2-Zahlungsverkehr	(1 047 197 405 166)	(908 249 140 203)
Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen im Euroraum im Zusammenhang mit der Gewinnvorauszahlung der EZB	987 730 460	966 234 559
Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)	217 751 769 550	151 201 250 612

12 Sonstige Passiva

12.1 Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften

In dieser Position sind in erster Linie die Bewertungsänderungen der am 31. Dezember 2017 offenen Swap- und Termingeschäfte in Fremdwährung ausgewiesen (siehe Erläuterung Nr. 19 „Devisenswap- und Devisentermingeschäfte“). Diese Bewertungsänderungen ergeben sich aus der Umrechnung dieser Geschäfte in ihren Euro-Gegenwert zu dem am Bilanzstichtag geltenden Wechselkurs gegenüber dem Euro-Gegenwert, der aus der Umrechnung der Geschäfte zu den Durchschnittskosten der jeweiligen Fremdwährung an diesem Tag resultiert (siehe „Außerbilanzielle Geschäfte“ sowie „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

Ebenfalls in dieser Position erfasst sind Bewertungsverluste aus offenen Zinsswaps (siehe Erläuterung Nr. 18 „Zinsswaps“).

12.2 Passive Rechnungsabgrenzungsposten

Zum 31. Dezember 2017 umfasste diese Position Rechnungsabgrenzungsposten für Verwaltungsaufwendungen, transitorische Posten hauptsächlich im Zusammenhang mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) (siehe Erläuterung Nr. 25

„Nettoerträge/-aufwendungen aus Gebühren und Provisionen“) und Rechnungsabgrenzungsposten für Finanzinstrumente.

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Rechnungsabgrenzungsposten für Verwaltungsaufwendungen	41 447 444	20 723 173	20 724 271
Finanzinstrumente	6 767 861	3 621 142	3 146 719
Transitorische Posten	28 068 263	41 089 798	(13 021 535)
Übertragung von Währungsreserven an die EZB	0	3 611 845	(3 611 845)
Insgesamt	76 283 568	69 045 958	7 237 610

12.3 Sonstiges

2017 beinhaltetete diese Position wie im Vorjahr Salden in Höhe von 498,3 Mio € (2016: 714,9 Mio €) im Zusammenhang mit Swap- und Termingeschäften in Fremdwährung, die am 31. Dezember 2017 offen waren (siehe Erläuterung Nr. 19 „Devisenswap- und Devisentermingeschäfte“). Diese Salden waren das Ergebnis der Umrechnung dieser Geschäfte in ihren Euro-Gegenwert zu den Durchschnittskosten der jeweiligen Währung am Bilanzstichtag gegenüber dem Euro-Gegenwert, zu dem die Transaktionen ursprünglich ausgewiesen wurden (siehe „Außerbilanzielle Geschäfte“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

Zusätzlich war in dieser Position die Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen der EZB im Zusammenhang mit Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie anderen langfristig fälligen Leistungen für ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, Direktoriumsmitglieder und die bei der EZB beschäftigten Mitglieder des Aufsichtsgremiums erfasst. Enthalten sind außerdem die Leistungen für EZB-Mitarbeiter aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses.

*Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses, andere langfristig fällige Leistungen sowie Leistungen aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses*³⁴

Bilanz

Die in der Bilanz ausgewiesenen Beträge für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses, andere langfristig fällige Leistungen sowie Leistungen für Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses setzten sich wie folgt zusammen:

³⁴ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Die jeweiligen Beträge für das Direktorium und das Aufsichtsgremium werden in der Spalte „Leitungsgremien“ erfasst.

	2017 Mitarbeiter (in Mio €)	2017 Leitungs- gremien (in Mio €)	2017 Insgesamt (in Mio €)	2016 Mitarbeiter (in Mio €)	2016 Leitungs- gremien (in Mio €)	2016 Insgesamt (in Mio €)
Barwert der Verpflichtung	1 510,0	28,9	1 538,9	1 361,3	27,7	1 388,9
Beizulegender Zeitwert des Planvermögens	(1 017,1)	–	1 017,1	(878,0)	–	(878,0)
In der Bilanz ausgewiesene Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen	492,9	28,9	521,8	483,3	27,7	510,9

2017 umfasste der Barwert der Verpflichtung gegenüber den Mitarbeitern in Höhe von 1 510,0 Mio € (2016: 1 361,3 Mio €) Leistungen ohne Fondsdeckung in Höhe von 224,6 Mio € (2016: 187,0 Mio €) im Zusammenhang mit Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses (ohne Pensionsbezüge), anderen langfristig fälligen Leistungen sowie Leistungen für Mitarbeiter aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses. Der Barwert der Verpflichtung gegenüber den Direktoriumsmitgliedern und den Mitgliedern des Aufsichtsgremiums in Höhe von 28,9 Mio € (2016: 27,7 Mio €) bezieht sich ausschließlich auf bestehende Vereinbarungen ohne Fondsdeckung für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie andere langfristig fällige Leistungen.

Gewinn- und Verlustrechnung

Die in der Gewinn- und Verlustrechnung für 2017 ausgewiesenen Beträge setzten sich wie folgt zusammen:

	2017 Mitarbeiter (in Mio €)	2017 Leitungsgremien (in Mio €)	2017 Insgesamt (in Mio €)	2016 Mitarbeiter (in Mio €)	2016 Leitungsgremien (in Mio €)	2016 Insgesamt (in Mio €)
Laufender Dienstzeitaufwand	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Nachzuverrechnender Dienstzeitaufwand	4,1	–	4,1	–	–	–
Nettoverzinsung der Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen	10,1	0,6	10,7	9,7	0,6	10,3
davon:						
<i>Verpflichtungsbezogene Zinsaufwendungen</i>	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
<i>Zinserträge aus Planvermögen</i>	(18,2)	–	(18,2)	(19,5)	–	(19,5)
(Gewinne)/Verluste aus Neubewertungen bezüglich anderer langfristig fälliger Leistungen	(0,9)	0,2	(0,7)	0,6	0,1	0,7
Gesamtbetrag nach versicherungsmathematischer Bewertung	166,5	2,7	169,2	114,6	2,4	117,0
Auflösung der CTS-Rückstellung	(9,0)	–	(9,0)	–	–	–
In den „Personalaufwendungen“ enthaltener Gesamtbetrag nach Auflösung der Rückstellung	157,5	2,7	160,2	114,6	2,4	117,0

Der laufende Dienstzeitaufwand erhöhte sich 2017 auf 155,1 Mio € (2016: 106,0 Mio €), was vornehmlich der Einführung des befristeten Programms zur beruflichen Neuorientierung (CTS) im Jahr 2017 geschuldet war. Das Programm

unterstützt unter bestimmten Bedingungen langjährige Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, die sich außerhalb der EZB beruflich neu orientieren möchten. Die Auswirkungen auf die Personalaufwendungen wurden durch die Auflösung der 2016 zu diesem Zweck gebildeten Sonderrückstellung in Höhe von 9,0 Mio € teilweise ausgeglichen.

Der im Jahr 2017 nachzuverrechnende Dienstzeitaufwand ist auf die Einführung des Langzeitpflegeplans – eines leistungsorientierten Vorsorgeplans zurückzuführen, der nichtmedizinische Leistungen abdeckt. Der nachzuverrechnende Dienstzeitaufwand bezieht sich auf derzeitige Pensionsempfänger, die mit sofortiger Wirkung Anspruch auf Leistungen aus dem neuen Plan haben.

Veränderung der leistungsorientierten Verpflichtung, des Planvermögens und der Ergebnisse aus Neubewertung

Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung änderte sich wie folgt:

	2017 Mitarbeiter (in Mio €)	2017 Leitungs- gremien (in Mio €)	2017 Insgesamt (in Mio €)	2016 Mitarbeiter (in Mio €)	2016 Leitungs- gremien (in Mio €)	2016 Insgesamt (in Mio €)
Leistungsorientierte Verpflichtung zum Jahresbeginn	1 361,3	27,7	1 388,9	1 116,7	24,1	1 140,8
Laufender Dienstzeitaufwand	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Nachzuverrechnender Dienstzeitaufwand	4,1	–	4,1	–	–	–
Verpflichtungsbezogene Zinsaufwendungen	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
Beiträge der Mitglieder des Versorgungsplans ³⁵	23,1	0,2	23,3	19,5	0,2	19,8
Gezahlte Leistungen	(11,9)	(0,9)	(12,7)	(8,6)	(0,8)	(9,5)
(Gewinne)/Verluste aus Neubewertung	(48,1)	(0,6)	(48,7)	100,2	1,9	102,1
Leistungsorientierte Verpflichtung zum Jahresende	1 510,0	28,9	1 538,9	1 361,3	27,7	1 388,9

Die für 2017 insgesamt ausgewiesenen Gewinne aus der Neubewertung der leistungsorientierten Verpflichtung in Höhe von 48,7 Mio € waren auf die Erhöhung des Abzinsungssatzes von 2 % (2016) auf 2,1 % (2017) und eine Reduzierung des angenommenen künftigen Anstiegs der Pensionen von 1,4 % (2016) auf 1,3 % (2017) zurückzuführen.

Der beizulegende Zeitwert des Mitarbeiter-Planvermögens in der leistungsorientierten Säule änderte sich 2017 wie folgt:

³⁵ Die Pflichtbeiträge der Mitarbeiter belaufen sich auf 7,4 % des Grundgehalts, die der EZB auf 20,7 % des Grundgehalts.

	2017 (in Mio €)	2016 (in Mio €)
Beizulegender Zeitwert des Planvermögens zum Jahresbeginn	878,0	755,3
Zinserträge aus Planvermögen	18,2	19,5
Gewinne aus Neubewertung	54,6	44,7
Arbeitgeberbeiträge	51,8	45,0
Beiträge der Mitglieder des Versorgungsplans	23,1	19,5
Gezahlte Leistungen	(8,6)	(6,0)
Beizulegender Zeitwert des Planvermögens zum Jahresende	1 017,1	878,0

Die auf das Planvermögen erzielten Gewinne aus Neubewertung für 2016 und 2017 spiegelten die Tatsache wider, dass die tatsächlichen Erträge der Fondsanteile höher ausfielen als die geschätzten Zinserträge aus dem Planvermögen.

Folgende Veränderungen ergaben sich im Jahr 2017 bei den Ergebnissen aus Neubewertung (siehe Erläuterung Nr. 14 „Ausgleichsposten aus Neubewertung“):

	2017 (in Mio €)	2016 (in Mio €)
Verluste aus Neubewertung zum Jahresbeginn	(205,1)	(148,4)
Gewinne aus Planvermögen	54,6	44,7
Gewinne/(Verluste) aus der Verpflichtung	48,7	(102,1)
In der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchte Gewinne/(Verluste)	0,7	0,7
In den Ausgleichsposten aus Neubewertung enthaltene Verluste aus Neubewertung zum Jahresende	(102,5)	(205,1)

Grundlegende Annahmen

Die hier aufgeführten Bewertungen beruhen auf versicherungsmathematischen Annahmen, die vom Direktorium für Bilanzierungs- und Offenlegungszwecke gebilligt wurden. Die Berechnung der Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses und anderen langfristig fälligen Leistungen beruht in erster Linie auf den nachfolgend dargelegten Annahmen:

	2017 (in %)	2016 (in %)
Abzinsungssatz	2,10	2,00
Erwartete Erträge aus dem Planvermögen ³⁶	3,10	3,00
Allgemeine künftige Gehaltserhöhungen ³⁷	2,00	2,00
Künftige Pensionserhöhungen ³⁸	1,30	1,40

Die im Jahr 2017 von den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern im Rahmen einer beitragsorientierten Säule auf freiwilliger Basis geleisteten Beiträge beliefen sich auf 149,9 Mio € (2016: 133,2 Mio €). Diese werden in das Planvermögen investiert. Ihnen steht eine entsprechende Verpflichtung in gleicher Höhe gegenüber.

13 Rückstellungen

Diese Position umfasst in erster Linie eine Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken.

Die Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken dient dem Ausgleich künftiger realisierter und nicht realisierter Verluste, wobei der EZB-Rat über etwaige Auflösungen der Rückstellung entscheidet. Der Umfang und die Notwendigkeit dieser Rückstellung werden jährlich auf Basis einer entsprechenden Risikoanalyse und unter Berücksichtigung einer Reihe von Faktoren geprüft. Der Umfang darf zusammen mit dem allgemeinen Reservefonds der EZB nicht den Wert des von den NZBen des Eurogebiets eingezahlten Kapitals übersteigen.

Zum 31. Dezember 2017 war die Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken mit 7 619 884 851 € unverändert gegenüber dem Vorjahr. Dieser Betrag entspricht dem Wert des zu diesem Datum von den NZBen des Euro-Währungsgebiets eingezahlten Kapitals.

14 Ausgleichsposten aus Neubewertung

Dieser Posten enthält in erster Linie Neubewertungssalden, die sich aus buchmäßigen Gewinnen aus Forderungen, Verbindlichkeiten und außerbilanziellen Geschäften ergeben (siehe „Ergebnismittlung“, „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“, „Wertpapiere“ und „Außerbilanzielle Geschäfte“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze). Er beinhaltet außerdem die Neubewertungen der

³⁶ Diese Annahmen wurden zur Berechnung der leistungsorientierten Verpflichtung der EZB, die durch Vermögenswerte mit zugrunde liegender Kapitalgarantie finanziert wird, herangezogen.

³⁷ Auch künftige individuelle Gehaltserhöhungen von bis zu 1,8 % pro Jahr (abhängig vom Alter der Mitglieder des Versorgungsplans) werden berücksichtigt.

³⁸ Gemäß den Vorschriften des Versorgungsplans der EZB werden die Pensionen jährlich erhöht. Fällt die allgemeine Gehaltsanpassung der EZB-Mitarbeiter geringer aus als die Teuerungsrate, so erfolgen die Pensionserhöhungen im Einklang mit der allgemeinen Gehaltsanpassung. Übersteigt die allgemeine Gehaltsanpassung die Teuerungsrate, so wird Erstere zur Festlegung der Pensionserhöhung herangezogen, sofern die Finanzlage der EZB-Versorgungspläne eine solche Anhebung zulässt.

Nettoschuld der EZB aus leistungsorientierten Versorgungsplänen in Bezug auf Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses (siehe „Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses, andere langfristig fällige Leistungen sowie Leistungen aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze sowie Erläuterung Nr. 12.3 „Sonstiges“).

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Gold	13 664 030 012	13 926 380 231	(262 350 219)
Devisen	7 851 010 723	14 149 471 665	(6 298 460 942)
Wertpapiere und sonstige Instrumente	532 971 621	755 494 021	(222 522 400)
Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen in Bezug auf Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses	(102 540 109)	(205 078 109)	102 538 000
Insgesamt	21 945 472 247	28 626 267 808	(6 680 795 561)

Der Rückgang der Ausgleichsposten aus Neubewertung ist im Wesentlichen auf die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen im Jahr 2017 zurückzuführen.

Im Folgenden sind der Goldpreis und die Wechselkurse aufgeführt, die für die Neubewertung zum Jahresende herangezogen wurden:

Wechselkurse/Goldpreis	2017	2016
US-Dollar je Euro	1,1993	1,0541
Japanischer Yen je Euro	135,01	123,40
Chinesischer Renminbi je Euro	7,8044	7,3202
Euro je SZR	1,1876	1,2746
Euro je Feinunze Gold	1 081,881	1 098,046

15 Kapital und Rücklagen

15.1 Kapital

Das gezeichnete Kapital der EZB beläuft sich auf 10 825 007 069 €. Das von den NZBen innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets eingezahlte Kapital beträgt 7 740 076 935 €.

Die NZBen des Euro-Währungsgebiets haben ihren Anteil am gezeichneten Kapital voll einbezahlt. Dieser beläuft sich seit 1. Januar 2015 auf 7 619 884 851 €, wie in der Tabelle aufgeführt.³⁹

³⁹ Die einzelnen Beträge wurden auf den nächsten vollen Euro gerundet. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

	Kapitalschlüssel seit 1. Januar 2015 ⁴⁰ (in %)	Eingezahltes Kapital seit 1. Januar 2015 (in €)
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4778	268 222 025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1 948 208 997
Eesti Pank	0,1928	20 870 614
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1607	125 645 857
Bank of Greece	2,0332	220 094 044
Banco de España	8,8409	957 028 050
Banque de France	14,1792	1 534 899 402
Banca d'Italia	12,3108	1 332 644 970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16 378 236
Latvijas Banka	0,2821	30 537 345
Lietuvos bankas	0,4132	44 728 929
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21 974 764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7 014 605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433 379 158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212 505 714
Banco de Portugal	1,7434	188 723 173
Banka Slovenije	0,3455	37 400 399
Národná banka Slovenska	0,7725	83 623 180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136 005 389
Insgesamt	70,3915	7 619 884 851

Die NZBen außerhalb des Euroraums müssen als Beitrag zu den Betriebskosten der EZB 3,75 % ihres Anteils am gezeichneten Kapital der EZB einzahlen. Seit 1. Januar 2015 ist dieser Beitrag auf insgesamt 120 192 083 € angewachsen. Die NZBen außerhalb des Euroraums haben weder Anspruch auf ausschüttbare EZB-Gewinne, noch müssen sie für Verluste der EZB aufkommen.

Die nicht dem Eurosystem angehörenden NZBen haben die nachfolgend aufgeführten Beiträge eingezahlt:

⁴⁰ Die Anteile der einzelnen NZBen am Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der EZB wurden zuletzt am 1. Januar 2014 geändert. Am 1. Januar 2015 jedoch erhöhte sich die Gesamtgewichtung der NZBen des Euroraums im Kapitalschlüssel der EZB aufgrund des Beitritts Litauens zum Euroraum, während die Gesamtgewichtung der NZBen außerhalb des Euroraums zurückging. Seitdem sind keine Veränderungen eingetreten.

	Kapitalschlüssel seit 1. Januar 2015 (in %)	Eingezahltes Kapital seit 1. Januar 2015 (in €)
Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank)	0,8590	3 487 005
Česká národní banka	1,6075	6 525 450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6 037 512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2 444 963
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5 601 129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20 796 192
Banca Națională a României	2,6024	10 564 124
Sveriges riksbank	2,2729	9 226 559
Bank of England	13,6743	55 509 148
Insgesamt	29,6085	120 192 083

Außerbilanzielle Geschäfte

16 Wertpapierleihprogramme

Im Rahmen der Eigenmittelverwaltung hat die EZB ein Spezialinstitut damit beauftragt, Wertpapierleihgeschäfte in ihrem Namen durchzuführen.

Ferner hat die EZB in Übereinstimmung mit den Beschlüssen des EZB-Rats ihre Bestände an Wertpapieren, die im Rahmen des ersten, zweiten und dritten CBPP erworben wurden, sowie ihre Bestände an Wertpapieren, die im Rahmen des PSPP erworben wurden, und ihre Bestände an Wertpapieren, die im Rahmen des SMP erworben wurden und auch für einen Ankauf im Rahmen des PSPP zugelassen sind, für Wertpapierleihgeschäfte zur Verfügung gestellt.⁴¹

Diese Wertpapierleihgeschäfte werden in Nebenbüchern (außerbilanziell) erfasst, es sei denn, sie werden gegen Barsicherheiten abgewickelt, die bis zum Jahresende noch nicht angelegt worden sind.⁴² Zum 31. Dezember 2017 waren derartige Wertpapierleihgeschäfte mit einem Volumen von 13,4 Mrd € (2016: 10,9 Mrd €) offen. Davon standen 7,2 Mrd € (2016: 3,9 Mrd €) mit der Leihe von Wertpapieren im Zusammenhang, die zu geldpolitischen Zwecken gehalten werden.

17 Zinsfutures

Zum 31. Dezember 2017 waren die folgenden Fremdwährungsgeschäfte, ausgewiesen zu Marktkursen am Jahresende, offen:

Fremdwährungs-Zinsfutures	2017 Kontraktwert (in €)	2016 Kontraktwert (in €)	Veränderung (in €)
Käufe	6 518 052 197	558 770 515	5 959 281 682
Verkäufe	6 584 789 977	2 258 798 975	4 325 991 002

Diese Geschäfte wurden im Zusammenhang mit der Verwaltung der Währungsreserven der EZB durchgeführt.

18 Zinsswaps

Zum 31. Dezember 2017 waren Zinsswap-Geschäfte mit einem Nominalwert von 415,9 Mio € (2016: 378,3 Mio €), ausgewiesen zu Marktkursen am Jahresende,

⁴¹ Die EZB erwirbt keine Wertpapiere im Rahmen des CSPP und verfügt daher nicht über entsprechende Bestände für Wertpapierleihgeschäfte.

⁴² Gibt es zum Jahresende Barsicherheiten, die nicht angelegt wurden, werden diese Transaktionen in der Bilanz erfasst (siehe Erläuterungen Nr. 8 „Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet“ und Nr. 10 „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“).

offen. Diese Geschäfte wurden im Zusammenhang mit der Verwaltung der Währungsreserven der EZB durchgeführt.

19 Devisenswap- und Devisentermingeschäfte

Verwaltung der Währungsreserven

2017 wurden im Rahmen der Verwaltung der Währungsreserven der EZB Devisenswap- und Devisentermingeschäfte durchgeführt. Die Forderungen und Verbindlichkeiten aus diesen Transaktionen, die zum 31. Dezember 2017 offen waren, werden wie folgt zu Marktkursen am Jahresende ausgewiesen:

Devisenswap- und Devisentermingeschäfte	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Forderungen	2 731 848 697	3 123 544 615	(391 695 918)
Verbindlichkeiten	2 719 012 506	2 855 828 167	(136 815 661)

Liquiditätszuführende Geschäfte

Im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Liquidität in US-Dollar an Geschäftspartner des Eurosystems entstanden auf US-Dollar lautende Forderungen und Verbindlichkeiten, die 2017 abgewickelt wurden (siehe Erläuterung Nr. 10 „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“).

20 Verwaltung der Anleihe- und Darlehensgeschäfte

Die EZB war auch 2017 für die Verwaltung der von der EU im Rahmen der Fazilität des mittelfristigen finanziellen Beistands, des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus, der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgeschlossenen Anleihe- und Darlehensgeschäfte sowie für die Kreditrahmenvereinbarung für Griechenland zuständig. 2017 wickelte die EZB Zahlungen im Zusammenhang mit diesen Geschäften sowie im Zusammenhang mit der Zeichnung von Anteilen am genehmigten Stammkapital des ESM durch dessen Mitglieder ab.

21 Eventualverbindlichkeiten aus anhängigen Rechtsstreitigkeiten

Eine Reihe von Einlegern, Aktionären und Anleihegläubigern zyprischer Kreditinstitute reichte vier Klagen gegen die EZB und andere EU-Organe ein. Die Kläger bringen vor, dass sie infolge von Handlungen, die ihrer Ansicht nach zur

Umstrukturierung dieser Kreditinstitute im Zusammenhang mit dem Finanzhilfeprogramm für Zypern führten, finanzielle Verluste erlitten haben. Zwölf vergleichbare Klagen wurden 2014 vom Gericht der Europäischen Union in ihrer Gesamtheit als unzulässig abgewiesen. Gegen acht dieser Urteile wurden Rechtsmittel eingelegt, und im Jahr 2016 bestätigte der Gerichtshof der Europäischen Union entweder die Unzulässigkeit der Fälle oder urteilte bei diesen Klagen zugunsten der EZB. Die Rolle der EZB im Prozess, der zum Abschluss des Finanzhilfeprogramms führte, beschränkte sich auf die Bereitstellung von fachlicher Beratung gemäß dem ESM-Vertrag in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission sowie auf die unverbindliche Stellungnahme zum Entwurf des zyprischen Abwicklungsgesetzes. Es ist deshalb davon auszugehen, dass der EZB infolge dieser Gerichtsverfahren keine Verluste entstehen.

Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung

22 Nettozinsertrag

22.1 Zinserträge aus Währungsreserven

Diese Position beinhaltet die im Zusammenhang mit den Netto-Währungsreserven der EZB angefallenen Zinserträge abzüglich der Zinsaufwendungen:

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Zinserträge aus Giroeinlagen	5 111 897	1 499 288	3 612 609
Zinserträge aus Geldmarkteinlagen	54 839 007	18 095 835	36 743 172
Zinsaufwendungen aus Repo-Geschäften	(1 101 476)	(34 017)	(1 067 459)
Zinserträge aus Reverse-Repo-Geschäften	37 067 062	12 745 338	24 321 724
Zinserträge aus Wertpapieranlagen	389 779 270	304 958 993	84 820 277
Zinserträge/(Zinsaufwendungen) für Zinsswaps	(109 873)	19 080	(128 953)
Zinserträge aus Devisentermin- und Devisenswapgeschäften	48 575 683	33 157 253	15 418 430
Nettozinserträge aus Währungsreserven	534 161 570	370 441 770	163 719 800

Der im Jahr 2017 verzeichnete Anstieg der Nettozinserträge insgesamt war hauptsächlich auf die höheren Zinserträge aus dem US-Dollar-Portfolio zurückzuführen.

22.2 Zinserträge aus der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems

In dieser Position werden die Zinserträge aus dem Anteil der EZB von 8 % an der gesamten Euro-Banknotenausgabe erfasst (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze sowie Erläuterung Nr. 5.1 „Forderungen im Zusammenhang mit der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems“). Im Jahr 2017 lagen diese Zinserträge bei null, weil der Hauptrefinanzierungssatz während des gesamten Jahres 0 % betrug.

22.3 Zinsaufwendungen aufgrund der Forderungen der NZBen aus übertragenen Währungsreserven

In dieser Position werden die Zinsaufwendungen aufgrund der Forderungen der NZBen des Euroraums aus den an die EZB übertragenen Währungsreserven (siehe Erläuterung Nr. 11.1 „Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven“) ausgewiesen. Die Zinsaufwendungen lagen 2017 bei null, weil der Hauptrefinanzierungssatz während des gesamten Jahres 0 % betrug.

22.4 Sonstige Zinserträge und sonstige Zinsaufwendungen

Im Jahr 2017 waren in diesen Positionen in erster Linie Nettozinserträge in Höhe von 1,1 Mrd € (2016: 1,0 Mrd €) auf die von der EZB zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapiere enthalten. Davon entfielen 0,6 Mrd € (2016: 0,4 Mrd €) auf Nettozinserträge auf die im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere und 0,4 Mrd € (2016: 0,5 Mrd €) auf Nettozinserträge auf die im Rahmen des SMP erworbenen Wertpapiere, wobei 154,5 Mio € (2016: 185,3 Mio €) davon aus im SMP-Portfolio der EZB gehaltenen griechischen Staatsanleihen resultierten.

Der Restbetrag dieser Positionen bestand in erster Linie aus Zinserträgen auf und Zinsaufwendungen für das Eigenmittelportfolio der EZB (siehe Erläuterung Nr. 6.2 „Sonstige Finanzanlagen“) sowie aus anderen zinstragenden Einlagen.

23 Realisierte Gewinne/Verluste aus Finanzoperationen

Realisierte Nettogewinne aus Finanzgeschäften setzten sich 2017 wie folgt zusammen:

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Realisierte Kursgewinne (netto)	22 249 008	159 456 244	(137 207 236)
Realisierte Wechselkurs- und Goldpreisgewinne (netto)	138 820 035	65 085 498	73 734 537
Realisierte Nettogewinne aus Finanzoperationen	161 069 043	224 541 742	(63 472 699)

Realisierte Kursgewinne (netto) schließen realisierte Gewinne und Verluste aus Wertpapieren, Zinsfutures und Zinsswaps ein. Der Rückgang der realisierten Kursgewinne (netto) im Jahr 2017 war hauptsächlich auf die niedrigeren realisierten Kursgewinne der Wertpapiere aus dem US-Dollar-Portfolio zurückzuführen.

Der Anstieg der realisierten Wechselkurs- und Goldpreisgewinne insgesamt (netto) war vor allem auf die Veräußerung eines kleinen Teils der US-Dollarbestände zur Finanzierung der Bildung des Renminbi-Portfolios zurückzuführen⁴³ (siehe Erläuterung Nr. 2.2 „Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva sowie Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet“).

24 Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen

Die Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen gestalteten sich 2017 wie folgt:

⁴³ Siehe die Pressemitteilung der EZB vom 13. Juni 2017.

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Nicht realisierte Wertpapierkursverluste	(78 577 070)	(148 159 250)	69 582 180
Nicht realisierte Wechselkursverluste	(26 556 261)	(12 760)	(26 543 501)
Insgesamt	(105 133 331)	(148 172 010)	43 038 679

Der Marktwert einer Reihe von im US-Dollar-Portfolio gehaltenen Wertpapieren ging 2017 weiter zurück, während die entsprechenden Renditen anstiegen. Daraus ergaben sich im Geschäftsjahr nicht realisierte Wertpapierkursverluste.

Die nicht realisierten Wechselkursverluste resultieren – infolge der Abwertung des chinesischen Renminbi gegenüber dem Euro verglichen mit dem Ankaufkurs – in erster Linie aus der Abschreibung der durchschnittlichen Anschaffungskosten der Renminbi-Bestände der EZB gemäß dem Wechselkurs zum Jahresende 2017.

25 Nettoerträge/-aufwendungen aus Gebühren und Provisionen

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Erträge aus Gebühren und Provisionen	452 095 734	382 191 051	69 904 683
Aufwendungen für Gebühren und Provisionen	(12 025 845)	(10 868 282)	(1 157 563)
Nettoerträge aus Gebühren und Provisionen	440 069 889	371 322 769	68 747 120

Im Jahr 2017 enthielten die in dieser Position erfassten Erträge hauptsächlich Aufsichtsgebühren und Verwaltungsanktionen, die gegen beaufsichtigte Unternehmen wegen Verstößen gegen die EU-Bankenaufsichtsvorschriften (einschließlich Aufsichtsbeschlüssen der EZB) verhängt wurden. Die Aufwendungen setzten sich vor allem aus Depotgebühren sowie Gebühren der externen Vermögensverwalter für auf konkrete Weisung und im Namen des Eurosystems bis Ende März 2017 getätigte Ankäufe zugelassener Asset-Backed Securities zusammen.⁴⁴

Erträge und Aufwendungen im Zusammenhang mit Aufsichtsaufgaben

Im November 2014 übernahm die EZB ihre Aufsichtsaufgaben gemäß Artikel 33 der SSM-Verordnung⁴⁵. Um ihre Ausgaben für die Wahrnehmung dieser Aufgaben zu decken, erhebt die EZB jährliche Gebühren von den beaufsichtigten Unternehmen. Die EZB gab im April 2017 bekannt, dass sich die jährlichen Aufsichtsgebühren 2017 auf 425,0 Mio € belaufen würden.⁴⁶ Dieser Betrag basierte auf geschätzten

⁴⁴ Siehe die Pressemitteilung der EZB vom 15. Dezember 2016.

⁴⁵ Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die EZB (ABl. L 287 vom 29.10.2013, S. 63).

⁴⁶ Dieser Betrag wurde im Oktober 2017 mit Fälligkeitstermin 30. November 2017 in Rechnung gestellt.

jährlichen Ausgaben für Aufsichtsaufgaben in Höhe von 464,7 Mio € im Jahr 2017, bereinigt um a) den Aufsichtsgebührenüberschuss von 41,1 Mio € im Jahr 2016 und b) die im Zusammenhang mit Änderungen der Anzahl oder des Status beaufsichtigter Unternehmen erstatteten Beträge⁴⁷ (1,4 Mio €).

Basierend auf den tatsächlichen Ausgaben der EZB für ihre Aufsichtsaufgaben beliefen sich die Erträge aus Aufsichtsgebühren 2017 auf 436,7 Mio €. Der Nettoüberschuss von 27,9 Mio €, der sich aus der Differenz zwischen den geschätzten Ausgaben (464,7 Mio €) und den tatsächlichen Ausgaben (436,7 Mio €) für 2017 ergibt, ist unter „Passive Rechnungsabgrenzungsposten“ ausgewiesen (siehe Erläuterung Nr. 12.2 „Passive Rechnungsabgrenzungsposten“). Er wird mit den 2018 fälligen Aufsichtsgebühren verrechnet.

Die EZB ist außerdem berechtigt, Verwaltungssanktionen gegen beaufsichtigte Unternehmen zu verhängen, die gegen die EU-Bankenaufsichtsvorschriften (einschließlich Aufsichtsbeschlüssen der EZB) verstoßen.⁴⁸ Die diesbezüglichen Einnahmen bleiben bei der Berechnung der jährlichen Aufsichtsgebühren unberücksichtigt. Sie werden stattdessen in der Gewinn- und Verlustrechnung der EZB als Erträge erfasst und im Rahmen der Gewinnvorauszahlungen an die NZBen des Euroraums verteilt. 2017 beliefen sich die von der EZB gegen beaufsichtigte Unternehmen verhängten Strafgebühren auf 15,3 Mio €.

Die Erträge im Zusammenhang mit den Aufsichtsaufgaben der EZB für das Jahr 2017 setzten sich somit wie folgt zusammen:⁴⁹

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Aufsichtsgebühren	436 746 219	382 151 355	54 594 864
davon:			
<i>Von bedeutenden Unternehmen oder bedeutenden Gruppen erhobene Gebühren</i>	397 493 784	338 418 328	59 075 456
<i>Von weniger bedeutenden Unternehmen oder weniger bedeutenden Gruppen erhobene Gebühren</i>	39 252 435	43 733 027	(4 480 592)
Verhängte Verwaltungssanktionen	15 300 000	0	15 300 000
Erträge aus Aufgaben im Bereich der Bankenaufsicht insgesamt	452 046 219	382 151 355	69 894 864

Die Ausgaben im Zusammenhang mit der Bankenaufsicht ergeben sich aus der direkten Aufsicht über bedeutende Unternehmen, der Überwachung der Aufsicht über weniger bedeutende Unternehmen sowie den Querschnitts- und Expertenaufgaben. Sie enthalten zudem Ausgaben, die sich aus Supportbereichen

⁴⁷ Basierend auf Artikel 7 der Verordnung (EU) Nr. 1163/2014 der EZB vom 22. Oktober 2014 über Aufsichtsgebühren (EZB/2014/41) (ABl. L 311 vom 31.10.2014, S. 23), wird in Fällen, in denen a) ein beaufsichtigtes Unternehmen oder eine beaufsichtigte Gruppe nur während eines Teils des Gebührenzeitraums beaufsichtigt wird oder b) sich der Status einer beaufsichtigten Bank von bedeutend zu weniger bedeutend ändert oder umgekehrt, die jährliche Aufsichtsgebühr entsprechend angepasst. Solche erhaltenen oder erstatteten Beträge werden bei der Berechnung des in den folgenden Jahren fälligen Gesamtbetrags der jährlichen Aufsichtsgebühren berücksichtigt.

⁴⁸ Einzelheiten zu den von der EZB verhängten Verwaltungssanktionen finden sich auf der [Website zur EZB-Bankenaufsicht](#).

⁴⁹ Die einzelnen Beträge wurden auf den nächsten vollen Euro gerundet. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

ergeben, darunter Gebäude, Personalmanagement, Verwaltung, Haushaltsplanung und Controlling, Rechnungswesen, Rechtsdienste, Interne Revision, Statistik- und IT-Dienstleistungen, die zur Erfüllung der Aufsichtsaufgaben der EZB erforderlich sind.

Hinzu kommt, dass die Vereinnahmung eines Betrags in Höhe von 11,2 Mio € im Zusammenhang mit einer von der EZB gegen ein beaufsichtigtes Unternehmen verhängten Verwaltungssanktion als ungewiss eingestuft wurde, weil dem betreffenden Unternehmen später die Bankzulassung entzogen wurde und es sich gegenwärtig in Abwicklung befindet. Gemäß dem Vorsichtsprinzip wurde zum Jahresende eine Einzelwertberichtigung über den vollen Forderungsbetrag gebildet (siehe Erläuterung Nr. 31 „Sonstige Aufwendungen“). Der diesbezügliche Aufwand bleibt bei der Berechnung der jährlichen Aufsichtsgebühren unberücksichtigt, wird jedoch in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen und mindert den Jahresüberschuss.

Für 2017 lassen sich die tatsächlichen Gesamtausgaben im Zusammenhang mit den Aufsichtsaufgaben der EZB in folgende Positionen untergliedern:

	2017 (in €)	2016 (in €)	Veränderung (in €)
Gehälter und Leistungen	215 017 183	180 655 666	34 361 517
Miete und Gebäudeinstandhaltung	52 959 161	58 103 644	(5 144 483)
Sonstige betriebliche Aufwendungen	168 769 875	143 392 045	25 377 830
Aufwendungen aus für Aufsichtsgebühren relevanten Aufgaben im Bereich der Bankenaufsicht	436 746 219	382 151 355	54 594 864
Einzelwertberichtigung für ungewisse Verwaltungssanktionen	11 200 000	0	11 200 000
Aufwendungen aus Aufgaben im Bereich der Bankenaufsicht insgesamt	447 946 219	382 151 355	65 794 864

Gründe für die Zunahme der tatsächlichen Ausgaben für die Bankenaufsicht im Berichtsjahr gegenüber 2016 waren der Anstieg der Mitarbeiterzahl der EZB-Bankenaufsicht und die höheren Kosten für externe Berater, vorwiegend im Zusammenhang mit der gezielten Überprüfung interner Modelle (Targeted Review of Internal Models – TRIM).

26 Erträge aus Aktien und Beteiligungen

Die Dividenden der Aktien, welche die EZB an der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hält (siehe Erläuterung Nr. 6.2 „Sonstige Finanzanlagen“), werden in dieser Position ausgewiesen.

27 Sonstige Erträge

Diese Position enthält vor allem die Beiträge der NZBen des Euroraums zu Kosten, die der EZB im Zusammenhang mit gemeinsamen Eurosystem-Projekten entstanden sind.

28 Personalaufwendungen

Die höhere durchschnittliche Anzahl der Beschäftigten der EZB im Jahr 2017 und die Ausgaben für Leistungen aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses im Rahmen des 2017 von der EZB eingeführten CTS-Programms (siehe Erläuterung Nr. 12.3 „Sonstiges“) führten zu einem Anstieg der Personalkosten.

In dieser Position sind Aufwendungen für Gehälter, Zulagen, Mitarbeiterversicherungen und sonstige Personalkosten in Höhe von 366,0 Mio € (2016: 349,5 Mio €) erfasst. Sie enthält zudem einen Betrag in Höhe von 169,2 Mio € (2016: 117,0 Mio €) für die Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses, andere langfristig fällige Leistungen sowie Leistungen aus Anlass der Beendigung des Arbeitsverhältnisses (siehe Erläuterung Nr. 12.3 „Sonstiges“).

Die Gehälter und Zulagen der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der EZB orientieren sich im Wesentlichen am Gehaltsschema der EU und sind mit diesem vergleichbar.

Die Direktoriumsmitglieder und die bei der EZB beschäftigten Mitglieder des Aufsichtsgremiums erhalten ein Grundgehalt, während die bei der EZB beschäftigten Teilzeit-Mitglieder des Aufsichtsgremiums in Abhängigkeit von der Anzahl der Sitzungen, an denen sie teilgenommen haben, zusätzliche Vergütungen erhalten können. Darüber hinaus erhalten die Mitglieder des Direktoriums und die bei der EZB beschäftigten Vollzeit-Mitglieder des Aufsichtsgremiums eine Residenzzulage sowie eine Aufwandsentschädigung. Dem Präsidenten der EZB wird anstatt einer Residenzzulage ein Amtssitz zur Verfügung gestellt. Gemäß den Beschäftigungsbedingungen für das Personal der Europäischen Zentralbank können Direktoriumsmitglieder und Mitglieder des Aufsichtsgremiums, je nach persönlicher Situation, Anspruch auf eine Haushalts- sowie eine Kinder- und Ausbildungszulage haben. Die auf das Gehalt erhobenen Steuern gehen an die EU; des Weiteren werden Beiträge für die Altersversorgung sowie für Kranken- und Unfallversicherung abgezogen. Zulagen sind steuerfrei und werden bei der Berechnung der Pensionsansprüche nicht berücksichtigt.

Die Grundgehälter der Mitglieder des Direktoriums und der bei der EZB beschäftigten Mitglieder des Aufsichtsgremiums (d. h. ohne die Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden) im Jahr 2017 waren wie folgt:⁵⁰

⁵⁰ Es werden Bruttobeträge ausgewiesen, also vor Abzug von Steuern zugunsten der Europäischen Union.

	2017 (in €)	2016 ⁵¹ (in €)
Mario Draghi (Präsident)	396 900	389 760
Vitor Constâncio (Vizepräsident)	340 200	334 080
Peter Praet (Direktoriumsmitglied)	283 488	278 388
Benoît Cœuré (Direktoriumsmitglied)	283 488	278 388
Yves Mersch (Direktoriumsmitglied)	283 488	278 388
Sabine Lautenschläger (Direktoriumsmitglied)	283 488	278 388
Direktorium insgesamt	1 871 052	1 837 392
Aufsichtsgremium insgesamt (bei der EZB beschäftigte Mitglieder) ⁵²	793 817	632 060
davon:		
<i>Danièle Nouy (Vorsitzende des Aufsichtsgremiums)</i>	283 488	278 388
Insgesamt	2 664 869	2 469 452

Die Teilzeit-Mitglieder des Aufsichtsgremiums erhielten außerdem eine zusätzliche Vergütung. Diese belief sich 2017 auf 96 470 € (2016: 343 341 €).

Die an die Mitglieder beider Leitungsgremien gezahlten Zulagen und der für sie gezahlte Beitrag der EZB zur Kranken- und Unfallversicherung betrugen insgesamt 852 998 € (2016: 807 475 €). Der Anstieg gegenüber 2016 war in erster Linie darauf zurückzuführen, dass im Februar 2017 ein neues Mitglied in das Aufsichtsgremium aufgenommen wurde.

Die an ehemalige Mitglieder beider Leitungsgremien und deren Angehörige ausgezahlten Pensionen (inklusive Zulagen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses) sowie die für sie geleisteten Beiträge zur Kranken- und Unfallversicherung beliefen sich auf 857 476 € (2016: 834 668 €).⁵³

Ende 2017 beschäftigte die EZB 3 384 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente)⁵⁴, von denen 330 Führungspositionen bekleideten. Die Veränderung des Personalstands im Jahr 2017 stellt sich wie folgt dar:

⁵¹ Die im vergangenen Jahr veröffentlichten Gehälter des Präsidenten und des Vizepräsidenten enthielten die jährliche allgemeine Gehaltsanpassung. Bei anderen Mitgliedern beider Leitungsgremien, einschließlich der Vorsitzenden des Aufsichtsgremiums, erfolgte die allgemeine Gehaltsanpassung 2017 rückwirkend.

⁵² Ohne das Gehalt von Sabine Lautenschläger – der stellvertretenden Vorsitzenden des Aufsichtsgremiums –, das zusammen mit dem der übrigen Mitglieder des Direktoriums ausgewiesen wird.

⁵³ Angaben zu dem in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Nettobetrag im Zusammenhang mit dem Altersversorgungssystem für die aktuellen Direktoriumsmitglieder und Mitglieder des Aufsichtsgremiums finden sich in Erläuterung Nr. 12.3 „Sonstiges“.

⁵⁴ Ohne Mitarbeiter in unbezahltem Urlaub. Mitarbeiter mit unbefristeten, befristeten oder Kurzzeitverträgen sowie Teilnehmer am Graduate Programme der EZB sind eingerechnet. Ebenfalls erfasst sind Mitarbeiter, die langfristig krankgeschrieben sind oder sich im Mutterschutz befinden.

	2017	2016
Stand zum Vorjahresende	3 171	2 871
Zugänge	726	725
Abgänge	(443)	(380)
Nettoanstieg/(Nettorückgang) im Rahmen der jeweiligen Teilzeitregelungen	(70)	(45)
Stand zum 31. Dezember	3 384	3 171
davon:		
<i>Abgänge zum 31. Dezember</i>	113	80
Durchschnittlicher Personalstand	3 254	3 007

29 Verwaltungsaufwendungen

In dieser Position, die sich auf 463,2 Mio € (2016: 414,2 Mio €) beläuft, sind alle sonstigen laufenden Aufwendungen erfasst, insbesondere Mieten, Ausgaben für Gebäudeinstandhaltung, Informationstechnologie, nicht aktivierungsfähige Ausgaben für Sachanlagen und Honorare. Hinzu kommen die mit der Einstellung und Weiterbildung von Mitarbeitern verbundenen Ausgaben, einschließlich der Umzugskosten.

30 Aufwendungen für Banknoten

Diese Aufwendungen ergeben sich vor allem aus dem grenzüberschreitenden Transport von Euro-Banknoten zur Belieferung der NZBen mit druckfrischen Geldscheinen sowie zwischen den NZBen zum Ausgleich von Engpässen durch Überschussbestände. Diese Kosten werden zentral von der EZB getragen.

31 Sonstige Aufwendungen

2017 umfasste diese Position eine Einzelwertberichtigung für eine von der EZB gegen ein beaufsichtigtes Unternehmen verhängte Verwaltungssanktion, deren Vereinnahmung als ungewiss eingestuft wurde (siehe Erläuterung Nr. 25 „Nettoerträge/-aufwendungen aus Gebühren und Provisionen“).



Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mergenthalerallee 3-5
65760 Eschborn/Frankfurt/M.
Postfach 53 23
65728 Eschborn/Frankfurt/M.

Claus-Peter Wagner
Managing Partner Financial Services
Telefon +49 6196 996 26512
Telefax +49 181 3943 26512
claus-peter.wagner@de.ey.com
www.de.ey.com

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

14 February 2018

Independent auditor's report

Opinion

We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2017, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2017 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended.

Basis for Opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the European Central Bank in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and Those Charged with Governance for the Financial Statements

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35), as amended.

Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank's financial reporting process.

Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer



Victor Veger
Certified Public Accountant

Von der EZB zu Informationszwecken angefertigte Übersetzung des Bestätigungsvermerks ihres externen Wirtschaftsprüfers. Im Fall von Abweichungen gilt die von EY unterzeichnete englische Fassung.

An den Präsidenten der Europäischen Zentralbank
und den EZB-Rat
Frankfurt am Main

14. Februar 2018

Bestätigungsvermerk

Prüfungsurteil

Wir haben den Jahresabschluss der Europäischen Zentralbank geprüft, der die Bilanz zum 31. Dezember 2017, die Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2017, eine Zusammenfassung der Rechnungslegungsgrundsätze sowie sonstige Erläuterungen enthält. Nach unserer Einschätzung vermittelt der vorliegende Jahresabschluss der Europäischen Zentralbank gemäß den vom EZB-Rat aufgestellten Grundsätzen, die im Beschluss (EU) 2016/2247 der EZB vom 3. November 2016 über den Jahresabschluss der EZB (EZB/2016/35), geänderte Fassung, dargelegt sind, ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Europäischen Zentralbank zum 31. Dezember 2017.

Grundlagen für das Prüfungsurteil

Wir haben unsere Prüfung gemäß den International Standards on Auditing (ISA) durchgeführt. Unsere Verantwortung nach diesen Standards ist im Abschnitt „Verantwortung des Abschlussprüfers für die Prüfung des Jahresabschlusses“ unseres Vermerks weitergehend beschrieben. Wir sind in Übereinstimmung mit den deutschen berufsrechtlichen Vorschriften, die für unsere Prüfung des Jahresabschlusses maßgeblich sind und die mit dem Verhaltenskodex für Berufsangehörige des International Ethics Standards Boards for Accountants (IESBA-Kodex) in Einklang stehen, von der Europäischen Zentralbank unabhängig und haben unsere sonstigen Berufspflichten gemäß diesen Anforderungen erfüllt. Wir sind der Auffassung, dass die von uns erlangten Prüfungsnachweise ausreichend und angemessen sind, um als Grundlage für unser Prüfungsurteil zu dienen.

Pflichten des Direktoriums der Europäischen Zentralbank und der für die Überwachung des Jahresabschlusses Verantwortlichen

Das Direktorium ist für die Erstellung und eine den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Darstellung des Jahresabschlusses gemäß den vom EZB-Rat aufgestellten Grundsätzen verantwortlich; diese Grundsätze sind im Beschluss (EU) 2016/2247 der EZB vom 3. November 2016 über den Jahresabschluss der EZB (EZB/2016/35), geänderte Fassung, dargelegt. Ferner ist das Direktorium für die internen Kontrollen verantwortlich, die nach seinem Ermessen für die Erstellung eines Jahresabschlusses notwendig sind, der frei von wesentlichen – beabsichtigten oder unbeabsichtigten – falschen Angaben ist.

Bei der Erstellung des Jahresabschlusses ist das Direktorium dafür verantwortlich, gemäß Artikel 4 des geltenden Beschlusses (EZB/2016/35), geänderte Fassung, den Rechnungslegungsgrundsatz der Unternehmensfortführung anzuwenden.

Die für die Überwachung Verantwortlichen sind für die Überwachung des Rechnungslegungsprozesses der Europäischen Zentralbank verantwortlich.

Verantwortung des Abschlussprüfers für die Prüfung des Jahresabschlusses

Unser Ziel ist es, hinreichende Sicherheit darüber zu erlangen, ob der Jahresabschluss insgesamt frei von wesentlichen – beabsichtigten oder unbeabsichtigten – falschen Angaben ist, und einen Vermerk zu erteilen, der unser Prüfungsurteil zum Jahresabschluss beinhaltet. Hinreichende Sicherheit ist ein hohes Maß an Sicherheit, aber keine Garantie dafür, dass eine gemäß den ISA durchgeführte Abschlussprüfung eine wesentliche falsche Angabe stets aufdeckt. Falsche Angaben können aus Verstößen oder Unrichtigkeiten resultieren und werden als wesentlich angesehen, wenn nach vernünftigem Ermessen davon ausgegangen werden kann, dass sie einzeln oder insgesamt die auf der Grundlage dieses Jahresabschlusses getroffenen wirtschaftlichen Entscheidungen von Adressaten beeinflussen.

Als Teil einer Abschlussprüfung gemäß den ISA üben wir während der gesamten Abschlussprüfung pflichtgemäßes Ermessen aus und bewahren eine kritische Grundhaltung. Darüber hinaus:

- identifizieren und beurteilen wir die Risiken wesentlicher – beabsichtigter oder unbeabsichtigter – falscher Angaben im Jahresabschluss, planen und führen Prüfungshandlungen als Reaktion auf diese Risiken durch und erlangen Prüfungsnachweise, die ausreichend und angemessen sind, um als Grundlage für unser Prüfungsurteil zu dienen. Das Risiko, dass wesentliche falsche Angaben nicht aufgedeckt werden, ist bei Verstößen höher als bei Unrichtigkeiten, da Verstöße betrügerisches Zusammenwirken, Fälschungen, beabsichtigte Unvollständigkeiten, irreführende Angaben oder das Außerkraftsetzen interner Kontrollen beinhalten können.
- gewinnen wir ein Verständnis von dem für die Abschlussprüfung maßgeblichen internen Kontrollsystem, um Prüfungshandlungen zu planen, die unter den gegebenen Umständen angemessen sind, jedoch nicht mit dem Ziel, ein Prüfungsurteil zur Wirksamkeit des internen Kontrollsystems der Bank abzugeben.
- beurteilen wir die Angemessenheit der von den Verantwortlichen angewandten Rechnungslegungsgrundsätze sowie die Vertretbarkeit der von den Verantwortlichen dargestellten geschätzten Werte und damit zusammenhängenden Angaben.
- ziehen wir Schlussfolgerungen zur Angemessenheit der Anwendung des Rechnungslegungsgrundsatzes der Unternehmensfortführung durch die Verantwortlichen und leiten aus den erlangten Prüfungsnachweisen ab, ob eine wesentliche Unsicherheit im Zusammenhang mit Ereignissen oder Gegebenheiten besteht, die erhebliche Zweifel an der Fähigkeit der Bank zur Fortführung ihrer Tätigkeit aufwerfen können. Falls wir zu dem Schluss kommen, dass eine wesentliche Unsicherheit besteht, sind wir verpflichtet, im Bestätigungsvermerk auf die dazugehörigen Angaben im Jahresabschluss aufmerksam zu machen oder, falls diese Angaben unangemessen sind, unser Prüfungsurteil abzuändern. Wir ziehen unsere Schlussfolgerungen auf der Grundlage der bis zum Datum unseres Bestätigungsvermerks erlangten Prüfungsnachweise.
- beurteilen wir die Gesamtdarstellung, den Aufbau und den Inhalt des Jahresabschlusses einschließlich der Angaben, und prüfen, ob der Jahresabschluss die zugrunde liegenden Geschäftsvorfälle und Ereignisse so darstellt, dass er ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Bank vermittelt.

Wir erörtern mit den für die Überwachung Verantwortlichen unter anderem den geplanten Umfang und die Zeitplanung der Prüfung sowie bedeutende Prüfungsfeststellungen, einschließlich etwaiger Mängel im internen Kontrollsystem, die wir während unserer Abschlussprüfung feststellen.

Wir geben gegenüber den für die Überwachung Verantwortlichen eine Erklärung ab, dass wir die maßgeblichen Unabhängigkeitsanforderungen eingehalten haben, und erörtern mit ihnen alle Beziehungen und sonstigen Sachverhalte, von denen nach vernünftigem Ermessen angenommen werden kann, dass sie sich auf unsere Unabhängigkeit auswirken, sowie gegebenenfalls die hierzu getroffenen Schutzmaßnahmen.

Mit freundlichen Grüßen

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger
Certified Public Accountant

Erläuterungen zur Gewinnverteilung/Verlustabdeckung

Diese Erläuterungen sind nicht Bestandteil des Jahresabschlusses der EZB für das Jahr 2017.

Gemäß Artikel 33 der ESZB-Satzung wird der Nettogewinn der EZB in der folgenden Reihenfolge verteilt:

- a) Ein vom EZB-Rat zu bestimmender Betrag, der 20 % des Nettogewinns nicht übersteigen darf, wird dem allgemeinen Reservefonds bis zu einer Obergrenze von 100 % des Kapitals zugeführt;
- b) der verbleibende Nettogewinn wird an die Anteilseigner der EZB entsprechend ihren eingezahlten Anteilen ausgeschüttet.⁵⁵

Falls die EZB einen Verlust erwirtschaftet, kann der Fehlbetrag aus dem allgemeinen Reservefonds der EZB und erforderlichenfalls nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rats aus den monetären Einkünften des betreffenden Geschäftsjahres im Verhältnis und bis in Höhe der Beträge gezahlt werden, die nach Artikel 32.5 der ESZB-Satzung an die nationalen Zentralbanken verteilt werden.⁵⁶

Der Jahresüberschuss der EZB belief sich im Jahr 2017 auf 1 274,7 Mio €. Nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rats wurde am 31. Januar 2018 eine Gewinnvorauszahlung in Höhe von 987,7 Mio € an die NZBen des Eurogebiets geleistet. Des Weiteren beschloss der EZB-Rat, den verbleibenden Gewinn von 287,0 Mio € an die NZBen des Eurogebiets auszuschütten.

	2017 (in €)	2016 (in €)
Jahresüberschuss	1 274 761 507	1 193 108 250
Gewinnvorauszahlung	(987 730 460)	(966 234 559)
Überschuss nach Gewinnvorauszahlung	287 031 047	226 873 691
Ausschüttung des verbleibenden Gewinns	(287 031 047)	(226 873 691)
Insgesamt	0	0

⁵⁵ NZBen außerhalb des Euroraums haben weder Anspruch auf ausschüttbare EZB-Gewinne, noch müssen sie für Verluste der EZB aufkommen.

⁵⁶ Gemäß Artikel 32.5 der ESZB-Satzung wird die Summe der monetären Einkünfte der NZBen unter den NZBen entsprechend ihren eingezahlten Anteilen am Kapital der EZB verteilt.

Abkürzungen

ABSPP	Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities
APP	Programm zum Ankauf von Vermögenswerten
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
CBPP	Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen
CNY	Chinesischer Renminbi
CSPP	Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors
CTS	Programm zur beruflichen Neuorientierung
EBA	Euro Banking Association
ES	zu erwartender Ausfall
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
IT	Informationstechnologie
IWF	Internationaler Währungsfonds
NZB	Nationale Zentralbank
ORC	Ausschuss für operationelle Risiken
ORM	Management operationeller Risiken
PSPP	Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors
RMC	Ausschuss für Risikomanagement
SMP	Programm für die Wertpapiermärkte
SSM	Einheitlicher Aufsichtsmechanismus
SZR	Sonderziehungsrecht
TARGET2	Transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem
TRIM	Gezielte Überprüfung interner Modelle
VaR	Value at Risk

Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2017¹

(In Mio EUR)²

AKTIVA	31. Dezember 2017	31. Dezember 2016
1 Gold und Goldforderungen	376 300	382 061
2 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	296 217	327 859
2.1 Forderungen an den IWF	70 214	78 752
2.2 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva	226 002	249 107
3 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	38 058	30 719
4 Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	19 364	19 082
4.1 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite	19 364	19 082
4.2 Forderungen aus der Kreditfazitat im Rahmen des WKM II	0	0
5 Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	764 310	595 873
5.1 Hauptrefinanzierungsgeschäfte	3 372	39 131
5.2 Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	760 639	556 570
5.3 Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
5.4 Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
5.5 Spitzenrefinanzierungsfazitat	299	172
5.6 Forderungen aus Margenausgleich	0	0
6 Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	37 563	69 134
7 Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	2 660 726	1 974 866
7.1 Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere	2 386 012	1 653 995
7.2 Sonstige Wertpapiere	274 714	320 870
8 Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte	25 015	26 460
9 Sonstige Aktiva	254 010	235 384
Aktiva insgesamt	4 471 563	3 661 439

¹ Basierend auf vorläufigen ungeprüften Zahlen. Alle NZBen werden ihren Jahresabschluss bis Ende Mai 2018 abschließen. Danach wird die endgültige konsolidierte Jahresbilanz des Eurosystems veröffentlicht.

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

PASSIVA	31. Dezember 2017	31. Dezember 2016
1 Banknotenumlauf	1 170 716	1 126 215
2 Verbindlichkeiten in Euro aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	1 881 596	1 313 264
2.1 Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	1 185 792	888 988
2.2 Einlagefazilität	695 801	424 208
2.3 Termineinlagen	0	0
2.4 Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
2.5 Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	2	69
3 Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	20 984	9 427
4 Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0	0
5 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	286 889	220 760
5.1 Einlagen von öffentlichen Haushalten	168 457	114 887
5.2 Sonstige Verbindlichkeiten	118 432	105 873
6 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	355 381	205 678
7 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	3 830	3 644
8 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	11 254	9 301
8.1 Einlagen, Guthaben und sonstige Verbindlichkeiten	11 254	9 301
8.2 Verbindlichkeiten aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0
9 Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	55 218	59 263
10 Sonstige Passiva	225 543	218 929
11 Ausgleichsposten aus Neubewertung	357 852	394 357
12 Kapital und Rücklagen	102 298	100 601
Passiva insgesamt	4 471 563	3 661 439

Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

Further information

ECB statistics:	http://sdw.ecb.europa.eu/
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 15 March 2018.

Conventions used in the table

-	data do not exist/data are not applicable	(p)	provisional
.	data are not yet available	s.a.	seasonally adjusted
...	nil or negligible	n.s.a.	non-seasonally adjusted

1 Financial and monetary developments

1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: ¹⁾	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. ²⁾	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June ³⁾	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
9 Oct. ⁴⁾	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. ⁵⁾	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009 21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...
11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50
8 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25
9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25
14 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013 8 May	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014 11 June	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
10 Sep.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015 9 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

1 Financial and monetary developments

1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures ¹⁾

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

1.2.1 Main and longer-term refinancing operations ^{2), 3)}

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate ⁴⁾	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2017 18 Oct.	3,821	40	3,821	0.00	-	-	-	7
25 Oct.	5,311	38	5,311	0.00	-	-	-	7
1 Nov.	2,995	34	2,995	0.00	-	-	-	7
8 Nov.	2,703	38	2,703	0.00	-	-	-	7
15 Nov.	2,844	38	2,844	0.00	-	-	-	7
22 Nov.	2,976	42	2,976	0.00	-	-	-	7
29 Nov.	4,994	44	4,994	0.00	-	-	-	7
6 Dec.	2,256	30	2,256	0.00	-	-	-	7
13 Dec.	1,919	29	1,919	0.00	-	-	-	7
20 Dec.	3,372	42	3,372	0.00	-	-	-	14
Longer-term refinancing operations ^{5), 6)}								
2017 30 Mar.	1,314	28	1,314	0.00	-	-	-	91
27 Apr.	1,470	26	1,470	0.00	-	-	-	91
1 June	3,050	26	3,050	0.00	-	-	-	91
29 June	2,667	27	2,667	0.00	-	-	-	91
27 July	2,860	23	2,860	0.00	-	-	-	91
31 Aug.	2,899	24	2,899	0.00	-	-	-	91
28 Sep.	2,531	22	2,531	0.00	-	-	-	84
26 Oct.	2,498	18	2,498	0.00	-	-	-	98
30 Nov.	2,883	21	2,883	0.00	-	-	-	91
21 Dec. ⁷⁾	2,367	21	2,367	.	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

1.2.2 Other tender operations

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days		
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate ²⁾		Weighted average rate	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

1 Financial and monetary developments

1.3 Long-term government bond yields ¹⁾

(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	4.5	2.3	1.7	0.8	0.5	0.7
Germany	3.0	4.3	1.5	1.2	0.5	0.1	0.3
Estonia ³⁾
Ireland	4.2	4.4	4.0	2.4	1.2	0.7	0.8
Greece	7.5	4.8	10.4	6.9	9.7	8.4	6.0
Spain	4.0	4.4	3.5	2.7	1.7	1.4	1.6
France	3.3	4.4	2.1	1.7	0.8	0.5	0.8
Italy	4.1	4.6	3.5	2.9	1.7	1.5	2.1
Cyprus	5.2	5.3	5.0	6.0	4.5	3.8	2.6
Latvia	4.9	5.3	4.6	2.5	1.0	0.5	0.8
Lithuania	4.7	5.2	4.3	2.8	1.4	0.9	0.3
Luxembourg	3.0	4.1	1.8	1.3	0.4	0.3	0.5
Malta	3.9	5.0	3.0	2.6	1.5	0.9	1.3
Netherlands	3.2	4.4	1.8	1.5	0.7	0.3	0.5
Austria	3.3	4.4	2.0	1.5	0.7	0.4	0.6
Portugal	5.0	4.5	5.5	3.8	2.4	3.2	3.1
Slovenia	4.2	5.1	3.5	3.3	1.7	1.1	1.0
Slovakia	4.0	5.3	2.8	2.1	0.9	0.5	0.9
Finland	3.2	4.4	1.8	1.4	0.7	0.4	0.5
Euro area	3.6	4.4	2.7	2.0	1.2	0.9	1.1
Bulgaria	4.4	5.0	4.0	3.3	2.5	2.3	1.6
Czech Republic	3.4	4.6	2.3	1.6	0.6	0.4	1.0
Denmark	3.2	4.5	1.7	1.3	0.7	0.3	0.5
Croatia	5.1	5.1	5.0	4.1	3.6	3.5	2.8
Hungary	6.5	7.3	5.8	4.8	3.4	3.1	3.0
Poland	5.4	6.6	4.4	3.5	2.7	3.0	3.4
Romania	6.2	7.3	5.7	4.5	3.5	3.3	4.0
Sweden	3.2	4.5	1.8	1.7	0.7	0.5	0.7
United Kingdom	3.6	4.8	2.2	2.1	1.8	1.2	1.2
European Union	3.7	4.6	2.8	2.2	1.4	1.1	1.3
United States	3.6	4.7	2.5	2.5	2.1	1.8	2.3
Japan	1.1	1.5	0.7	0.6	0.4	0.0	0.1

Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

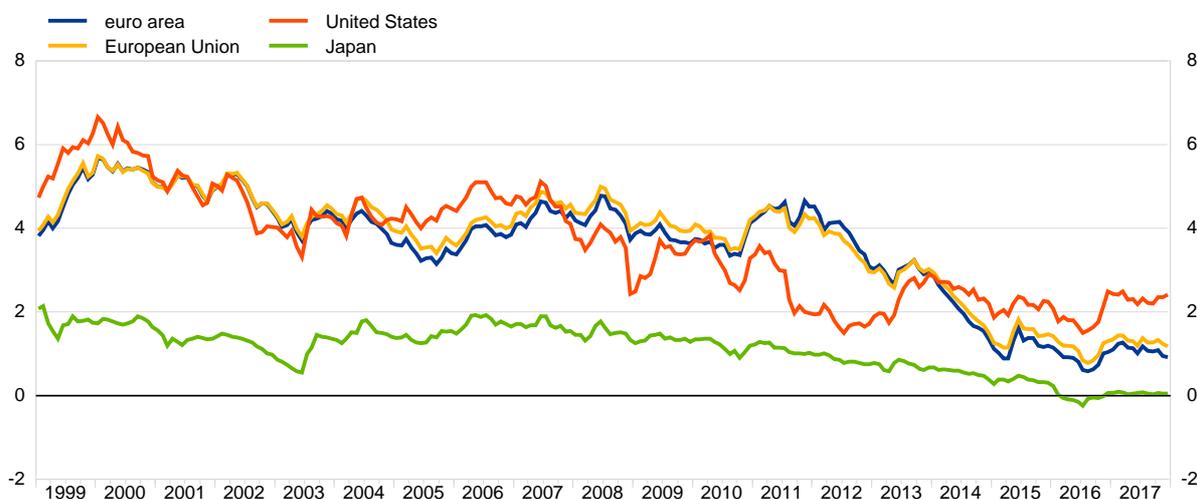
(https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

3) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields ^{1), 2)}

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

(https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

1 Financial and monetary developments

1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

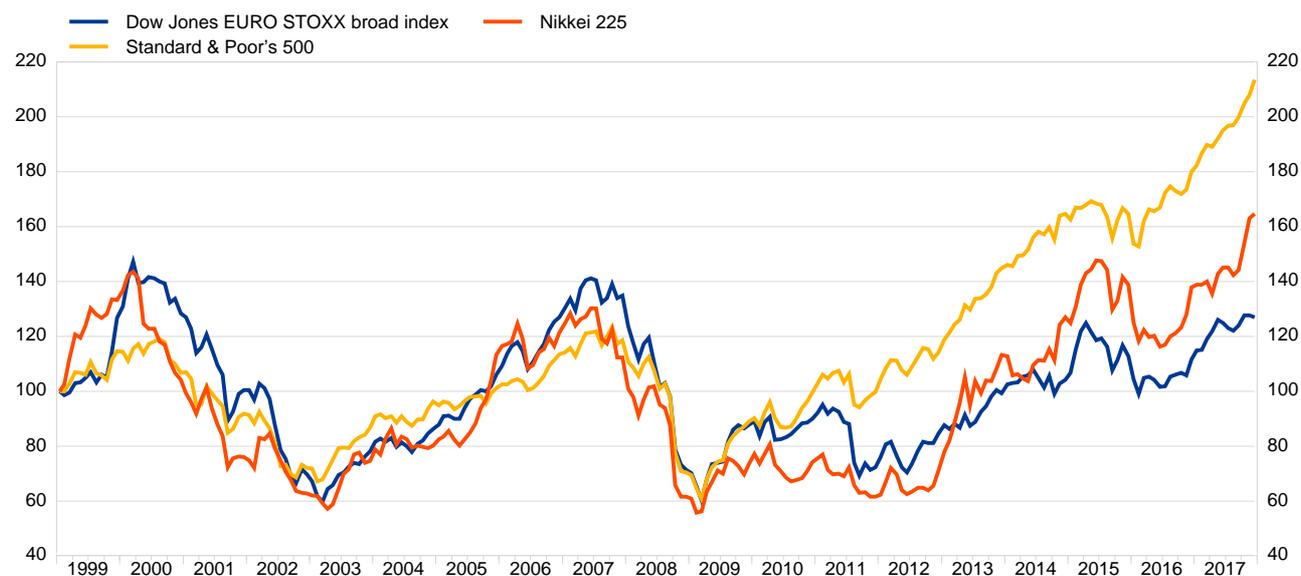
	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium - BEL 20 Index	19.1	-42.9	58.4	12.4	12.6	-2.5	10.3
Germany - DAX 30 Index	85.6	-30.9	116.8	2.7	9.6	6.9	12.5
Estonia - OMXT Index	889.7	119.0	207.0	-7.7	19.1	19.6	15.5
Ireland - ISEQ Index	40.3	-53.3	136.6	15.1	30.0	-4.0	8.0
Greece - ASE Index	-85.9	-68.7	-63.5	-28.9	-23.6	1.9	24.7
Spain - IBEX 35 Index	-13.7	-21.0	-15.9	3.7	-7.2	-2.0	7.4
France - CAC 40 Index	-10.8	-46.0	35.0	-0.5	8.5	4.9	9.3
Italy - FTSEMIB Index	-48.7	-54.3	-6.0	0.2	12.7	-10.2	13.6
Cyprus - CSE Index	-93.1	9.4	-95.6	-17.0	-20.9	-2.0	4.7
Latvia - OMXR Index	539.4	74.1	257.1	-11.3	45.7	23.5	35.8
Lithuania - OMXV Index	553.3	79.3	149.6	7.3	7.4	14.9	17.0
Luxembourg - LuxX Index	17.3	-29.8	19.5	4.9	-8.5	20.0	-1.8
Malta - MSE Index	30.9	-6.8	30.3	-9.6	33.0	4.5	-2.6
Netherlands - AEX Index	-18.9	-63.4	62.4	5.6	4.1	9.4	12.7
Austria - ATX Index	185.5	46.2	37.0	-15.2	11.0	9.2	30.6
Portugal - PSI 20 Index	-54.9	-47.0	-36.3	-26.8	10.7	-11.9	15.2
Slovenia - SBITOP Index	-45.3	-42.0	-17.9	19.6	-11.2	3.1	12.4
Slovakia - SAX Index	322.5	366.0	22.0	12.4	31.5	9.0	2.2
Finland - OMXH Index	-35.0	-62.9	46.7	5.7	10.8	3.6	6.4
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-7.4	-46.5	40.3	1.7	8.0	1.5	10.1
Bulgaria - SOFIX Index	534.7	236.0	58.6	6.2	-11.7	27.2	15.5
Czech Republic - PX 50 Index	120.2	75.3	-3.5	-4.3	1.0	-3.6	17.0
Denmark - OMXC 20 Index	300.6	-3.1	204.2	20.9	36.2	-12.8	15.9
Croatia - CROBEX Index	57.2	46.9	-8.0	-2.7	-3.2	18.1	-7.6
Hungary - BUX Index	346.5	38.8	85.5	-10.4	43.8	33.8	23.0
Poland - WIG Index	252.5	50.6	59.4	0.3	-9.6	11.4	23.2
Romania - BET Index	1,628.7	546.8	65.3	9.1	-1.1	1.2	9.4
Sweden - OMXS 30 Index	31.5	-44.8	65.7	9.9	-1.2	4.9	3.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	10.9	-36.0	42.0	-2.7	-4.9	14.4	7.6
United States - S&P 500 Index	82.0	-38.5	139.8	11.4	-0.7	9.5	19.4
Japan - Nikkei 225 Index	20.2	-53.2	115.9	7.1	9.1	0.4	19.1

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1 Financial and monetary developments

1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates ¹⁾ (percentages per annum; period averages)

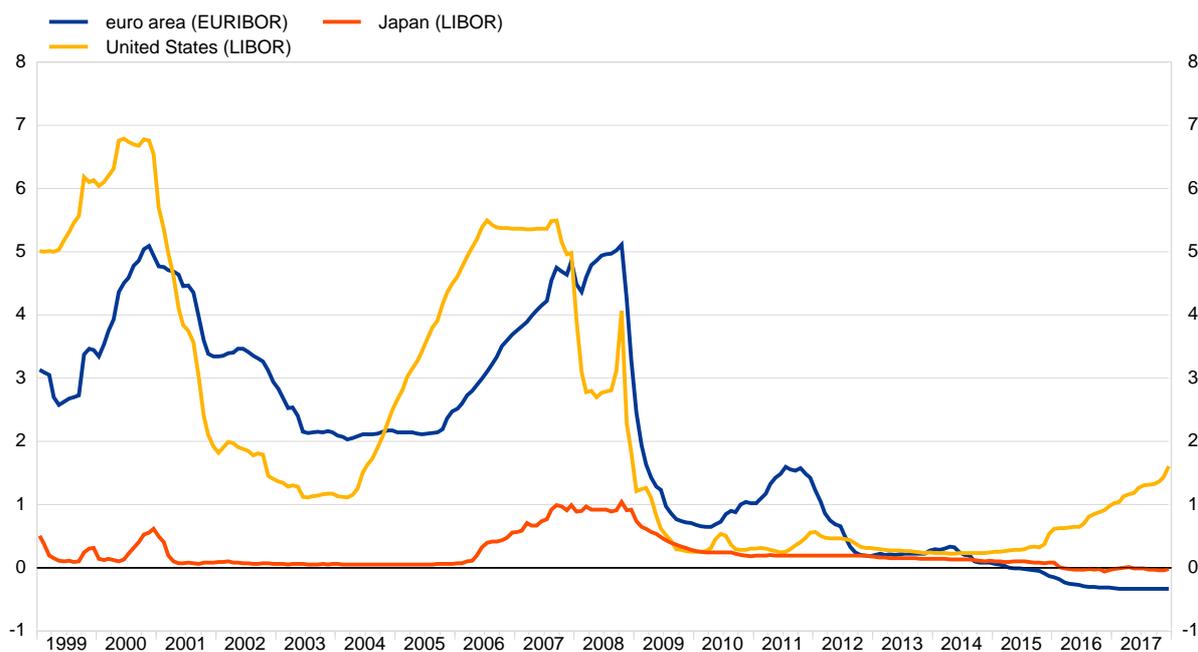
	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Euro area - EURIBOR	1.97	3.35	0.43	0.21	-0.02	-0.26	-0.33
Bulgaria - SOFIBOR	2.97	4.57	2.06	0.78	0.54	0.15	0.09
Czech Republic - PRIBOR	2.35	3.70	0.84	0.36	0.31	0.29	0.41
Denmark - CIBOR	2.22	3.64	0.64	0.31	-0.12	-0.15	-0.26
Croatia - ZIBOR	5.19	7.54	2.57	0.97	1.23	0.85	0.60
Hungary - BUBOR	7.04	9.70	4.09	2.41	1.61	0.99	0.15
Poland - WIBOR	6.30	9.11	3.17	2.52	1.75	1.70	1.73
Romania - ROBOR	14.69	24.65	4.42	2.54	1.33	0.78	1.15
Sweden - STIBOR	2.18	3.44	0.77	0.66	-0.19	-0.49	-0.50
United Kingdom - LIBOR	1.95	3.35	0.39	0.18	-0.02	-0.28	-0.37
United States - LIBOR	2.21	3.73	0.51	0.23	0.32	0.74	1.26
Japan - LIBOR	0.23	0.29	0.16	0.13	0.09	-0.02	-0.02

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates
(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.

1 Financial and monetary developments

1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

1.6.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.26	1.98	1.76	1.69
Germany	3.62	4.75	2.78	2.48	2.09	1.88	1.74
Estonia	-	-	3.61	2.97	2.51	2.49	2.57
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.69	3.06	2.81	2.71
Greece	5.71	5.78	5.66	5.83	5.13	4.92	4.51
Spain	3.58	4.21	3.10	3.36	2.61	2.12	1.89
France	3.10	4.11	2.33	2.11	1.74	1.60	1.52
Italy	4.00	4.90	3.34	3.56	2.67	2.15	1.87
Cyprus	-	-	5.92	5.82	4.78	4.18	3.89
Latvia	-	-	-	3.51	3.33	2.87	2.85
Lithuania	-	-	-	-	2.50	2.32	2.30
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.65	1.56	1.34	1.35
Malta	-	-	4.39	4.26	3.94	3.51	3.66
Netherlands	3.21	4.30	2.40	2.31	1.86	1.52	1.41
Austria	3.08	4.26	2.20	1.97	1.82	1.71	1.64
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.00	3.96	3.28	2.81
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.39	3.12	2.43	2.36
Slovakia	-	-	2.87	2.66	2.41	2.24	2.15
Finland	2.96	4.05	2.14	2.13	1.85	1.71	1.71
Euro area ²⁾	3.56	4.51	2.85	2.78	2.25	1.92	1.76

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.6.2 Households for house purchase ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.17	2.49	2.11	2.09
Germany	3.77	4.81	2.98	2.50	1.96	1.76	1.83
Estonia	-	-	2.96	2.52	2.30	2.32	2.38
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.44	3.41	3.25	3.18
Greece	3.86	4.53	3.36	2.93	2.63	2.69	2.78
Spain	3.39	4.16	2.81	2.93	2.23	1.94	1.90
France	3.67	4.25	3.24	2.95	2.31	1.87	1.60
Italy	3.78	4.49	3.26	3.20	2.51	2.13	2.05
Cyprus	-	-	4.54	4.42	3.63	3.08	2.77
Latvia	-	-	-	3.33	3.08	2.88	2.68
Lithuania	-	-	-	-	1.88	1.94	2.09
Luxembourg	2.93	4.02	2.12	2.03	1.86	1.68	1.74
Malta	-	-	3.17	2.93	2.79	2.81	2.82
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.35	2.91	2.58	2.41
Austria	3.30	4.28	2.57	2.29	2.01	1.90	1.85
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.19	2.38	1.90	1.64
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.21	2.53	2.20	2.34
Slovakia	-	-	4.12	3.42	2.74	2.04	1.82
Finland	2.74	3.85	1.90	1.81	1.36	1.16	1.03
Euro area ²⁾	3.66	4.42	3.09	2.80	2.26	1.97	1.86

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

1.7.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.35	0.15	-0.04	-0.12
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.16	0.02	-0.04
Estonia	-	-	0.65	0.31	0.23	0.17	0.13
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.41	0.15	0.05	0.01
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	0.80	0.36	0.21	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.74	0.31	0.21	0.13
Italy	1.99	2.88	1.33	1.22	0.87	1.04	0.64
Cyprus	-	-	2.74	2.44	1.72	1.41	1.38
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.22	0.17	0.19	0.16
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-	-	-	0.17	0.04	-0.03	-0.20
Austria	1.67	2.92	0.74	0.44	0.32	0.26	0.14
Portugal	2.10	2.97	1.46	0.96	0.46	0.25	0.23
Slovenia	-	-	1.29	0.72	0.27	0.11	0.08
Slovakia	-	-	0.55	0.39	0.24	0.17	0.12
Finland	1.48	2.80	0.50	0.42	0.30	0.39	0.23
Euro area ²⁾	1.72	2.86	0.87	0.61	0.32	0.18	0.11

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia, Luxembourg and Malta are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.7.2 Households ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.17	1.00	0.65	0.40
Germany	1.79	2.80	1.04	0.69	0.47	0.42	0.28
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.55	0.58	0.54	0.63
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.64	0.29	0.16	0.09
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	0.99	0.46	0.21	0.10
France	2.39	2.89	2.01	2.19	1.68	1.24	0.96
Italy	1.88	2.07	1.73	1.59	1.20	1.08	0.86
Cyprus	-	-	3.21	2.56	1.77	1.53	1.33
Latvia	-	-	1.23	0.50	0.56	0.56	0.61
Lithuania	-	-	1.01	0.43	0.28	0.24	0.29
Luxembourg	-	-	-	-	0.38	-	-
Malta	-	-	2.01	1.83	1.34	1.17	0.82
Netherlands	-	-	-	2.09	1.91	1.64	1.42
Austria	1.88	2.89	1.11	0.74	0.45	0.37	0.31
Portugal	2.25	2.67	1.94	1.59	0.75	0.39	0.28
Slovenia	-	-	1.80	1.25	0.58	0.33	0.24
Slovakia	-	-	1.83	1.67	1.68	1.13	0.70
Finland	2.03	2.97	1.32	1.09	0.96	0.56	0.40
Euro area ²⁾	2.24	2.81	1.80	1.35	0.81	0.56	0.40

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

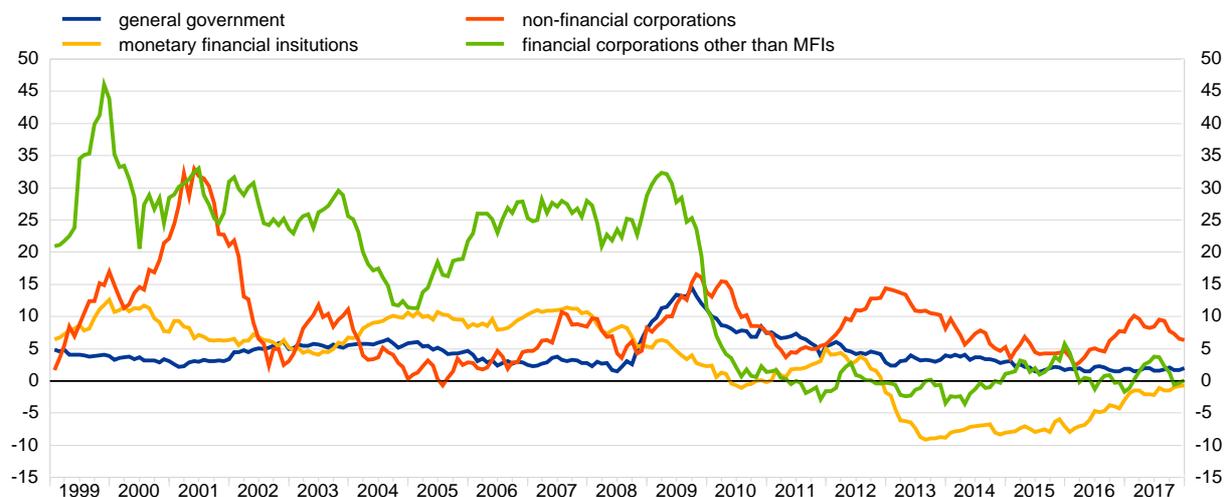
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	2.6	2.8	1.4	1.3	4.2	4.7
Germany	2.0	4.8	-1.0	-2.6	-0.6	-1.3	0.3
Estonia	-	-	7.6	10.4	-0.5	2.4	4.6
Ireland	5.2	9.9	-1.1	-3.5	0.8	-1.4	2.7
Greece	1.5	12.6	-11.0	-11.4	-4.2	-28.3	-20.3
Spain	8.1	15.6	-0.3	-6.9	-4.5	-0.7	0.8
France	6.0	8.4	3.2	2.7	0.6	1.4	3.2
Italy	3.9	6.4	0.5	-1.3	-3.8	-2.3	0.0
Cyprus	-	-	4.0	-5.6	-2.9	4.7	35.3
Latvia	-	-	19.6	40.4	10.3	12.2	9.7
Lithuania	-	-	2.7	-	-2.1	6.7	8.7
Luxembourg	5.6	0.2	10.7	13.3	16.6	2.3	0.8
Malta	-	-	8.8	14.3	13.1	11.1	4.6
Netherlands	6.7	12.5	0.7	-0.5	1.4	0.5	0.9
Austria	4.2	9.6	-1.3	-1.7	-3.3	-0.8	-2.4
Portugal	6.5	10.4	0.4	-7.5	-6.7	0.9	1.6
Slovenia	-	-	7.7	29.6	3.6	1.6	2.1
Slovakia	11.5	13.7	9.1	7.7	1.6	3.1	4.5
Finland	4.9	3.6	5.5	7.2	-0.9	1.3	2.6
Euro area	4.7	7.7	1.0	-0.7	-0.5	-0.2	1.3

Source: ECB.

Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.9 Listed shares issued by euro area residents

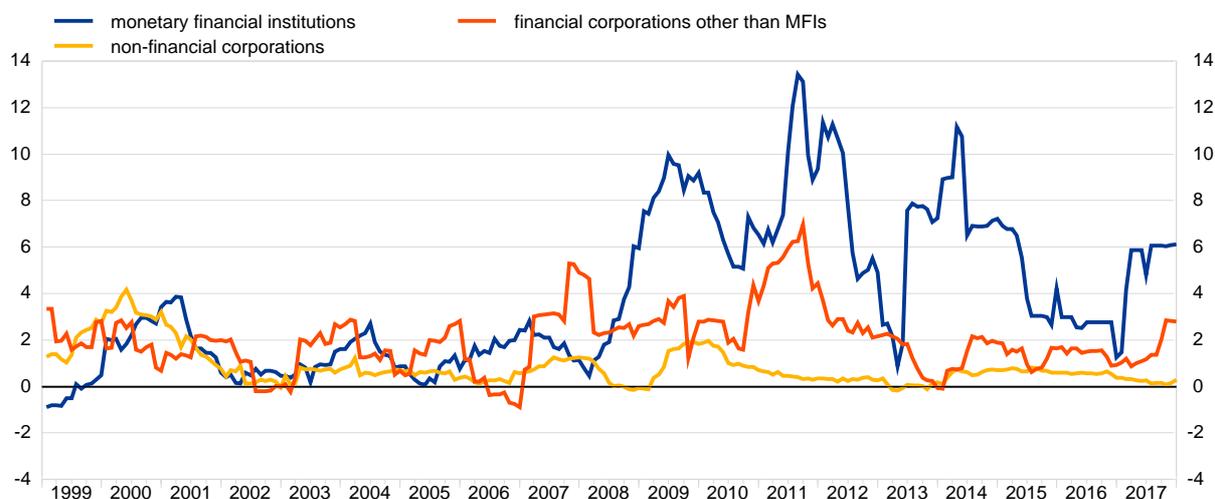
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.3	0.1	0.4	1.3	1.0	1.1	0.6
Germany	1.2	1.4	0.8	0.7	0.9	0.3	0.5
Estonia	-	-	-6.4	-3.8	-4.8	-4.0	-2.2
Ireland	2.3	1.0	0.2	-0.7	0.2	-0.1	-2.3
Greece	8.0	1.5	16.3	39.3	6.2	40.9	0.3
Spain	1.2	1.1	1.4	0.3	2.5	1.1	1.7
France	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.5	0.7
Italy	1.7	1.1	2.0	1.4	1.8	1.4	3.1
Cyprus	-	-	16.0	13.8	23.1	9.2	23.3
Latvia	-	-	3.9	0.1	0.6	1.7	2.5
Lithuania	-	-	-0.4	-	-3.9	0.3	-0.2
Luxembourg	6.2	5.7	7.5	9.6	6.9	11.5	5.5
Malta	-	-	9.1	5.1	8.0	6.0	38.5
Netherlands	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.5	0.5
Austria	5.5	8.7	2.4	5.2	2.3	0.4	1.7
Portugal	2.4	2.3	2.4	3.5	3.6	0.5	2.7
Slovenia	-	-	0.7	1.1	0.5	0.0	0.0
Slovakia	-	-	0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0
Finland	0.2	-0.5	1.0	2.3	0.9	0.8	0.6
Euro area	1.2	1.1	1.1	1.4	1.2	0.9	0.8

Source: ECB.

Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.10 Monetary aggregates, components and counterparts ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Components of M3							
M3	5.2	7.5	2.8	3.9	4.7	5.0	4.6
M2	5.5	7.3	3.5	3.8	5.3	4.8	5.1
M1	7.6	7.8	7.4	8.1	10.6	8.8	8.7
Currency in circulation	7.1	9.0	5.1	6.5	6.8	3.6	3.4
Overnight deposits	7.7	7.6	7.9	8.4	11.3	9.7	9.7
M2-M1 (other short-term deposits)	2.7	7.1	-2.0	-2.2	-3.3	-2.5	-2.1
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.4	10.3	-7.7	-5.2	-8.5	-7.4	-8.5
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.5	3.3	3.7	0.2	0.6	0.7	1.6
M3-M2 (marketable instruments)	2.2	8.7	-4.6	4.6	-3.8	7.8	-4.3
Repurchase agreements	0.1	6.3	-6.5	3.1	-38.9	-5.7	9.8
Money market fund shares	3.7	9.4	-2.3	2.8	11.4	7.8	-2.6
Debt securities issued with a maturity of up to two years	-1.4	11.6	-14.1	18.5	-25.4	21.0	-24.0
Counterparts of M3 ²⁾							
MFI liabilities:							
Central government holdings	4.5	7.4	1.3	-1.4	3.5	9.4	14.4
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.5	6.6	0.2	-2.3	-3.0	-1.6	-1.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.5	5.8	-0.9	-5.1	-4.8	-3.3	-3.8
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.7	-0.9	-6.8	2.3	-14.4	-11.5	-12.4
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.3	7.3	-3.0	-6.3	-8.8	-4.9	-3.4
Capital and reserves	6.3	7.4	5.2	4.5	4.8	2.9	3.3
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.8	-0.2	2.3	4.9	3.8
Credit to general government	3.5	0.6	6.7	2.1	8.2	12.5	6.7
of which: loans	0.1	-0.1	0.3	1.5	-1.8	-3.1	-4.0
Credit to the private sector ³⁾	4.7	8.7	0.5	-0.8	0.7	2.5	2.9
of which: loans ⁴⁾	4.6	8.3	0.6	-0.3	0.7	2.4	2.9

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Chart 1.10 Monetary aggregates ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.11 MFI loans to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	9.5	2.5	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9	6.5
Germany	3.6	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5	4.2
Estonia	39.2	1.5	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6	5.5
Ireland	24.2	-3.4	-4.0	-5.7	-6.4	-5.2	0.2	1.3
Greece	13.6	-1.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	-0.1	-0.1
Spain	19.3	-3.8	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8	0.1
France	10.2	2.6	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3	6.6
Italy	9.2	-0.8	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3	0.5
Cyprus	26.1	1.1	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.0	0.3
Latvia	-	-0.1	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9	2.1
Lithuania	33.6	-0.4	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8	5.4
Luxembourg	12.3	-0.8	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0	4.5
Malta	11.0	1.5	-1.7	-9.1	4.1	-10.3	7.2	24.4
Netherlands	9.7	0.3	2.8	1.7	-3.5	-3.9	-0.4	-1.3
Austria	6.9	1.6	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.2	5.3
Portugal	7.8	-1.9	-5.2	-3.0	-6.8	-1.1	-1.5	0.1
Slovenia	24.0	-3.9	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	0.4	1.9
Slovakia	20.3	2.9	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2	7.8
Finland	11.7	4.1	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4	4.2
Euro area	10.2	-0.1	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3	3.1
Bulgaria	-	3.1	5.4	1.4	2.4	-0.1	2.2	4.8
Czech Republic	-	4.5	2.7	2.5	2.3	6.4	8.0	6.1
Denmark	-	-0.4	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.3	1.0
Croatia	-	-0.3	-9.1	1.3	-3.4	-3.2	1.5	5.0
Hungary	-	-0.6	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.9	10.2
Poland	-	5.7	5.6	1.8	5.1	7.9	5.1	8.6
Romania	-	3.1	2.0	-4.8	2.1	-1.6	2.9	6.7
Sweden	-	3.7	2.3	1.0	2.5	3.7	4.6	5.8
United Kingdom	-	-2.6	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2	3.7

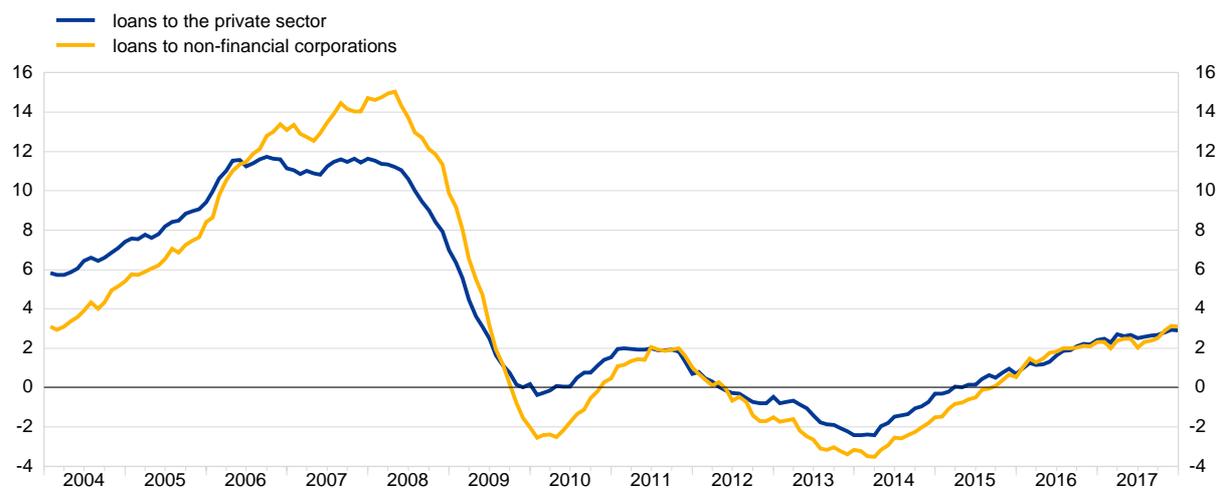
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

1 Financial and monetary developments

1.12 MFI loans to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	10.2	4.5	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1	5.0
Germany	0.0	1.6	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8	3.2
Estonia	42.3	0.9	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3	7.0
Ireland	18.7	-3.4	-3.8	-3.9	-3.6	-3.6	-2.6	-1.5
Greece	24.3	-2.2	-4.2	-3.0	-3.0	-2.9	-2.8	-1.9
Spain	15.3	-2.2	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.2	-0.5
France	10.4	3.9	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4	6.0
Italy	11.1	1.6	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9	2.8
Cyprus	15.9	1.6	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-0.9	0.0
Latvia	-	-3.1	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6	0.6
Lithuania	56.9	1.0	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2	7.6
Luxembourg	4.4	4.9	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0	7.7
Malta	11.1	6.1	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0	6.5
Netherlands	7.2	0.0	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.5	0.0
Austria	5.9	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	3.1	3.2
Portugal	8.2	-1.6	-4.4	-4.1	-3.5	-2.6	-1.6	0.0
Slovenia	22.7	2.6	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9	7.2
Slovakia	26.9	11.9	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4	12.3
Finland	12.1	3.8	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6	2.7
Euro area	7.6	1.3	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0	2.9
Bulgaria	-	1.5	-0.3	0.4	-1.0	-0.1	4.2	8.8
Czech Republic	-	6.5	4.7	5.2	4.7	6.9	8.3	8.4
Denmark	-	0.5	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.0	0.5
Croatia	-	-0.3	-1.2	-1.1	-1.0	-1.8	0.6	4.8
Hungary	-	-6.3	-6.0	-5.8	-7.0	-12.0	-0.1	2.7
Poland	-	5.5	7.0	4.1	4.7	5.2	3.9	6.4
Romania	-	4.5	-0.2	0.4	2.3	1.3	7.7	14.1
Sweden	-	6.4	4.7	5.1	6.0	7.7	7.1	7.0
United Kingdom	-	1.1	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0	3.9

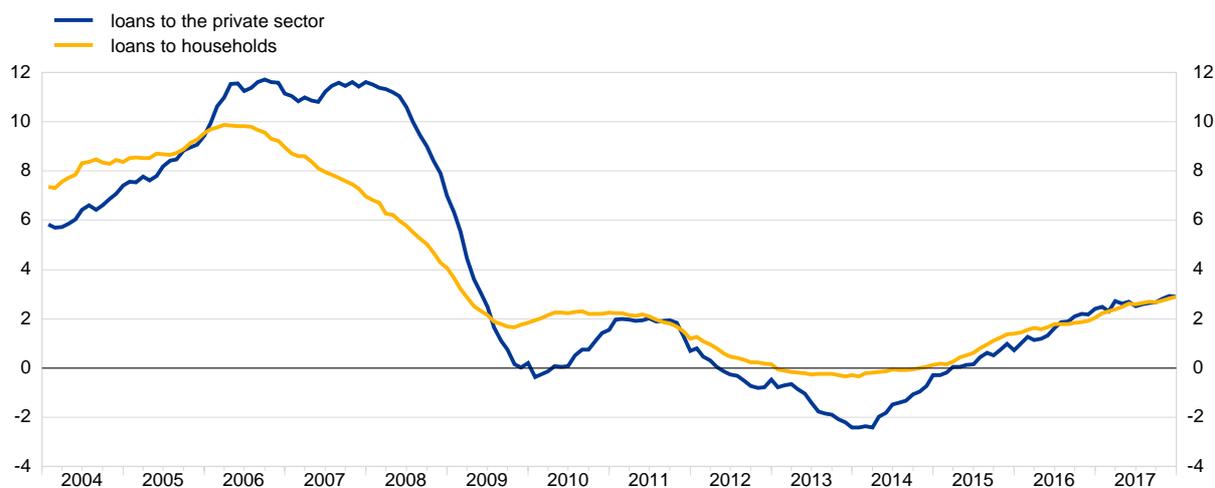
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

2 Economic activity

2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	2.3	1.0	1.4	1.4	1.5	1.7
Germany	1.4	1.6	1.2	1.9	1.7	1.9	2.2
Estonia	3.5	5.7	1.2	2.9	1.7	2.1	4.9
Ireland	5.1	5.4	4.8	8.3	25.6	5.1	.
Greece	0.3	3.5	-3.2	0.7	-0.3	-0.2	1.4
Spain	2.0	3.6	0.2	1.4	3.4	3.3	3.1
France	1.4	2.0	0.8	0.9	1.1	1.2	1.8
Italy	0.4	1.2	-0.5	0.1	1.0	0.9	1.5
Cyprus	2.1	4.1	-0.2	-1.4	2.0	3.4	3.9
Latvia	3.7	6.6	0.5	1.9	3.0	2.2	4.5
Lithuania	3.7	6.1	1.1	3.5	2.0	2.3	3.8
Luxembourg	3.4	4.3	2.2	5.8	2.9	3.1	.
Malta	3.5	2.4	4.4	8.1	9.9	5.5	6.6
Netherlands	1.7	2.5	0.8	1.4	2.3	2.2	3.1
Austria	1.7	2.4	0.9	0.8	1.1	1.5	2.9
Portugal	0.8	1.6	-0.1	0.9	1.8	1.6	2.7
Slovenia	2.4	4.3	0.3	3.0	2.3	3.1	5.0
Slovakia	3.6	5.1	2.1	2.8	3.9	3.3	3.4
Finland	1.7	3.3	-0.1	-0.6	0.1	2.1	3.0
Euro area	1.4	2.1	0.6	1.3	2.1	1.8	2.3
Bulgaria	3.1	4.7	1.4	1.3	3.6	3.9	3.6
Czech Republic	2.8	4.0	1.4	2.7	5.3	2.6	4.3
Denmark	1.3	1.8	0.7	1.6	1.6	2.0	2.1
Croatia	1.7	3.7	-0.5	-0.1	2.3	3.2	2.8
Hungary	2.3	3.4	1.1	4.2	3.4	2.2	4.0
Poland	3.7	4.2	3.2	3.3	3.8	2.9	4.6
Romania	3.7	5.4	1.8	3.1	4.0	4.8	7.0
Sweden	2.5	3.0	1.9	2.6	4.5	3.2	2.4
United Kingdom	1.9	2.5	1.3	3.1	2.3	1.9	1.7
European Union	1.6	2.3	0.8	1.8	2.3	2.0	2.4
United States	2.1	2.6	1.6	2.6	2.9	1.5	2.3
Japan	0.9	1.0	0.7	0.4	1.4	0.9	1.6

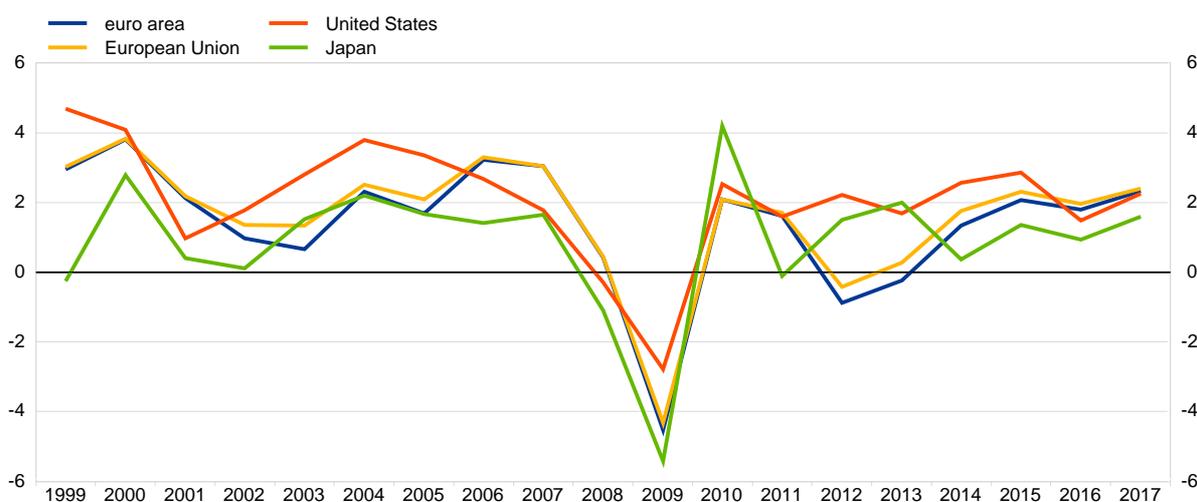
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.2	1.4	1.0	0.6	0.9	1.7	1.1
Germany	1.0	0.9	1.2	1.0	1.7	2.1	1.9
Estonia	3.8	6.6	0.8	3.4	4.6	4.4	2.2
Ireland	3.4	6.0	0.3	2.1	4.2	3.2	.
Greece	0.3	3.7	-3.2	0.6	-0.5	0.0	0.1
Spain	1.6	3.3	-0.3	1.5	3.0	3.0	2.4
France	1.6	2.3	0.9	0.8	1.4	2.2	1.1
Italy	0.4	1.0	-0.2	0.3	1.9	1.4	1.3
Cyprus	2.7	5.3	-0.1	0.7	2.6	3.3	4.2
Latvia	3.8	6.5	0.9	1.4	2.5	3.3	5.1
Lithuania	4.5	8.1	0.6	4.0	4.0	4.9	3.9
Luxembourg	2.5	2.8	2.1	2.3	3.3	2.4	.
Malta	2.1	1.7	2.4	2.7	5.6	3.0	4.2
Netherlands	0.9	1.6	0.2	0.3	2.0	1.6	1.8
Austria	1.3	1.8	0.8	0.3	0.5	1.5	1.4
Portugal	1.0	2.0	-0.2	2.3	2.3	2.1	2.2
Slovenia	2.0	3.1	0.7	1.9	2.1	4.2	3.2
Slovakia	2.8	4.6	0.9	1.4	2.2	2.7	3.6
Finland	2.1	3.2	1.0	0.8	1.7	1.8	1.6
Euro area	1.2	1.8	0.5	0.8	1.8	2.0	1.6
Bulgaria	4.5	7.3	1.6	2.7	4.5	3.6	4.8
Czech Republic	2.4	3.3	1.4	1.8	3.7	3.6	4.0
Denmark	1.1	1.7	0.5	0.9	1.6	2.1	1.5
Croatia	1.4	3.5	-0.8	-1.6	1.1	3.5	3.6
Hungary	2.1	3.7	0.5	2.8	3.6	4.3	4.7
Poland	3.3	3.9	2.7	2.4	3.0	3.9	4.7
Romania	5.2	7.9	2.2	4.7	5.9	7.6	10.2
Sweden	2.4	2.7	2.1	2.1	3.1	2.2	2.4
United Kingdom	2.1	3.0	1.0	2.1	2.6	2.9	1.7
European Union	1.5	2.2	0.7	1.2	2.1	2.4	1.9
United States	2.5	3.1	1.9	2.9	3.6	2.7	2.7
Japan	0.8	1.0	0.7	-0.9	0.0	0.1	1.1

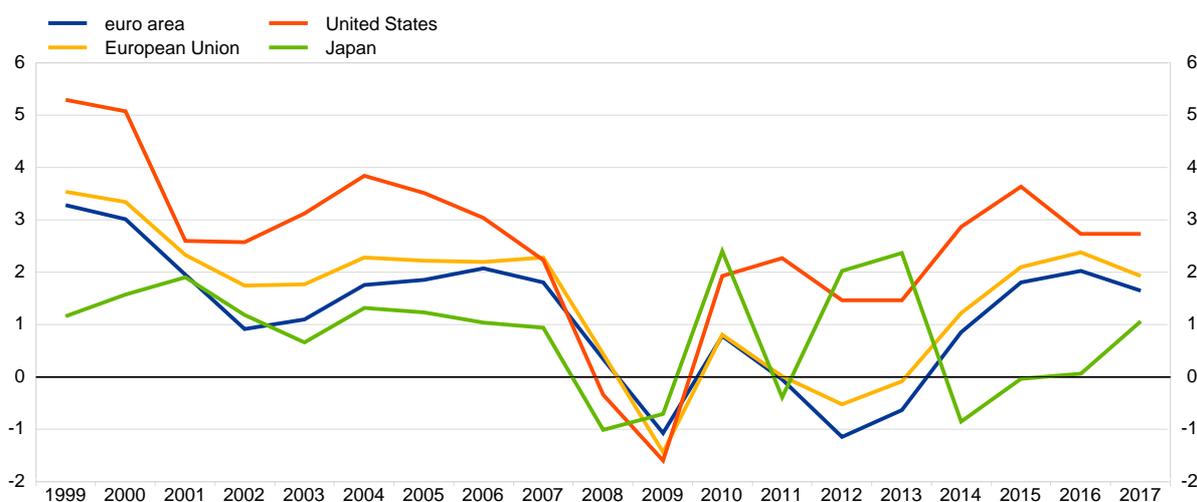
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.7	0.5	0.5	1.1
Germany	1.4	1.0	1.9	1.5	2.9	3.7	1.6
Estonia	2.2	3.0	1.3	2.6	3.3	1.9	0.8
Ireland	1.9	3.8	-0.4	4.1	2.2	5.2	.
Greece	0.5	3.5	-2.7	-1.4	1.2	-1.5	-1.1
Spain	2.7	5.0	0.3	-0.3	2.1	0.8	1.6
France	1.5	1.6	1.4	1.3	1.1	1.3	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.7	-0.6	0.6	0.1
Cyprus	1.4	3.8	-1.1	-7.2	-2.6	-0.4	2.7
Latvia	1.2	2.8	-0.5	1.9	1.9	2.7	4.1
Lithuania	0.8	1.4	0.0	0.3	0.2	1.3	1.2
Luxembourg	3.4	4.1	2.5	2.0	2.6	2.0	.
Malta	2.1	2.8	1.5	6.6	3.7	-2.7	-0.3
Netherlands	2.1	3.4	0.7	0.3	-0.2	1.2	1.0
Austria	1.4	1.7	1.0	0.8	1.5	2.1	1.1
Portugal	0.8	2.2	-0.7	-0.5	1.3	0.6	0.1
Slovenia	1.8	3.2	0.3	-1.2	2.7	2.5	2.3
Slovakia	2.6	3.2	2.0	5.2	5.4	1.6	0.2
Finland	1.1	1.6	0.6	-0.5	0.2	1.8	1.0
Euro area	1.4	2.0	0.9	0.7	1.3	1.8	1.2
Bulgaria	2.4	4.2	0.4	0.1	1.4	2.2	3.2
Czech Republic	1.4	2.0	0.8	1.1	1.9	2.0	1.6
Denmark	1.5	2.0	1.0	1.9	1.1	0.3	1.1
Croatia	1.3	2.0	0.5	0.8	-0.9	1.9	2.0
Hungary	1.6	1.9	1.2	5.1	1.1	0.8	0.3
Poland	3.1	4.0	2.0	4.1	2.4	1.7	2.7
Romania	0.6	1.2	0.0	0.8	0.2	3.1	1.6
Sweden	1.1	0.7	1.6	1.5	2.4	3.1	0.4
United Kingdom	2.0	3.0	0.8	2.5	0.6	0.8	0.3
European Union	1.6	2.1	0.9	1.2	1.3	1.6	1.1
United States	1.0	2.0	0.0	-0.5	1.3	1.0	0.1
Japan	1.6	1.8	1.4	0.5	1.5	1.3	0.1

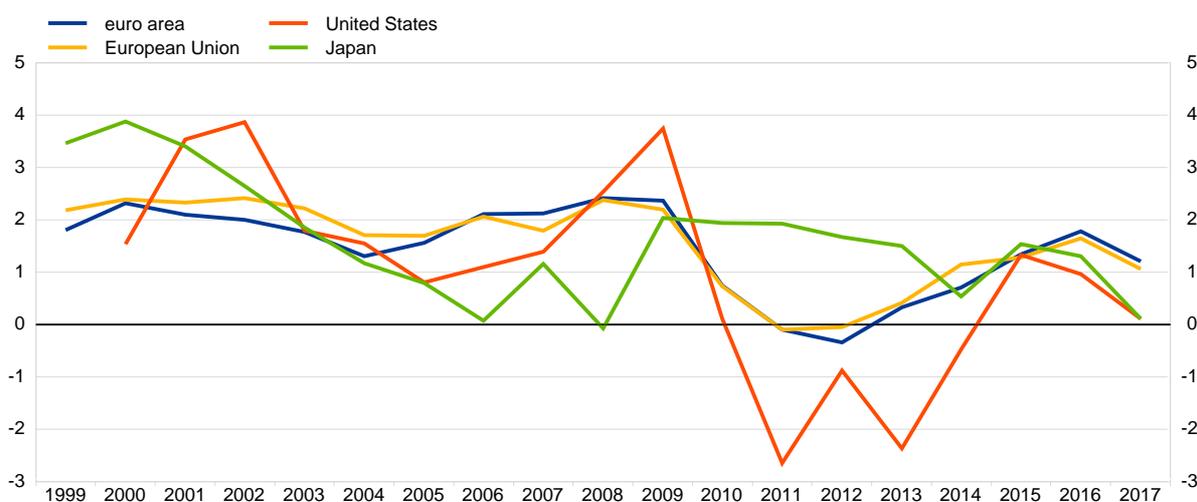
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.4	3.6	1.1	7.3	3.4	4.8	1.7
Germany	0.6	0.8	0.3	2.1	0.2	2.1	3.8
Estonia	4.1	7.7	0.2	4.9	-7.3	1.6	11.5
Ireland	6.9	5.1	9.2	26.9	24.0	59.2	.
Greece	-2.3	4.4	-9.2	6.7	-9.0	7.4	15.7
Spain	1.6	5.3	-2.5	5.8	8.7	3.1	5.5
France	2.1	3.4	0.6	3.2	2.4	1.9	5.1
Italy	-0.2	2.4	-3.0	1.0	2.5	0.7	2.5
Cyprus	2.7	8.6	-3.5	-3.2	11.6	19.8	29.8
Latvia	4.0	11.2	-3.4	-8.9	2.7	0.2	17.8
Lithuania	3.7	8.9	-1.8	4.2	24.8	-4.4	3.7
Luxembourg	3.2	4.9	1.2	6.0	-2.8	0.0	.
Malta	2.8	0.9	4.4	-0.2	60.6	0.9	-5.0
Netherlands	1.3	2.3	0.2	3.2	11.2	3.1	5.1
Austria	1.3	1.8	0.8	0.4	2.0	3.5	6.1
Portugal	-1.4	0.4	-3.3	5.1	6.4	0.8	8.4
Slovenia	0.9	6.9	-5.4	3.8	0.2	-0.1	8.4
Slovakia	1.7	3.6	-0.4	7.9	14.2	-3.5	2.6
Finland	1.3	3.2	-0.8	-1.8	1.5	6.3	4.3
Euro area	1.1	2.6	-0.6	3.3	3.4	3.8	3.7
Bulgaria	4.6	15.8	-4.4	4.4	2.0	-4.6	9.5
Czech Republic	2.8	5.4	-0.1	8.6	13.0	-2.3	4.3
Denmark	1.3	2.5	0.0	4.3	0.9	6.0	3.0
Croatia	2.2	7.9	-3.8	-3.0	8.4	4.5	5.5
Hungary	0.6	2.2	-1.1	12.5	-3.8	-3.7	14.9
Poland	3.7	5.0	2.2	12.8	4.9	-1.9	7.5
Romania	5.5	12.1	-1.3	1.7	7.0	1.0	4.9
Sweden	3.5	4.3	2.6	6.1	8.7	5.5	6.4
United Kingdom	2.2	1.1	3.4	10.9	4.1	0.9	2.3
European Union	1.4	2.7	0.0	4.8	3.8	3.5	3.7
United States	1.7	1.9	1.6	4.3	4.6	-1.4	2.7
Japan	-0.3	-0.9	0.4	3.4	2.9	0.3	2.3

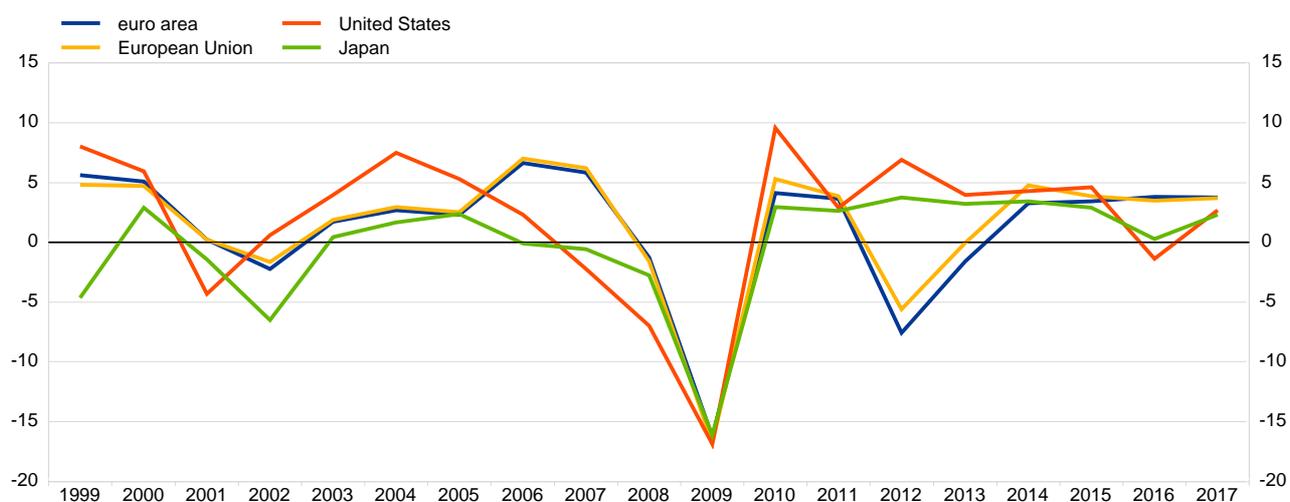
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.9	4.6	3.1	5.2	3.3	7.5	4.5
Germany	5.2	7.2	3.1	4.6	5.2	2.6	4.7
Estonia	5.7	7.0	4.1	2.5	-0.7	4.1	2.9
Ireland	8.2	7.6	8.9	14.4	38.4	4.6	.
Greece	4.0	7.5	0.2	7.7	3.1	-1.8	6.8
Spain	3.8	4.5	3.1	4.3	4.2	4.8	5.0
France	3.1	3.8	2.3	3.3	4.3	1.8	3.1
Italy	2.3	2.9	1.6	2.7	4.4	2.4	5.4
Cyprus	2.1	1.8	2.5	4.2	5.8	4.0	3.4
Latvia	6.4	8.4	4.3	6.0	3.0	4.1	4.4
Lithuania	8.2	9.6	6.6	3.3	-0.4	3.5	13.2
Luxembourg	6.3	8.1	4.0	14.0	6.9	2.7	.
Malta	4.6	6.2	3.2	3.2	3.5	4.5	1.6
Netherlands	4.5	5.3	3.5	4.5	6.5	4.3	5.5
Austria	4.2	6.3	2.0	3.0	3.1	1.9	5.7
Portugal	4.3	4.4	4.2	4.3	6.1	4.4	7.9
Slovenia	6.1	8.8	3.2	5.7	5.0	6.4	10.6
Slovakia	8.9	12.6	4.9	3.9	6.4	6.2	4.3
Finland	3.5	7.1	-0.4	-2.7	0.9	2.3	8.3
Euro area	4.4	5.5	3.1	4.7	6.4	3.4	4.9
Bulgaria	4.2	3.7	4.7	3.1	5.7	8.1	4.0
Czech Republic	8.2	11.4	4.7	8.7	6.0	4.5	6.5
Denmark	3.9	5.8	1.7	3.1	2.3	2.8	4.6
Croatia	4.6	6.5	2.5	6.0	9.4	5.6	6.1
Hungary	8.6	12.9	3.9	9.1	8.5	3.4	7.1
Poland	7.5	8.8	6.1	6.7	7.7	8.8	6.7
Romania	9.6	11.0	7.9	8.0	4.6	8.7	9.5
Sweden	4.0	5.7	2.2	5.3	5.7	3.3	3.7
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	2.7	5.0	2.3	5.0
European Union	4.4	5.6	3.1	4.7	6.2	3.5	5.0
United States	3.6	4.4	2.6	4.3	0.4	-0.3	3.4
Japan	4.3	6.6	1.8	9.3	2.9	1.3	6.8

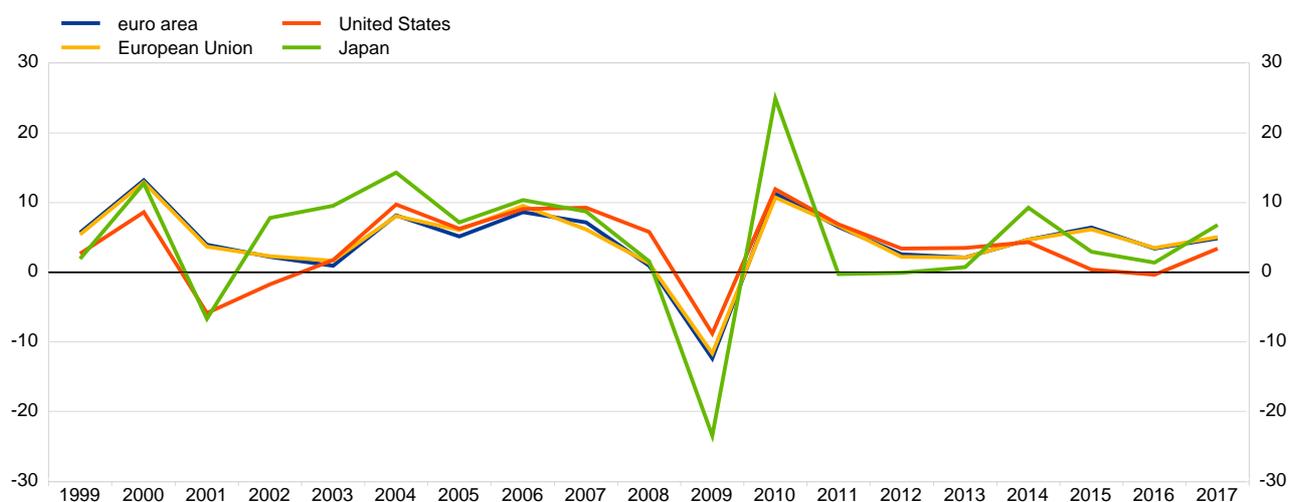
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.8	4.4	3.2	6.2	3.3	8.4	4.1
Germany	4.5	5.6	3.3	3.6	5.6	3.9	5.1
Estonia	5.9	8.4	3.2	3.6	-1.8	5.3	3.5
Ireland	7.6	7.8	7.4	14.9	26.0	16.4	.
Greece	2.0	7.2	-3.6	7.7	0.4	0.3	7.2
Spain	3.2	6.3	-0.2	6.6	5.9	2.7	4.7
France	4.1	5.2	2.9	4.8	5.7	4.2	3.9
Italy	2.2	3.5	0.7	3.2	6.8	3.5	5.3
Cyprus	2.8	4.6	0.8	4.6	7.4	6.8	10.1
Latvia	5.4	8.8	1.7	1.2	2.1	4.5	9.2
Lithuania	7.8	11.0	4.3	3.1	6.2	3.5	12.8
Luxembourg	6.6	8.4	4.4	14.6	7.1	2.1	.
Malta	3.6	5.6	1.9	-0.2	7.1	1.5	-3.0
Netherlands	4.3	5.3	3.3	4.2	8.4	4.1	4.9
Austria	3.6	4.9	2.3	2.9	3.1	3.1	5.4
Portugal	3.0	4.0	1.9	7.8	8.5	4.2	7.9
Slovenia	5.1	8.4	1.5	4.1	4.7	6.6	10.1
Slovakia	7.0	10.2	3.4	4.8	8.4	3.7	3.9
Finland	3.9	7.0	0.6	-1.3	3.2	5.4	2.6
Euro area	4.0	5.4	2.5	4.9	6.7	4.8	4.4
Bulgaria	7.0	12.0	1.7	5.2	5.4	4.5	7.2
Czech Republic	7.6	10.9	4.1	10.1	6.8	3.4	5.8
Denmark	4.1	6.6	1.4	3.9	1.9	3.8	4.1
Croatia	3.9	7.3	0.3	3.1	9.2	6.2	8.1
Hungary	7.7	12.0	3.1	11.0	6.4	2.9	9.7
Poland	6.2	7.9	4.3	10.0	6.6	7.9	7.7
Romania	10.5	16.1	4.6	8.7	8.0	9.8	11.1
Sweden	3.9	5.0	2.7	6.3	5.2	3.4	5.0
United Kingdom	3.8	5.0	2.5	4.5	5.1	4.8	3.5
European Union	4.2	5.7	2.6	5.3	6.4	4.8	4.6
United States	3.8	5.1	2.3	4.5	5.0	1.3	3.9
Japan	3.0	3.9	2.0	8.3	0.8	-1.9	3.6

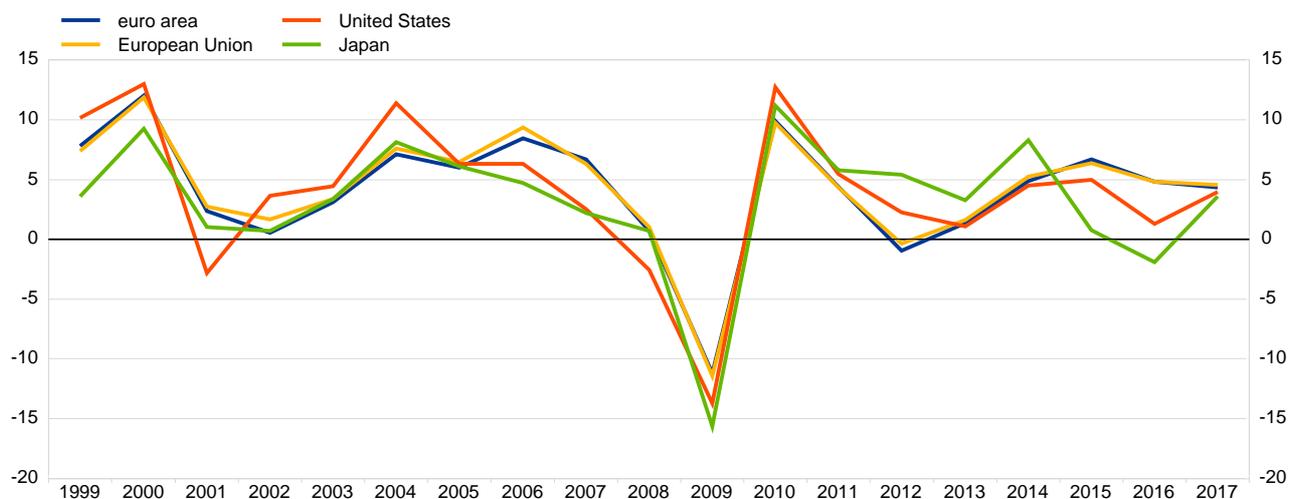
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008	2009-2017 ¹⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	342.5	296.2	393.9	400.3	410.4	423.0	438.5
Germany	2,554.8	2,283.0	2,856.8	2,932.5	3,043.7	3,144.1	3,263.4
Estonia	14.2	10.2	18.5	19.8	20.3	21.1	23.0
Ireland	172.1	150.1	199.7	194.5	262.0	275.6	.
Greece	190.1	186.3	194.4	178.7	176.3	174.2	177.7
Spain	957.1	849.0	1,077.3	1,037.8	1,080.0	1,118.5	1,163.7
France	1,895.0	1,694.7	2,117.5	2,147.6	2,194.2	2,228.9	2,287.6
Italy	1,520.0	1,417.5	1,633.8	1,621.8	1,652.6	1,680.9	1,716.2
Cyprus	16.2	13.9	18.7	17.6	17.7	18.2	19.2
Latvia	17.7	13.5	22.4	23.6	24.3	24.9	26.9
Lithuania	26.4	19.3	34.3	36.6	37.4	38.7	41.9
Luxembourg	36.2	28.6	45.8	50.0	52.1	53.0	.
Malta	6.5	5.0	8.2	8.5	9.5	10.2	11.1
Netherlands	590.1	524.2	663.4	663.0	683.5	702.6	731.3
Austria	282.9	243.9	326.3	333.1	344.5	353.3	369.2
Portugal	163.5	150.4	178.0	173.1	179.8	185.5	193.1
Slovenia	32.7	27.9	38.0	37.6	38.8	40.4	43.3
Slovakia	54.4	36.4	74.5	76.1	78.9	81.2	85.0
Finland	179.3	158.3	202.6	205.5	209.6	215.8	224.3
Euro area	9,059.2	8,108.5	10,115.5	10,157.5	10,515.6	10,789.7	11,165.5
Bulgaria	32.0	22.0	43.0	42.8	45.3	48.1	50.4
Czech Republic	131.0	100.8	164.7	156.7	168.5	176.6	191.6
Denmark	229.8	202.8	259.9	265.8	271.8	277.5	288.0
Croatia	38.9	33.3	45.1	43.4	44.5	46.4	48.7
Hungary	91.1	78.2	105.5	105.6	110.7	113.7	123.5
Poland	312.8	236.7	397.3	411.0	430.1	426.0	465.7
Romania	108.7	73.7	147.6	150.4	160.3	169.8	187.4
Sweden	358.4	304.2	418.6	432.7	449.0	465.2	477.9
United Kingdom	2,018.6	1,916.6	2,131.9	2,278.9	2,602.1	2,395.8	2,325.5
European Union	12,380.5	11,076.8	13,829.0	14,044.6	14,797.9	14,908.7	15,324.3
United States	11,957.7	10,584.4	13,483.6	13,118.3	16,332.1	16,825.8	17,160.8
Japan	4,122.7	4,072.2	4,178.8	3,662.5	3,960.8	4,479.7	4,307.4

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

2 Economic activity

2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	29.2	26.5	32.7	33.0	33.6	34.3	35.1
Germany	29.6	26.4	33.6	34.2	35.4	36.1	36.8
Estonia	15.3	11.9	19.7	20.7	21.4	21.9	22.2
Ireland	34.7	30.8	39.6	36.5	38.7	52.6	54.6
Greece	20.5	20.4	21.2	19.7	19.9	19.8	19.9
Spain	23.4	21.8	25.7	24.6	25.3	26.2	27.4
France	26.7	24.7	29.4	29.9	30.2	30.9	31.1
Italy	26.1	24.9	27.8	27.1	27.2	28.1	28.8
Cyprus	23.1	21.9	25.2	23.1	22.9	23.8	24.6
Latvia	13.3	10.9	16.4	17.2	17.9	18.6	19.4
Lithuania	14.1	10.4	18.8	20.1	21.1	21.7	22.5
Luxembourg	64.3	57.0	72.1	72.0	76.1	77.8	77.6
Malta	20.4	17.8	23.6	23.5	25.0	26.8	28.0
Netherlands	32.8	30.1	36.6	36.8	36.7	37.6	38.5
Austria	31.2	28.0	35.4	36.2	36.7	37.6	38.0
Portugal	19.5	18.1	21.5	21.1	21.6	22.3	23.1
Slovenia	21.1	19.7	23.1	22.5	23.4	24.1	25.1
Slovakia	14.7	10.2	20.6	21.1	21.8	22.5	23.0
Finland	28.1	25.8	31.4	31.2	31.1	31.7	32.6
Euro area	26.6	24.4	29.5	29.5	30.0	31.0	31.7
Bulgaria	9.7	7.5	12.5	12.6	13.0	13.7	14.6
Czech Republic	19.8	17.0	23.4	23.0	24.3	25.5	26.4
Denmark	30.7	27.4	34.9	35.3	35.9	36.8	37.4
Croatia	14.5	12.7	16.6	16.4	16.6	17.1	18.0
Hungary	15.2	12.9	18.2	18.5	19.2	20.0	20.3
Poland	14.0	11.0	17.8	18.5	19.0	19.9	20.7
Romania	10.7	7.6	14.9	15.0	15.6	16.6	17.7
Sweden	30.6	27.8	34.4	34.5	34.8	36.0	37.0
United Kingdom	27.3	25.4	29.7	29.7	30.8	31.6	32.4
European Union	24.4	22.1	27.5	27.5	28.2	29.2	29.9
United States	36.8	34.5	39.9	39.8	40.9	42.3	43.1
Japan	26.7	25.1	28.8	29.5	29.5	30.6	31.2

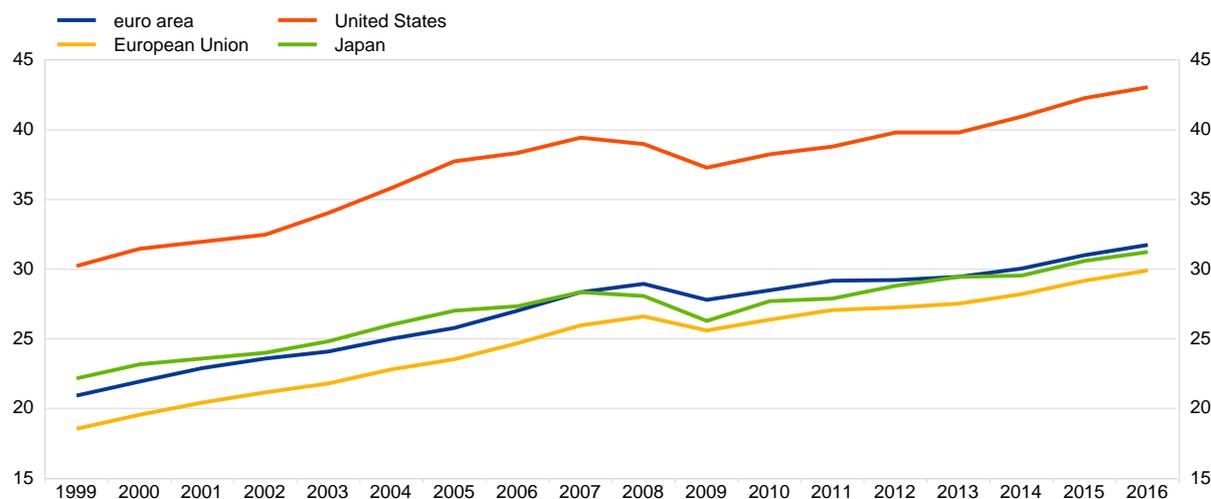
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2) Data for Croatia available since 2000.

Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2 Economic activity

2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.9	1.1	0.7	0.4	0.9	1.3	1.4
Germany	0.8	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3	1.5
Estonia	0.3	0.6	0.0	0.8	2.9	0.3	2.7
Ireland	1.7	3.4	-0.2	1.7	2.5	2.8	1.9
Greece	-0.2	1.2	-1.7	0.9	0.7	0.5	2.1
Spain	1.3	3.4	-1.0	1.0	2.7	2.5	2.6
France	0.7	1.1	0.3	0.4	0.2	0.6	1.0
Italy	0.6	1.3	-0.1	0.1	0.7	1.3	1.1
Cyprus	1.4	2.9	-0.3	-1.8	1.5	3.3	3.4
Latvia	-0.5	0.8	-1.9	-1.3	1.4	-0.3	0.6
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	2.0	1.3	2.0	-0.5
Luxembourg	3.2	3.9	2.3	2.6	2.6	3.0	.
Malta	2.0	0.9	3.3	5.1	3.9	4.0	5.4
Netherlands	0.8	1.3	0.2	-0.1	0.9	1.1	2.1
Austria	1.0	1.1	0.8	1.0	0.6	1.2	1.7
Portugal	-0.1	0.4	-0.6	1.4	1.4	1.6	3.3
Slovenia	0.6	1.2	-0.2	0.4	1.2	1.9	2.8
Slovakia	0.6	0.6	0.6	1.4	2.0	2.4	2.2
Finland	0.8	1.6	-0.1	-0.5	-0.1	0.3	1.2
Euro area	0.7	1.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.6
Bulgaria	0.1	1.0	-0.9	0.4	0.4	0.5	1.8
Czech Republic	0.3	0.4	0.3	0.6	1.4	1.3	1.6
Denmark	0.4	0.8	-0.1	1.0	1.3	1.7	1.6
Croatia	0.2	1.3	-0.9	2.7	1.2	0.3	2.2
Hungary	0.5	0.1	1.0	4.8	2.4	2.6	2.0
Poland	0.7	1.0	0.4	1.7	1.5	0.6	1.4
Romania	-1.2	-1.6	-0.9	0.8	-1.3	-0.9	2.6
Sweden	1.0	1.1	1.0	1.4	1.5	1.7	2.3
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	2.4	1.7	1.4	1.0
European Union	0.6	1.0	0.2	1.0	1.1	1.2	1.6
United States	0.8	1.0	0.5	1.6	1.7	1.7	.
Japan	0.0	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.0	.

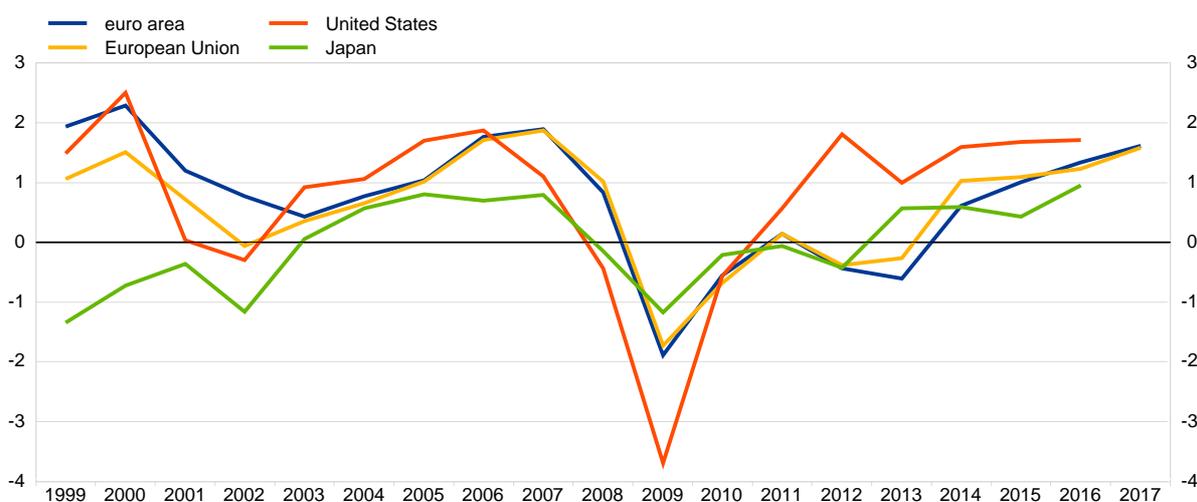
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.9	0.5	0.2	0.3
Germany	0.6	1.0	0.3	1.1	0.8	0.6	0.7
Estonia	3.2	5.1	1.3	2.1	-1.1	1.8	2.2
Ireland	3.4	2.0	5.3	6.5	22.5	2.3	.
Greece	0.4	2.2	-1.5	-0.2	-1.0	-0.7	-0.8
Spain	0.6	0.1	1.2	0.4	0.7	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.5	0.5	0.8	0.5	0.8
Italy	-0.2	0.0	-0.4	0.0	0.3	-0.5	0.3
Cyprus	0.7	1.2	0.1	0.4	0.5	0.1	0.5
Latvia	4.2	5.8	2.5	3.3	1.5	2.5	4.6
Lithuania	4.3	6.6	1.7	1.5	0.7	0.4	4.4
Luxembourg	0.2	0.5	-0.1	3.1	0.3	0.0	.
Malta	1.1	1.2	1.1	2.8	5.7	1.4	1.1
Netherlands	0.9	1.2	0.5	1.5	1.3	1.1	0.9
Austria	0.7	1.3	0.0	-0.1	0.5	0.2	1.2
Portugal	0.8	1.2	0.5	-0.5	0.4	0.0	-0.6
Slovenia	1.8	3.1	0.5	2.6	1.0	1.2	2.2
Slovakia	3.0	4.5	1.4	1.3	1.8	0.9	1.2
Finland	0.9	1.7	0.0	-0.2	0.3	1.9	1.8
Euro area	0.7	0.8	0.5	0.7	1.0	0.5	0.7
Bulgaria	3.0	3.7	2.3	1.0	3.3	3.4	1.7
Czech Republic	2.4	3.6	1.1	2.2	3.8	1.3	2.7
Denmark	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.2	0.5
Croatia	1.5	2.6	0.5	-2.7	1.1	2.9	0.6
Hungary	1.7	3.3	0.0	-0.6	0.9	-0.4	2.0
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	2.3	2.3	3.1
Romania	5.0	7.0	2.7	2.3	5.3	5.8	4.3
Sweden	1.4	1.9	0.8	1.1	3.0	1.5	0.1
United Kingdom	1.0	1.5	0.4	0.7	0.6	0.5	0.7
European Union	1.0	1.3	0.6	0.7	1.2	0.7	0.8
United States	1.3	1.5	1.0	1.0	1.2	-0.2	.
Japan	0.8	1.1	0.5	-0.2	0.9	0.0	.

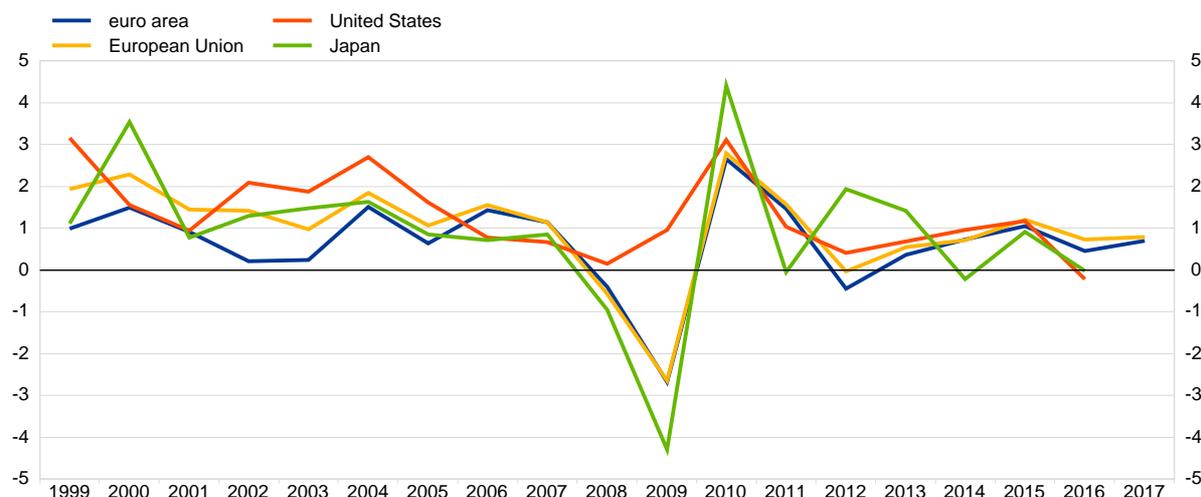
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

	1999-2017 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ^{1), 2)}	2014	2015	2016	2017
Belgium	7.8	7.7	7.9	8.5	8.5	7.8	7.2
Germany	7.4	9.1	5.4	5.0	4.6	4.1	3.8
Estonia	9.5	9.3	9.7	7.4	6.2	6.8	5.8
Ireland	8.4	5.0	12.1	11.9	10.0	8.4	6.7
Greece	14.8	10.0	20.9	26.5	24.9	23.6	.
Spain	15.8	10.7	21.5	24.5	22.1	19.6	17.2
France	9.3	8.9	9.8	10.3	10.4	10.1	9.4
Italy	9.3	8.2	10.5	12.7	11.9	11.7	11.2
Cyprus	7.8	4.3	11.4	16.1	14.9	13.0	11.1
Latvia	12.0	10.9	13.2	10.8	9.9	9.6	8.7
Lithuania	11.4	11.0	11.9	10.7	9.1	7.9	7.1
Luxembourg	4.5	3.6	5.5	6.0	6.5	6.3	5.6
Malta	6.4	6.9	5.9	5.8	5.4	4.7	4.0
Netherlands	5.1	4.4	5.8	7.4	6.9	6.0	4.9
Austria	5.0	4.7	5.3	5.6	5.7	6.0	5.5
Portugal	9.9	7.3	12.7	14.1	12.6	11.2	9.0
Slovenia	7.1	6.1	8.2	9.7	9.0	8.0	6.8
Slovakia	14.3	16.0	12.3	13.2	11.5	9.7	8.1
Finland	8.5	8.5	8.4	8.7	9.4	8.8	8.6
Euro area	9.5	8.6	10.6	11.6	10.9	10.0	9.1
Bulgaria	11.1	12.4	9.8	11.4	9.2	7.6	6.3
Czech Republic	6.7	7.4	5.9	6.1	5.1	4.0	2.9
Denmark	5.6	4.5	6.7	6.5	6.2	6.2	5.7
Croatia	13.5	13.1	14.0	17.2	16.1	13.4	11.1
Hungary	7.5	6.6	8.6	7.7	6.8	5.1	4.2
Poland	12.1	15.5	8.4	9.0	7.5	6.2	4.9
Romania	6.9	7.2	6.6	6.8	6.8	5.9	4.9
Sweden	7.1	6.5	7.7	7.9	7.4	6.9	6.7
United Kingdom	6.0	5.2	6.9	6.1	5.3	4.8	.
European Union	9.0	8.5	9.5	10.2	9.4	8.6	7.6
United States	6.0	5.0	7.1	6.2	5.3	4.9	4.4
Japan	4.3	4.6	4.0	3.6	3.4	3.1	2.8

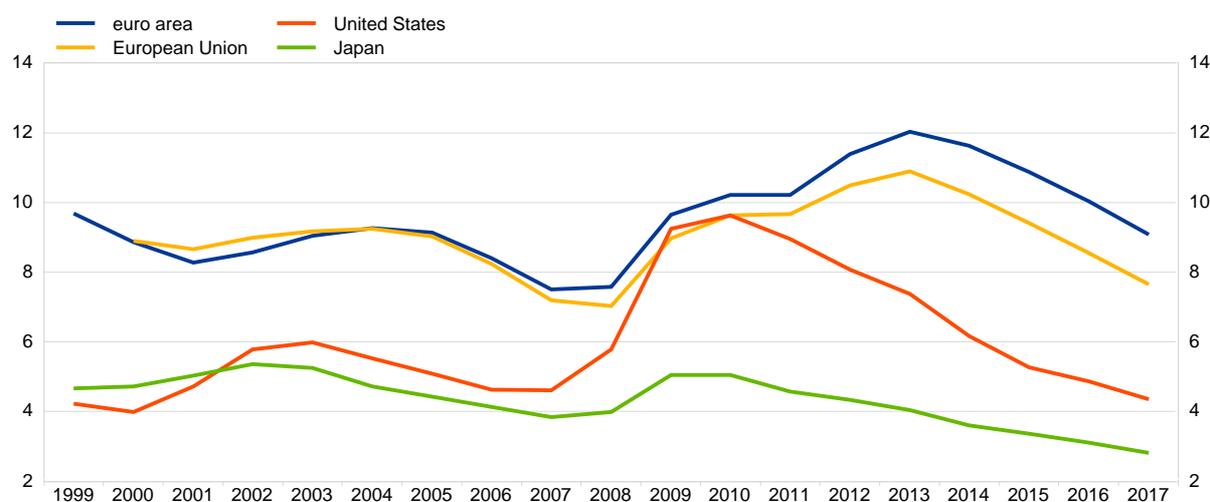
Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

2 Economic activity

2.12 Household debt ¹⁾ (percentages of GDP)

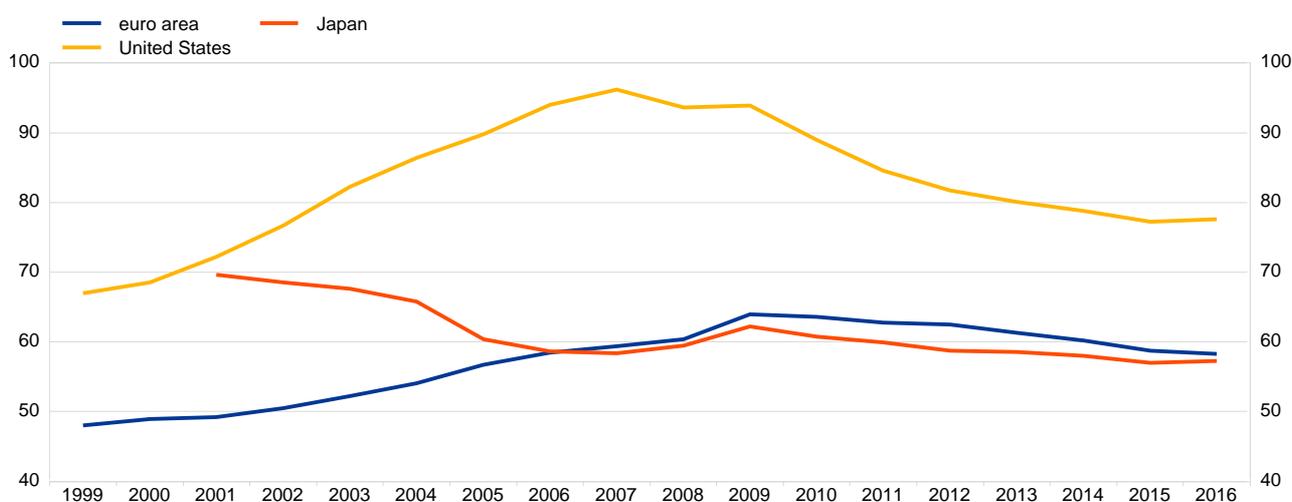
	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	48.5	42.5	56.1	56.4	58.5	59.2	59.5
Germany	62.4	67.3	56.2	55.4	54.1	53.3	53.1
Estonia	34.1	25.4	44.9	40.0	39.5	40.3	41.4
Ireland	80.0	72.1	89.9	93.0	81.2	56.4	52.2
Greece	43.1	28.3	61.5	65.1	63.1	62.2	60.7
Spain	68.1	61.4	76.4	77.1	72.7	67.6	64.1
France	46.4	39.4	55.1	55.7	55.8	56.2	57.2
Italy	35.6	29.7	42.9	43.5	42.7	41.9	41.5
Cyprus	100.6	82.4	123.2	127.7	130.1	127.7	121.2
Latvia	34.7	34.5	34.8	29.7	26.3	24.5	23.8
Lithuania	17.3	11.2	25.1	22.4	21.5	22.2	22.8
Luxembourg	50.2	43.8	58.1	58.1	58.4	60.1	62.4
Malta	54.2	48.3	57.9	59.2	56.7	54.5	53.2
Netherlands	106.7	100.1	114.9	114.5	112.4	110.3	108.3
Austria	50.1	48.3	52.2	51.2	51.0	50.9	51.3
Portugal	78.3	72.9	85.1	86.1	81.7	76.7	72.5
Slovenia	24.1	19.1	29.1	29.8	28.3	27.6	27.3
Slovakia	19.2	10.5	29.9	29.9	32.6	35.0	38.2
Finland	51.2	41.2	63.6	64.0	65.4	66.7	67.2
Euro area	57.2	53.8	61.4	61.3	60.2	58.8	58.2
Bulgaria	18.6	12.0	26.0	25.5	24.9	23.8	23.2
Czech Republic	21.3	14.3	30.1	31.5	30.4	30.2	31.1
Denmark	118.5	105.9	134.3	132.8	131.1	129.2	128.9
Croatia	34.4	29.0	39.8	40.3	40.1	38.5	35.3
Hungary	23.5	18.2	30.1	28.0	25.4	21.3	20.3
Poland	27.9	18.7	34.8	35.1	35.6	36.0	36.7
Romania	13.2	7.9	19.8	19.2	18.0	17.5	16.8
Sweden	67.4	56.6	80.8	82.3	83.3	83.6	85.1
United Kingdom	83.3	78.6	89.2	86.9	85.1	85.4	86.1
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	82.7	82.7	82.8	80.1	78.8	77.3	77.6
Japan	61.3	63.6	59.0	58.6	58.0	57.0	57.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia and Slovenia since 2001; for Poland since 2003; for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income¹⁾)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	14.8	16.0	13.4	12.5	12.3	11.9	11.2
Germany	16.4	16.1	16.7	16.2	16.8	17.0	17.1
Estonia	5.6	1.5	10.6	9.1	10.7	11.7	11.3
Ireland	7.8	6.8	9.0	9.1	7.3	6.8	6.7
Greece	3.1	6.7	-1.4	-4.7	-3.6	-5.4	-6.8
Spain	9.6	9.5	9.8	9.6	9.3	8.6	7.7
France	14.8	14.9	14.6	14.0	14.4	13.9	13.5
Italy	12.8	14.3	11.0	11.0	11.2	10.5	10.5
Cyprus	4.7	7.2	1.2	-3.3	-7.9	-5.7	.
Latvia	1.4	1.5	1.2	-3.8	-1.9	1.8	2.7
Lithuania	2.6	2.5	2.7	2.4	0.2	0.0	-0.5
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.5	11.6	13.6	14.1	14.5	13.1	13.1
Austria	14.9	15.8	13.7	12.7	12.4	12.5	13.4
Portugal	8.5	9.5	7.3	7.8	5.2	5.3	5.8
Slovenia	13.6	15.8	12.6	12.7	12.5	12.7	12.8
Slovakia	7.7	7.9	7.4	5.9	7.2	8.9	9.5
Finland	8.3	8.5	8.1	8.6	7.2	6.9	6.0
Euro area	13.1	13.4	12.7	12.5	12.7	12.4	12.1
Bulgaria	-6.7	-10.1	-2.5	-1.5	-4.5	-0.9	4.9
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	10.9	11.8	12.0	11.2
Denmark	6.6	5.5	8.0	8.8	3.8	10.3	10.2
Croatia	10.3	7.8	12.5	11.3	13.2	14.2	14.0
Hungary	9.5	9.5	9.5	9.8	10.9	9.6	.
Poland	6.2	8.7	3.1	2.5	2.3	2.3	4.4
Romania	-1.5	-6.5	4.7	13.3	14.5	15.5	21.7
Sweden	12.9	9.8	16.7	17.5	18.9	17.6	18.8
United Kingdom	7.7	7.6	7.8	6.7	6.8	6.5	5.2
European Union	11.7	11.8	11.5	11.2	11.0	10.9	10.8
United States	8.0	7.2	9.1	8.2	8.9	9.3	8.2
Japan	10.8	12.1	8.8	6.9	6.0	7.0	.

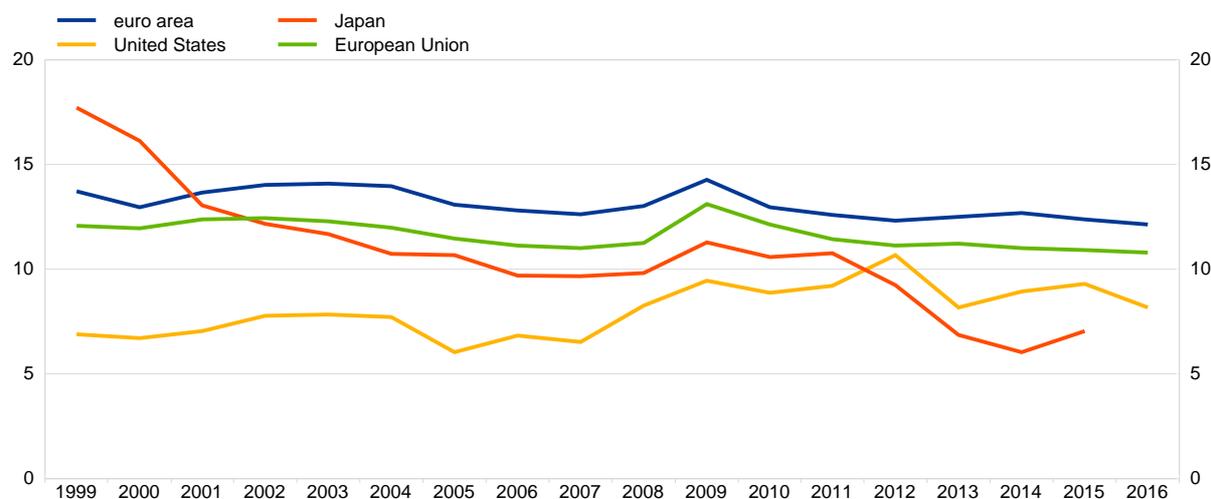
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Luxembourg and Malta are not available. Data for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.14 Non-financial corporations' debt ¹⁾ (percentages of GDP)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	130.3	114.2	150.3	149.6	149.5	154.8	166.2
Germany	64.4	65.8	62.6	63.7	61.1	60.8	61.1
Estonia	84.0	79.0	90.4	87.1	90.5	87.1	85.2
Ireland	156.9	108.1	217.9	202.7	219.6	267.7	246.4
Greece	55.4	47.5	65.2	63.7	64.8	63.9	63.9
Spain	106.0	94.4	120.6	120.1	113.9	107.3	101.8
France	109.7	101.1	120.5	118.8	124.7	127.2	131.5
Italy	77.6	70.5	86.4	87.5	85.9	82.3	80.0
Cyprus	202.4	193.9	213.0	214.4	225.0	228.2	225.6
Latvia	77.9	66.6	84.9	79.3	76.8	77.5	73.2
Lithuania	43.8	45.6	42.7	39.8	36.6	37.0	40.5
Luxembourg	237.5	170.3	321.4	317.9	327.2	359.3	348.5
Malta	143.3	124.5	155.0	155.5	154.1	143.7	141.9
Netherlands	120.6	119.0	122.6	120.9	121.8	125.7	123.0
Austria	92.7	90.5	95.4	98.5	94.9	94.5	94.0
Portugal	113.6	101.3	128.9	137.2	128.8	121.2	114.6
Slovenia	79.6	71.8	84.5	88.6	79.0	67.9	60.8
Slovakia	48.0	45.4	51.3	50.1	52.6	51.7	55.0
Finland	100.0	89.7	112.8	113.1	118.1	124.3	114.2
Euro area	96.9	88.8	106.0	105.0	106.7	108.4	107.7
Bulgaria	87.4	68.8	108.4	112.5	108.8	96.6	91.4
Czech Republic	52.5	48.0	58.2	66.1	63.0	59.2	56.5
Denmark	86.4	80.5	93.8	94.0	90.7	90.0	91.9
Croatia	81.6	63.6	99.5	102.8	100.8	99.7	95.0
Hungary	72.1	61.8	85.0	83.2	82.6	78.2	72.3
Poland	38.9	33.0	43.4	43.6	46.1	47.4	49.6
Romania	48.8	44.5	54.2	48.6	45.1	43.9	40.4
Sweden	131.2	115.0	151.4	151.8	152.5	152.4	148.1
United Kingdom	117.8	116.4	119.6	110.6	118.8	111.9	119.7
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States ³⁾	66.4	64.8	68.5	67.4	68.5	70.3	72.1
Japan ⁴⁾	110.6	110.6	110.6	108.2	107.3	105.0	106.7

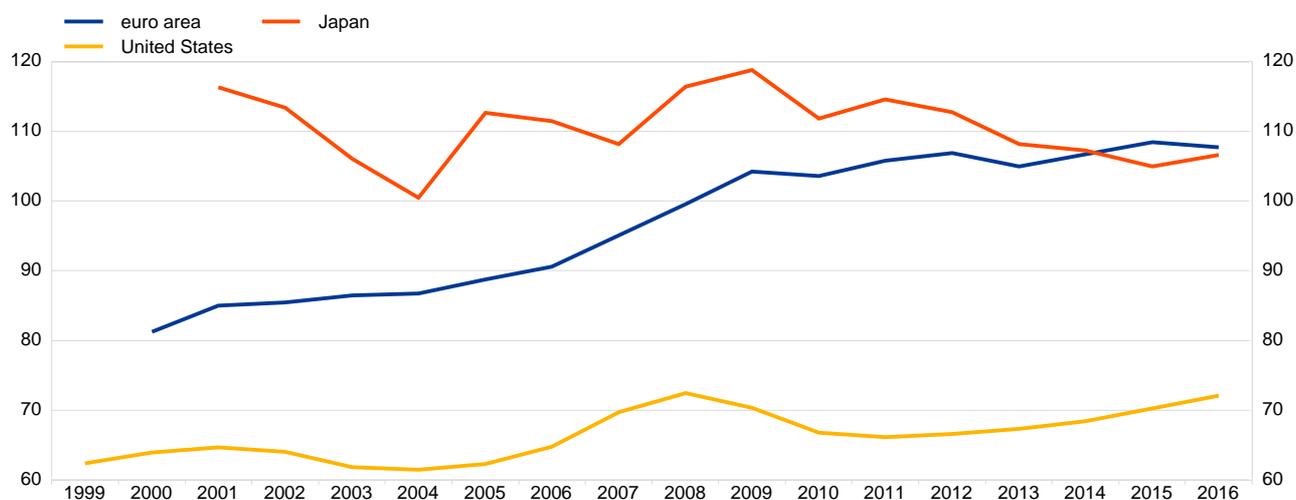
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria since 2000; for Croatia since 2001; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

Chart 2.14 Non-financial corporations' debt
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

3 Prices and costs

3.1 HICP

(annual percentage changes)

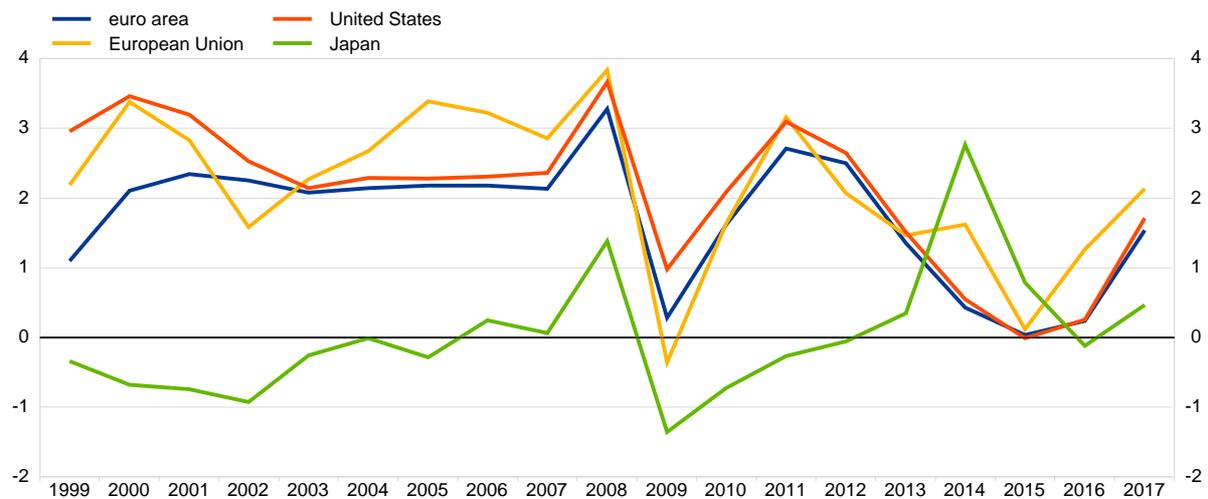
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.9	2.2	1.6	0.5	0.6	1.8	2.2
Germany	1.4	1.7	1.2	0.8	0.1	0.4	1.7
Estonia	3.5	4.6	2.3	0.5	0.1	0.8	3.7
Ireland	1.8	3.4	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.3
Greece	2.1	3.3	0.9	-1.4	-1.1	0.0	1.1
Spain	2.2	3.2	1.1	-0.2	-0.6	-0.3	2.0
France	1.5	1.9	1.1	0.6	0.1	0.3	1.2
Italy	1.9	2.4	1.3	0.2	0.1	-0.1	1.3
Cyprus	1.8	2.7	0.8	-0.3	-1.5	-1.2	0.7
Latvia	3.6	5.6	1.4	0.7	0.2	0.1	2.9
Lithuania	2.4	2.7	2.0	0.2	-0.7	0.7	3.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.6	0.7	0.1	0.0	2.1
Malta	2.1	2.6	1.6	0.8	1.2	0.9	1.3
Netherlands	1.9	2.4	1.3	0.3	0.2	0.1	1.3
Austria	1.8	1.9	1.8	1.5	0.8	1.0	2.2
Portugal	2.0	2.9	1.1	-0.2	0.5	0.6	1.6
Slovenia	3.4	5.5	1.2	0.4	-0.8	-0.2	1.6
Slovakia	3.8	6.2	1.3	-0.1	-0.3	-0.5	1.4
Finland	1.7	1.8	1.6	1.2	-0.2	0.4	0.8
Euro area	1.7	2.2	1.2	0.4	0.0	0.2	1.5
Bulgaria	4.0	6.7	1.0	-1.6	-1.1	-1.3	1.2
Czech Republic	2.1	2.7	1.4	0.4	0.3	0.6	2.4
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.4	0.2	0.0	1.1
Croatia	2.4	3.4	1.3	0.2	-0.3	-0.6	1.3
Hungary	4.7	6.7	2.5	0.0	0.1	0.4	2.4
Poland	2.9	3.9	1.7	0.1	-0.7	-0.2	1.6
Romania	11.3	19.5	2.8	1.4	-0.4	-1.1	1.1
Sweden	1.5	1.7	1.2	0.2	0.7	1.1	1.9
United Kingdom	2.0	1.8	2.2	1.5	0.0	0.7	2.7
European Union	2.1	2.7	1.4	0.5	0.0	0.3	1.7
United States ⁽¹⁾	2.2	2.8	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1
Japan ⁽¹⁾	0.0	-0.2	0.2	2.8	0.8	-0.1	0.5

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP¹⁾

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.8	1.5
Germany	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
Estonia	2.8	3.8	1.6	1.3	1.2	1.2	2.0
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.7	1.6	0.7	0.2
Greece	1.6	2.9	0.2	-1.5	-0.4	0.6	0.3
Spain	1.8	2.7	0.8	-0.1	0.3	0.7	1.2
France	1.2	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6
Italy	1.7	2.1	1.3	0.7	0.7	0.5	0.8
Cyprus	0.9	1.3	0.5	0.1	-0.4	-0.8	0.4
Latvia	2.5	4.3	0.5	1.7	1.5	1.2	1.7
Lithuania	1.5	1.7	1.2	0.7	1.9	1.7	2.6
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	1.3	1.7	1.0	1.4
Malta	1.6	2.1	1.1	1.5	1.5	1.0	0.9
Netherlands	1.6	1.9	1.3	0.6	0.9	0.6	0.8
Austria	1.7	1.5	1.9	1.7	1.7	1.6	2.1
Portugal	1.8	2.7	0.8	0.2	0.6	0.9	1.2
Slovenia	2.8	4.9	0.5	0.6	0.3	0.7	0.7
Slovakia	3.3	5.1	1.3	0.5	0.5	0.9	1.4
Finland	1.5	1.5	1.5	1.6	0.8	1.1	0.6
Euro area	1.4	1.6	1.1	0.8	0.8	0.9	1.0
Bulgaria	3.6	6.5	0.4	-1.6	-0.6	-1.0	-0.5
Czech Republic	1.3	1.9	0.7	0.5	0.7	1.2	1.9
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.6	1.2	0.5	0.7
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.5	0.8	0.2	1.0
Hungary	3.1	4.3	2.3	1.4	1.7	1.5	1.4
Poland	2.4	3.5	1.1	0.2	0.5	0.2	0.7
Romania	5.4	9.3	2.5	2.3	1.6	0.0	0.2
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.4	0.9	1.2	1.4
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	1.6	1.0	1.2	2.3
European Union	1.5	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	1.2
United States ⁽²⁾	2.0	2.4	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8
Japan ⁽²⁾	-0.3	-0.2	-0.1	1.8	1.0	0.4	-0.1

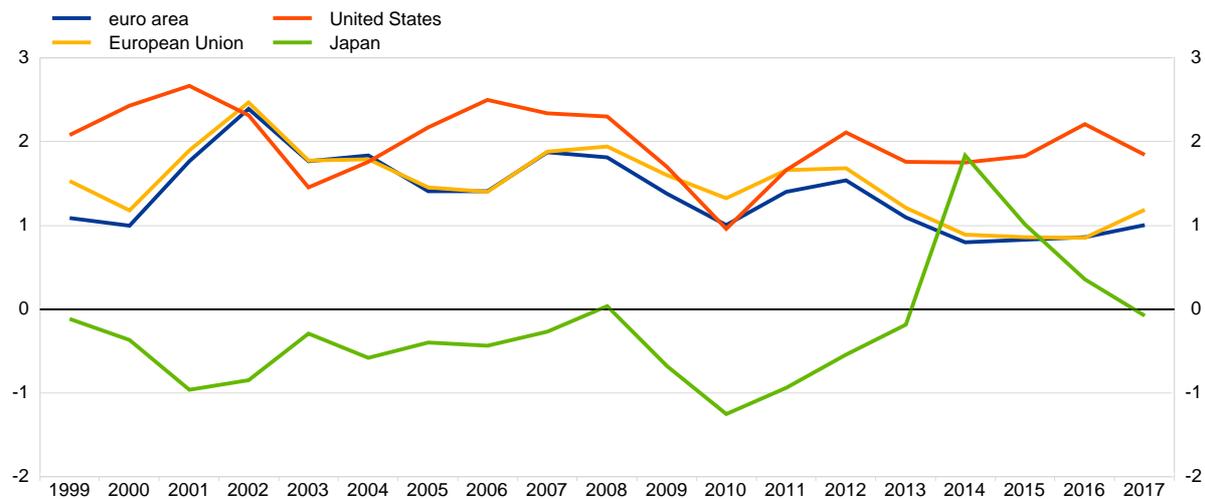
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.

2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy ¹⁾

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	1.9	1.4	0.7	1.1	1.6	1.9
Germany	1.2	0.8	1.5	1.8	2.0	1.3	1.5
Estonia	4.6	6.5	2.5	1.5	1.2	1.6	4.0
Ireland	1.9	3.3	0.1	-0.4	7.3	0.0	.
Greece	1.6	3.2	-0.2	-1.8	-1.0	-1.0	0.7
Spain	2.0	3.6	0.3	-0.2	0.6	0.3	1.0
France	1.3	1.8	0.8	0.6	1.1	0.4	0.8
Italy	1.8	2.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
Cyprus	1.9	3.4	0.3	-1.6	-1.2	-0.7	1.5
Latvia	4.3	7.8	0.6	1.8	0.0	0.3	3.0
Lithuania	2.5	3.3	1.6	1.0	0.3	1.0	4.3
Luxembourg	2.7	3.2	1.9	1.6	1.3	-1.3	.
Malta	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	1.5	2.3
Netherlands	1.7	2.5	0.7	0.1	0.8	0.6	0.9
Austria	1.7	1.6	1.7	2.0	2.3	1.1	1.5
Portugal	2.1	3.2	1.0	0.8	2.0	1.5	1.4
Slovenia	3.1	4.9	1.1	0.8	1.0	0.9	2.0
Slovakia	2.6	4.6	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	1.3
Finland	1.6	1.5	1.7	1.7	1.9	0.8	0.9
Euro area	1.6	2.0	1.0	0.9	1.4	0.8	1.1
Bulgaria	4.1	6.0	2.0	0.5	2.2	2.2	1.2
Czech Republic	1.8	2.4	1.1	2.5	1.2	1.2	1.3
Denmark	1.9	2.5	1.2	1.0	0.7	0.0	1.6
Croatia	2.6	4.1	1.0	0.1	0.0	-0.1	1.2
Hungary	4.7	6.4	2.8	3.4	1.9	1.0	3.7
Poland	2.6	3.5	1.7	0.5	0.8	0.4	2.0
Romania	13.8	24.0	3.4	1.7	2.6	2.1	5.0
Sweden	1.7	1.8	1.6	1.8	2.1	1.6	2.1
United Kingdom	1.9	2.2	1.6	1.7	0.5	2.0	2.1
European Union	1.5	2.0	0.9	1.7	3.0	-1.2	0.4
United States	1.9	2.3	1.5	1.8	1.1	1.3	1.8
Japan	-0.7	-1.2	-0.2	1.7	2.1	0.3	-0.2

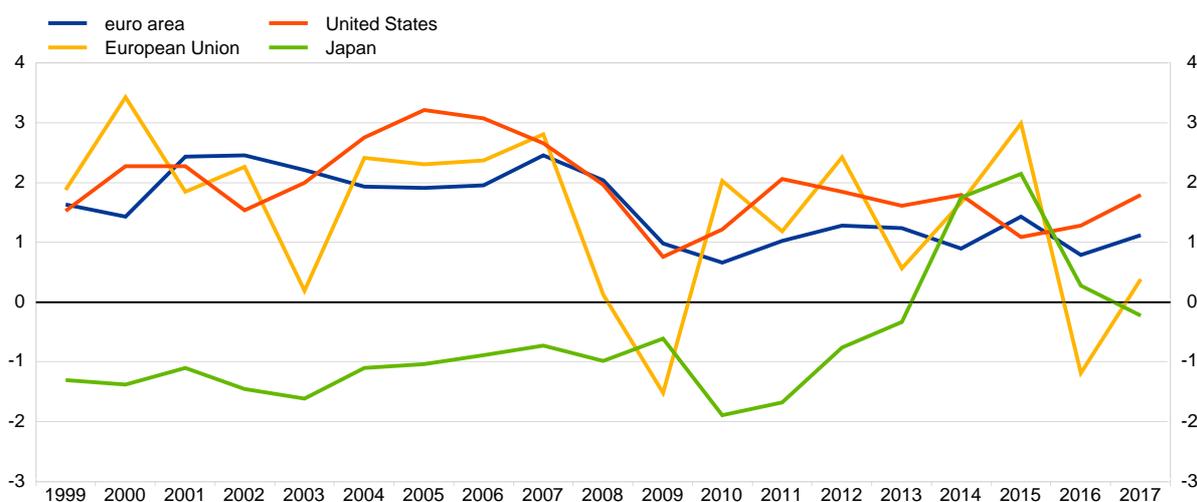
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.4 Industrial producer prices

(annual percentage changes; domestic sales only)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.0	3.1	0.8	-4.6	-4.2	-1.8	8.9
Germany	1.4	2.4	0.2	-0.9	-1.8	-1.7	2.6
Estonia	2.9	4.7	1.6	-2.3	-2.8	-2.1	3.3
Ireland	1.4	4.0	0.5	-0.3	-4.4	-2.8	3.4
Greece	2.3	4.2	0.3	-0.8	-5.8	-5.4	4.2
Spain	2.2	3.3	1.0	-1.3	-2.1	-3.1	4.4
France	1.3	2.4	0.2	-1.3	-2.2	-2.3	2.4
Italy	1.5	3.1	0.0	-1.8	-3.4	-2.2	2.6
Cyprus	2.4	4.8	0.4	-3.1	-5.7	-3.7	2.7
Latvia	4.3	8.4	1.2	0.1	-1.4	-3.3	2.2
Lithuania	2.4	4.8	-0.3	-5.1	-9.2	-3.2	3.6
Luxembourg	2.2	5.1	-1.0	-4.8	-0.5	-2.5	-1.9
Malta	3.7	5.2	2.4	-1.1	-3.2	-0.4	0.7
Netherlands	2.2	4.6	-0.5	-1.7	-4.4	-2.5	4.4
Austria	1.1	1.8	0.3	-1.4	-2.1	-2.5	1.9
Portugal	2.2	3.6	0.6	-1.5	-4.2	-1.8	3.7
Slovenia	2.5	4.3	0.6	-1.0	-0.5	-1.4	1.3
Slovakia	2.2	5.3	-1.0	-3.7	-4.3	-4.4	2.6
Finland	1.7	2.6	0.7	-0.9	-2.2	-1.5	2.7
Euro area	1.6	2.7	0.3	-1.5	-2.8	-2.3	3.1
Bulgaria	3.9	6.2	1.5	-0.9	-1.7	-2.8	4.2
Czech Republic	1.4	2.6	0.1	-0.8	-3.2	-3.3	1.8
Denmark	2.8	5.0	0.5	-2.3	-6.5	-1.5	3.3
Croatia	2.1	3.1	0.9	-2.7	-3.8	-3.9	2.1
Hungary	4.7	7.4	1.7	-2.1	-3.1	-3.1	4.6
Poland	2.6	3.5	1.8	-1.4	-2.4	0.0	4.8
Romania	9.3	18.0	2.2	0.2	-1.8	-2.6	3.1
Sweden	1.9	3.1	0.6	0.1	-1.1	0.0	4.1
United Kingdom	2.8	4.3	1.2	-2.3	-7.6	-0.3	6.3
European Union	1.8	3.0	0.5	-1.6	-3.4	-1.9	3.6
United States ⁽²⁾	2.2	3.1	1.2	1.9	-3.3	-1.0	3.2
Japan ⁽³⁾	0.0	0.5	-0.5	3.2	-2.3	-3.5	2.3

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

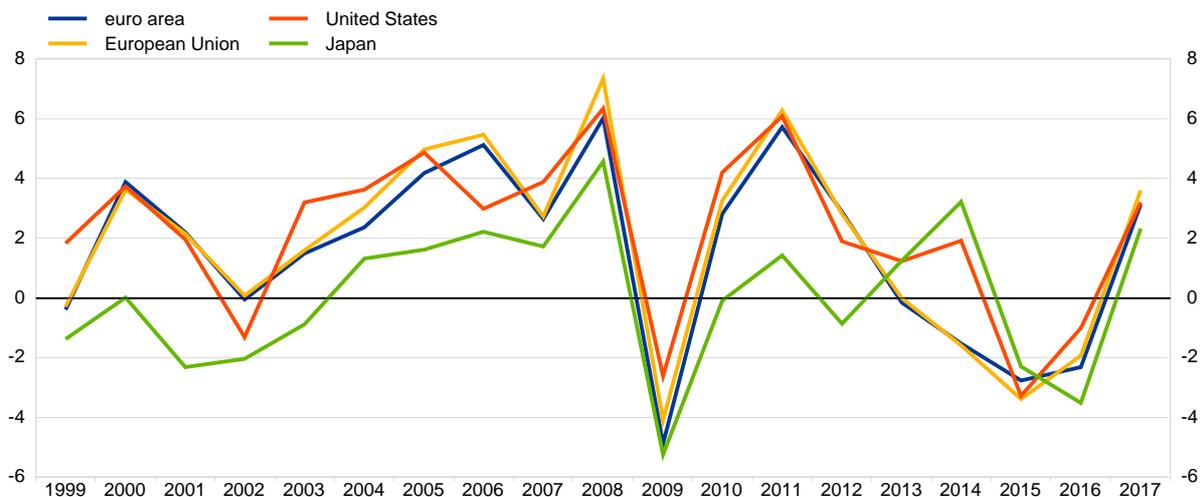
1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

2) Data refer to finished goods.

3) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

Chart 3.4 Industrial producer prices ¹⁾

(annual percentage changes; domestic sales only)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

3 Prices and costs

3.5 Unit labour costs (annual percentage changes)

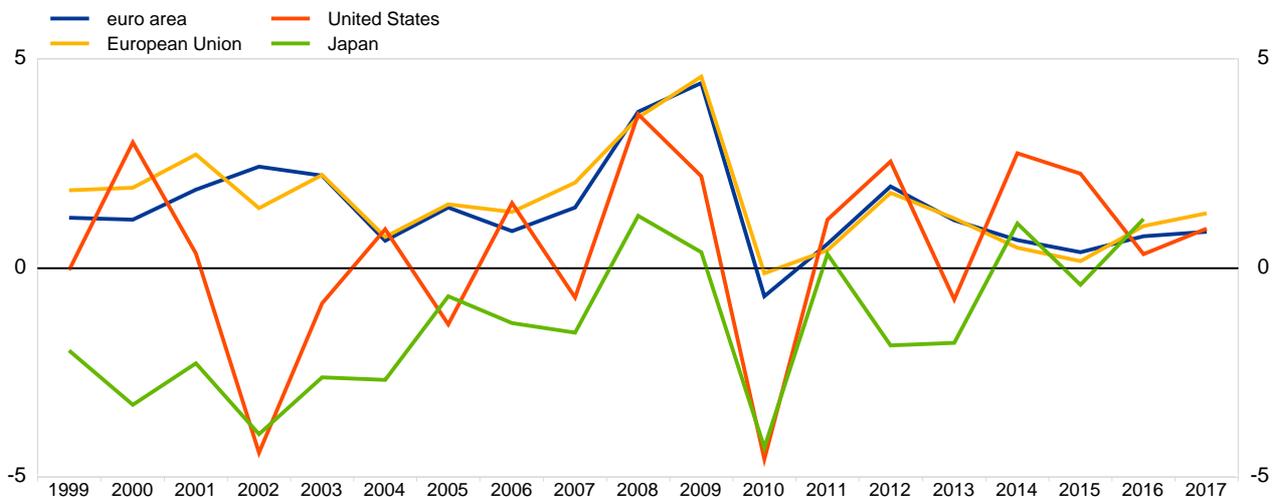
	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.5	1.8	1.3	0.0	-0.5	-0.1	1.4
Germany	1.0	0.2	2.0	1.7	1.8	1.6	1.9
Estonia	4.9	7.0	2.5	4.2	4.6	4.0	3.5
Ireland	-0.2	3.7	-4.8	-4.4	-16.6	-0.2	.
Greece	1.6	3.6	-0.6	-1.8	-1.3	-0.2	0.9
Spain	1.5	3.3	-0.4	-0.3	1.4	-0.7	-0.1
France	1.6	1.9	1.3	0.9	0.0	0.4	1.1
Italy	1.9	2.7	1.0	0.1	0.7	0.9	-0.2
Cyprus	1.6	3.2	-0.1	-4.0	-1.7	-0.8	0.2
Latvia	4.8	8.8	0.5	5.2	6.1	4.2	3.2
Lithuania	2.3	2.8	1.7	3.2	5.0	5.9	4.6
Luxembourg	2.7	3.3	2.0	-0.9	2.8	0.7	.
Malta	2.1	2.6	1.6	-1.2	-0.6	1.5	0.0
Netherlands	1.6	2.0	1.0	0.1	-1.6	0.4	.
Austria	1.4	1.0	1.9	2.0	1.6	2.1	0.4
Portugal	1.4	2.6	0.1	-1.3	0.0	2.1	1.7
Slovenia	3.0	4.6	1.2	-1.2	0.4	1.6	0.6
Slovakia	2.6	3.6	1.5	0.5	1.6	1.4	2.8
Finland	1.6	1.6	1.6	1.1	1.2	-0.6	-2.7
Euro area	1.4	1.7	1.1	0.7	0.4	0.8	0.9
Bulgaria	5.0	5.2	4.9	4.6	2.3	2.3	5.7
Czech Republic	2.2	2.8	1.5	0.4	-0.8	3.3	3.6
Denmark	1.9	2.7	1.0	0.7	1.3	0.9	0.9
Croatia	0.9	2.7	-0.7	-2.6	-0.7	-3.0	-1.7
Hungary	4.1	6.1	2.0	1.4	-2.4	4.4	5.8
Poland	1.0	0.8	1.2	0.6	-0.6	2.1	.
Romania	11.8	21.0	2.4	4.3	-3.3	4.1	10.3
Sweden	1.9	2.2	1.7	1.0	-0.3	1.3	2.0
United Kingdom	2.3	2.9	1.7	-0.1	0.4	2.7	2.2
European Union	1.6	1.9	1.2	0.5	0.2	1.0	1.3
United States	0.4	0.2	0.7	2.7	2.3	0.3	0.9
Japan	-1.4	-1.9	-0.7	1.1	-0.4	1.2	.

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.5 Unit labour costs
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

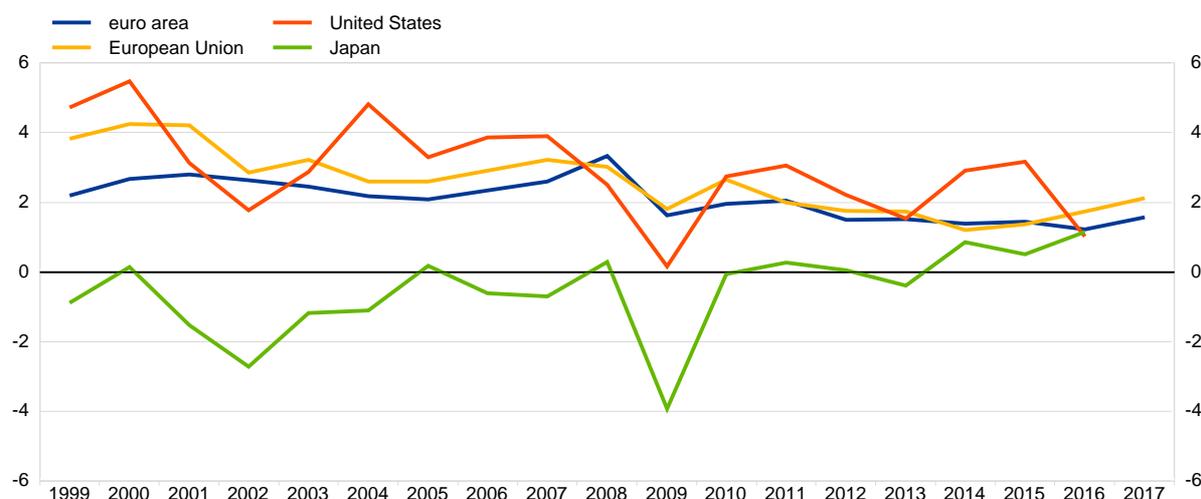
	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.3	2.9	1.6	0.9	0.0	0.1	1.7
Germany	1.7	1.2	2.2	2.8	2.7	2.2	2.6
Estonia	8.3	12.4	3.8	6.4	3.4	5.9	5.7
Ireland	3.3	5.7	0.3	1.8	2.1	2.0	.
Greece	2.1	6.0	-2.1	-2.0	-2.3	-0.9	0.1
Spain	2.2	3.5	0.8	0.1	2.2	0.0	0.4
France	2.3	2.8	1.7	1.4	0.9	0.9	1.9
Italy	1.6	2.6	0.6	0.2	1.0	0.4	0.2
Cyprus	2.3	4.5	0.0	-3.6	-1.2	-0.7	0.7
Latvia	9.2	15.1	3.0	8.6	7.7	6.8	7.9
Lithuania	6.7	9.6	3.5	4.7	5.8	6.2	9.1
Luxembourg	2.9	3.7	1.9	2.2	3.0	0.7	.
Malta	3.3	3.9	2.7	1.6	5.1	2.9	1.1
Netherlands	2.4	3.2	1.5	1.6	-0.3	1.5	.
Austria	2.1	2.3	2.0	1.9	2.1	2.4	1.6
Portugal	2.2	3.8	0.5	-1.8	0.4	2.1	1.1
Slovenia	4.9	7.9	1.7	1.3	1.4	2.8	2.8
Slovakia	5.7	8.3	3.0	1.8	3.5	2.3	4.1
Finland	2.5	3.3	1.6	1.0	1.4	1.3	-1.0
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.4	1.4	1.2	1.6
Bulgaria	8.2	9.1	7.3	5.6	5.6	5.8	7.5
Czech Republic	4.7	6.5	2.6	2.6	3.0	4.6	6.4
Denmark	2.8	3.6	1.8	1.4	1.6	1.2	1.4
Croatia	2.4	5.4	-0.2	-5.2	0.4	-0.2	-1.1
Hungary	5.9	9.6	2.0	0.8	-1.5	4.0	7.9
Poland	3.8	3.5	4.0	2.2	1.7	4.4	.
Romania	17.3	29.6	5.1	6.7	1.9	10.1	15.0
Sweden	3.4	4.1	2.6	2.2	2.7	2.8	2.1
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	0.5	1.1	3.3	2.9
European Union	2.6	3.3	1.8	1.2	1.4	1.7	2.1
United States	2.9	3.6	2.1	2.9	3.2	1.0	.
Japan	-0.5	-0.8	-0.2	0.8	0.5	1.2	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.6 Compensation per employee
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

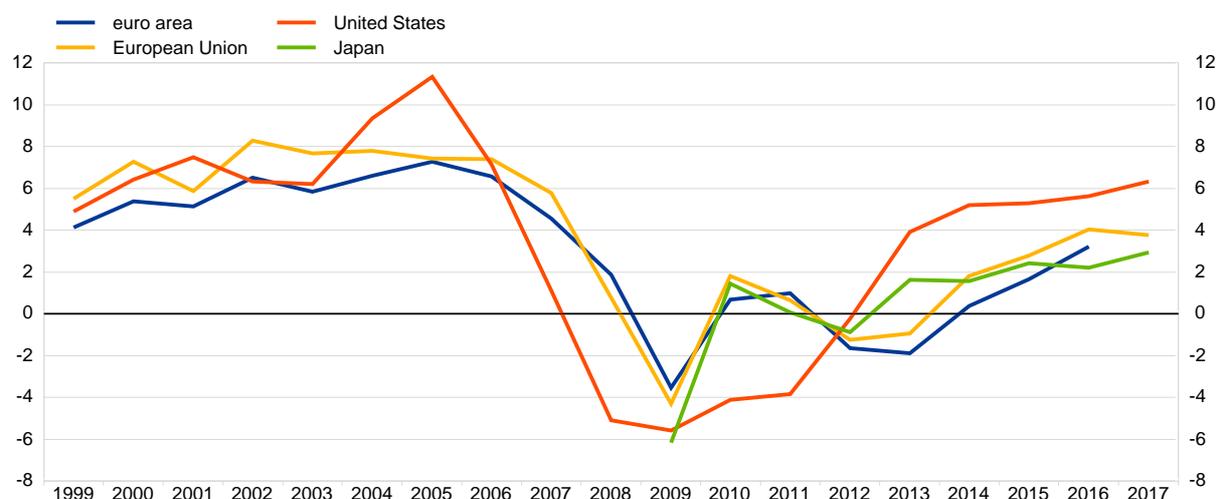
3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	5.3	7.8	2.2	0.7	3.8	0.9	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.1	4.5	6.0	.
Estonia	5.4	17.7	1.1	13.7	6.9	4.7	.
Ireland	3.9	10.6	-4.0	17.2	10.7	7.5	.
Greece	1.5	8.6	-5.9	-7.5	-5.0	-2.4	-1.0
Spain	3.7	10.5	-4.2	0.3	3.6	4.7	.
France	4.9	9.3	0.1	-1.8	-1.9	0.9	3.2
Italy	2.0	5.6	-2.2	-4.4	-2.6	-0.8	.
Cyprus	3.5	15.3	-4.5	-8.8	-4.3	-1.4	.
Latvia	0.4	17.4	-3.5	6.0	-3.4	8.5	.
Lithuania	1.1	17.3	-2.6	6.4	3.7	5.4	.
Luxembourg	4.0	3.4	4.1	4.4	5.4	5.9	.
Malta	5.5	17.2	1.4	2.6	5.8	5.4	.
Netherlands	3.5	7.4	-0.6	0.9	2.8	5.0	7.6
Austria	3.1	1.0	5.5	3.4	4.2	7.3	3.8
Portugal	0.0	-	0.0	4.2	3.1	7.1	.
Slovenia	1.6	14.4	-2.8	-6.6	0.8	3.3	.
Slovakia	3.7	20.9	-2.1	-0.8	0.9	4.3	.
Finland	2.6	4.5	1.8	-0.4	0.0	0.6	.
Euro area	2.9	5.4	0.0	0.4	1.6	3.2	.
Bulgaria	2.7	22.7	-4.0	1.4	2.8	7.0	.
Czech Republic	0.8	-	0.8	2.5	4.0	7.2	.
Denmark	4.1	10.0	0.6	3.8	7.0	4.7	.
Croatia	-2.6	-	-2.6	-1.6	-2.9	0.9	.
Hungary	1.5	2.4	1.4	4.2	13.1	13.4	.
Poland	-0.6	-	-0.6	1.0	1.5	1.9	.
Romania	-2.8	-	-2.8	-2.1	2.9	6.0	.
Sweden	7.6	8.5	6.3	9.4	13.1	8.6	.
United Kingdom	6.2	9.5	2.3	8.0	6.0	7.0	4.8
European Union	3.7	6.4	0.5	1.8	2.8	4.0	.
United States	3.3	5.4	0.7	5.2	5.3	5.6	6.3
Japan	1.2	-	1.2	1.6	2.4	2.2	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.
2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.7 Residential property prices
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.1 Effective exchange rates

(period averages; index: 1999 Q1=100)

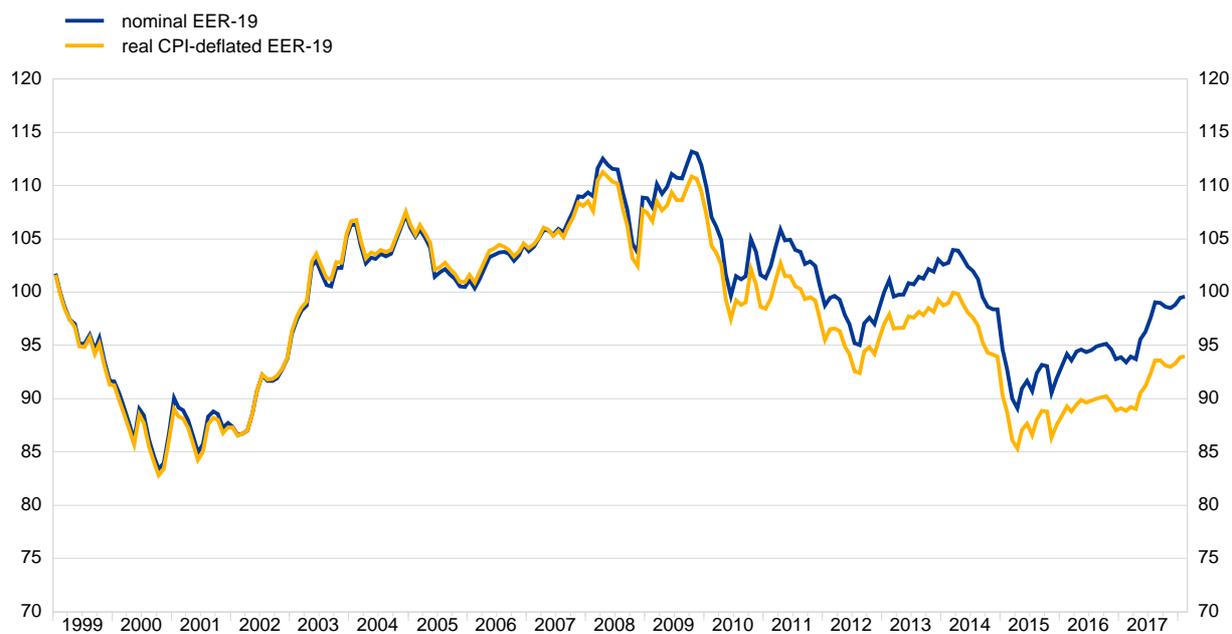
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
EER-19							
Nominal	99.4	98.8	100.0	101.4	91.7	94.4	96.6
Real CPI	97.6	98.7	96.5	97.2	87.6	89.5	91.4
Real PPI	97.1	98.5	95.5	96.4	88.6	90.8	92.0
Real GDP deflator	94.4	96.8	91.4	90.9	82.8	84.9	
Real ULCM ⁽¹⁾	97.2	96.8	97.7	96.3	80.7	80.0	
Real ULCT	97.4	97.1	97.9	98.4	88.3	89.5	
EER-38							
Nominal	107.5	103.8	111.6	114.1	105.7	109.7	112.0
Real CPI	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

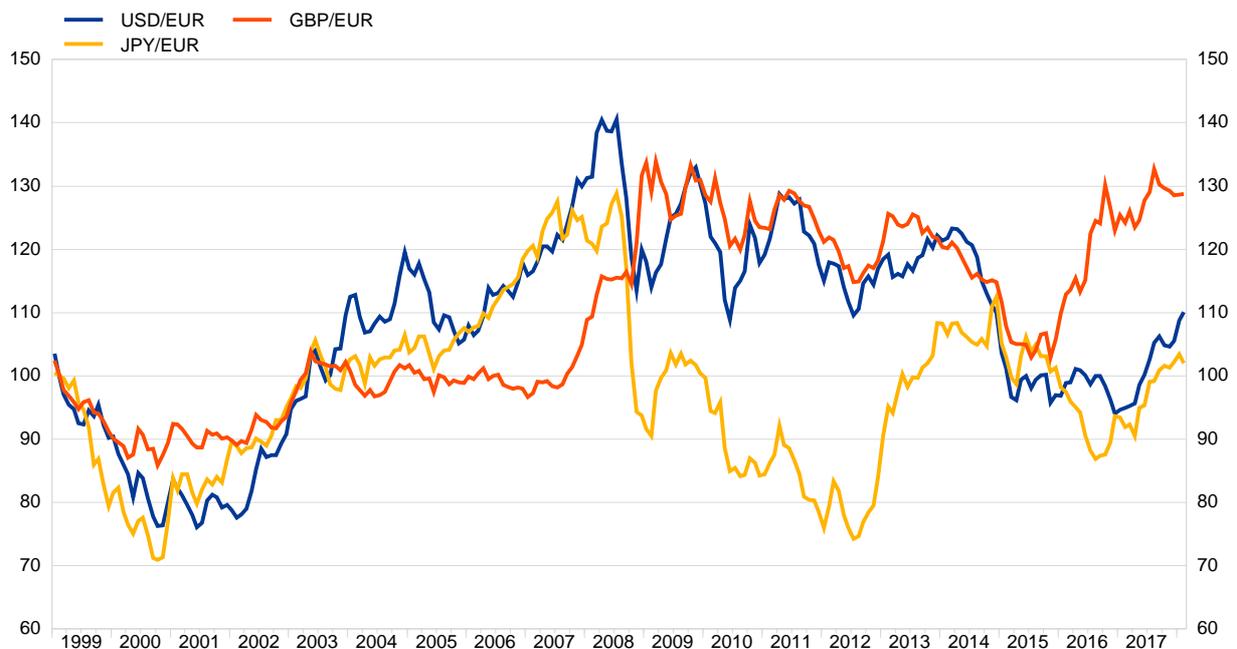
	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Chinese renminbi	8.803	9.468	8.212	8.186	6.973	7.352	7.629
Croatian kuna	7.451	7.406	7.490	7.634	7.614	7.533	7.464
Czech koruna	28.818	31.193	26.179	27.536	27.279	27.034	26.326
Danish krone	7.448	7.446	7.449	7.455	7.459	7.445	7.439
Hungarian forint	273.340	253.282	295.626	308.706	309.996	311.438	309.193
Japanese yen	127.407	130.952	123.468	140.306	134.314	120.197	126.711
Polish zloty	4.091	3.991	4.202	4.184	4.184	4.363	4.257
Pound sterling	0.750	0.674	0.834	0.806	0.726	0.819	0.877
Romanian leu	3.729	3.132	4.391	4.444	4.445	4.490	4.569
Swedish krona	9.232	9.132	9.344	9.099	9.353	9.469	9.635
Swiss franc	1.400	1.555	1.227	1.215	1.068	1.090	1.112
US dollar	1.208	1.155	1.267	1.329	1.110	1.107	1.130

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.3 Real effective exchange rates ¹⁾

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	99.7	99.2	100.1	100.6	96.2	98.7	100.2
Germany	92.7	95.2	95.2	90.6	85.7	87.1	87.9
Estonia	114.8	106.5	124.0	125.8	124.1	126.1	128.2
Ireland	107.8	108.9	106.6	106.2	98.2	99.5	99.7
Greece	100.3	99.3	101.5	99.9	94.8	95.8	96.3
Spain	106.0	104.8	107.3	107.9	102.4	103.3	104.7
France	95.9	97.6	94.1	94.4	89.9	91.1	91.4
Italy	99.5	100.2	98.7	99.6	94.6	95.6	96.1
Cyprus	104.3	104.1	104.6	105.6	99.6	99.7	99.9
Latvia	109.4	104.7	114.6	113.6	112.6	113.7	114.0
Lithuania	122.3	115.7	129.6	129.8	127.0	129.4	130.9
Luxembourg	106.0	104.4	107.8	109.1	104.4	105.1	106.3
Malta	105.7	105.1	106.5	107.0	101.7	103.9	104.9
Netherlands	101.0	102.5	99.2	100.3	94.6	95.6	96.3
Austria	96.4	97.0	95.6	96.8	94.0	95.6	96.6
Portugal	102.5	103.1	101.9	101.5	98.7	100.1	100.5
Slovenia	99.9	99.4	100.3	101.3	97.3	97.8	98.1
Slovakia	163.6	139.3	190.6	192.8	186.5	186.7	186.3
Finland	95.9	96.9	94.8	96.3	93.0	94.1	93.6
Euro area	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5
Bulgaria	133.2	120.9	146.8	146.7	140.2	139.6	140.5
Czech Republic	133.1	122.4	145.0	137.8	134.0	137.7	143.5
Denmark	98.5	99.4	97.5	97.4	93.4	94.5	95.0
Croatia	104.4	103.5	105.5	104.3	101.1	102.4	103.5
Hungary	128.9	125.4	132.7	128.9	123.6	124.6	127.2
Poland	116.8	117.4	116.2	117.8	112.7	108.8	112.2
Romania	133.0	127.5	139.2	142.7	137.5	135.7	133.5
Sweden	92.8	95.3	90.1	91.2	85.5	86.4	85.7
United Kingdom	89.3	97.9	79.8	84.4	88.1	79.0	75.0
European Union	-						
United States	94.8	99.4	89.6	85.8	95.0	99.2	98.8
Japan	82.6	89.4	75.0	64.8	60.4	68.6	65.3

Source: ECB.

1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

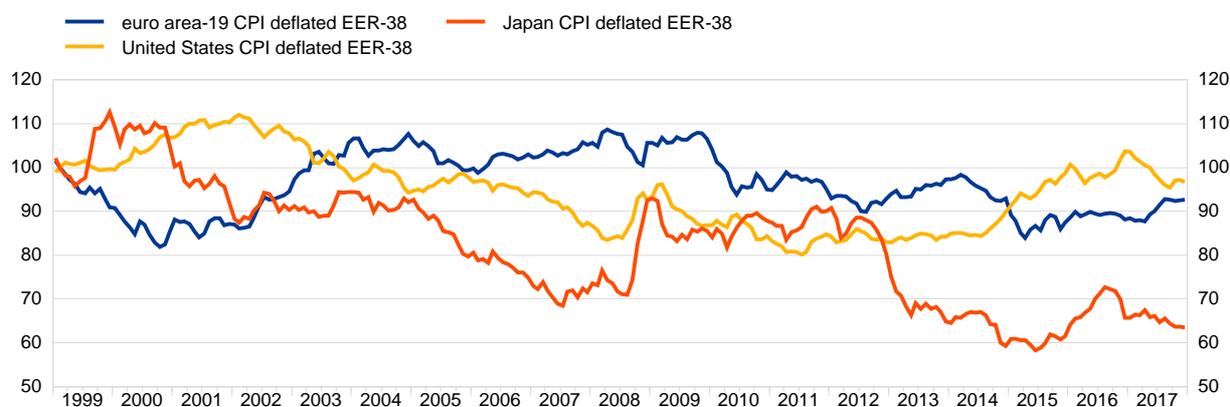
For individual euro area countries, indicators are calculated vis-à-vis these same trading partners plus other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the national currency vis-à-vis 38 trading partners (including the euro area) is displayed.

A positive change points to a decrease in price competitiveness.

Chart 4.3 Real effective exchange rates

(deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.4 Balance of payments: net current account

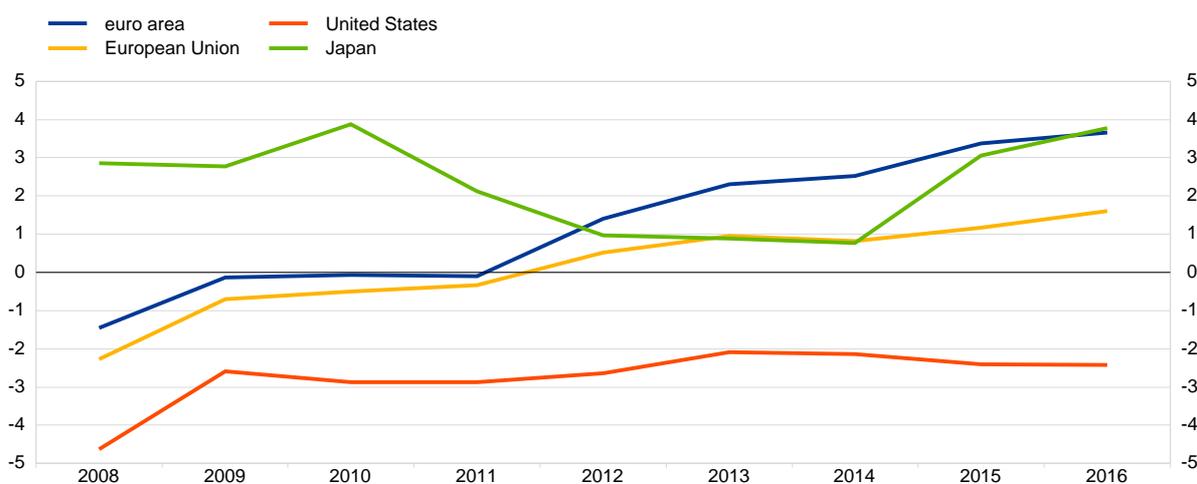
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2016	2008-2011	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.9	-0.2	0.1
Germany	7.0	5.7	8.1	7.0	7.9	9.3	9.1
Estonia	0.0	-0.7	0.6	0.6	0.3	2.3	2.2
Ireland	0.0	-4.4	3.5	2.2	1.7	12.0	4.3
Greece	-6.3	-12.1	-1.7	-2.0	-1.6	-0.2	-1.0
Spain	-1.7	-5.1	1.1	1.5	1.1	1.1	1.9
France	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9	-1.3	-0.5	-0.9
Italy	-0.4	-2.8	1.4	1.0	2.0	1.6	2.9
Cyprus	-6.7	-9.5	-4.4	-5.1	-4.4	-1.5	-4.9
Latvia	-1.7	-1.8	-1.6	-3.1	-2.0	-0.5	1.6
Lithuania	-2.2	-4.6	-0.3	0.9	3.5	-3.1	-1.3
Luxembourg	6.2	6.8	5.8	6.0	5.7	5.7	5.4
Malta	1.6	-3.0	5.3	2.8	9.6	5.0	7.3
Netherlands	8.2	6.5	9.5	10.2	8.9	9.0	8.8
Austria	2.5	2.9	2.1	2.1	2.7	2.1	2.4
Portugal	-4.2	-9.6	0.2	1.6	0.1	0.1	0.8
Slovenia	1.9	-1.4	4.6	4.5	6.0	4.6	5.5
Slovakia	-2.1	-4.9	0.2	1.9	1.2	-1.8	-1.5
Finland	-0.5	0.9	-1.6	-1.7	-1.4	-1.1	-1.6
Euro area	1.3	-0.4	2.7	2.3	2.5	3.4	3.7
Bulgaria	-2.7	-7.6	1.3	1.4	0.1	0.0	6.0
Czech Republic	-1.2	-2.5	-0.1	-0.5	0.2	0.2	1.1
Denmark	6.7	4.8	8.2	8.1	9.4	9.3	7.7
Croatia	-0.7	-3.9	1.9	0.9	1.9	4.4	2.5
Hungary	1.1	-1.7	3.3	3.8	1.5	3.4	6.2
Poland	-3.2	-5.3	-1.6	-1.3	-2.1	-0.6	-0.3
Romania	-4.1	-6.6	-2.1	-1.1	-0.7	-1.3	-2.3
Sweden	5.8	6.2	5.5	6.0	5.1	5.2	4.9
United Kingdom	-4.9	-3.6	-6.0	-6.0	-6.2	-6.6	-6.6
European Union	0.1	-1.0	1.0	0.9	0.8	1.2	1.6
United States	-2.7	-3.2	-2.3	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4
Japan	2.3	2.9	1.9	0.9	0.8	3.1	3.8

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

4 Exchange rates and balance of payments

4.5 Net international investment position

(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

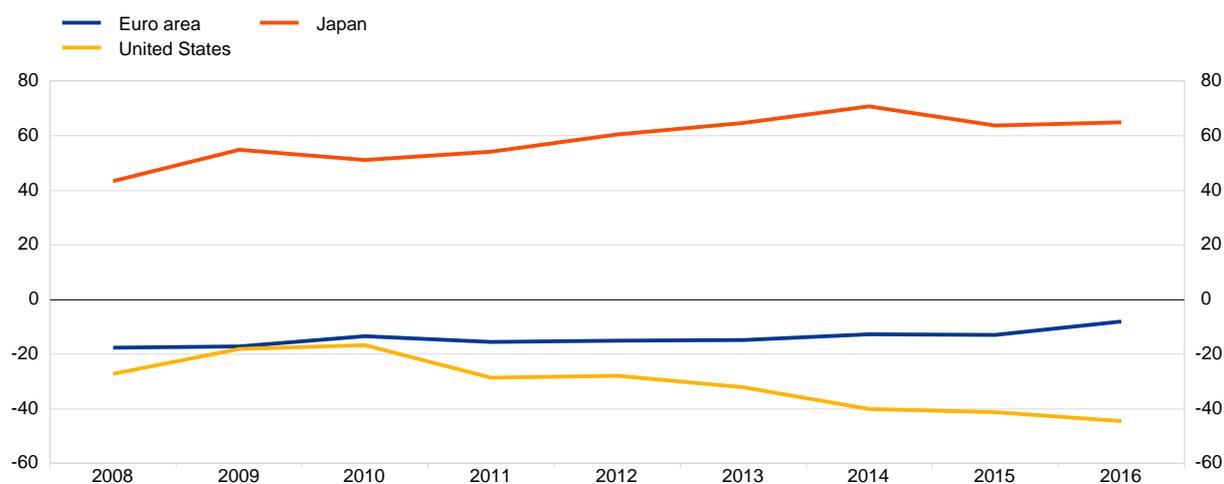
	2008-2016 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	55.2	58.6	52.5	54.6	47.7	50.5	55.6
Germany	34.8	22.9	44.3	36.1	43.5	52.8	59.8
Estonia	-59.6	-70.3	-51.0	-56.3	-53.5	-46.0	-43.6
Ireland	-147.2	-119.4	-169.5	-135.2	-164.8	-214.2	-193.5
Greece	-109.0	-87.2	-126.5	-127.9	-127.0	-129.7	-131.4
Spain	-90.3	-88.5	-91.8	-95.7	-98.1	-90.5	-84.9
France	-14.0	-11.6	-15.9	-17.1	-16.2	-16.4	-16.5
Italy	-20.2	-20.5	-20.0	-23.6	-22.3	-20.9	-10.5
Cyprus	-124.0	-104.9	-139.4	-142.5	-148.7	-145.0	-126.7
Latvia	-77.5	-82.4	-73.6	-75.2	-76.0	-73.4	-67.9
Lithuania	-53.1	-55.4	-51.2	-51.5	-49.9	-48.5	-48.3
Luxembourg	24.8	-0.6	45.2	56.3	35.5	42.4	38.6
Malta	26.5	8.7	40.8	28.7	47.1	56.6	51.2
Netherlands	29.2	6.3	47.5	32.0	50.2	57.3	70.7
Austria	-1.2	-5.5	2.2	1.4	3.6	2.8	6.3
Portugal	-109.7	-101.4	-116.4	-118.1	-120.3	-117.0	-110.8
Slovenia	-44.8	-43.8	-45.6	-48.7	-47.6	-41.8	-39.1
Slovakia	-63.8	-62.5	-64.8	-64.5	-65.7	-66.7	-64.1
Finland	3.8	7.7	0.7	4.2	-3.5	-6.8	-2.7
Euro area	-14.1	-16.0	-12.7	-14.8	-12.8	-12.9	-7.9
Bulgaria	-70.8	-68.6	-72.6	-78.4	-80.7	-67.1	-52.7
Czech Republic	-38.6	-42.2	-35.8	-39.3	-35.2	-32.9	-24.9
Denmark	28.0	9.2	43.1	38.7	45.5	36.2	58.0
Croatia	-83.2	-84.9	-81.8	-88.0	-84.6	-76.0	-70.2
Hungary	-89.5	-103.8	-78.1	-83.9	-78.8	-67.7	-66.9
Poland	-61.9	-57.2	-65.7	-70.2	-68.8	-62.4	-59.3
Romania	-61.1	-59.3	-62.5	-66.4	-61.7	-59.7	-55.5
Sweden	-4.5	-7.0	-2.5	-14.0	1.2	5.2	11.5
United Kingdom	-14.7	-6.7	-21.2	-20.1	-26.3	-23.2	-4.8
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-30.8	-22.7	-37.2	-32.2	-40.1	-41.4	-44.7
Japan	58.7	50.9	64.9	64.7	70.7	63.8	64.8

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Bulgaria available since 2010.

Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

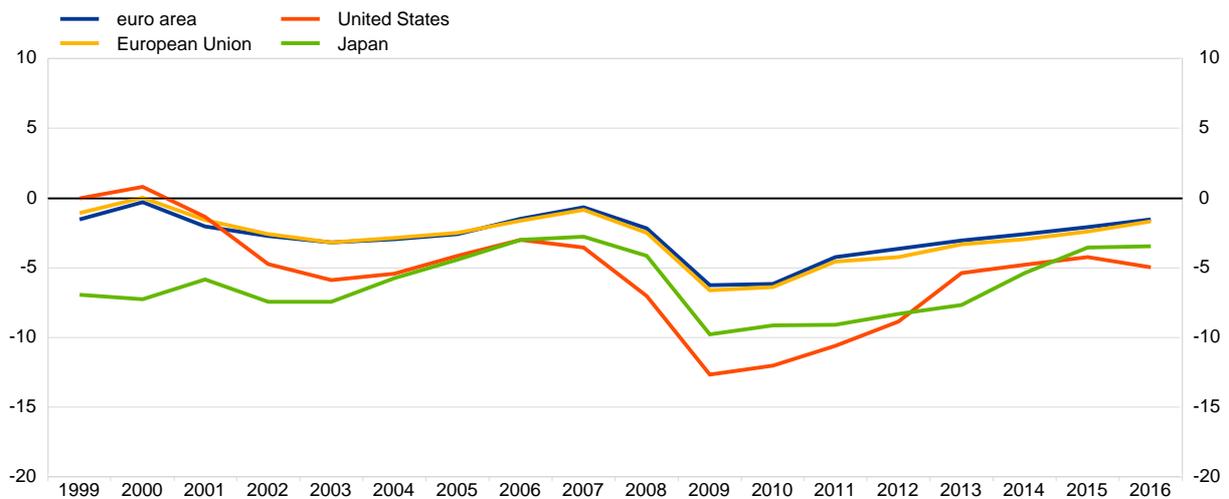
5 Fiscal developments

5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-1.9	-0.6	-3.6	-3.1	-3.1	-2.5	-2.5
Germany	-1.5	-2.1	-0.9	-0.1	0.3	0.6	0.8
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.2	0.7	0.1	-0.3
Ireland	-4.0	0.7	-9.9	-6.1	-3.6	-1.9	-0.7
Greece	-7.5	-6.7	-8.4	-13.2	-3.6	-5.7	0.5
Spain	-3.7	-0.3	-7.9	-7.0	-6.0	-5.3	-4.5
France	-3.6	-2.6	-4.9	-4.1	-3.9	-3.6	-3.4
Italy	-3.1	-2.9	-3.4	-2.9	-3.0	-2.6	-2.5
Cyprus	-3.2	-2.1	-4.5	-5.1	-8.8	-1.2	0.5
Latvia	-2.5	-1.9	-3.3	-1.0	-1.2	-1.2	0.0
Lithuania	-2.8	-1.9	-3.9	-2.6	-0.6	-0.2	0.3
Luxembourg	1.7	2.6	0.6	1.0	1.3	1.4	1.6
Malta	-3.6	-4.9	-2.0	-2.4	-1.8	-1.1	1.1
Netherlands	-1.6	-0.5	-3.1	-2.4	-2.3	-2.1	0.4
Austria	-2.4	-2.2	-2.7	-2.0	-2.7	-1.0	-1.6
Portugal	-5.3	-4.2	-6.6	-4.8	-7.2	-4.4	-2.0
Slovenia	-3.8	-2.2	-5.9	-14.7	-5.3	-2.9	-1.9
Slovakia	-4.7	-5.0	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7	-2.2
Finland	1.1	3.8	-2.3	-2.6	-3.2	-2.7	-1.7
Euro area	-2.7	-2.0	-3.7	-3.0	-2.6	-2.1	-1.5
Bulgaria	-0.6	0.6	-2.1	-0.4	-5.5	-1.6	0.0
Czech Republic	-3.1	-3.6	-2.4	-1.2	-1.9	-0.6	0.7
Denmark	0.6	2.4	-1.7	-1.2	1.1	-1.8	-0.6
Croatia	-4.4	-3.7	-5.0	-5.3	-5.1	-3.3	-0.9
Hungary	-4.8	-6.0	-3.3	-2.6	-2.7	-2.0	-1.9
Poland	-4.2	-3.9	-4.5	-4.1	-3.6	-2.6	-2.5
Romania	-3.4	-2.8	-4.1	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0
Sweden	0.5	1.2	-0.4	-1.4	-1.6	0.2	1.1
United Kingdom	-4.0	-1.9	-6.6	-5.4	-5.5	-4.3	-2.9
European Union	-2.8	-1.9	-4.0	-3.3	-3.0	-2.4	-1.7
United States	-5.4	-3.4	-7.9	-5.4	-4.8	-4.2	-4.9
Japan	-6.2	-5.5	-7.0	-7.6	-5.4	-3.6	-3.4

Sources: ESCB and OECD.
1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.1 General government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.2 Primary general government balance ¹⁾ (percentages of GDP)

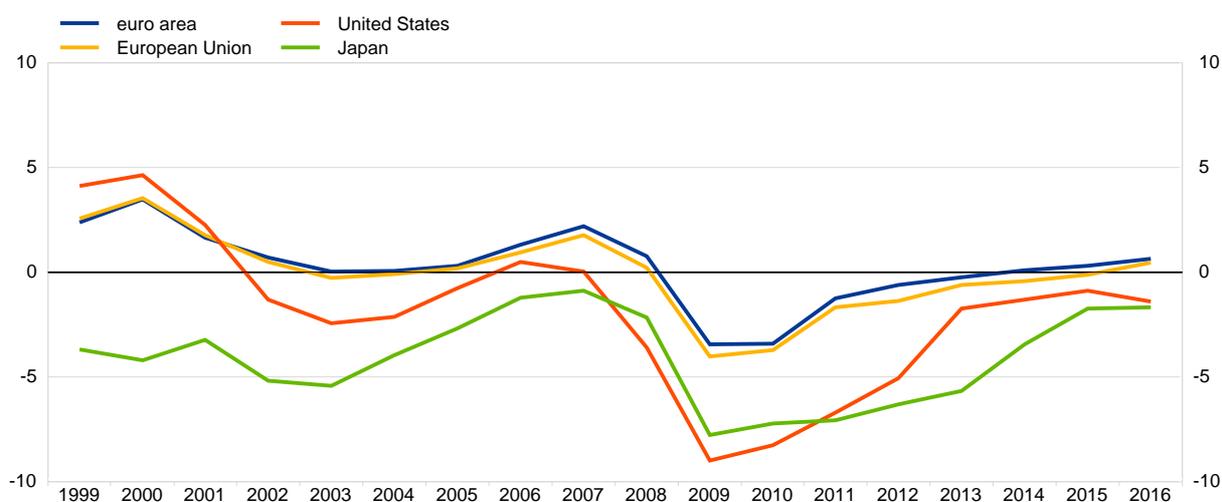
	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.5	4.7	-0.2	0.2	0.2	0.6	0.4
Germany	1.0	0.8	1.2	1.8	2.1	2.2	2.1
Estonia	0.4	0.8	0.0	-0.1	0.8	0.2	-0.2
Ireland	-1.8	2.1	-6.7	-1.8	0.3	0.7	1.6
Greece	-2.3	-1.3	-3.7	-9.1	0.4	-2.1	3.7
Spain	-1.2	2.0	-5.2	-3.5	-2.5	-2.2	-1.7
France	-1.1	0.1	-2.6	-1.9	-1.8	-1.6	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	1.9	1.6	1.5	1.5
Cyprus	-0.3	0.9	-1.8	-1.8	-5.9	1.7	3.0
Latvia	-1.5	-1.2	-1.8	0.5	0.2	0.1	1.1
Lithuania	-1.4	-0.8	-2.3	-0.9	1.0	1.3	1.6
Luxembourg	2.1	2.9	1.0	1.5	1.8	1.7	1.9
Malta	-0.3	-1.1	0.9	0.4	1.0	1.3	3.2
Netherlands	0.5	2.1	-1.6	-0.9	-0.8	-0.8	1.4
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.7	-0.2	1.3	0.5
Portugal	-1.8	-1.4	-2.4	0.0	-2.3	0.2	2.2
Slovenia	-1.8	-0.4	-3.5	-12.1	-2.1	0.3	1.2
Slovakia	-2.5	-2.4	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0	-0.5
Finland	2.7	5.8	-1.1	-1.4	-2.0	-1.6	-0.7
Euro area	0.3	1.3	-1.0	-0.2	0.1	0.3	0.6
Bulgaria	1.0	2.9	-1.3	0.4	-4.6	-0.7	0.9
Czech Republic	-1.9	-2.6	-1.2	0.1	-0.6	0.4	1.7
Denmark	2.8	5.0	0.0	0.4	2.5	-0.2	0.7
Croatia	-1.9	-1.8	-2.0	-2.1	-1.7	0.2	2.3
Hungary	-0.5	-1.6	0.8	1.9	1.2	1.5	1.3
Poland	-1.7	-1.2	-2.2	-1.6	-1.6	-0.9	-0.8
Romania	-1.5	-0.7	-2.5	-0.4	0.3	0.9	-1.5
Sweden	2.1	3.5	0.4	-0.6	-0.9	0.6	1.6
United Kingdom	-1.7	0.1	-4.0	-2.6	-2.8	-1.9	-0.5
European Union	0.0	1.1	-1.4	-0.6	-0.4	-0.1	0.4
United States	-1.8	0.1	-4.3	-1.7	-1.3	-0.9	-1.4
Japan	-4.1	-3.3	-5.1	-5.7	-3.5	-1.7	-1.7

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

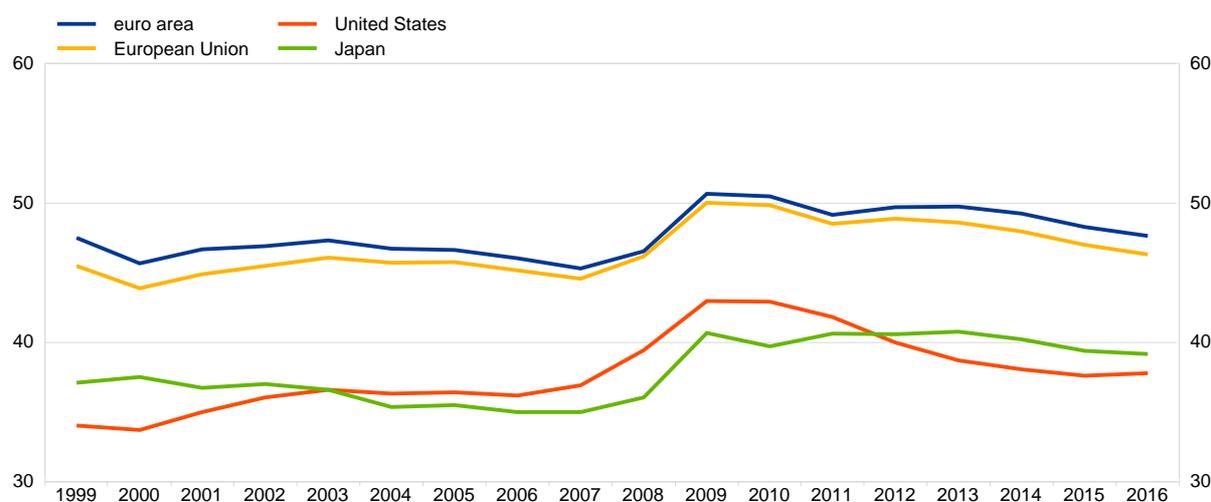
5 Fiscal developments

5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	51.8	49.6	54.5	55.8	55.2	53.8	53.2
Germany	45.5	45.8	45.1	44.7	44.3	43.9	44.2
Estonia	37.8	35.9	40.1	38.5	38.4	40.2	40.6
Ireland	37.5	34.2	41.8	40.2	37.5	28.8	27.1
Greece	49.9	46.7	54.0	62.2	50.2	53.8	49.7
Spain	41.8	39.0	45.2	45.6	44.8	43.8	42.2
France	54.2	52.3	56.7	57.1	57.1	56.7	56.4
Italy	48.5	47.1	50.3	51.1	50.9	50.2	49.4
Cyprus	39.3	37.2	41.9	41.6	48.2	40.2	38.3
Latvia	37.6	35.8	40.0	37.6	38.2	38.4	37.3
Lithuania	37.0	36.2	38.1	35.5	34.6	34.9	34.2
Luxembourg	41.6	40.5	43.1	43.3	41.8	41.5	42.1
Malta	41.6	42.1	40.9	42.0	41.3	40.1	37.1
Netherlands	44.6	43.2	46.4	46.3	46.2	44.9	43.4
Austria	51.4	51.1	51.8	51.6	52.3	51.0	50.7
Portugal	46.8	44.6	49.4	49.9	51.8	48.2	45.0
Slovenia	47.2	45.1	49.7	59.5	49.6	47.7	45.1
Slovakia	42.0	41.9	42.2	41.4	42.0	45.2	41.5
Finland	51.9	48.6	56.1	57.5	58.1	56.9	55.8
Euro area	47.8	46.5	49.4	49.8	49.2	48.3	47.6
Bulgaria	37.9	38.3	37.4	37.6	42.1	40.7	35.0
Czech Republic	42.7	42.7	42.6	42.6	42.2	41.7	39.4
Denmark	53.8	52.1	55.9	55.8	55.3	54.8	53.5
Croatia	46.9	46.0	47.6	47.7	48.0	47.6	47.2
Hungary	49.1	49.1	49.1	49.3	49.5	50.2	46.7
Poland	43.8	44.3	43.2	42.6	42.3	41.6	41.2
Romania	36.5	36.0	37.2	35.4	34.9	35.7	34.0
Sweden	51.8	52.6	50.9	52.0	51.1	49.6	49.5
United Kingdom	41.7	39.2	44.8	44.2	43.2	42.4	41.5
European Union	46.7	45.3	48.4	48.6	48.0	47.0	46.3
United States	37.8	36.1	40.0	38.7	38.1	37.6	37.8
Japan	38.0	36.2	40.2	40.8	40.2	39.4	39.2

Sources: ESCB and OECD.
1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.4 General government debt ¹⁾ (percentages of GDP)

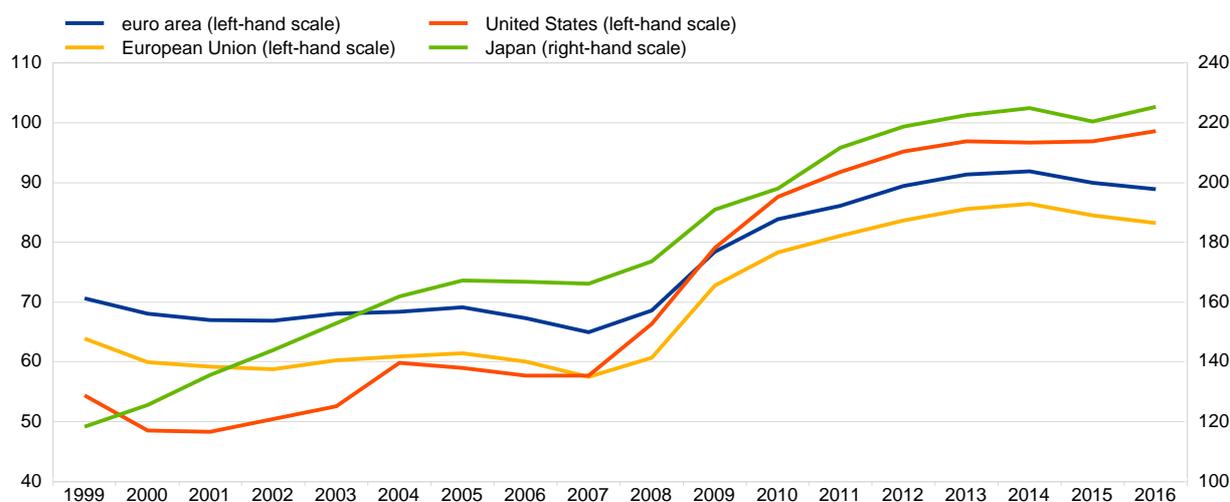
	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	101.6	99.8	103.8	105.5	106.8	106.0	105.7
Germany	68.3	62.6	75.4	77.4	74.6	70.9	68.1
Estonia	6.6	5.0	8.7	10.2	10.7	10.0	9.4
Ireland	59.6	32.2	93.9	119.4	104.5	76.9	72.8
Greece	131.4	104.7	164.8	177.4	179.0	176.8	180.8
Spain	63.1	47.3	82.8	95.5	100.4	99.4	99.0
France	74.8	63.1	89.4	92.4	95.0	95.8	96.5
Italy	112.3	102.9	124.0	129.0	131.8	131.5	132.0
Cyprus	69.6	57.3	85.0	102.6	107.5	107.5	107.1
Latvia	25.0	12.6	40.4	38.9	40.8	36.8	40.5
Lithuania	27.7	19.6	37.9	38.8	40.5	42.6	40.1
Luxembourg	13.6	7.9	20.7	23.7	22.7	22.0	20.8
Malta	65.1	65.2	65.0	68.4	63.8	58.7	56.2
Netherlands	55.8	49.8	63.3	67.8	68.0	64.6	61.8
Austria	73.4	66.4	82.3	81.0	83.8	84.3	83.6
Portugal	85.8	60.8	117.0	129.0	130.6	128.8	130.1
Slovenia	41.0	25.3	60.6	70.4	80.3	82.6	78.5
Slovakia	43.3	39.4	48.2	54.7	53.5	52.3	51.8
Finland	46.3	39.8	54.3	56.5	60.2	63.6	63.1
Euro area	76.6	67.9	87.5	91.3	91.8	89.9	88.9
Bulgaria	32.2	42.0	20.0	17.0	27.0	26.0	29.0
Czech Republic	31.6	24.9	39.9	44.9	42.2	40.0	36.8
Denmark	42.5	42.7	42.4	44.0	44.0	39.5	37.7
Croatia	56.7	38.9	72.3	81.7	85.8	85.4	82.9
Hungary	67.2	59.5	76.8	76.0	75.2	74.7	73.9
Poland	47.4	43.1	52.7	55.7	50.2	51.1	54.1
Romania	25.9	18.8	34.7	37.8	39.4	37.9	37.6
Sweden	45.1	48.4	41.1	40.8	45.5	44.2	42.2
United Kingdom	58.2	39.3	81.9	85.6	87.4	88.2	88.3
European Union	69.9	60.3	82.0	85.6	86.5	84.5	83.2
United States	72.1	55.5	92.8	96.9	96.7	96.9	98.6
Japan	179.1	151.2	214.1	222.5	225.0	220.5	225.3

Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.4 General government debt
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

Abkürzungen

Länder

BE	Belgien	HR	Kroatien	PL	Polen
BG	Bulgarien	IT	Italien	PT	Portugal
CZ	Tschechische Republik	CY	Zypern	RO	Rumänien
DK	Dänemark	LV	Lettland	SI	Slowenien
DE	Deutschland	LT	Litauen	SK	Slowakei
EE	Estland	LU	Luxemburg	FI	Finnland
IE	Irland	HU	Ungarn	SE	Schweden
GR	Griechenland	MT	Malta	UK	Vereinigtes Königreich
ES	Spanien	NL	Niederlande	USA	Vereinigte Staaten
FR	Frankreich	AT	Österreich		

Entsprechend der in der EU angewendeten Praxis werden die EU-Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Bezeichnung der Länder in den jeweiligen Landessprachen aufgeführt.

Weitere Abkürzungen

ABSPP	Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities	HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union	IOSCO	Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden
APP	Programm zum Ankauf von Vermögenswerten	IWF	Internationaler Währungsfonds
ARC	jährliche Forschungskonferenz der EZB	KMUs	kleine und mittlere Unternehmen
BIP	Bruttoinlandsprodukt	MFI	monetäres Finanzinstitut
BIRD	Banks' Integrated Reporting Dictionary	MIR	MFI-Zinssätze
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich	MPDB	Macroprudential Database
BVAR	Bayesian Vector AutoRegression	MREL	Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten
CBPP	Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	NPL	notleidender Kredit
CSDB	zentralisierte Wertpapierdatenbank	NZB	nationale Zentralbank
CSPP	Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors	OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
DLT	Distributed-Ledger-Technologie	OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
EBA	Europäische Bankenaufsichtsbehörde	PSPP	Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors
EIOPA	Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung	RIAD	ESZB-Register der Institutionen und Datenbank für Tochterunternehmen
EMIR	Europäische Marktinfrastrukturverordnung	RTGS	Echtzeit-Bruttozahlungsverkehrssystem
EONIA	Euro Overnight Index Average	SEPA	einheitlicher Euro-Zahlungsverkehrsraum
ESFS	europäisches Finanzaufsichtssystem	SFI	sonstiges Finanzinstitut
ESRB	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken	SIPS	systemrelevantes Zahlungssystem
ESS	Europäisches Statistiksystem	SRF	Einheitlicher Abwicklungsfonds
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken	SSM	Einheitlicher Aufsichtsmechanismus
EU	Europäische Union	SWP	Stabilitäts- und Wachstumspakt
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate	TLAC	Gesamtverlustabsorptionsfähigkeit
EZB	Europäische Zentralbank	T2S	TARGET2-Securities
FMI	Finanzmarktinfrastruktur	VGPEs	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
FMKG	finanzielle Mantelkapitalgesellschaft/ Verbriefungszweckgesellschaft	WDN	Wage Dynamics Network
FSAP	Financial Sector Assessment Program	WKM II	Wechselkursmechanismus II
FSB	Finanzstabilitätsrat	WWU	Wirtschafts- und Währungsunion
GLRG	gezieltes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft		
HFCN	Household Finance and Consumption Network		

In den Tabellen verwendete Abkürzungen und Zeichen

„“ Daten werden nicht erhoben/Nachweis nicht sinnvoll

„..“ Daten noch nicht verfügbar

© Europäische Zentralbank, 2018

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Alle Rechte vorbehalten. In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 16. Februar 2018. Redaktionsschluss für die im Statistikteil dargestellten Daten war am 16. März 2018.

ISSN	1725-2849 (html)	DOI	10.2866/883864 (html)
ISSN	1725-2849 (pdf)	DOI	10.2866/507260 (pdf)
ISBN	978-92-899-3043-7 (html)	EU-Katalognummer	QB-AA-18-001-DE-Q (html)
ISBN	978-92-899-3072-7 (pdf)	EU-Katalognummer	QB-AA-18-001-DE-N (pdf)