



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Jahresbericht

2015



# Inhalt

<b>Vorwort</b>	<b>4</b>
<b>Die Wirtschaft im Euroraum, die Geldpolitik der EZB und der europäische Finanzsektor im Jahr 2015</b>	<b>7</b>
1 Die Wirtschaft des Euroraums im Niedriginflations- und Niedrigzinsumfeld	7
1.1 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld	7
<b>Kasten 1</b> Spannungen an den Finanzmärkten aufstrebender Volkswirtschaften	13
1.2 Finanzmarktentwicklungen	15
<b>Kasten 2</b> Warum sind die Zinsen so niedrig?	20
<b>Kasten 3</b> Was bedeuten niedrige Zinsen für Banken und Sparer?	23
1.3 Konjunktur	24
<b>Kasten 4</b> Die Rolle des privaten Konsums in der Konjunkturerholung	27
1.4 Entwicklung der Preise und Kosten	29
<b>Kasten 5</b> Die Entwicklung der Kerninflation	32
1.5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	35
1.6 Fiskalpolitik und Strukturreformen	37
2 Geldpolitik in schwierigen Zeiten	44
2.1 Angesichts der Inflationsaussichten musste die EZB erneut entschlossen handeln	44
<b>Kasten 6</b> Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft	48
2.2 Reibungslose Umsetzung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten und der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte im Jahr 2015	53
<b>Kasten 7</b> Beteiligung an den Refinanzierungsgeschäften	59
<b>Kasten 8</b> Liquiditätsversorgung des griechischen Bankensystems unter schwierigen Bedingungen	60

<b>3</b>	<b>Fortschritte auf dem Weg zur Bankenunion – geringe Spannungen im europäischen Finanzsektor</b>	<b>62</b>
3.1	Risiken und Schwachstellen im Finanzsystem des Euroraums	63
	<b>Kasten 9</b> Das Schattenbankenwesen im Euroraum	66
3.2	Die makroprudenzielle Funktion der EZB	68
3.3	Der SSM – die mikroprudenzielle Funktion der EZB	71
3.4	Beitrag der EZB zu Regulierungsinitiativen	72
3.5	Kapitalmarktunion	78
	<b>Sonstige Aufgaben und Aktivitäten</b>	<b>80</b>
<b>1</b>	<b>Finanzmarktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr</b>	<b>80</b>
1.1	Freischaltung von T2S und künftige Finanzmarktinfrastrukturen	81
1.2	Die Digitalisierung des Zahlungsverkehrs	82
1.3	Management des Kontrahentenrisikos	83
<b>2</b>	<b>Finanzdienstleistungen für andere Institutionen</b>	<b>84</b>
2.1	Verwaltung von Anleihe- und Darlehensgeschäften	84
2.2	Dienstleistungen des Eurosystems im Bereich der Währungsreservenverwaltung	85
<b>3</b>	<b>Banknoten und Münzen</b>	<b>86</b>
3.1	Bargeldumlauf	86
3.2	Euro-Banknotenfälschungen	87
3.3	Die zweite Euro-Banknotenserie	88
<b>4</b>	<b>Statistik</b>	<b>88</b>
4.1	Neue und verbesserte Euroraum-Statistiken	89
4.2	Sonstige Entwicklungen im Statistikbereich	90
<b>5</b>	<b>Volkswirtschaftliche Forschung</b>	<b>91</b>
5.1	Forschungsschwerpunkte und -prioritäten der EZB	92
5.2	Die Forschungsnetzwerke des Eurosystems bzw. des ESZB	93
5.3	Konferenzen und Veröffentlichungen	95

<b>6</b>	<b>Rechtliche Aktivitäten und Verpflichtungen</b>	<b>95</b>
6.1	Teilnahme der EZB an Gerichtsverfahren auf EU-Ebene	95
6.2	Stellungnahmen der EZB und Verstöße gegen die Konsultationspflicht	97
6.3	Rechtliche Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus: der Administrative Überprüfungsausschuss	100
6.4	Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs	100
<b>7</b>	<b>Internationale und europäische Beziehungen</b>	<b>102</b>
7.1	Europäische Beziehungen	102
7.2	Internationale Beziehungen	105
<b>8</b>	<b>Externe Kommunikation</b>	<b>107</b>
	<b>Anhang 1 Institutioneller Rahmen</b>	<b>111</b>
	<b>Anhang 2 Ausschüsse des Eurosystems/ESZB</b>	<b>121</b>
	<b>Anhang 3 Entwicklungen im Bereich Organisation und Personal</b>	<b>123</b>
	<b>Jahresabschluss</b>	<b>J 1</b>
	<b>Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2015</b>	<b>K 1</b>
	<b>Statistikteil</b>	<b>S 1</b>

## Vorwort



Für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets stand das Jahr 2015 im Zeichen der Erholung. Die Inflation hingegen war weiterhin rückläufig. Vor diesem Hintergrund war die Stärkung des Vertrauens 2015 eines der beherrschenden Themen für den Euroraum: Die Stärkung des Vertrauens der Verbraucher, damit diese ihre Ausgaben steigern. Die Stärkung des Vertrauens der Unternehmen, damit diese wieder Personal einstellen und Investitionen tätigen. Und schließlich die Stärkung des Vertrauens der Banken, damit diese die Kreditvergabe ankurbeln. Für die Förderung der Erholung und zur Unterstützung der Rückkehr der Inflation hin zu unserem Ziel von unter, aber nahe 2 % war dies von entscheidender Bedeutung.

Im Lauf des Jahres konnten wir tatsächlich eine Festigung des Vertrauens beobachten: Die Binnennachfrage löste die Auslandsnachfrage als Wachstumsmotor ab, getragen vom zunehmenden Verbrauchervertrauen. Bei der Kreditvergabe setzte im gesamten Eurogebiet eine Erholung ein, und auch die Beschäftigung zog weiter an. Die Anfang 2015 im Euroraum herrschenden Deflationsängste konnten gänzlich zerstreut werden.

Wie im vorliegenden Jahresbericht beschrieben, hat die EZB auf zweierlei Weise zu diesem sich aufhellenden wirtschaftlichen Umfeld beigetragen.

Hier sind an erster Stelle unsere geldpolitischen Entscheidungen zu nennen. Im gesamten Berichtszeitraum haben wir entschlossene Maßnahmen ergriffen, um Gefahren für die Preisstabilität entgegenzuwirken und die Verankerung der Inflationserwartungen sicherzustellen. So beschlossen wir im Januar, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) auszuweiten. Im weiteren Jahresverlauf wurde es dann mehrmals angepasst – z. B. wurde das Verzeichnis der Emittenten ausgeweitet, deren Wertpapiere zum Ankauf zugelassen sind. Und schließlich beschlossen wir im Dezember, die bereits negativen Zinsen für die Einlagefazilität weiter zu senken und unsere Vermögensankäufe neu zu kalibrieren.

Diese Maßnahmen zeigten Wirkung. Die Finanzierungsbedingungen verbesserten sich deutlich: ab Jahresmitte 2014 gingen die Zinsen für Bankkredite im Eurogebiet um rund 80 Basispunkte zurück. Unter normalen Umständen wäre hierfür eine Zinssenkung um 100 Basispunkte notwendig gewesen. Auch das Wachstum und die Teuerungsrate profitierten von diesen Maßnahmen. Nach Schätzungen von Experten des Eurosystems wäre die Preissteigerungsrate ohne das APP – einschließlich des Maßnahmenpakets vom Dezember – im Berichtsjahr negativ gewesen und würde 2016 mehr als ½ Prozentpunkt und 2017 rund ½ Prozentpunkt niedriger ausfallen. Das BIP des Euro-Währungsgebiets wird im Zeitraum 2015 bis 2018 dank des APP um etwa 1,5 Prozentpunkte zulegen.

Gegen Jahresende nahmen wir eine Rekalibrierung unseres geldpolitischen Kurses vor. Maßgeblich hierfür war eine erneute Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Bedingungen, aus denen sich Abwärtsrisiken für die Inflationaussichten ergaben.

Anfang 2016 trübte sich das Umfeld weiter ein, was eine weitere Lockerung unseres geldpolitischen Kurses erforderlich machte. Im März 2016 beschloss der EZB-Rat, sowohl Umfang als auch Zusammensetzung des APP auszuweiten (erstmals wurden Unternehmensanleihen einbezogen). Außerdem senkte er den Zinssatz für die Einlagefazilität weiter, führte eine neue Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte mit deutlichen Anreizen für Banken zur Kreditvergabe ein und stärkte seine Forward Guidance. Diese Beschlüsse zeigten erneut, dass die EZB selbst angesichts globaler disinflationärer Kräfte übermäßig niedrige Teuerungsraten nicht einfach tatenlos hinnimmt.

Der zweite Beitrag der EZB im Jahr 2015 in puncto Vertrauen war die Bekämpfung von Gefahren für die Integrität des Euroraums, die im ersten Halbjahr vor allem im Zusammenhang mit den Ereignissen in Griechenland standen. Da Ungewissheit darüber herrschte, ob die neue Regierung an dem makroökonomischen Anpassungsprogramm festhalten würde, verloren sowohl die Banken als auch die Regierung den Marktzugang, und die Sparer zogen vermehrt Bankeinlagen ab. Zur Stützung des griechischen Bankensystems stellte das Eurosystem Notfall-Liquiditätshilfe (Emergency Liquidity Assistance – ELA) bereit.

Die EZB handelte dabei vollkommen unabhängig und im Einklang mit ihren Regeln. Einerseits musste sichergestellt sein, dass ihre Maßnahmen keine monetäre Finanzierung der griechischen Regierung darstellten und dass nur solvente Banken mit ausreichend Sicherheiten Mittel erhielten. Andererseits musste gewährleistet sein, dass Entscheidungen mit weitreichenden Auswirkungen für das Euro-Währungsgebiet durch die rechtlich zuständigen politischen Instanzen getroffen wurden. Unser Ansatz stand voll und ganz mit unserem Mandat im Einklang. Die im Vertrag verankerte Verpflichtung hinsichtlich der gemeinsamen Währung wurde eingehalten, und wir haben diese Verpflichtung innerhalb der von unserer Satzung vorgegebenen Grenzen erfüllt.

Obwohl dank der Vereinbarung, die zwischen Griechenland und den übrigen Ländern des Euroraums über ein drittes Anpassungsprogramm getroffen wurde, letztlich das Schlimmste abgewendet werden konnte, zeigte dies doch die Fragilität des Eurogebiets und führte uns abermals vor Augen, wie wichtig die Vollendung der Währungsunion ist. Aus diesem Grund arbeitete ich an dem im Juni 2015 veröffentlichten „Fünf-Präsidenten-Bericht“ mit, in dem konkrete Vorschläge für weitere Reformen des institutionellen Gefüges des Eurogebiets vorgelegt wurden. Wenn wir eine robustere Union erreichen und dabei die Zentralbanken nicht über Gebühr beanspruchen wollen, müssen auf diese Worte letzten Endes Taten folgen.

2015 stärkte die EZB darüber hinaus mit Maßnahmen zur Verbesserung der Governance und Transparenz das Vertrauen in ihre Beschlussfassungsprozesse. Im Januar veröffentlichten wir erstmals eine Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzungen – die sogenannten Accounts –, wodurch die Außenwelt einen besseren Einblick in unsere Beratungen erhält. Zudem begannen wir damit, Entscheidungen zu ELA sowie die entsprechenden Beträge, Daten zu TARGET2-Salden und die Terminkalender der Direktoriumsmitglieder zu veröffentlichen. In Zeiten einer unkonventionellen Geldpolitik sind diese transparenzschaffenden Maßnahmen

unerlässlich, um unserer umfassenden Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit gerecht zu werden.

Der Verbesserung unserer Governance zuträglich war auch ein Projekt, mit dem die Funktionsweise der EZB angesichts neuer Aufgaben und neuer Herausforderungen optimiert werden sollte. 2015 begannen wir damit, mehrere der im Rahmen des Projekts erarbeiteten Empfehlungen umzusetzen. So ernannten wir erstmals einen Chief Services Officer, dessen Aufgabe es ist, die interne Organisation der Bank zu unterstützen.

Das Jahr 2016 wird nicht weniger Herausforderungen für die EZB bereithalten. Es herrscht Unsicherheit über die Aussichten für die Weltwirtschaft, und wir stehen nach wie vor einer disinflationären Dynamik gegenüber. Zudem stellen sich Fragen in Bezug auf die künftige Ausrichtung Europas und hinsichtlich der Widerstandsfähigkeit unseres Kontinents gegenüber neuen Schocks. In diesem Umfeld wird die Verpflichtung zur Erfüllung unseres Mandats für die Menschen in Europa weiterhin ein Vertrauensanker sein.

Frankfurt am Main im April 2016

Mario Draghi  
Präsident

# Die Wirtschaft im Euroraum, die Geldpolitik der EZB und der europäische Finanzsektor im Jahr 2015

## 1 Die Wirtschaft des Euroraums im Niedriginflations- und Niedrigzinsumfeld

### 1.1 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld

Die Wirtschaft des Euroraums war 2015 vor allem von drei wesentlichen Entwicklungen des internationalen Umfelds geprägt: dem immer stärkeren Auseinanderdriften der Konjunktur in den Industrie- und Schwellenländern, dem historisch schwachen Welthandel und dem infolge weiter fallender Energiepreise und nach wie vor umfangreicher Kapazitätsreserven weltweit niedrigen Inflationsdruck.

#### Weltwirtschaftswachstum blieb moderat

Die Weltwirtschaft setzte 2015 ihre sukzessive Erholung fort, auch wenn sich das Wachstum gegenüber dem Vorjahr etwas abschwächte. Die geringe Beschleunigung der Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften konnte die abnehmende Wachstumsdynamik in den aufstrebenden Volkswirtschaften nicht ausgleichen, wobei über Länder und Regionen hinweg große Unterschiede zu beobachten waren. Nachdem einige Schwellenländer in der ersten Jahreshälfte in eine tiefe Rezession geraten waren, blieb das weltweite BIP-Wachstum historisch gesehen mäßig (siehe Abbildung 1).

Vor dem Hintergrund anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen, einer Verbesserung der Arbeitsmarktlage, niedriger Ölpreise und der abklingenden negativen Auswirkungen des Verschuldungsabbaus im privaten Sektor und der Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung blieb die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften das ganze Jahr hindurch robust. Im Gegensatz dazu schwächte sich die wirtschaftliche Dynamik in den Schwellenländern deutlich ab. Erhöhte Unsicherheit, Strukturprobleme (etwa im Zusammenhang mit Infrastrukturengpässen, negativen Standortfaktoren und mangelndem Wettbewerb an den Arbeits- und Gütermärkten) sowie eine Verschärfung der Außenfinanzierungsbedingungen trugen zu dieser Entwicklung bei. In den rohstoffexportierenden Ländern führten insbesondere die niedrigeren Rohstoffpreise zu einem markanten Abschwung, während sich das Wachstum in den rohstoffimportierenden Ländern als robuster erwies. Angesichts der im Vergleich zu den erdölexportierenden Ländern tendenziell höheren Konsumneigung in den erdölimportierenden Ländern wirkte sich der Rückgang der

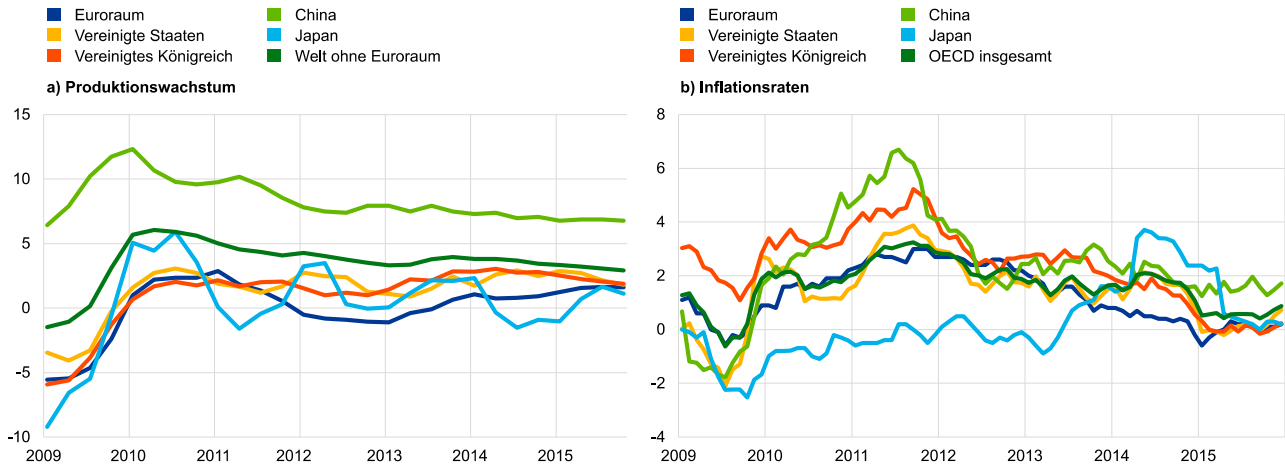


Rohstoffpreise allerdings insgesamt positiv auf die globale Nachfrage aus, wobei der positive Effekt auf den Konsum in einigen Fällen schwächer als erwartet ausfiel.

## Abbildung 1

### Wichtige Entwicklungen in ausgewählten Volkswirtschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und nationale Daten.

Anmerkung: Die BIP-Zahlen sind saisonbereinigt. HVPI für den Euroraum und das Vereinigte Königreich; VPI für die Vereinigten Staaten, China und Japan.

Die Finanzierungsbedingungen blieben weltweit im Großen und Ganzen akkommodierend. Das US Federal Reserve System verschob den Beginn der geldpolitischen Normalisierung auf Ende 2015, während sowohl die Bank of Japan als auch die EZB ihren expansiven geldpolitischen Kurs beibehielten. Die Bank of England veränderte ihren geldpolitischen Kurs 2015 nicht. An den Finanzmärkten blieben Volatilität und Risikoaversion den größten Teil des Jahres hindurch auf relativ niedrigem Niveau. Nur im dritten Quartal führte eine markante Kurskorrektur an den chinesischen Aktienmärkten zu einem spürbaren Anstieg der Volatilität. Die Ansteckungseffekte auf die Realwirtschaft waren zwar begrenzt, doch infolge der sich abzeichnenden wachsenden Unterschiede im geldpolitischen Kurs der wichtigsten Industrieländer und aufgrund von Bedenken der Märkte hinsichtlich der Stabilität des Wachstums in den aufstrebenden Volkswirtschaften kam es in einer Reihe von Schwellenländern, vor allem in jenen mit hohen binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten, zu beträchtlichen Währungsabwertungen und Kapitalabflüssen (siehe Kasten 1).

### Historisch schwache Entwicklung des Welthandels

Nach drei Jahren schwachen Welthandelwachstums verlangsamte sich in der ersten Jahreshälfte 2015 die Dynamik der weltweiten Einfuhren von Waren und Dienstleistungen noch weiter und erholte sich ausgehend von diesem sehr niedrigen Niveau erst gegen Jahresende allmählich. Das Volumen der weltweiten Importe wuchs 2015 im Jahresvergleich um lediglich 1,7 % gegenüber 3,5 % im Jahr 2014. Wie beim BIP-Wachstum war die Schwäche des Welthandels vor allem auf die

aufstrebenden Volkswirtschaften zurückzuführen, wenn auch einige Industrieländer vorübergehend eine äußerst schwache Handelsdynamik aufwiesen.

Das globale Importwachstum liegt bereits seit dem zweiten Halbjahr 2011 unter dem langfristigen Durchschnitt. Zwar ist diese Schwäche zum Teil eine Folge der zögerlichen Erholung der Weltwirtschaft und stellt daher bis zu einem gewissen Grad ein konjunkturelles Phänomen dar; doch auch die Elastizität des Welthandels – also die Reagibilität des globalen Importwachstums auf die BIP-Entwicklung – war in den vergangenen vier Jahren außergewöhnlich schwach. War der Welthandel in den 25 Jahren bis 2007 noch beinahe doppelt so schnell gewachsen wie das BIP, so blieb er in den letzten Jahren hinter dem BIP-Wachstum zurück.

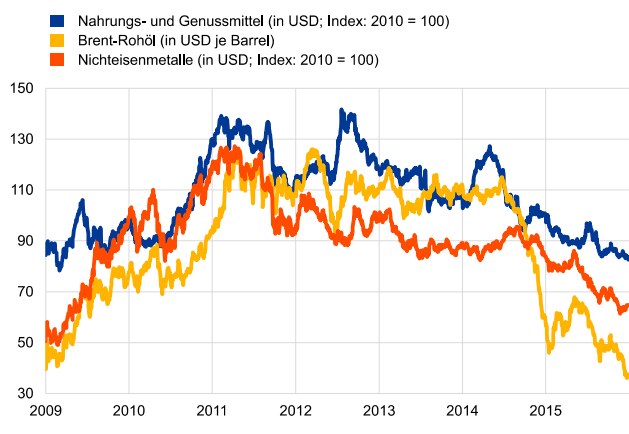
Die möglichen Gründe für die anhaltende Schwäche des Welthandels sind vielfältig. Zum einen sind konjunkturelle Faktoren ins Treffen zu führen. Dazu zählt nicht nur die allgemein schleppende weltwirtschaftliche Erholung, sondern angesichts der ausgeprägten Schwäche importintensiver Nachfragekomponenten (wie Investitionen) auch die veränderte Nachfragestruktur des weltweiten BIP. Gleichzeitig dürften auch strukturelle Faktoren eine bedeutende Rolle spielen, wie etwa eine Verlagerung der Wirtschaftstätigkeit in Sektoren (z. B. Dienstleistungen) und Regionen (Schwellenländer, insbesondere China) mit einer geringeren Handelselastizität, oder Veränderungen bei der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten.

## Niedrige Energiepreise dämpften weltweite Inflation

Der drastische Rückgang der Rohstoff- und insbesondere der Energiepreise in der zweiten Jahreshälfte 2014 trug im Berichtsjahr maßgeblich zur Abnahme der globalen Gesamtinflation bei (siehe Abbildung 2). Im OECD-Raum sank die jährliche Inflationsrate auf 0,6 % (nach 1,7 % 2014), wobei die Kerninflationsrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) nur leicht zurückging, nämlich von 1,8 % 2014 auf 1,7 % im Jahr 2015 (siehe Abbildung 1).

**Abbildung 2**  
Rohstoffpreise

(Tageswerte)



Quellen: Bloomberg und Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut.

Der Ölpreis war 2015 zwar ausgesprochen volatil, blieb insgesamt aber niedrig. Schon von Juni 2014 bis Mitte Januar 2015 hatte der Ölpreis kontinuierlich abgenommen (von rund 112 USD je Barrel auf 46 USD). Bis Mai 2015 folgte eine kurze Phase steigender Ölpreise, doch schon im zweiten Halbjahr spiegelten fallende Preise erneut die Überversorgung des globalen Ölmarkts wider. Die OPEC-Länder hielten ihre Fördermengen weiterhin nahezu auf Rekordniveau, während Nicht-OPEC-Länder die Ölförderung in der zweiten Jahreshälfte etwas drosselten. Die niedrigeren Preise und geringere Investitionen bewirkten auch eine Reduktion der nach wie vor hohen Schieferölförderung in den Vereinigten Staaten, wodurch sich der Angebotsüberhang etwas verringerte. Infolge der niedrigeren Preise stieg die Rohölnachfrage im Lauf des Berichtsjahrs an,

konnte aber dennoch nicht mit der angebotsseitigen Entwicklung gleichziehen.

Die Notierungen für sonstige Rohstoffe setzten ihre Talfahrt fort; verantwortlich dafür waren sowohl angebots- als auch nachfrageseitige Faktoren. Die geringere weltweite Nachfrage, insbesondere aus China, dem Hauptabnehmer einer Reihe von Metallrohstoffen, übte zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Preise für Rohstoffe ohne Öl aus. Niedrigere Nahrungsmittelpreise waren vor allem einem erhöhten Angebot geschuldet. Sie fielen insgesamt um 18 % (in US-Dollar gerechnet), während der Metallpreisindex 2015 um 17 % nachgab.

Darüber hinaus entstanden beträchtliche globale Kapazitätsreserven dadurch, dass sich die Produktionslücken in den Industrieländern langsam schlossen, in mehreren Schwellenländern hingegen ausweiteten, was einen weiteren Abwärtsdruck auf die weltweite Inflation erzeugte. In einzelnen Ländern hatte auch die Wechselkursentwicklung einen großen Einfluss auf die Inflation. Während die Aufwertung des US-Dollar und des Pfund Sterling Anfang 2015 zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Inflation in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich ausübte, unterlagen die Preise in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften, z. B. Russland, Brasilien und der Türkei, einem Aufwärtsdruck infolge der markanten Abwertung der jeweiligen Landeswährung.

## Heterogenes Wachstum in den großen Volkswirtschaften

**In den Vereinigten Staaten** blieb die Konjunktur 2015 robust; das Wachstum des realen BIP belief sich wie schon im Jahr davor auf durchschnittlich 2,4 %. Nachdem zu Jahresbeginn temporäre Faktoren wie ungünstige Witterung und Hafestreiks etwas konjunkturdämpfend gewirkt hatten, zeigte sich das BIP-Wachstum im zweiten und dritten Quartal vergleichsweise robust. Die inländische Endnachfrage war einer der wichtigsten Wachstumstreiber, während vom Außenbeitrag ein negativer Wachstumsimpuls ausging. Im vierten Quartal schwächte sich die US-Konjunktur abermals ab. Angesichts der nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen, niedrigerer Ölpreise, der stabilisierten Bilanzen der privaten Haushalte und des verbesserten Verbrauchervertrauens entwickelten sich die privaten Konsumausgaben weiterhin kräftig. Auch die Arbeitsmarktdynamik blieb robust. Die Arbeitslosenrate ging weiter zurück und lag Ende 2015 bei 5,0 %. Vor dem Hintergrund des Energiepreisverfalls und der Aufwertung des US-Dollar ab Mitte 2014 blieb die Inflation über das gesamte Jahr 2015 extrem niedrig. Gemessen am VPI belief sich die jährliche Teuerungsrate im Berichtsjahr auf durchschnittlich 0,1 %, nachdem sie 2014 noch 1,6 % betragen hatte. Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) lag weitgehend unverändert bei 1,8 %.

Die Geldpolitik blieb die meiste Zeit des Jahres in hohem Maß akkommodierend. Als sich die Erwartungen einer Leitzinsanhebung immer mehr in die Zukunft verschoben, entwickelten sich die Zinsprojektionen des Offenmarktausschusses der US-Notenbank und die Terminkontrakte auf Tagesgeld mit Fortschreiten des Berichtsjahrs rückläufig. Im Dezember 2015 erfolgte die erste Zinserhöhung seit mehr als neun Jahren: Der Offenmarktausschuss beschloss, den Zielkorridor für den Tagesgeldsatz

auf 0,25 % bis 0,50 % anzuheben. Der fiskalpolitische Kurs war im Jahr 2015 weitgehend neutral. Das US-Haushaltsdefizit verringerte sich leicht auf 2,5 % des BIP, den niedrigsten Wert seit 2007.

**In Japan** war das reale BIP-Wachstum im Jahresverlauf vergleichsweise volatil. Zu Jahresbeginn zog die Konjunktur kräftig an, um im zweiten Quartal vorübergehend nachzulassen. Im zweiten Halbjahr war ein positives, wenn auch geringes Wachstum zu verbuchen. Die Erholung stützte sich auf Zuwächse beim privaten Verbrauch und bei der Exportentwicklung. Das reale BIP weitete sich 2015 durchschnittlich um 0,7 % aus; damit lag das Wachstum knapp über dem Wert von 2014, als Japan infolge einer Anhebung der Mehrwertsteuer eine tiefe Rezession durchlief. Die nachlassenden Basiseffekte dieser Steuererhöhung drückten auch die Inflation auf durchschnittlich 0,8 % (nach 2,7 % im Vorjahr). Damit liegt die Inflationsrate in Japan trotz der anhaltenden quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung nach wie vor deutlich unter dem Zielwert von 2 %, auch wenn die Kerninflationsrate gegen Ende des Jahres Anzeichen einer Beschleunigung zeigte.

**Im Vereinigten Königreich** verlor die Konjunktur 2015 etwas an Schwung. Das jährliche BIP-Wachstum verlangsamte sich 2015 ersten Schätzungen zufolge auf 2,2 %, nachdem es 2014 bei fast 3 % gelegen hatte. Vor allem die Wohnungsbauinvestitionen verzeichneten nicht mehr jene starke Wachstumsdynamik wie noch im Jahr zuvor. Die niedrige Inflation trug zu einem Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte bei, wodurch der private Konsum und das BIP-Wachstum gestützt wurden. Die Erholung auf dem Arbeitsmarkt setzte sich mit einem weiteren Rückgang der Arbeitslosenrate auf rund 5 % am Ende des Berichtsjahrs fort. Auch bei der Haushaltskonsolidierung wurden weitere Fortschritte erzielt; das gesamtstaatliche Defizit reduzierte sich 2015 Schätzungen zufolge auf etwa 4½ % des BIP. Angesichts niedriger Energie- und Nahrungsmittelpreise und der Aufwertung des Pfund Sterling ging auch die Inflation im Vergleich zum Vorjahr zurück; sie lag das gesamte Berichtsjahr hindurch um 0 %. Der geldpolitische Ausschuss der Bank of England behielt 2015 einen akkommodierenden geldpolitischen Kurs bei; er beließ den Leitzins bei 0,5 % und den Umfang des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten bei 375 Mrd GBP.

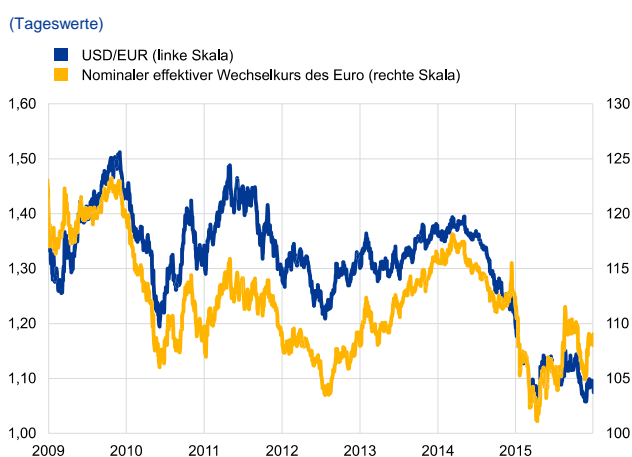
**In China** kühlte sich die Konjunktur vor dem Hintergrund eines langsameren Investitionswachstums und einer schwächeren Exportentwicklung weiter schrittweise ab. Das jährliche BIP-Wachstum verlangsamte sich von 7,3 % im Jahr 2014 auf 6,8 % im Berichtsjahr. Am chinesischen Aktienmarkt kam es im Sommer zu markanten Korrekturen, nachdem die Kurse in den Monaten zuvor sehr stark zugelegt hatten. Im Hinblick auf die Finanzstabilität und die Wachstumsaussichten in China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften gab diese Entwicklung Anlass zu Besorgnis. Die Auswirkungen der Kurskorrekturen auf die Wirtschaftslage und die Finanzstabilität blieben jedoch recht begrenzt. Angesichts der rückläufigen Teuerung nach dem VPI (1,5 % im Jahr 2015 gegenüber 2,0 % 2014) und als Beitrag zur Wachstumsstabilisierung setzte die People's Bank of China ihre im November 2014 eingeleitete Politik der geldpolitischen Lockerung fort. Im Lauf des Jahres wurden die Referenzzinssätze und das Mindestreserve-Soll mehrmals weiter gesenkt. Darüber hinaus ergriff die chinesische Notenbank weitere Reformmaßnahmen, um die Rolle

des Marktes bei der Wechselkursbildung zu stärken. In den Wochen nach Beschluss dieser Reformen werteten der Renminbi und die Währungen einer Reihe anderer Schwellenländer gegenüber dem US-Dollar ab, und der chinesische Aktienmarkt zeigte sich neuerlich volatil. Als finanzpolitische Maßnahme zur Stützung der Investitionstätigkeit wurden die öffentlichen Infrastrukturausgaben erhöht.

## Euro weiter in einer Schwächephase

Der Euro wertete im Lauf des Jahres 2015 nominal-effektiv ab. Die Wechselkursentwicklung des Euro stand weiterhin stark im Zeichen der unterschiedlichen Konjunkturerwicklung in den großen Volkswirtschaften und deren unterschiedlicher geldpolitischer Ausrichtung. In diesem Zusammenhang kann von vier Phasen gesprochen werden: Im Vorfeld der Ankündigung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten seitens der EZB wertete der Euro im ersten Quartal 2015 spürbar ab. Es folgte eine Stabilisierung des Euro im zweiten Quartal, auch wenn im Zusammenhang mit den Verhandlungen zwischen Griechenland und seinen internationalen Gläubigern und den geänderten Markterwartungen hinsichtlich des Timings einer möglichen Anhebung der Leitzinsen in den USA gelegentliche Volatilitätsschübe zu verzeichnen waren. Über den Sommer legte der Euro-Wechselkurs in einem Umfeld, das von global erhöhter Risikoaversion und Unsicherheiten in Bezug auf die Entwicklungen in China bzw. in den aufstrebenden Volkswirtschaften allgemein gekennzeichnet war, kräftig zu. Im vierten Quartal, als wieder mit einem zunehmenden Auseinanderdriften des geldpolitischen Kurses in Europa und den Vereinigten Staaten gerechnet wurde, wertete der Euro insgesamt wieder ab.

**Abbildung 3**  
Entwicklung des Euro-Wechselkurses



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Nominaler effektiver Wechselkurs gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber den Währungen von 38 wichtigen Handelspartnern) sank binnen Jahresfrist um mehr als 3 % (siehe Abbildung 3). In bilateraler Betrachtung wertete die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar stark ab (-11,0 %). Dementsprechend verlor der Euro auch gegenüber Währungen weiter an Wert, für die der US-Dollar als Ankerwährung dient, etwa gegenüber dem chinesischen Renminbi (-6,5 %). Ferner wertete der Euro gegenüber dem Pfund Sterling (-5,9 %) und dem japanischen Yen (-10,3 %) ab. Im Gegensatz dazu legte der Euro-Wechselkurs gegenüber dem brasilianischen Real (+29,2 %) und dem südafrikanischen Rand (+18,9 %) deutlich zu.

Von den europäischen Währungen, die mit dem Euro eng verbunden sind, ist die dänische Krone nunmehr die einzige noch im Europäischen Wechselkursmechanismus II (WKM II) verbliebene Währung, nachdem Litauen am 1. Januar 2015 dem Euroraum beitrug. Während die Danmarks Nationalbank im Januar und im Februar 2015 insgesamt vier Mal die Leitzinsen senkte, notierte die dänische Krone

um ihren WKM-II-Leitkurs. Nach der Ankündigung der Schweizerischen Nationalbank vom 15. Januar 2015, den Mindestkurs von 1,20 CHF gegenüber dem Euro aufzuheben, wertete der Euro gegenüber dem Schweizer Franken stark ab und wurde anschließend knapp über der Parität gehandelt. Der bulgarische Lew blieb an den Euro gekoppelt. Gegenüber den Währungen einiger EU-Länder mit flexiblen Wechselkurssystemen wertete der Euro leicht ab, etwa gegenüber der tschechischen Krone (-2,6 %), dem polnischen Zloty (-0,2 %), der schwedischen Krone (-2,2 %) und der kroatischen Kuna (-0,3 %).

## Kasten 1

### Spannungen an den Finanzmärkten aufstrebender Volkswirtschaften

---

Angesichts der Besorgnis über die Wachstumsaussichten Chinas bzw. der aufstrebenden Volkswirtschaften im Allgemeinen sowie der steigenden Erwartungen einer geldpolitischen Normalisierung in den Vereinigten Staaten traten die Finanzmärkte der Schwellenländer 2015 in eine Phase erhöhter Volatilität ein. Mehrere Länder verzeichneten erhebliche Kapitalabflüsse aus ihren Anleihe- und Aktienmärkten sowie eine Ausweitung der Spreads von Unternehmens- und Staatsanleihen und beträchtlichen Abwertungsdruck auf ihre Währung. Einige Zentralbanken versuchten mittels umfangreicher Devisenverkäufe gegenzusteuern. Ende August 2015 erreichten die Spannungen einen Höhepunkt, als eine drastische Kurskorrektur am chinesischen Aktienmarkt zu einem deutlichen Anstieg der globalen Risikoaversion mit erheblichen Auswirkungen auf die Finanzmärkte weltweit und im Euroraum führte.

Die Spannungen an den Finanzmärkten der großen Schwellenländer kulminierten im dritten Quartal 2015, als sie ein Ausmaß erreichten, das auch aus Langfristperspektive als sehr hoch zu bezeichnen ist. In Abbildung A ist ein aggregierter Indikator für Finanzmarktspannungen in Schwellenländern dargestellt; er enthält Daten zu Wertpapieranlagen, Wechselkursbewegungen, Veränderungen inländischer Anleihespreads und Veränderungen der Bestände an Devisenreserven. Im September 2015 erreichte dieser Indikator den zweithöchsten Stand der letzten zehn Jahre und lag damit sogar über dem erhöhten Niveau, das während der heftigen Finanzmarktverwerfungen infolge der Überlegungen der Fed zu möglichen US-Zinsanhebungen („Taper Tantrum“) Mitte 2013 zu beobachten gewesen war. Lediglich die Schockwellen unmittelbar nach Ausbruch der globalen Finanzkrise gegen Ende 2008 hatten einen höheren Ausschlag des Indikators verursacht. Betrachtet man die einzelnen Komponenten des Indikators, zeigt sich, dass das 2015 verzeichnete hohe Stressniveau in erster Linie auf Wechselkursentwicklungen und zu einem geringeren Grad auf den Abbau von Währungsreserven zurückzuführen war. In den Schwellenländern kam es außerdem nach dem Verfall der Aktienkurse in China Ende August 2015 zu beträchtlichen Abflüssen aus den Aktienmärkten, was zur Kulmination der Finanzmarktspannungen im September 2015 beitrug.

Die zunehmenden Erwartungen einer Normalisierung der US-Geldpolitik trugen zwar zur erhöhten Finanzmarktvolatilität im Berichtsjahr bei, dürften allerdings nicht deren Hauptauslöser gewesen sein. Die Aussicht auf eine Zinsanhebung in den Vereinigten Staaten führte 2015 zu einer breit angelegten Aufwertung des US-Dollar und zu erhöhter Volatilität an den Devisenmärkten. Zugleich war die Zinsanhebung vom Dezember 2015 von den Märkten schon länger antizipiert und seit Jahresbeginn weitgehend eingepreist worden. Außerdem zeigten im Jahr 2015 die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen im Gegensatz zur TaperTantrum-Phase keinen eindeutigen Aufwärtstrend, und die Laufzeitprämie blieb sehr gering.



## Abbildung A

### Spannungen an den Finanzmärkten der großen Schwellenländer



Quellen: Haver Analytics, Institute of International Finance und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator für Finanzmarktspannungen in Schwellenländern verknüpft Daten aus unterschiedlichen Finanzmarktzeitreihen: a) Investitionen in Anleihen und Aktien (Institute of International Finance), b) Entwicklung des bilateralen nominalen Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar (Federal Reserve Board), c) Veränderungen der Spreads an inländischen Anleihemärkten gegenüber US-Anleiherenditen (JP Morgan's Emerging Market Bond Index) und d) Veränderungen der Bestände an Devisenreserven (International Financial Statistics des IWF). Der dargestellte Indikator entspricht einem gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der ersten Hauptkomponente, wodurch rund 50 % der Gesamtvarianz des ursprünglichen Datensatzes erklärt werden. Positive (negative) Indikatorwerte zeigen ein Stressniveau an, das über (unter) dem langfristigen Durchschnitt liegt. Das Länder-Sample umfasst Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Südafrika, Südkorea, Thailand und die Türkei. Die Darstellung beruht auf Monatswerten ab Januar 2005, wobei sich die letzten Angaben auf Dezember 2015 beziehen.

Wirtschaft aus Sicht der Finanzmärkte schon während des Taper Tantrum 2013 in keinem guten Zustand war, nicht verbessert. Brasilien, Indonesien und Südafrika wiesen erneut – wie schon Anfang 2013 – ein Zwillingsdefizit auf (Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit); Brasilien und Südafrika hatten außerdem mit hoher Inflation und rückläufigem Wachstum zu kämpfen. Auch in der Türkei sind nach wie vor beträchtliche außenwirtschaftliche Ungleichgewichte sowie hohe Inflations- und Kreditwachstumsraten zu verzeichnen. Für die Rohstoffnettoexporteure, wie etwa Russland und Brasilien, hatte der Verfall der Rohstoffpreise negative Auswirkungen. In Russland verschärfte sich der Abschwung durch die Wirtschaftssanktionen und die niedrigen Ölpreise, sodass das Land in eine tiefe Rezession schlitterte. Im Gegensatz dazu konnte Indien seit 2013 einige seiner Schwachpunkte korrigieren; dank einer Reihe stabilitäts- und wachstumsfördernder Maßnahmen gelang es, sowohl die Inflationsrate als auch das Leistungsbilanzdefizit zu senken.

Das rasante Kreditwachstum machte viele aufstrebende Volkswirtschaften auch für die Auswirkungen einer Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen anfällig. Lockere Finanzierungsbedingungen trugen in den letzten Jahren zu dem kräftigen Kreditwachstum in vielen Schwellenländern bei (siehe Abbildung B). In China, wo das lebhafte Kreditwachstum eine Stütze der dynamischen Investitionstätigkeit war, erreichte das Volumen der Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Berichtsjahr 200 % des BIP. Aufgrund der steigenden Verschuldung erhöhte sich in vielen Schwellenländern trotz des niedrigen Zinsniveaus die Schuldendienstquote für private Haushalte und Unternehmen; dies deutet auf erhöhte Finanzstabilitätsrisiken hin, insbesondere wenn die Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen zu einem weiteren Zinsanstieg führt. Darüber hinaus vergrößerte sich in

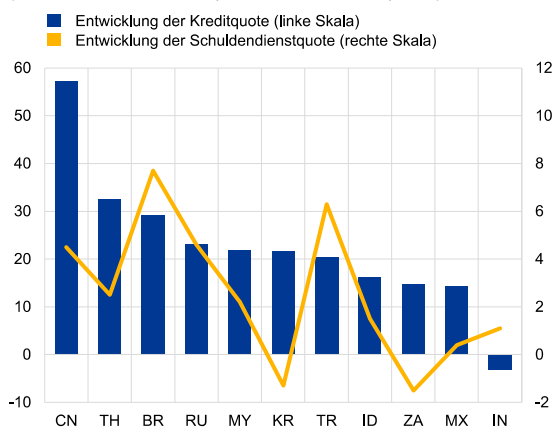
Vielmehr ist die im Lauf des Jahres beobachtete ausgeprägte Volatilitätsphase in den Schwellenländern in erster Linie Bedenken hinsichtlich der Auswirkungen des sich abschwächenden Wachstums in China und des Verfalls der Rohstoffpreise zuzuschreiben. So verzeichneten einige Rohstoffnettoexporteure unter den Schwellenländern nach dem Kursverfall am chinesischen Aktienmarkt im August 2015 drastische Währungsabwertungen. Auch die Währungen von Ländern mit engen Handelsbeziehungen zu China, darunter Chile, Indonesien, Malaysia und Thailand, reagierten heftig.

Gleichzeitig trugen bereits bestehende Anfälligkeiten und Bedenken hinsichtlich geringerer Wachstumsaussichten zur Unruhe an den Finanzmärkten bei. In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich das Wachstum in den letzten Jahren sowohl aufgrund konjunktureller Faktoren als auch wegen struktureller Hemmnisse verlangsamt, und die Aussichten für die kommenden Jahre haben sich eingetrübt. Darüber hinaus hat sich die Situation in einigen Ländern, deren

## Abbildung B

### Entwicklung der Kreditquote und der Schuldendienstquote

(Q1 2010 - Q2 2015; Prozentpunkte des BIP; Prozentpunkte)



Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Darstellung bezieht sich auf die Gesamtkreditvergabe an den nichtfinanziellen Sektor durch heimische Banken, alle anderen volkswirtschaftlichen Sektoren und Gebietsfremde; unter Kredit sind im weiteren Sinn auch Schuldverschreibungen sowie Bargeld und Einlagen zu verstehen. Die Schuldendienstquote entspricht dem Einkommensanteil, der im nichtfinanziellen privaten Sektor für den Schuldendienst aufgewendet wird. Ein Verzeichnis der Länderkürzel findet sich am Ende dieses Jahresberichts.

den aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren der US-Dollar-Anteil an der Außenfinanzierung deutlich, wodurch eine weitere Aufwertung des US-Dollar für diese Länder besonders spürbar würde.

Insgesamt brachten die Finanzmarktspannungen im Jahr 2015 die bestehenden Anfälligkeiten einiger Schwellenländer und die Notwendigkeit, diesen entgegenzuwirken, deutlich zur Geltung. Im Zusammenhang mit der wahrscheinlichen Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen und den eingetrübten Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften wird dies noch offenkundiger.

## 1.2 Finanzmarktentwicklungen

Die Entwicklungen an den Finanzmärkten des Euroraums waren 2015 vor allem von den geldpolitischen Beschlüssen der EZB, insbesondere vom Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), geprägt. Die Geldmarktsätze, Staatsanleiherenditen und Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Unternehmen gingen infolgedessen weiter zurück und erreichten neue historische Tiefstände. Auch für die privaten Haushalte verbesserten sich die Finanzierungsbedingungen erneut.

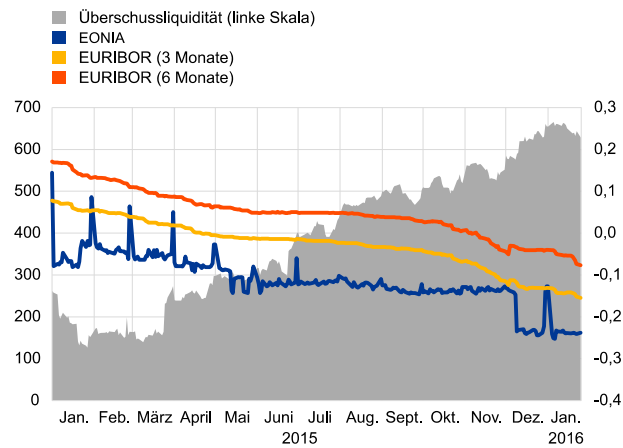
### Sinkende Geldmarktsätze und steigende Überschussliquidität im Euroraum

Die Geldmarktsätze sanken 2015 weiter, wobei dieser Rückgang zunächst der anhaltenden Wirkung der seit Juni 2014 geltenden negativen Verzinsung der Einlagefazilität geschuldet war. Die anfängliche Strategie der Anleger, die negativen Zinsen durch Investitionen in Produkte mit etwas längeren Laufzeiten, den Erwerb erstklassiger Wertpapiere und – in einem geringeren Ausmaß – das Eingehen höherer Kreditrisiken zu umgehen, wurde mit der Anpassung der Kurse zunehmend wirkungslos. Außerdem bildeten sich die mit dem Übergang zu Negativzinsen zusammenhängenden Marktfriktionen allmählich wieder zurück.



## Abbildung 4 Geldmarktsätze und Überschussliquidität

(in Mrd €; in % p. a.; Tageswerte)

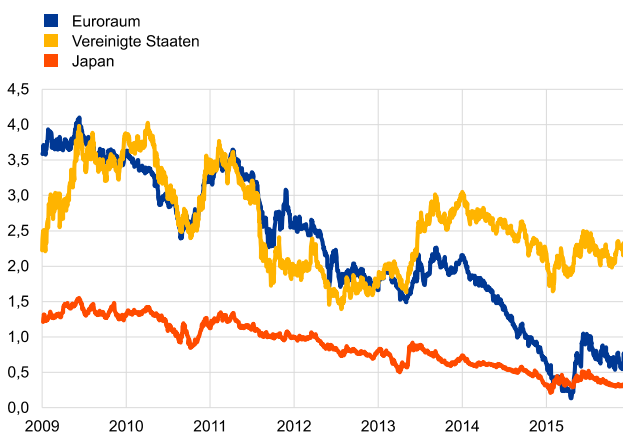


Quellen: EZB und Bloomberg.

Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf den 11. Januar 2016.

## Abbildung 5 Renditen langfristiger Staatsanleihen

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EuroMTS, EZB, Bloomberg und Thomson Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Restlaufzeit. Die Anleiherendite für den Euroraum basiert auf Daten der EZB zu Anleihen mit AAA-Rating (deutsche, finnische, niederländische und österreichische Anleihen).

Zusätzlicher Abwärtsdruck auf die Geldmarktsätze entstand durch die Liquiditätsspritzen im Rahmen der geldpolitischen Sondermaßnahmen. Insbesondere das APP und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) sorgten für ein Ansteigen der Überschussliquidität. Diese erreichte zum Ende des Berichtsjahrs ein Volumen von über 650 Mrd €, wobei die Zinssätze zunehmend in den negativen Bereich drehten (siehe Abbildung 4) und die Handelsaktivität in einzelnen Geldmarktsegmenten des Euroraums abnahm.

Da die Märkte von einer neuerlichen Lockerung der Geldpolitik ausgingen, nahmen die Geldmarktsätze im Vorfeld der Sitzung des EZB-Rats vom Dezember 2015 noch weiter ab. Am 3. Dezember 2015 beschloss der EZB-Rat, den Zinssatz für die Einlagefazilität auf -30 Basispunkte zu senken und das APP bis mindestens März 2017 zu verlängern. Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt verschob sich infolgedessen nach und nach noch weiter nach unten.

Insgesamt verlief trotz anfänglicher Bedenken das Absinken diverser Referenzzinssätze in den negativen Bereich und auch die Weitergabe dieses Rückgangs an längerfristige Zinssätze wie etwa den Sechsmonats-EURIBOR reibungslos. Der Dreimonats- und der Sechsmonats-EURIBOR kehrten sich im April bzw. November ins Negative; zum Jahresende 2015 lagen sie bei -13 bzw. -4 Basispunkten.

## Staatsanleiherenditen auf historischem Tiefstand

Die Entwicklung am Staatsanleihemarkt im Euro-Währungsgebiet war vor allem vom Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors

(PSPP) geprägt (siehe Abbildung 5).<sup>1</sup> Nach der Ankündigung bzw. mit der Umsetzung des PSPP setzten die langfristigen Renditen auf Anleihen mit AAA-Rating zunächst ihre seit 2014 andauernde Abwärtsbewegung fort, um im Frühjahr

<sup>1</sup> Siehe Kasten 6, Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft.

einen neuen historischen Tiefstand zu erreichen. Danach zogen die Renditen aufgrund der überraschend positiven Wachstumsaussichten für den Euroraum, technischer Marktfaktoren und der Tatsache, dass sich die Märkte allmählich an die Durchführung des PSPP anpassten, bis Mitte 2015 an. In der zweiten Jahreshälfte war allerdings ein neuerlicher Rückgang zu beobachten, als die EZB aufgrund anhaltender Abwärtsrisiken für die Inflationsaussichten ihren geldpolitischen Kurs weiter lockerte und u. a. das APP verlängerte. Im Jahresdurchschnitt betrachtet belief sich die Rendite auf zehnjährige Anleihen im Euroraum auf historisch niedrige 0,6 %. Dieser Wert liegt weit unter den Durchschnittswerten der vergangenen Jahre und auch deutlich unter der 2015 in den Vereinigten Staaten verzeichneten durchschnittlichen Rendite von 2,1 %, aber über dem Vergleichswert von 0,4 % in Japan.

Die Zinsdifferenzen bei Staatsanleihen des Eurogebiets wiesen zwar zwischen einzelnen Ländern eine gewisse Heterogenität auf, veränderten sich 2015 im Jahresvergleich aber relativ wenig. Die Spreads blieben auf einem Niveau, das mit demjenigen vor Beginn der Staatsschuldenkrise vergleichbar ist.

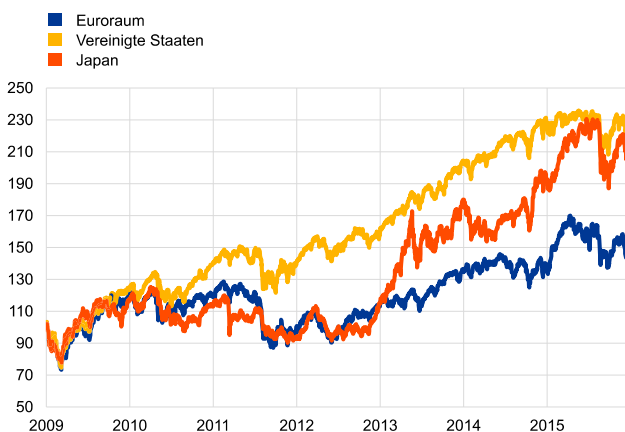
## Steigende Kurse und erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten

Auch an den Aktienmärkten im Euroraum waren 2015 die Auswirkungen des PSPP spürbar. In Erwartung des Programms bzw. nach dessen Ankündigung stiegen die Aktiennotierungen anfänglich deutlich an, da fallende Anleiherenditen die

Aktienkurse im Euroraum sowohl durch niedrigere Diskontierungssätze als auch durch Portfolioumschichtungen der Anleger zugunsten risikoreicherer Vermögenswerte stark stützten. Der Euro-STOXX-Index zog infolgedessen bis zum Frühjahr um beinahe ein Viertel seines Wertes an (siehe Abbildung 6). Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Entwicklung in Griechenland und den massiven Kursverlusten am chinesischen Aktienmarkt, die gemeinsam mit dem Ölpreisverfall Besorgnis hinsichtlich der globalen Wirtschaftsaussichten auslösten, sorgten jedoch um die Jahresmitte für erhöhte Volatilität und Kursverluste an den Aktienmärkten. Dessen ungeachtet und nicht zuletzt, weil diese Bedenken Erwartungen hinsichtlich einer neuerlichen geldpolitischen Lockerung seitens wichtiger Zentralbanken – auch der EZB – weckten, erholten sich die Aktienmärkte im Euroraum im Herbst und schlossen das Jahr mit einem Plus von rund 8 %.

**Abbildung 6**  
Wichtige Aktienindizes

(Index: 1. Januar 2009 = 100; Tageswerte)

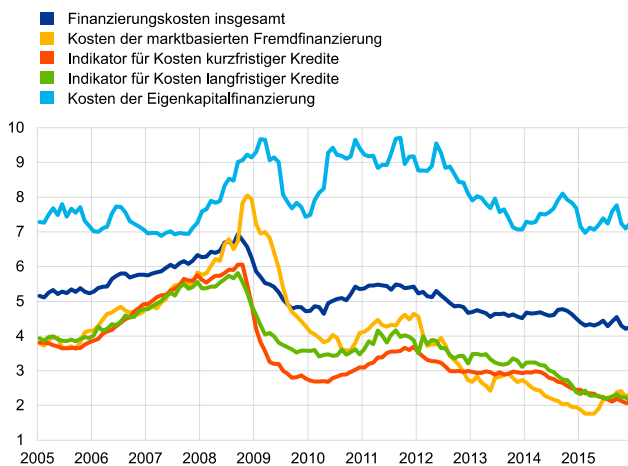


Quelle: Thomson Reuters.  
Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex für den Euroraum, Standard-&-Poor's-500-Index für die Vereinigten Staaten und Nikkei-225-Index für Japan.

## Abbildung 7

### Nominale Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

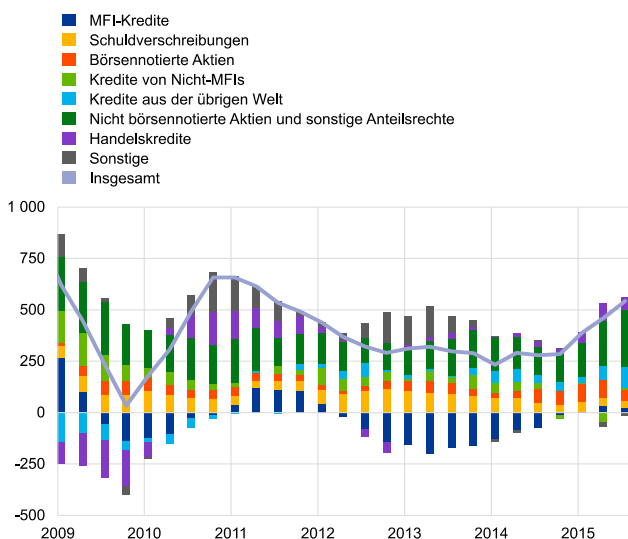


Quellen: EZB, Merrill Lynch, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die gesamten Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Unternehmen entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten für Bankkredite, marktbasierende Fremdfinanzierung und Eigenkapitalfinanzierung, bezogen auf den anteiligen Finanzierungsumfang laut den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet. Die Eigenkapitalkosten werden anhand eines Dreistufenmodells zur Dividendendiskontierung berechnet und basieren auf dem Datastream-Aktienmarktindex (ohne Finanzwerte). Die letzten Angaben beziehen sich auf November 2015.

## Abbildung 8

### Veränderung der Außenfinanzierungsstruktur nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum

(Vierquartalsummen; in Mrd €)



Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: MFI-Kredite und Kredite von Nicht-MFIs (sonstige Finanzintermediäre, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) sind um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt. „Sonstige“ entspricht dem Unterschied zwischen dem gesamten Finanzierungsaufkommen („Insgesamt“) und der Finanzierung über die hier dargestellten Instrumente und umfasst auch Kredite zwischen Unternehmen. Die letzten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2015.

## Nominale Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Unternehmen ebenfalls auf historischem Tiefstand

Mit dem Rückgang der Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung durch die Ankündigung des PSPP fielen auch die nominalen Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Unternehmen insgesamt im Februar 2015 auf einen neuen historischen Tiefstand (siehe Abbildung 7). Die mit dem PSPP und den GLRGs einhergehende Lockerung der Finanzierungsbedingungen für die Banken trug zu einer weiteren Senkung der Kosten für Bankkredite an nichtfinanzielle Unternehmen bei. Da die Finanzintermediation im Euroraum vergleichsweise stärker über Banken erfolgt, spielten die niedrigeren Kreditkosten beim Rückgang der Außenfinanzierungskosten insgesamt eine wichtige Rolle. Insbesondere glichen sie die erhöhten Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung in der zweiten Jahreshälfte sowie die Mitte 2015 verzeichnete Spitze bei den Eigenkapitalfinanzierungskosten im Zuge der Aktienmarktentwicklung aus. Von wesentlicher Bedeutung ist auch die Tatsache, dass sich die Unterschiede bei den Außenfinanzierungskosten innerhalb des Eurogebiets 2015 weiter verkleinerten. Zurückzuführen war dies auf das stärkere und bessere Wirken der intensivierten geldpolitischen Lockerung seitens der EZB in den von der Krise am meisten betroffenen Ländern.

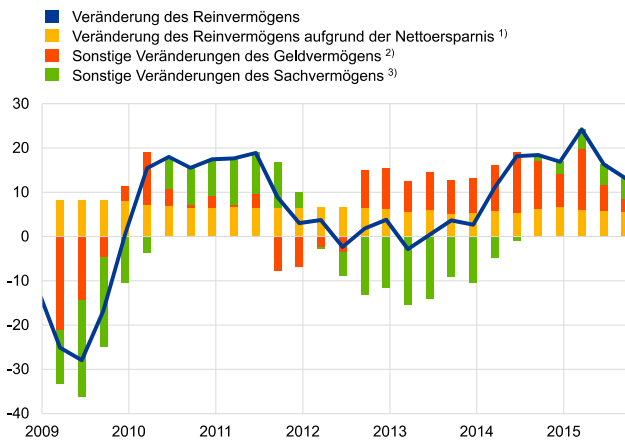
## Verstärkte Außenfinanzierungsströme

Im Zusammenspiel mit dem verbesserten Finanzierungszugang und der konjunkturellen Erholung führten die niedrigen (nominalen und realen) Finanzierungskosten zu einer deutlich höheren Inanspruchnahme von Außenfinanzierungsmitteln durch nichtfinanzielle Unternehmen in den ersten drei Quartalen 2015 (siehe Abbildung 8). Hierfür waren vor allem Bankkredite, die Emission nicht börsennotierter Aktien und Handelskredite verantwortlich, während die anhaltend starken Zuwächse der einbehaltenen Gewinne die Emission von Schuldverschreibungen offenbar etwas bremsen. Beachtenswert ist, dass im Berichtsjahr die Inanspruchnahme von Bankkrediten durch nichtfinanzielle Unternehmen erstmals seit vier Jahren anstieg, wobei

sowohl eine Verbesserung des Kreditangebots als auch die anhaltende Zunahme der Kreditnachfrage eine Rolle spielten. Das verbesserte Kreditangebot war auf die Lockerung der Finanzierungsbedingungen für die Banken und ein günstigeres Risiko-Ertrags-Profil von Krediten im Vergleich zu anderen Vermögenswerten zurückzuführen.<sup>2</sup> Die Kreditnachfrage wiederum stützte sich auf den anhaltenden Rückgang der Kreditkosten vor dem Hintergrund sich aufhellender Konjunkturaussichten. Nicht nur Bankkredite, auch Schuldverschreibungen und börsennotierte Aktien verzeichneten nach Ankündigung des PSPP zwischen Januar und April 2015 einen kräftigen Aufschwung, bevor im zweiten Halbjahr mit der Verteuerung der marktbasierter Finanzierung eine gegenläufige Entwicklung zu beobachten war.

**Abbildung 9**  
Entwicklung des Reinvermögens der privaten Haushalte

(Vierquartalsummen; in % der verfügbaren Bruttoeinkünfte)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Bei den Angaben zum Sachvermögen handelt es sich um Schätzungen der EZB. Die letzten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015.

1) Umfasst die Nettoersparnis, Zugänge aus Vermögensübertragungen (Saldo) und die Differenz zwischen den nichtfinanziellen Konten und den finanziellen Konten.

2) In erster Linie Bewertungsgewinne und -verluste bei Aktien und sonstigen Anteilsrechten.

3) In erster Linie Bewertungsgewinne und -verluste bei Gebäuden und Grundstücken.

## Reinvermögen der privaten Haushalte steigt weiter an

Das niedrige Zinsniveau und die damit zusammenhängenden hohen Vermögenspreise, die sich auch in den Preisen für Wohneigentum widerspiegeln, führten 2015 zu einem Anstieg des Reinvermögens der privaten Haushalte im Euroraum (siehe Abbildung 9).

Die Finanzierungskosten privater Haushalte im Euro-Währungsgebiet blieben in allen Kreditkategorien nahe bei ihren historischen Tiefständen, wenngleich zwischen den einzelnen Ländern und Kreditarten nach wie vor Unterschiede bestanden. Bei der Aufnahme von Bankkrediten durch private Haushalte war eine leichte Erholung zu verzeichnen.

<sup>2</sup> Weitere Informationen zur Lockerung der Finanzierungsbedingungen für die Banken finden sich in Kapitel 1 Abschnitt 1.5, in dem die neuesten Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet erläutert werden.

## Kasten 2

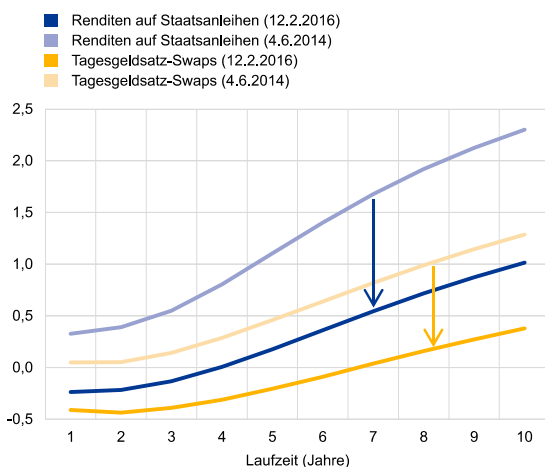
### Warum sind die Zinsen so niedrig?

Die Nominalzinsen im Eurogebiet befinden sich derzeit auf einem historisch niedrigen Niveau: Der Hauptrefinanzierungssatz liegt nahe 0 %, der Einlagenzinssatz im negativen Bereich. Die Zinsstrukturkurve im Euroraum hat sich im Lauf der vergangenen eineinhalb Jahre nach unten geneigt und abgeflacht (siehe Abbildung A).

#### Abbildung A

##### Synthetische Staatsanleiherenditen im Euroraum und Tagesgeldsatz-Swapkurve

(in Basispunkten)



Quelle: EZB.

Diese in sämtlichen Industrieländern zu beobachtende Entwicklung ist nach allen Maßstäben höchst ungewöhnlich; umso wichtiger ist es, die Ursachen für die niedrigen Zinsen zu verstehen. Das sehr niedrige Zinsniveau ist nur teilweise das Ergebnis der Politik der Notenbanken. Vielmehr ist es auch Ausdruck globaler und euroraumspezifischer Faktoren, die zum Teil langfristiger und anhaltender Natur sind, zum Teil mit den Nachwirkungen der Finanzkrise in Zusammenhang stehen.<sup>3</sup>

Zwar kann die Geldpolitik diese längerfristigen, die Wirtschaft belastenden Faktoren nicht bekämpfen, sie muss aber dem von ihnen ausgehenden Disinflationsdruck entgegenwirken. Ferner können Zentralbanken auf die zusätzliche, in der Krise wurzelnde Nachfrageschwäche insgesamt reagieren, sofern dies mit ihrem Mandat vereinbar ist. Das bedeutet, dass die Notenbanken den Zinssatz so nah wie möglich an den sogenannten Gleichgewichtszinssatz heranführen. Darunter versteht man den realen Zinssatz, zu dem in einer Volkswirtschaft die Ressourcen voll ausgenutzt werden und die Inflation stabil auf einem Niveau liegt, das mit dem Preisstabilitätsziel der Zentralbank am besten zu vereinbaren ist. In Anbetracht der Schwere der Krise konnte dieser Zustand nicht mit konventionellen geldpolitischen Maßnahmen erreicht werden; es waren Sondermaßnahmen vonnöten. Mit Blick auf die Zukunft wird die Gewährleistung von Preisstabilität die Voraussetzungen dafür schaffen, dass die Zinsen wieder anziehen und sich allmählich normalisieren.

Vor diesem Hintergrund werden in diesem Kasten die Determinanten niedriger Zinssätze im Euroraum sowie – in Kasten 3 – deren Implikationen für Banken und Sparer beleuchtet. Ein lockerer geldpolitischer Kurs ist eindeutig angezeigt, wenn die Konjunktur und die Inflations-

<sup>3</sup> Siehe C. Bean, C. Broda, T. Ito und R. Kroszner, Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates, Geneva Reports on the World Economy 17, International Center for Monetary and Banking Studies, Oktober 2015.

entwicklung unterstützt werden müssen. Wie die fallenden Zinsen für Bankkredite und der verbesserte Zugang zu Krediten für Unternehmen und private Haushalte zeigen, trägt diese Politik aktuell auch Früchte. Andererseits können sich die niedrigen Zinsen natürlich auf jene auswirken, die eher auf Zinserträge angewiesen sind, etwa auf die Inhaber von Sparkonten. Darüber hinaus können niedrige Zinsen unerwünschte Nebeneffekte haben, z. B. einen Anreiz für das Eingehen übermäßiger Risiken an den Finanzmärkten darstellen. Daher ist es wesentlich, die Ursachen beständig niedriger Zinsen zu kennen, nicht zuletzt deshalb, weil diese mit Faktoren außerhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik im Zusammenhang stehen können.

### Determinanten niedriger Zinsen

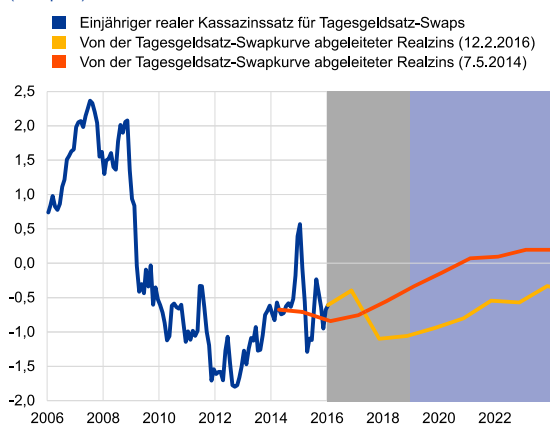
Zum besseren Verständnis der verschiedenen Bestimmungsfaktoren niedriger Zinssätze ist eine Zerlegung der langfristigen nominalen Renditen in folgende vier Komponenten hilfreich: die erwartete Inflation über die Laufzeit des Vermögenswerts, die erwartete Entwicklung der kurzfristigen Realzinsen, die Inflationsrisikoprämie und die reale Laufzeitprämie. Die letzteren beiden Komponenten stellen den Ausgleich für Anleger dar, die langfristige Anleihen kaufen anstatt immer wieder in kurzfristige Schuldverschreibungen zu investieren. Insgesamt haben diese vier Komponenten zu den heute vorherrschenden ausgesprochen niedrigen Langfristzinsen beigetragen.

Auf lange Sicht weisen die nominalen Renditen langfristiger Anleihen in allen großen Industrieländern schon seit den 1980er-Jahren einen rückläufigen Trend auf. Diese Entwicklung spiegelt

### Abbildung B

Vom Markt abgeleitete Entwicklung des einjährigen Realzinses im Euroraum

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

zum Teil den verbesserten geldpolitischen Handlungsrahmen der Notenbanken wider, dank dem die langfristigen Inflationserwartungen und die Inflationsprämien gesenkt werden konnten, was wiederum zur Verringerung der nominalen Renditen beitrug.

Auch die reale Komponente ist für den Rückgang der nominalen Langfristzinsen ausschlaggebend: die realen Terminzinssätze bleiben bis weit in die Zukunft im negativen Bereich (siehe Abbildung B). Da der reale Terminzins den erwarteten Realzins und die reale Laufzeitprämie umfasst, dient der erwartete Realzins über Zeithorizonte, die ausreichend weit in die Zukunft reichen, nach Ausschluss der Terminprämie als Näherungswert für den Gleichgewichtszinssatz.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Siehe A. Bomfim, Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What can we learn from yields on indexed bonds?, Federal Reserve Board, Juli 2001.

Der weltweite Rückgang der Realzinsen ist zum Teil auf langfristige, zum Teil auf eher konjunkturell beeinflusste Faktoren zurückzuführen. Ordnet man mithilfe des Solow-Wachstumsmodells die verschiedenen Bestimmungsfaktoren der langfristigen Realzinsen, so betreffen diese Faktoren letztlich die Produktivität, das Bevölkerungswachstum und das Sparverhalten. Dabei wird davon ausgegangen, dass diese Faktoren die Investitionstätigkeit und somit die Nachfrage nach Krediten bestimmen; Letzteren müssen wiederum entsprechende Ersparnisse gegenüberstehen. Langfristig betrachtet nimmt die Wachstumsgeschwindigkeit der totalen Faktorproduktivität und der Bevölkerung im Euroraum schon seit Jahrzehnten ab. Denkbar ist außerdem, dass sich die Sparneigung weltweit erhöht hat.

Zusätzlich zu diesen langfristig wirkenden Kräften unterliegen die Realzinsen auch noch Faktoren, die direkter mit der globalen Finanzkrise im Zusammenhang stehen. So befindet sich das Euro-Währungsgebiet nach wie vor in einer Bilanzrezession, in der ein massiver Schuldenüberhang den Boden für einen Wachstumseinbruch bereitet. Dieser wiederum macht einen substanziellen Schuldenabbau notwendig, wodurch sich die Dauer der Konjunkturflaute noch verlängert.

Schließlich werden die Langfristzinsen noch von der Laufzeitprämie beeinflusst. Auch hier wirkt eine Kombination aus längerfristigen Faktoren und eher konjunkturell bestimmten Faktoren im Zusammenhang mit der Finanzkrise dämpfend auf die Nominalzinsen. Die Wertpapierankäufe durch das Eurosystem und Faktoren wie das Angebot von und die Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten weltweit halten die Laufzeitprämien im Euroraum auf niedrigem Niveau.

Insgesamt sind die niedrigen Zinsen letztlich die Folge schwacher langfristiger Trends im Zusammenwirken mit den konjunkturellen Auswirkungen einer komplexen Finanzkrise und eines ungewöhnlich lange andauernden Wirtschaftsabschwungs. Die Wirkungsdauer dieser Einflussfaktoren vorherzusagen ist mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die längerfristig wirkenden Kräfte hinter dem anhaltenden Rückgang der Realzinsen können zwar nicht von der Geldpolitik beeinflusst werden, doch fällt es unter das Mandat einer Notenbank, die Inflation auf ein mit dem Inflationsziel im Einklang stehendes Niveau zu bringen und dort zu stabilisieren; so kann sie dazu beitragen, die Wirtschaft auf einen nachhaltigen Wachstumspfad bei gleichzeitiger Absorption der konjunkturell bedingten Unterauslastung zu bringen. Auf diesem Mandat fußen gegenwärtig jene geldpolitischen Maßnahmen, die über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg Druck auf die Zinsen ausüben können, sodass die Kreditkonditionen locker genug bleiben, um eine Normalisierung der Wachstums- und Inflationsentwicklung auf mittlere Sicht zu erreichen.

Die Evidenz zeigt, dass die Maßnahmen der EZB – indem sie die aktuellen und erwarteten Kurzfristzinsen an ihrer effektiven Untergrenze halten und die reale Laufzeitprämie langfristiger Zinsen drücken – tatsächlich im Finanzsystem ankommen: Die von den Banken verrechneten Kreditzinsen für private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen sinken weiter, während sich das Kreditwachstum schrittweise erholt, dabei allerdings weiterhin schwach bleibt (siehe Abschnitt 1.5 in diesem Kapitel).

Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB ist also ein notwendiger und wirksamer Weg zur Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht. Da die Preisstabilität wiederum im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union als das vorrangige Ziel der Geldpolitik im Euroraum festgeschrieben ist, steht der aktuelle geldpolitische Kurs der EZB in vollem Einklang mit ihrem Mandat.



### Kasten 3

#### Was bedeuten niedrige Zinsen für Banken und Sparer?

---

Es ist wichtig, zu beobachten, ob die akkommodierende Geldpolitik der EZB negative Nebenwirkungen für Banken und Sparer hat. Das im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union verankerte Mandat zur Wahrung der Preisstabilität darf nicht zugunsten anderer politischer Ziele aufgeweicht werden; dennoch kann eine Begrenzung des Risikos von Nebenwirkungen durch angemessene Sicherungsmechanismen und die Identifizierung jener Bereiche erreicht werden, wo andere politische Akteure durch verstärkte Anstrengungen zugrunde liegende Schwächen der Wirtschaft und des Finanzsystems des Euroraums bekämpfen sollten. Konkret betreffen die Bedenken hinsichtlich möglicher Nebeneffekte des akkommodierenden geldpolitischen Kurses der EZB und des Niedrigzinsumfelds deren Auswirkungen auf die Ertragslage der Banken und die Verzinsung von Spareinlagen.

Als ein potenziell negativer Effekt auf den Finanzsektor werden häufig die Auswirkungen genannt, die ein Niedrigzinsumfeld – und insbesondere der Ankauf von Vermögenswerten durch Notenbanken und die dadurch begünstigte Abflachung der Zinsstrukturkurve – auf die Ertragslage der Banken haben kann. Anders ausgedrückt: das klassische, auf Fristentransformation ausgerichtete Geschäftsmodell der Banken (d.h. Finanzierung langfristiger Anlagen durch kurzfristige Verschuldung) könnte durch einen Abwärtsdruck auf die Zinsmargen beeinträchtigt werden. Dazu könnte der Negativzins für die Einlagefazilität die Ertragskraft von Banken, die große Volumina an Überschussliquidität im Eurosystem halten, weiter verschlechtern.

Es ist unbestritten, dass es diese Effekte gibt; allerdings sollte man die gegenläufigen, positiven Effekte der Wertpapierankaufprogramme und der akkommodierenden Geldpolitik ganz allgemein keinesfalls außer Acht lassen. Indem diese Maßnahmen die Konjunktur stützen, verbessern sie auch die Kapazitäten von Schuldern, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Dies wirkt sich durch eine deutliche Verbesserung der Aktivaqualität und eine Verringerung des Rückstellungsbedarfs positiv auf die Bankbilanzen aus. Darüber hinaus führt das durch die lockere Geldpolitik ausgelöste allgemeine Anziehen der Vermögenspreise zu Bewertungsgewinnen in den Bankbilanzen.

Aus den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet lassen sich derzeit keine Anzeichen dafür ablesen, dass der akkommodierende geldpolitische Kurs euro-raumweit unter dem Strich negative Effekte auf die Ertragslage der Banken hat. In den Monaten nach den ersten Ankäufen von Vermögenswerten durch die EZB im Rahmen des APP meldeten die Banken per saldo mehrheitlich einen Anstieg der Profitabilität aufgrund des APP. Diese Erkenntnisse sprechen dafür, das APP insgesamt positiv zu beurteilen, auch wenn angesichts der strukturellen Unterschiede zwischen den Bankensystemen die Auswirkungen des APP auf die Ertragslage der Banken in den einzelnen Euro-Ländern durchaus unterschiedlich sein dürften.

Ein weiterer negativer Aspekt der akkommodierenden Geldpolitik, der ins Treffen geführt wird, betrifft die geringere Verzinsung von Spareinlagen, im Speziellen der Bankguthaben privater



Haushalte.<sup>5</sup> Zwischen der Verzinsung von Spareinlagen und dem aktuellen geldpolitischen Kurs besteht naturgemäß ein enger Zusammenhang. So befinden sich die nominalen Zinssätze für viele Sparformen gegenwärtig im gesamten Euro-Währungsgebiet auf historisch sehr niedrigem Niveau.

Allerdings spiegelt das Niedrigzinsumfeld – wie bereits erläutert – eigentlich die vorherrschenden gesamtwirtschaftlichen und strukturellen Gegebenheiten wider. Die niedrige Verzinsung von Sparguthaben ist also vielmehr Symptom als Ursache der schleppenden Konjunkturerholung. Eine Abkehr von dem gegenwärtigen akkommodierenden geldpolitischen Kurs würde die wirtschaftliche Dynamik weiter schwächen, die Kreditaufnahme hemmen (etwa im Falle von Unternehmen, die profitable Investitionsvorhaben finanzieren wollen) und in letzter Konsequenz die Niedrigzinsphase noch verlängern.

Insgesamt gilt es, jenen grundlegenden Faktoren entgegenzuwirken, die für das gegenwärtig niedrige Niveau des Gleichgewichtszinses verantwortlich sind. Dies muss primär über effektive strukturpolitische Maßnahmen geschehen, mithilfe derer die Produktivität und das Wirtschaftswachstum nachhaltig gesteigert werden können. Darüber hinaus sollte die Finanzpolitik die wirtschaftliche Erholung bei gleichzeitiger Einhaltung der EU-Haushaltsregeln stützen. Zur Beseitigung der noch verbleibenden Hemmnisse für ein hohes und nachhaltiges Wachstum muss letztlich unbedingt auch die institutionelle Vollendung der WWU im Sinne des Berichts der fünf Präsidenten in Angriff genommen werden.

---

### 1.3 Konjunktur

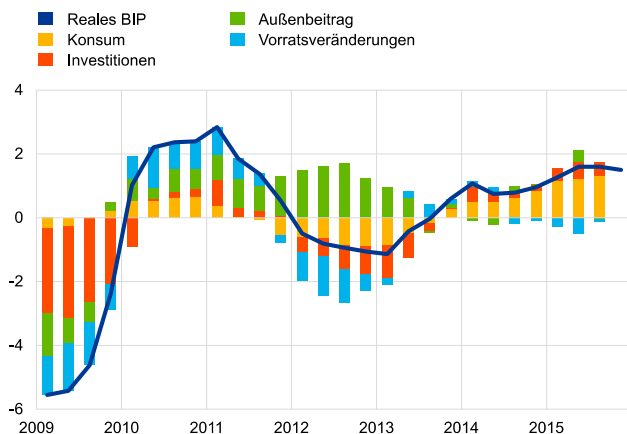
Obwohl sich das außenwirtschaftliche Umfeld eintrübte, blieb die konjunkturelle Entwicklung im Eurogebiet dank verbesserter Binnennachfrage robust. Die seit dem zweiten Quartal 2013 andauernde schrittweise Erholung im Euroraum setzte sich somit im Berichtsjahr fort. Mit durchschnittlich 1,5 % wurde 2015 die höchste Jahreswachstumsrate seit 2011 verzeichnet (siehe Abbildung 10). Die allmähliche Wachstumsbeschleunigung war hauptsächlich auf den kräftigen privaten Konsum zurückzuführen, der in fast allen Euro-Ländern zu beobachten war (siehe Kasten 4). Darüber hinaus lieferte auch der Außenhandel einen geringfügig positiven Wachstumsbeitrag, da das Eurogebiet infolge der beträchtlichen Abwertung des Euro ab Mitte 2014 Marktanteilsgewinne im Export verbuchen konnte. Die Investitionen hingegen wuchsen nach wie vor nur zögerlich; sie wurden durch die teilweise relativ schleppende Umsetzung von nationalen Strukturreformen und die erforderlichen Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gebremst.

---

<sup>5</sup> Eine detaillierte Analyse der Ansicht, wonach die Sparer die Last der lockeren Geldpolitik tragen, findet sich in U. Bindseil, C. Domnick und J. Zeuner, Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver' – A review, Occasional Paper Series, Nr. 161, EZB, Mai 2015. Siehe auch Deutsche Bundesbank, Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Monatsbericht, Oktober 2015.

**Abbildung 10**  
Reales BIP des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge zum Vorjahrswachstum in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## Fortsetzung der Konjunkturerholung im Euroraum im Jahr 2015 trotz abgeschwächter Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft

Die 2015 verzeichnete Wachstumsbeschleunigung des realen BIP wurde durch die sehr akkommodierende Geldpolitik der EZB unterstützt, die sich über gelockerte Finanzierungsbedingungen, eine optimistischere Marktstimmung, äußerst niedrige Zinssätze sowie die Abwertung des Euro auf die Realwirtschaft übertrug. Weitere Wachstumsimpulse gingen im Berichtsjahr von den gesunkenen Ölpreisen und der allmählichen Verbesserung der Arbeitsmarktlage im Euroraum aus.

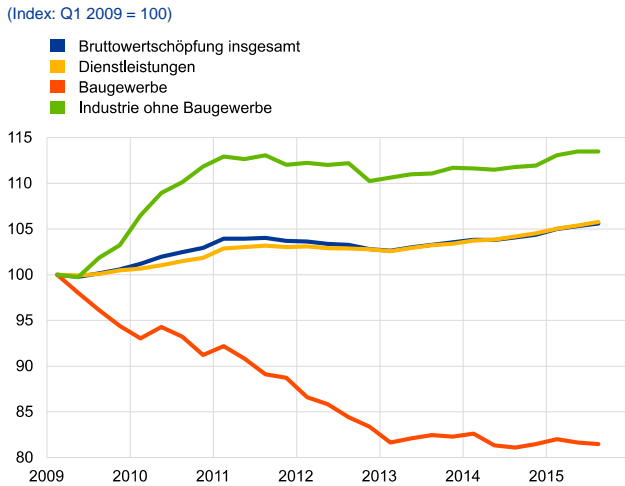
Die verschiedenen, über die letzten Jahre umgesetzten geldpolitischen Maßnahmen – insbesondere das

Anfang 2015 erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten – stärkten nicht nur das Vertrauen der Verbraucher, sondern auch das der Unternehmen, da sich die Finanzierungsbedingungen für diesen Sektor – auch für kleine und mittlere Betriebe – verbesserten. Hierdurch wurde die Investitionstätigkeit angeregt, die im Berichtsjahr einen größeren Beitrag zum Wachstum leistete als in den Jahren 2014 und 2013; Voraussetzung dafür waren eine positivere Gewinnentwicklung der Firmen, eine weniger verhaltene Nachfrage und eine steigende Kapazitätsauslastung. Doch trotz ihres Anstiegs zu Jahresbeginn 2015 lagen die Investitionen immer noch rund 15 % unter dem Vorkrisenniveau.

Die Binnennachfrage im Eurogebiet verbesserte sich im Berichtsjahr und war im Durchschnitt so hoch wie zuletzt 2007. Die Sparquote der privaten Haushalte blieb 2015 weitgehend stabil, wovon wiederum die Konsumdynamik profitierte. Die Konsumausgaben des Staates hatten im Berichtsjahr eine positive konjunkturelle Wirkung. Gedämpft wurde die Binnennachfrage durch die teilweise nach wie vor hohe Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors. Darüber hinaus belastete die zögerliche Umsetzung von Strukturreformen weiterhin das Wachstum.

Das schwache außenwirtschaftliche Umfeld wirkte sich im Jahr 2015 negativ auf die Wachstumsdynamik aus (siehe Kapitel 1 Abschnitt 1.1). Während der Abschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Ausfuhren des Euroraums drosselte, begünstigte der beträchtliche Rückgang des effektiven Euro-Wechselkurses seit Mitte 2014 die Exporttätigkeit und führte zu einer Ausweitung des Exportmarktanteils des Eurogebiets. Der relativ robusten Exportleistung lag eine zunehmende Verlagerung der Ausfuhren auf Industrieländer wie die Vereinigten Staaten zugrunde. Außerdem erholte sich der Handel innerhalb des Euroraums im Berichtsjahr weiter, da sich die Binnennachfrage positiv entwickelte. Sowohl die Ausfuhren als auch die Einfuhren nahmen im Jahr 2015 stärker zu als in den drei Jahren zuvor. Insgesamt dürfte der Außenhandel 2015 einen geringfügig positiven Wachstumsbeitrag geleistet haben.

**Abbildung 11**  
**Reale Bruttowertschöpfung im Euroraum**  
**nach Wirtschaftszweigen**



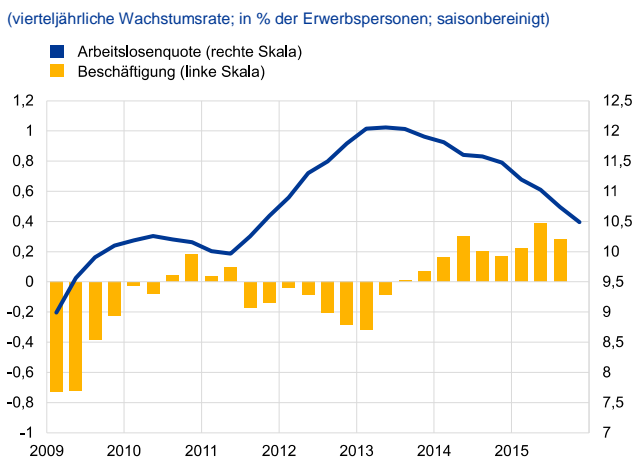
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die im Berichtsjahr beobachtete wirtschaftliche Erholung erstreckte sich auf fast alle Sektoren (siehe Abbildung 11). Die gesamte Bruttowertschöpfung, die seit drei Jahren sukzessive steigt, erreichte im dritten Quartal 2015 beinahe den vor der Krise verzeichneten Höchststand. Dabei wuchs die Wertschöpfung im Dienstleistungsbereich, die im dritten Quartal 2015 ungefähr 3 % über dem Vorkrisenhöchstwert lag, weiterhin schneller als in der Industrie (ohne Baugewerbe) und im Baugewerbe. Die Wertschöpfung in der Industrie ohne Baugewerbe erreichte auch im Berichtsjahr nicht ihr Vorkrisenniveau; die allmähliche Erholung setzte sich jedoch fort. Demgegenüber verringerte sich die Wertschöpfung im Baugewerbe im Jahr 2015 leicht und blieb weit unter den 2008 gemessenen Höchstwerten.

## Schrittweise Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt

Die Lage am Arbeitsmarkt verbesserte sich 2015 weiter (siehe Abbildung 12). Der seit Mitte 2013 beobachtete Anstieg der Beschäftigtenzahlen setzte sich auch im Berichtsjahr fort. Die Beschäftigung im Euroraum lag im dritten Quartal 2015 um 1,1 % über dem Vorjahrsniveau, blieb jedoch etwa 2 % hinter dem Höchstwert vor der Krise zurück. Grund für den Beschäftigungszuwachs im Berichtsjahr waren vor allem Verbesserungen in Spanien und Deutschland, aber es gab auch ermutigende Anhaltspunkte dafür, dass andere, zuvor anfällige Länder ebenfalls zu dem Anstieg beitragen.

**Abbildung 12**  
**Arbeitsmarktindikatoren**



Quelle: Eurostat.

Sektoral betrachtet erhöhte sich die Beschäftigung hauptsächlich im Dienstleistungssektor, während die Zahl der Beschäftigten in der Industrie ohne Baugewerbe nur moderat anstieg und jene im Baugewerbe rückläufig war. Im Jahr 2015 stieg die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden etwas langsamer als die Zahl der Beschäftigten. Der jährliche Produktivitätszuwachs je Beschäftigten blieb niedrig und betrug in den ersten drei Quartalen 2015 im Schnitt rund 0,5 % pro Quartal, verglichen mit einem jährlichen Anstieg von 0,3 % im Jahr 2014.

Die Arbeitslosenquote fiel 2015 erneut und lag im vierten Quartal bei 10,5 %, dem niedrigsten Stand seit Jahresbeginn 2012. Seit dem ersten Halbjahr 2013 ist sie im Wesentlichen in allen Altersgruppen und bei

Männern wie Frauen zurückgegangen. Für das Gesamtjahr 2015 belief sich die durchschnittliche Arbeitslosenquote auf 10,9 %, verglichen mit 11,6 % und 12 % in den Jahren 2014 und 2013.

Die Arbeitslosenquote des Euroraums ist damit seit Mitte 2013 deutlich zurückgegangen. Allerdings verzeichnen umfassendere Messgrößen der Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die auch Bevölkerungsgruppen berücksichtigen, die unfreiwillig Teilzeit arbeiten oder sich vom Arbeitsmarkt zurückgezogen haben, weiterhin erhöhte Werte. Mehr als 7 Millionen Menschen arbeiten derzeit aufgrund eines fehlenden Vollzeitangebots unfreiwillig Teilzeit, und etwa 7 Millionen Arbeitskräfte haben die Stellensuche aufgegeben und sich vom Arbeitsmarkt zurückgezogen, was als Indiz für eine weiterhin erhebliche Unterauslastung der Arbeitsmärkte im Euroraum zu werten ist.

#### **Kasten 4**

##### **Die Rolle des privaten Konsums in der Konjunkturerholung**

---

In einem von schwacher Investitionstätigkeit, der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sowie moderaten Handelszuwächsen geprägten Umfeld war der private Konsum, der sich seit Anfang 2013 auf einem steten Erholungspfad befindet, die primäre Wachstumsstütze im Euroraum. In den 12 Monaten bis zum dritten Quartal 2015 hatte sich der durchschnittliche Beitrag der privaten Konsumausgaben zum BIP-Wachstum dem Vorkrisenniveau angenähert, während die Investitionstätigkeit noch nachhinkte (siehe Abbildung A).

Die jüngste Erholung bei den Konsumausgaben ging mit stetigen Verbesserungen an den Arbeitsmärkten einher. Das seit Anfang 2013 angestiegene Verbrauchervertrauen ist Ausdruck eines soliden Zuwachses beim real verfügbaren Einkommen, das wiederum von der positiven Arbeitsmarktentwicklung profitierte (siehe Abbildung B). Die Arbeitslosenquote verringerte sich in diesem Zeitraum um 1,6 Prozentpunkte, lag im vierten Quartal 2015 jedoch immer noch deutlich über dem Tiefstand vor der Krise, und zwar um 3,3 Prozentpunkte über dem Wert im ersten Quartal 2008. Ein Blick auf die einzelnen Euro-Länder zeigt, dass die Konsumausgaben zuletzt in jenen Ländern relativ stark zunahmen, deren Arbeitsmärkte deutliche Verbesserungen aufwiesen. So war die Erholung an den Arbeitsmärkten insbesondere in Spanien, Irland und Portugal beachtlich und ging Hand in Hand mit hohen Anstiegen des verfügbaren Einkommens und des Verbrauchs.

Einen nicht unwesentlichen Beitrag zur jüngsten Erholung des Konsums leisteten die niedrigeren Energiepreise. Seit Anfang 2013 hat sich die Kaufkraft der privaten Haushalte gemessen am real verfügbaren Einkommen um etwa 3 % erhöht. Zu rund einem Drittel war dieser Zuwachs auf die niedrigeren Energiepreise zurückzuführen.<sup>6</sup>

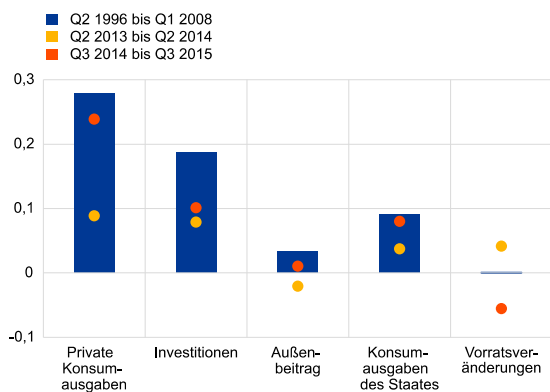
---

<sup>6</sup> Siehe EZB, Analyse des jüngsten Konsumwachstums im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

## Abbildung A

### Durchschnittlicher vierteljährlicher Beitrag der BIP-Hauptkomponenten zum BIP-Wachstum

(durchschnittlicher Beitrag gegenüber dem Vorquartal; in Prozentpunkten)

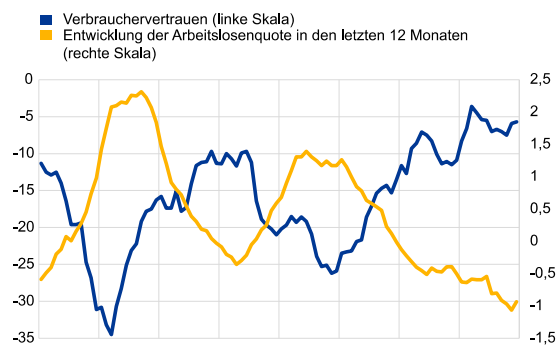


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## Abbildung B

### Verbrauchervertrauen und Entwicklung der Arbeitslosenquote

(in %; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Zudem scheinen die Kaufkraftzuwächse aufgrund des Energiepreiserückgangs während der derzeitigen konjunkturellen Erholung ungewöhnlich stark auf den Konsum gewirkt zu haben. In der Regel wird nämlich ein Teil des infolge rückläufiger Rohstoffpreise höheren real verfügbaren Einkommens einige Quartale lang gespart. Tatsächlich steigt die Sparquote tendenziell nach einem Ölpreiserückgang und sinkt nach einem Preisanstieg. Diese Entwicklung war auch während der Finanzkrise zu beobachten gewesen, als drastische Rückgänge bei den Ölpreisen mit einem markanten Anstieg der Sparquote einhergegangen waren (siehe Abbildung C). In den letzten Quartalen hingegen blieb die Sparquote weitgehend stabil.

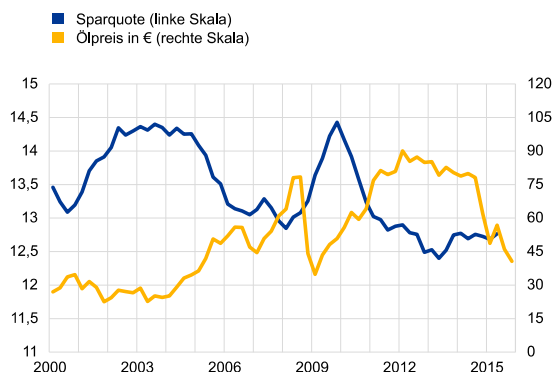
Dass die Sparquote im historischen Vergleich verhalten auf die niedrigeren Energiepreise reagierte, hängt mit der Freisetzung der aufgestauten Konsumnachfrage zusammen, wie z. B. der Nachfrage nach Gebrauchsgütern, die während der Krise stärker zurückgegangen war als die Nachfrage nach Verbrauchsgütern und Dienstleistungen (siehe Abbildung D). Eine aufgestaute Nachfrage ist bei Gebrauchsgütern häufig unmittelbar nach einer Rezession zu beobachten, da die Verbraucher den Gebrauchsgüterkauf aufgrund des ungewissen Wirtschaftsklimas zurückgehalten hatten. Je länger private Haushalte den Kauf von Gebrauchsgütern hinauszögern, desto stärker ausgeprägt sind der Wunsch und die Notwendigkeit, im Haushalt vorhandene Gebrauchsgüter durch neue zu ersetzen, sobald sich die Wirtschaft wieder erholt. Folglich kann die aufgestaute Nachfrage unmittelbar nach einem Wirtschaftsabschwung den Aufschwung beschleunigen.

Die jüngste Zunahme beim Konsum von Gebrauchsgütern lässt daher vermuten, dass sich die Nachfrage während der Krise aufgestaut hatte (siehe Abbildung D). Der Anteil der Gebrauchsgüter am gesamten Konsum war von 2007 bis 2013 im Euroraum insgesamt gesunken. In den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern war der Rückgang dabei viel deutlicher ausgefallen. Umgekehrt nimmt seit 2013 der Anteil der Gebrauchsgüter am Gesamtverbrauch in diesen Ländern stärker zu. Es ist zu erwarten, dass der wachstumsfördernde Effekt der aufgestauten Nachfrage auf die Konsumausgaben nachlässt, sobald die privaten Haushalte ihren Gebrauchsgüterbestand wieder aufgefüllt haben.

## Abbildung C

### Sparquote und Rohölpreis

(in %; in € je Barrel)

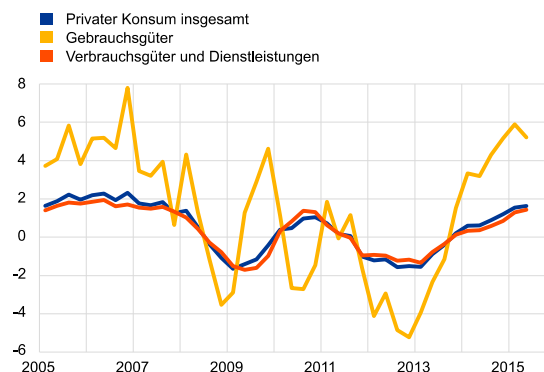


Quellen: Eurostat und IWF.  
Anmerkung: Die Sparquote bezeichnet das Verhältnis der Bruttoersparnis privater Haushalte und privater Organisationen ohne Erwerbszweck zur gleitenden Jahressumme ihres verfügbaren Bruttoeinkommens.

## Abbildung D

### Konsum von Gebrauchs- und Verbrauchsgütern sowie Dienstleistungen im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Da Eurostat nur für einige Euro-Länder nach Gebrauchs- und Verbrauchsgütern aufgeschlüsselte Angaben zum privaten Konsum veröffentlicht, wurden die Aggregate für den Euroraum auf der Grundlage der verfügbaren Daten für 17 Länder (d. h. alle Euro-Länder außer Belgien und Irland) näherungsweise berechnet. Die letzten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2015.

Da jedoch die Zuwächse des realen Einkommens offensichtlich größtenteils auf die positive Arbeitsmarktentwicklung zurückzuführen sind, wird der Konsum dennoch robust bleiben – und zwar in dem Ausmaß, in dem die Aufhellung der Arbeitsmarktlage anhält. Selbst nach Abklingen des Effekts der niedrigeren Ölpreise und der aufgestauten Nachfrage nach Gebrauchsgütern werden sich also weitere Verbesserungen am Arbeitsmarkt positiv auf den privaten Konsum auswirken.

## 1.4 Entwicklung der Preise und Kosten

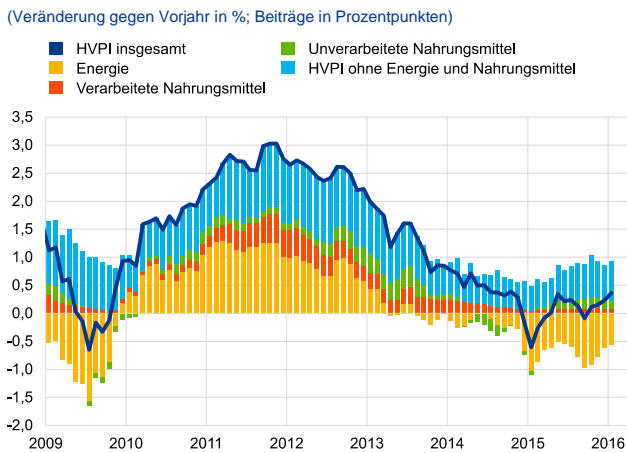
Vor dem Hintergrund anhaltend niedriger Rohstoffpreise war die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum im Jahresverlauf 2015 sehr gering oder sogar negativ. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel erholte sich in der ersten Jahreshälfte zunächst gegenüber ihrem historischen Tiefstand, bevor sie in der zweiten Jahreshälfte mehr oder weniger unverändert bei rund 0,9 % lag.

### Gesamtinflation 2015 weiterhin rückläufig

Die am HVPI gemessene Gesamtinflation des Eurogebiets belief sich 2015 auf durchschnittlich 0,0 %, verglichen mit 0,4 % im Vorjahr und 1,4 % im Jahr 2013. Die Entwicklung der HVPI-Inflation wurde vor allem durch die Energiepreise bestimmt (siehe Abbildung 13). Zwei Mal – nämlich Anfang 2015 und erneut im Herbst – kehrte sich die Inflation ins Negative. Am Ende des Berichtsjahrs war die Gesamtinflation jedoch wieder leicht positiv.

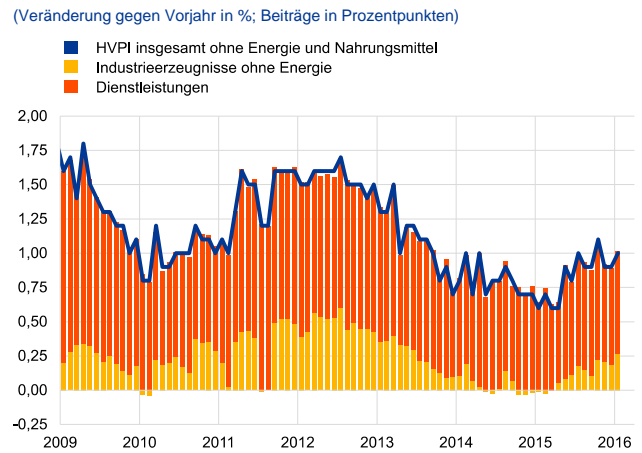
Die anhand des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Kerninflation stieg nach ihrem zu Jahresbeginn verzeichneten historischen Tiefstand von 0,6 % wieder an (siehe Kasten 5). In der zweiten Jahreshälfte blieb sie weitgehend unverändert bei etwa 0,9 %, und die durchschnittliche Jahresteuerrate belief sich auf 0,8 % (siehe Abbildung 14). Externe Faktoren, wozu auch die verzögerten Effekte der Euro-Aufwertung bis Mai 2014 und die indirekten Auswirkungen der gesunkenen Preise für Öl und sonstige Rohstoffe zählten, übten im gesamten Jahresverlauf einen Abwärtsdruck auf die HVPI-Kerninflation aus. Was binnenwirtschaftliche Faktoren betrifft, so trugen auch das verhaltene Lohnwachstum und die aufgrund des hohen Wettbewerbsdrucks eingeschränkte Preissetzungsmacht der Unternehmen zu den niedrigen Kerninflationraten bei.

**Abbildung 13**  
Inflationsrate nach dem HVPI und Beiträge der Komponenten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 14**  
Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel und Beiträge der Komponenten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Eine genauere Betrachtung der wichtigsten HVPI-Komponenten zeigt, dass die Energiekomponente im Berichtsjahr einen dauerhaften Abwärtsdruck auf die HVPI-Gesamtinflation ausübte. Der Preisauftrieb bei der Energie war 2015 in allen Monaten negativ, was hauptsächlich eine Folge der niedrigeren in Euro gerechneten Ölpreise war.

Die Teuerung bei Nahrungsmitteln zeigte ab Anfang 2015 einen Aufwärtstrend, der in erster Linie dem Preisauftrieb bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln zuzuschreiben war. Der kräftige Anstieg der Preise von unverarbeiteten Nahrungsmitteln im Herbst entsprach den Auswirkungen des ungewöhnlich heißen Sommers auf die Obst- und Gemüsepreise. Bei verarbeiteten Nahrungsmitteln blieb die jährliche Preissteigerung 2015 weitgehend stabil.

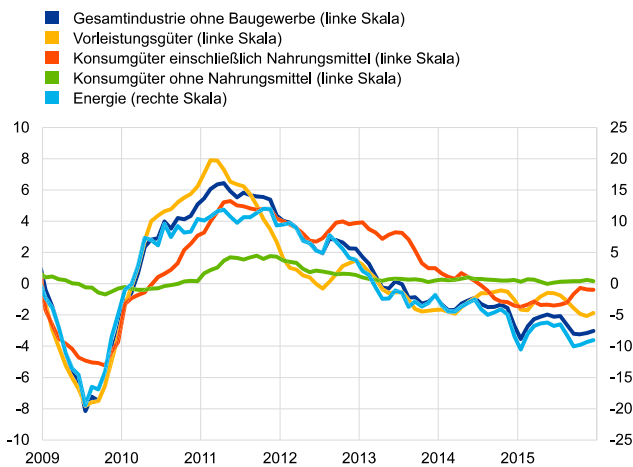
Die Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) zogen im Vorjahrsvergleich nach den sehr niedrigen Inflationsraten 2014 und Anfang 2015 leicht an. Dies war vor allem der Preisentwicklung von Gebrauchsgütern und – in geringerem Maß – von Konsumgütern mit mittlerer Lebensdauer zuzuschreiben; der Preisauftrieb bei Verbrauchsgütern blieb hingegen nahezu unverändert. Ein wichtiger preistreibender



Faktor war die seit Mai 2014 beobachtete Abwertung des Euro. In einer längerfristigen Betrachtung zeigt sich, dass der Preisauftrieb bei den Industrierzeugnissen (ohne Energie) durch den Preisverfall auf dem national wie international stark umkämpften Endverbrauchermarkt für Hightech-Produkte kontinuierlich gedämpft wurde.

**Abbildung 15**  
Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Hauptursache für den Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise waren die infolge der Euro-Abwertung angestiegenen Importpreise. So verzeichneten die Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel 2015 weiterhin solide Jahreswachstumsraten. Der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck der Erzeugerpreise auf die Verbraucherpreise für Industrierzeugnisse (ohne Energie) blieb indes schwach; insbesondere der jährliche Erzeugerpreisanstieg im Bereich der Konsumgüter ohne Nahrungsmittel bewegte sich während des gesamten Berichtsjahrs um ein Niveau von knapp über null. Die Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter sowie die Euro-Preise für Rohöl und andere Rohstoffe deuten darauf hin, dass der Preisdruck in den vorgelagerten Stufen der Preiskette ebenfalls moderat war, was hauptsächlich den niedrigen Vorleistungspreisen für Energie und andere Rohstoffe zuzuschreiben war (siehe Abbildung 15).

Im Dienstleistungssektor blieb die jährliche Teuerung 2015 weitgehend stabil zwischen 1,0 % und 1,3 % und spiegelte damit eine immer noch beträchtliche Unterauslastung an den Güter- und Arbeitsmärkten des Euroraums wider. Da die im HVPI enthaltenen Dienstleistungen tendenziell im Inland erbracht werden, sind die Dienstleistungspreise enger mit der Entwicklung der inländischen Nachfrage und der Arbeitskosten verknüpft.

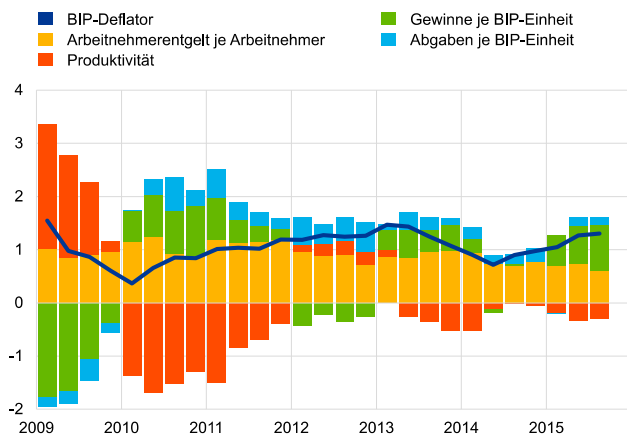
### Binnenwirtschaftlicher Kostendruck weiterhin niedrig

Der von den Arbeitskosten ausgehende inländische Kostendruck blieb in den ersten drei Quartalen 2015 verhalten (siehe Abbildung 16). Gedämpft wurde der Arbeitskostendruck wie auch die Preissetzungsmacht nach wie vor durch die starke Unterauslastung der Wirtschaft und Arbeitsmärkte im Euroraum. Zudem führten strukturelle Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten in den vergangenen Jahren in einigen Euro-Ländern zu mehr Lohn- und Preisflexibilität nach unten. In Zaum gehalten wurde der Lohndruck auch dadurch, dass sich die reale Kaufkraft der Löhne durch die niedrigere Inflation erhöht hat.



## Abbildung 16 Inflationsbeiträge der Komponenten des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum belief sich im dritten Quartal 2015 im Jahresvergleich auf 1,1 %, und der Durchschnitt der ersten drei Jahresviertel 2015 von 1,2 % deutet auf einen niedrigeren Gesamtwert als 2014 hin. Die Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten verharrte auf einem niedrigen Niveau von merklich unter 1 %, was in erster Linie auf das geringe Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zurückzuführen war. Demgegenüber beschleunigte sich der Produktivitätszuwachs in der ersten Hälfte des Berichtsjahrs, bevor auch er sich leicht rückläufig entwickelte.

Der binnenwirtschaftliche Kostendruck aus der Gewinnentwicklung verstärkte sich 2015. Das jährliche Gewinnwachstum (gemessen als Bruttobetriebsüberschuss) setzte sich in den ersten drei Quartalen 2015

fort, was durch die Wirtschaftserholung, die moderaten Lohnkosten und die verbesserten Handelsbedingungen im Zusammenhang mit der schwachen Importpreisentwicklung begünstigt wurde. Folglich war der Anstieg der Jahresänderungsrate des BIP-Deflators 2015 vor allem auf die Gewinne je Produktionseinheit zurückzuführen.

## Erholung der langfristigen Inflationserwartungen

Die umfrage- und marktbasieren langfristigen Inflationserwartungen zeigten eine Erholung, nachdem sie sich Anfang 2015 auf historischen Tiefständen befunden hatten. Dem Survey of Professional Forecasters für das vierte Quartal 2015 zufolge lagen die längerfristigen Inflationserwartungen (jährliche Teuerung in fünf Jahren) bei 1,9 %, und auch die im Oktober 2015 veröffentlichten Ergebnisse der von Consensus Economics durchgeführten Umfrage ergaben längerfristige Inflationserwartungen von 1,9 %. Die marktbasieren langfristigen Inflationserwartungen blieben das ganze Jahr hindurch hinter den umfragebasierten Erwartungen zurück, wobei diese Differenz teilweise von den Inflationsrisikoprämien herrühren dürfte.

## Kasten 5

### Die Entwicklung der Kerninflation

Die Frage, wann es zu einer Aufwärtsentwicklung im Inflationszyklus kommen und wie nachhaltig diese sein würde, war Ende 2014 für die Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten von

großer Bedeutung. Der vorliegende Kasten beleuchtet anhand der Gegenüberstellung der eher permanenten und der transitorischen Komponenten der Inflationsrate<sup>7</sup> die Entwicklung der Kerninflation und untersucht, inwieweit diese Messgrößen in der Vergangenheit einen Wendepunkt signalisieren konnten.<sup>8</sup>

In der Berechnung von Kerninflationen (ohne permanent ausgeschlossene Komponenten) werden verschiedene Arten kurzfristiger Einflüsse dauerhaft herausgefiltert. Eine weit verbreitete Messgröße ist der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und Nahrungsmittel, in dem die durch Rohstoffpreisschocks und – im Fall von unverarbeiteten Nahrungsmitteln – durch Witterungsfaktoren bedingten Schwankungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise unberücksichtigt bleiben. Dieser Teilindex kann dennoch erhebliche kurzfristige Einflüsse beinhalten. Ein Beispiel sind Kalendereffekte, die sich insbesondere bei den Preisen für Dienstleistungen im Reiseverkehr oder bei Gütern mit saisonalen Schlussverkäufen wie Bekleidung und Schuhen manifestieren. Einmalige Änderungen bei der indirekten Besteuerung oder den administrierten Preisen, deren Effekte auf das Preisniveau nach einem Jahr aus der Jahresänderungsrate herausfallen, zählen ebenso zu solchen kurzfristigen Einflüssen.

Aus den einzelnen, im Ausschussverfahren gewonnenen Messgrößen, die untersucht wurden, lassen sich unterschiedliche Zeitpunkte der Wende ablesen. Die Betrachtung der letzten beiden Jahre zeigt, dass die jährliche HVPI-Teuerung ohne Energie, Nahrungsmittel, Steuern und administrierte Preise im Mai 2014 ihren Tiefpunkt erreichte. Ein deutlicheres Signal für eine länger anhaltende Aufwärtsbewegung konnte indes erst zum Jahreswechsel 2014-15 beobachtet werden, als auch der HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie sein niedrigstes Niveau erreichte (siehe Abbildung A). Der Verlauf des Kerninflationenindicators, der neben Energie und Nahrungsmitteln auch volatile saisonale Komponenten außer Acht lässt, ist wesentlich glatter; so lieferte diese Kennzahl nach ihrem im November 2014 verzeichneten Tiefstand relativ konsistente Signale für einen Wendepunkt in der ersten Jahreshälfte 2015. Nach den Sommermonaten schwächte sich allerdings bei allen drei Messgrößen die Aufwärtsdynamik etwas ab, was daran zweifeln ließ, ob tatsächlich eine Kehrtwende erfolgt war.

Die um Extremwerte bereinigten Kerninflationenraten zeichnen ein ähnliches Bild. Diese aus HVPI-Inflationsdaten ermittelten Messgrößen – so etwa der um 30 % getrimmte Mittelwert<sup>9</sup> und der gewichtete Median – weisen eine geringere Volatilität auf, weil in jedem Monat die Komponenten mit den höchsten und niedrigsten Jahresänderungsdaten herausfallen. Der 30 %-getrimmte Mittelwert durchschritt seine Talsohle im Januar 2015, während der gewichtete Median seinen Tiefpunkt im März 2015 erreichte (siehe Abbildung B). Die Aufwärtsbewegung dieser beiden Messgrößen fiel etwas schwächer aus als jene der Kennzahlen, bei deren Berechnung bestimmte Komponenten dauerhaft ausgeklammert werden.

<sup>7</sup> Die Beobachtung von Kerninflationenmessgrößen ist gängige Praxis, weil sich mit ihnen Inflationstrends aufzeigen bzw. Prognosen zur Gesamtinflation erstellen lassen. Siehe auch EZB, Sind HVPI-Indizes geeignete Messgrößen für die Kerninflation?, Kasten 5, Monatsbericht Dezember 2013.

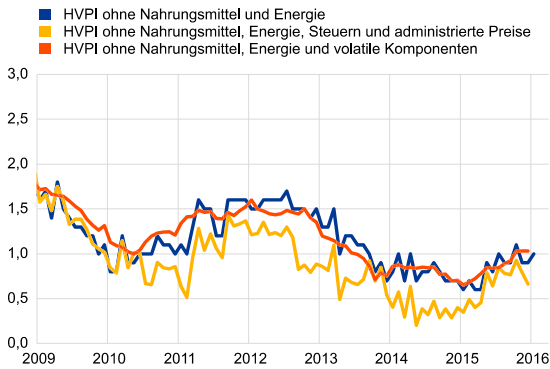
<sup>8</sup> Siehe auch EZB, Ist der Wendepunkt bei der Kerninflation erreicht?, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2015, Juli 2015.

<sup>9</sup> Beim 30 %-getrimmten Mittelwert werden die oberen und unteren 15 % abgeschnitten.

## Abbildung A

### Kerninflationen ohne dauerhaft ausgeschlossene Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

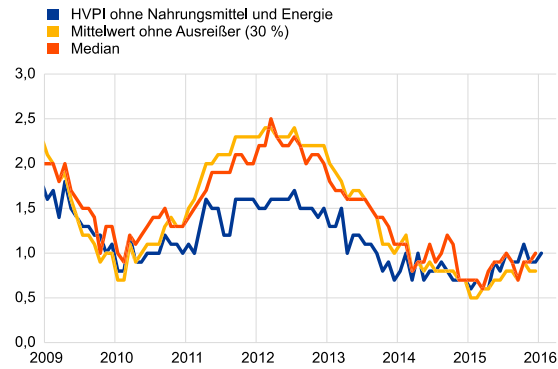


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Zu den volatilen Komponenten zählen Personenbeförderung im Luftverkehr, Beherbergung, Pauschalreisen sowie Bekleidung und Schuhe.

## Abbildung B

### Kerninflationen ohne statistische Ausreißer

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



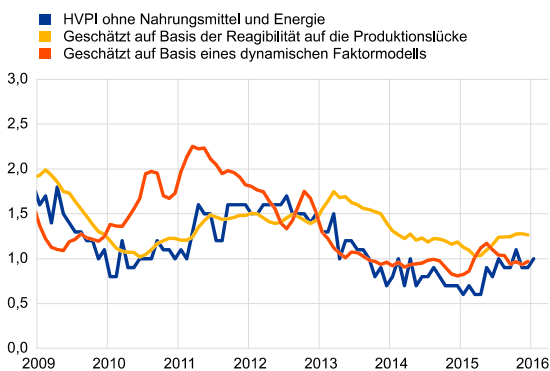
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die ökonometrisch geschätzten Kerninflationen bestätigen diese Signale. Eine dieser Messgrößen wird anhand eines dynamischen Faktormodells geschätzt; dabei wird der gemeinsame und persistente Faktor der Inflationsraten in den einzelnen Ländern und HVPI-Komponenten erfasst. Nachdem diese Messgröße im Dezember 2014 ihren Tiefstand verzeichnet hatte, nahm sie bis Mai 2015 erheblich zu, verlor jedoch in den Sommermonaten – ebenso wie der Median – etwas an Boden und blieb bis zum Jahresende stabil (siehe Abbildung C). Eine andere Kennzahl wiederum berücksichtigt nur jene Komponenten des HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie, deren Preissteigerung sich in der Vergangenheit durch die Produktionslücke prognostizieren ließ. Dies ist

## Abbildung C

### Ökonometrisch geschätzte Kerninflationen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkungen: Für den durch die gelbe Linie dargestellten Kernindex (gleitender Dreimonatsdurchschnitt) werden jene Teilkomponenten des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel herangezogen, bei denen die Produktionslücke Prognosekraft aufweist (für die Erstellung einer Out-of-Sample-Prognose). Der durch die orange Linie dargestellte Kernindex basiert auf einem dynamischen Faktormodell mit detaillierten HVPI-Komponenten für 12 Länder.

in der ökonomischen Theorie damit begründet, dass sich der Druck auf die HVPI-Kerninflation erhöhen sollte, sobald sich die Unterauslastung der Wirtschaft verringert. Diese auf der Reagibilität gegenüber der Produktionslücke basierende Messgröße schien im März 2015 an einem Wendepunkt angelangt zu sein.

Insgesamt deuten die von all diesen Indikatoren in Echtzeit ausgehenden Signale auf eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des genauen Zeitpunkts der Wende und der Nachhaltigkeit der Aufwärtsdynamik hin. Im Rückblick belegen die verschiedenen Messgrößen, dass sich die Kerninflation gegenüber Anfang 2015 erhöht hat. Die Tatsache, dass sich der Aufwärtstrend in der zweiten Jahreshälfte wieder abschwächte, lässt allerdings offen, ob ein endgültiger Wendepunkt erreicht wurde.

## 1.5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Vor dem Hintergrund einer schwachen Inflation und niedriger Leitzinsen ergriff die EZB zusätzliche geldpolitische Sondermaßnahmen. Dabei prägten drei Entwicklungen das Berichtsjahr in besonderer Weise: das Geldmengenwachstum war nach wie vor robust, das Kreditwachstum erholte sich schrittweise, blieb aber schwach, und die Kreditzinsen gingen deutlich zurück.

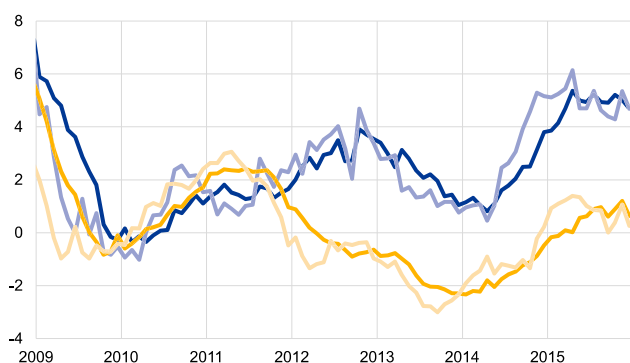
### Geldmengenwachstum nach wie vor robust

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge beschleunigte sich im ersten Quartal 2015 und verlief ab April weiterhin robust (siehe Abbildung 17). So lag das jährliche M3-Wachstum im Dezember 2015 bei 4,7 %, verglichen mit 3,8 % am Ende des Vorjahrs. Zwei Faktoren waren 2015 für die monetäre Entwicklung im Euroraum ausschlaggebend: a) das starke Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, insbesondere der täglich fälligen Einlagen, das von den niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung der liquidesten Instrumente profitierte, und b) die Sondermaßnahmen der EZB, namentlich die im Juni 2014 angekündigten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und das im Januar 2015 angekündigte erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP).

**Abbildung 17**  
M3 und Kreditvergabe an den privaten Sektor

(Veränderung gegen Vorjahr in %; saison- und kalenderbereinigt)

- M3 (Jahreswachstumsrate)
- M3 (auf Jahresrate hochgerechnete 6-Monats-Rate)
- Buchkredite an den privaten Sektor (Jahreswachstumsrate)
- Buchkredite an den privaten Sektor (auf Jahresrate hochgerechnete 6-Monats-Rate)



Quelle: EZB.

Das Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, eines der wichtigsten Komponenten der Geldmenge M3, beschleunigte sich infolge der sehr niedrigen EZB-Leitzinsen und Geldmarktsätze deutlich von 8,1 % im Dezember 2014 auf 10,7 % im Dezember 2015. Die Geldmenge M1 profitierte vom kräftigeren Wachstum der von privaten Haushalten sowie nicht-finanziellen Unternehmen gehaltenen täglich fälligen Einlagen. Die geringe Verzinsung weniger liquider monetärer Anlagen trug zur fortgesetzten Kontraktion kurzfristiger Einlagen ohne täglich fällige Einlagen (d. h. M2 - M1) bei, wodurch das M3-Wachstum weiterhin gebremst wurde. Das Wachstum der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb der Geldmenge M3 haben, kehrte sich ins Positive. Maßgeblich hierfür war insbesondere die Erholung der Bestände von Geldmarktfondsanteilen, deren Erträge in Relation zum Einmonats-

EURIBOR positiv waren.

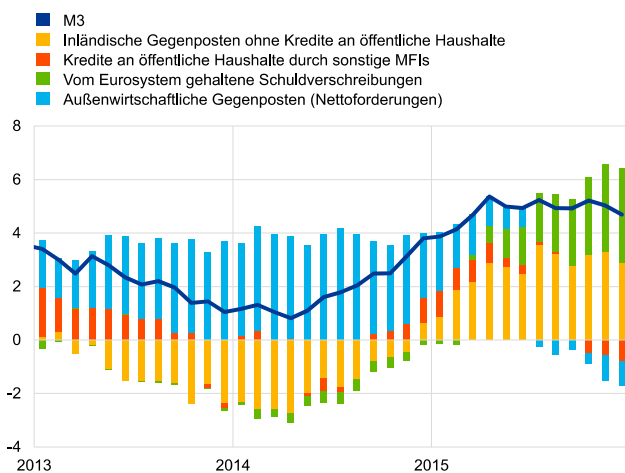
### Binnenwirtschaftliche Quellen als Triebfeder der Geldschöpfung

Eine Prüfung der Gegenposten von M3 (siehe Abbildung 18) zeigt, dass die Geldschöpfung im Jahr 2015 hauptsächlich durch binnenwirtschaftliche Quellen bestimmt wurde. Für die M3-Dynamik waren vor dem Hintergrund niedriger Zinssätze Um-

schichtungen zulasten von längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und der gestiegene Beitrag der Kreditgewährung durch MFIs verantwortlich. Die Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Bestand des geldhaltenden Sektors verringerte sich von -5,3 % Ende 2014 auf -6,7 % im Dezember 2015. Geschuldet war dieser erneute Rückgang der recht flachen Zinsstrukturkurve der Tatsache, dass die MFIs längerfristige Schuldverschreibungen durch im Rahmen der GLRGs aufgenommene Mittel ersetzen, und dem Erwerb von gedeckten Schuldverschreibungen durch das Eurosystem im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen. Die Geldmenge erhöhte sich in dem Ausmaß, in dem solche Schuldverschreibungen von gebietsansässigen Nicht-MFIs verkauft wurden.

**Abbildung 18**  
Gegenposten zu M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Die vom Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors erworbenen Staatsanleihen stellten eine wichtige Quelle der Geldschöpfung dar (siehe Abbildung 18, insbesondere die Position „Vom Eurosystem gehaltene Schuldverschreibungen“). Innerhalb der „Inländischen Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte“ erholten sich 2015 die Kredite an den privaten Sektor allmählich, nachdem sie die Geldmengendynamik in den vergangenen Jahren am stärksten gebremst hatten. Die Nettoforderungen der MFIs im Euroraum an Gebietsfremde, d. h. das Spiegelbild der Nettoverbindlichkeiten der Nicht-MFIs im Euroraum gegenüber Gebietsfremden, die über Banken abgewickelt werden, verringerten sich im Berichtsjahr trotz des beträchtlichen Leistungsbilanzüberschusses. In den vergangenen Jahren hatte diese Position wesentlich zur Geldschöpfung beigetragen. Der Rückgang der

Nettoforderungen an Gebietsfremde war vorwiegend den Nettokapitalabflüssen bei den Wertpapieranlagen aus dem Euroraum im Rahmen des APP zuzuschreiben, das auch Portfolioumschichtungen in gebietsfremde Anlagen begünstigte.

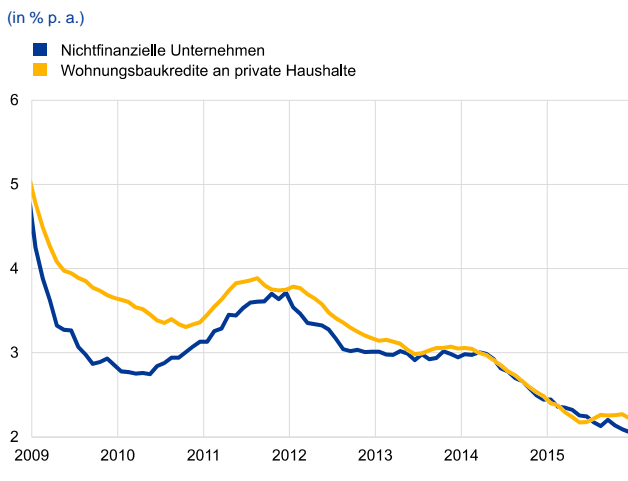
### Kreditwachstum trotz schrittweiser Erholung weiterhin schwach

Die schrittweise Erholung des Kreditwachstums hing mit der Dynamik der Kreditvergabe an den privaten Sektor zusammen (siehe Abbildung 17). Das jährliche Wachstum der MFI-Kredite an Gebietsansässige des Euroraums nahm kontinuierlich zu und lag Ende 2015 bei 2,3 %, verglichen mit -0,2 % Ende 2014. Die Belebung der Kreditvergabe betraf Ausleihungen an private Haushalte wie auch an nichtfinanzielle Unternehmen. Während aber die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte stetig anstieg, kehrte sich jene der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen erst Mitte 2015 ins Positive. Unterstützt wurde die verbesserte Kreditdynamik durch beträchtliche Rückgänge der Bankkreditzinsen, nachdem die Refinanzierungskosten der Banken dank der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB weiter gesunken waren.

Ferner zeugen die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet davon, dass Veränderungen der Kreditrichtlinien und der Kreditnachfrage die Erholung des Buchkreditwachstums begünstigten. Der Umfrage zufolge hing die wachsende Kreditnachfrage im Wesentlichen mit dem allgemein niedrigen Zinsniveau, dem gestiegenen Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen und den Aussichten für den Wohnungsmarkt zusammen. Das APP hatte hierbei einen per saldo lockernden Effekt auf die Kreditrichtlinien und insbesondere auf die Kreditbedingungen. Die Banken gaben zudem an, dass sie die zusätzliche, vom APP und von den GLRGs stammende Liquidität nutzten, um Kredite zu vergeben und um andere Finanzierungsquellen zu ersetzen. Die Kreditdynamik blieb ungeachtet dieser Verbesserungen schwach und stand weiterhin unter dem Einfluss

der verhaltenen Konjunktorentwicklung und der Konsolidierung der Bankbilanzen. Darüber hinaus wurde die Kreditvergabe in einigen Teilen des Euroraums nach wie vor durch restriktive Vergabegrundsätze belastet.

**Abbildung 19**  
Bankkreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte (gewichtet)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditzinsen (gewichtet) errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens.

### Starker Rückgang der Zinsen für Bankkredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen

Begünstigt durch den akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB, die Stärkung der Bankbilanzen und die nachlassende Fragmentierung der Finanzmärkte im Allgemeinen gingen die gewichteten Finanzierungskosten der Banken zurück und pendelten sich in der Nähe ihrer historischen Tiefstände ein. Ab Juni 2014 gaben die Banken die so entstandenen Kostenvorteile in Form von niedrigeren Kreditzinsen weiter (siehe Abbildung 19); Letztere erreichten in der

zweiten Jahreshälfte 2015 einen historischen Tiefstand. Von Anfang Juni 2014 bis Dezember 2015 verringerten sich die Bankkreditzinsen bei gewichteter Berechnung für die nichtfinanziellen Unternehmen um rund 87 Basispunkte und für die privaten Haushalte um rund 69 Basispunkte. Außerdem nahm die diesbezüglich bestehende Schwankungsbreite zwischen den einzelnen Euro-Ländern erneut ab.

## 1.6 Fiskalpolitik und Strukturreformen

Das Haushaltsdefizit des Euro-Währungsgebiets verringerte sich im Jahr 2015 erneut, was hauptsächlich der günstigen konjunkturellen Entwicklung und den niedrigeren Zinsausgaben zuzuschreiben war. Die Ausrichtung der Haushaltspolitik selbst war weitgehend neutral. Die öffentliche Schuldenquote des Euroraums ging erstmals seit acht Jahren zurück. Dennoch ist die Verschuldung nach wie vor hoch. Um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen, bedarf es weiterer Konsolidierungsanstrengungen, die jedoch wachstumsfreundlich ausgerichtet sein

müssen, damit die wirtschaftliche Erholung unterstützt wird. Zu einer Belebung des Wachstums würde auch eine raschere Umsetzung von Strukturreformen beitragen. Hier blieb das Reformtempo 2015 trotz Anstrengungen auf europäischer Ebene gering. Um die Wirtschaftserholung und das Potenzialwachstum zu stützen sowie um das Aufschließen reformschwacher Länder zu beschleunigen, bedarf es eines größeren Reformschubs im unternehmerischen und regulatorischen Umfeld sowie im Bereich der Güter- und Arbeitsmärkte.

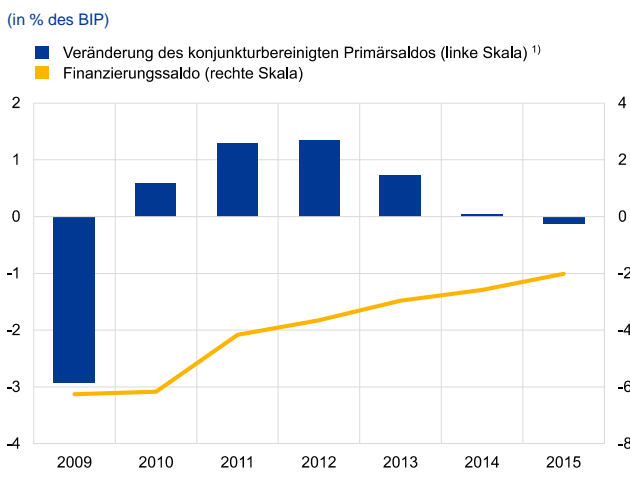
## Defizite 2015 weiter gesunken

Das Haushaltsdefizit des Euroraums sank im Jahr 2015 erneut, allerdings nicht so stark wie im Vorjahr (siehe Abbildung 20). Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 zufolge verringerte sich die gesamtstaatliche Defizitquote im Euroraum auf 2,0 % im Berichtsjahr, verglichen mit 2,6 % im Jahr 2014. Dies steht mehr oder weniger im Einklang mit der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission. Ausschlaggebend für den Rückgang des Defizits waren die günstige konjunkturelle Entwicklung und die günstigere Entwicklung der Zinskosten. Letztere hatten 2015 euroraumweit Minder- ausgaben in Höhe von rund 0,2 % des BIP zur Folge. Viele Mitgliedstaaten finanzierten damit teilweise zusätzliche Primärausgaben, anstatt wie in den

länderspezifischen Empfehlungen 2015 des ECOFIN-Rats vorgeschlagen damit den Schuldenabbau voranzutreiben. Einige Länder profitierten bei der Verbesserung der Haushaltspositionen auch davon, dass im Berichtsjahr Einmalmaßnahmen (wie etwa jene zur Stützung des Finanzsektors) ausliefen, die 2014 den Etat belastet hatten.

Der strukturelle Primärsaldo hat sich den Projektionen zufolge 2015 etwas verschlechtert. Die Kosten für staatliche Konjunkturpakete, die in einer Reihe von Ländern zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung verabschiedet wurden, überstiegen die zumeist über höhere indirekte Steuern gegenfinanzierten Konsolidierungsmaßnahmen. Insgesamt ergab sich im Berichtsjahr im Euroraum eine weitgehend neutrale fiskalpolitische Ausrichtung, wenn man die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos unter Herausrechnung der Staatshilfen für den Finanzsektor betrachtet (siehe Abbildung 20).

**Abbildung 20**  
Finanzierungssaldo und Ausrichtung der  
Haushaltspolitik



Quellen: Eurostat und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom Dezember 2015.

1) Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos bereinigt um Staatshilfen für den Finanzsektor.

Die unmittelbare Haushaltsbelastung durch die Flüchtlingszuwanderung fiel von Land zu Land sehr unterschiedlich aus – je nach Anzahl der Flüchtlinge und je nachdem, ob der betreffende Mitgliedstaat Transit- oder Zielland war; auch die jeweiligen Sozialleistungen und rechtlichen Regelungen für den Zugang zum Arbeitsmarkt spielten eine Rolle. In den primär betroffenen Ländern schlugen die



staatlichen Ausgaben im Zuge der Flüchtlingszuwanderung 2015 mit rund 0,2 % des BIP zu Buche.<sup>10</sup>

## Weitere Konvergenz der Haushaltssalden

Verglichen mit dem Niveau zum Höhepunkt der Krise verbesserten sich die Haushaltspositionen in allen Euro-Ländern, was hauptsächlich mit erheblichen strukturellen Anpassungen im Zeitraum 2010 bis 2013 zusammenhing. Die Haushaltssalden der einzelnen Euro-Länder näherten sich weiter an, wobei die meisten Länder nun ein Defizit unterhalb des Referenzwerts von 3 % des BIP ausweisen. Die Konsolidierungsfortschritte zeigten sich an der wachsenden Zahl aus dem Defizitverfahren entlassener Staaten. Im Jahr 2015 wurde das Verfahren gegen Malta eingestellt. Irland und Slowenien dürften ihr übermäßiges Defizit 2015 fristgerecht korrigiert haben, und Zypern könnte dies sogar ein Jahr vor Ablauf der Frist (Ende 2016) gelungen sein. Portugal dürfte den Referenzwert für das Defizit 2015 bedingt durch Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor überschritten haben. Die Defizitverfahren gegenüber Frankreich, Spanien und Griechenland werden voraussichtlich 2016 weiterlaufen.

## Öffentliche Schuldenquote zuletzt rückläufig

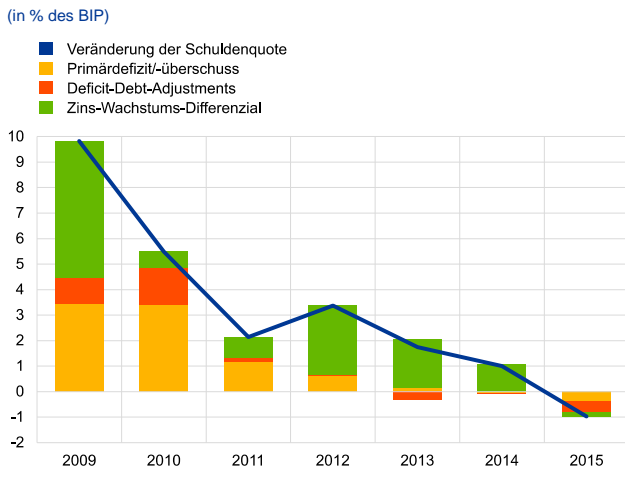
Die Verschuldung des Eurogebiets im Verhältnis zum BIP, die 2014 einen Höchststand erreicht hatte, wies im Berichtsjahr erstmals seit Ausbruch der Finanzkrise wieder einen Rückgang auf. Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2015 zufolge lag sie 2015 bei 91 %, verglichen mit 92 % im Jahr 2014. Ursächlich für die Verringerung der Schuldenlast waren die günstige Entwicklung des Zins-Wachstums-Differenzials und geringe Primärüberschüsse (siehe Abbildung 21). Schuldenstandsmindernd wirkten ferner negative Deficit-Debt-Adjustments, die unter anderem Privatisierungserlösen zuzuschreiben waren. In einigen Ländern stieg die Schuldenquote indes weiter an.

---

<sup>10</sup> Siehe Europäische Kommission, [A first assessment of the macroeconomic impact of the refugee influx](#), Kasten I.1, European Economic Forecast Autumn 2015.



**Abbildung 21**  
**Determinanten des öffentlichen Schuldenstands**



Quellen: Eurostat und von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom Dezember 2015.

Ungeachtet des Schuldenrückgangs im Euroraum insgesamt ist der öffentliche Schuldenstand in einer Reihe von Euro-Ländern nach wie vor hoch. Mit Blick auf die erheblichen langfristigen Herausforderungen, die sich aus der Bevölkerungsalterung und den steigenden Ausgaben im Gesundheitswesen und in der Langzeitpflege ergeben, ist es umso wichtiger, die Risiken für die Schuldenragfähigkeit einzudämmen. Die Europäische Kommission rechnet in ihrem 2015 veröffentlichten Bericht über die Bevölkerungsalterung mit einem Anstieg der gesamten alterungsbedingten Kosten von 26,8 % des BIP im Jahr 2013 auf 28,3 % des BIP im Jahr 2060. Ausschlaggebend hierfür sind demografische Faktoren, die nahezu eine Verdoppelung des Altenquotienten, d. h. des Anteils der über 64-Jährigen im Verhältnis zur erwerbsfähigen Bevölkerung (Personen zwischen 15 und 64 Jahren), auf mehr als 50 % bis zum Jahr 2060 bewirken dürften.

Bei der Interpretation dieser Projektionen ist zu beachten, dass sie teilweise auf äußerst günstigen gesamtwirtschaftlichen und demografischen Annahmen beruhen und daher mit erheblichen Risiken behaftet sind.<sup>11</sup> Die Europäische Kommission hat in ihrem Tragfähigkeitsbericht 2015 ebenfalls auf beträchtliche mittel- und langfristige Risiken in einigen Euro-Ländern hingewiesen, sofern keine weiteren Maßnahmen ergriffen würden. Zudem zeigt der Bericht, wie wichtig für die Länder mit derzeit hohem Schuldenstand die Einhaltung sämtlicher Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) ist, damit sie ihre Schuldenquote konstant halten oder sogar verringern können.

### Weiterer Konsolidierungsbedarf in mehreren Ländern

Im Jahr 2015 standen viele Staaten vor der Herausforderung, ihre Fiskalpolitik so auszurichten, dass sie – unter Einhaltung aller Vorgaben des SWP – ihr hohes Schuldenniveau senken, ohne dabei den wirtschaftlichen Aufschwung zu beeinträchtigen. Mehrere Euro-Länder blieben 2015 weit hinter der im SWP geforderten Haushaltsanpassung zurück bzw. werden auch weiterhin erhebliche Konsolidierungslücken aufweisen, sodass zusätzliche fiskalische Anstrengungen notwendig sind. Am 17. November 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre Bewertung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2016 im Hinblick auf die

<sup>11</sup> Siehe EZB, [Bericht über die Bevölkerungsalterung 2015: Wie hoch werden die alterungsbedingten Kosten in Europa sein?](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

Erfüllung der Vorgaben des SWP.<sup>12</sup> Dabei stellte die Kommission fest, dass nur 5 von insgesamt 16 Haushaltsplanungen den Anforderungen des SWP vollständig genügten, nämlich die Haushaltsplanung Deutschlands, Estlands, Luxemburgs, der Niederlande und der Slowakei. In 7 Ländern (Belgien, Irland, Frankreich, Lettland, Malta, Slowenien und Finnland) wurde eine weitgehende Einhaltung des SWP festgestellt, da zwar das Defizitziel, jedoch nicht die geforderte strukturelle Anpassung erreicht werden dürfte. In 4 Fällen (Spanien, Italien, Litauen und Österreich) sah die Kommission die Gefahr einer Nichteinhaltung des SWP gegeben.

Am 23. November appellierte die Euro-Gruppe an jene Länder, die Gefahr laufen, gegen den SWP zu verstoßen, die notwendigen zusätzlichen Schritte zur Beseitigung der von der Kommission festgestellten Risiken zu unternehmen.

Es ist von entscheidender Bedeutung, dass die Konsolidierungsmaßnahmen wachstumsunterstützend gestaltet sind. Diesbezüglich stellen Ausgabenüberprüfungen ein vielversprechendes Instrument dar, um staatliche Leistungen zu identifizieren, die nicht unbedingt zu Wohlfahrtsgewinnen führen. Auf der Einnahmenseite sind als wichtige Reformbereiche in mehreren Ländern eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der Steuersysteme und Maßnahmen zur Eindämmung der Steuerhinterziehung zu nennen. Insbesondere eine Verringerung der Abgabenlast auf den Faktor Arbeit kann positive Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung haben.

## Umsetzung von Strukturreformen auch 2015 schleppend

Während sich auch 2015 die wirtschaftliche Erholung – wenngleich mit unterschiedlichem Tempo – in den einzelnen Euro-Ländern fortsetzte, wurden im Allgemeinen nur begrenzte Anstrengungen zur Verbesserung der angebotsseitigen Faktoren und Erhöhung der Belastbarkeit der Wirtschaft unternommen. Wie bereits im Vorjahr verlief die Umsetzung von Strukturreformen weiterhin schleppend, obschon die im Europäischen Semester 2015 eingeführten Änderungen darauf ausgerichtet waren, die Identifikation mit den Reformen zu stärken und die Umsetzungsbemühungen zu unterstützen. Die Reformanstrengungen in den einzelnen Politikbereichen konzentrierten sich darauf, Rahmenbedingungen (insbesondere für Insolvenzen) zu verbessern, die Wirksamkeit aktiver arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen zu erhöhen und die Abgabenlast auf den Faktor Arbeit zu verringern. Geringere Anstrengungen gab es indes beim Abbau von Hemmnissen und bei der Steigerung des Wettbewerbs in geschützten Dienstleistungssektoren, bei den Reformen in der öffentlichen Verwaltung und bei der Erhöhung der Lohnflexibilität.

---

<sup>12</sup> Für eine Analyse der Bewertung der Europäischen Kommission siehe: EZB, [Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2016](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.






Tabelle 1 gibt einen Überblick über den Umsetzungsfortschritt bezüglich der länderspezifischen Empfehlungen 2015. Sie macht deutlich, dass vielfach nur begrenzte Fortschritte erzielt wurden. Im Euroraum insgesamt war die Umsetzung überaus schwach; in Deutschland, Litauen, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich und der Slowakei wurden in den meisten Bereichen begrenzte Fortschritte verzeichnet. Unter den Euro-Ländern, in denen die Europäische Kommission 2015 übermäßige Ungleichgewichte festgestellt hatte, erzielte Italien etwas bessere Umsetzungsergebnisse als Portugal und Frankreich.

**Tabelle 1**

Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen für 2015 – Bewertung durch die Europäische Kommission

Reformempfehlungen	BE	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
1	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
2	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
4	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
5	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
6	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange

	= vollständige Umsetzung
	= substantielle Fortschritte
	= einige Fortschritte
	= begrenzte Fortschritte
	= keine Fortschritte

Quelle: Europäische Kommission, Länderberichte 2016.

Anmerkung: Der Umsetzungsfortschritt der länderspezifischen Empfehlungen 2015 wird anhand der folgenden Kategorien beurteilt: Keine Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat keine Maßnahmen zur Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen angekündigt bzw. ergriffen. Diese Kategorie trifft auch dann zu, wenn ein Mitgliedstaat mögliche Maßnahmen im Rahmen einer Studie prüfen lässt. Begrenzte Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat einige Maßnahmen zur Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen angekündigt, diese erscheinen jedoch unzureichend bzw. in ihrer Umsetzung gefährdet. Einige Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen zur Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen angekündigt bzw. ergriffen. Diese Maßnahmen sind erfolgversprechend, wurden aber noch nicht alle umgesetzt und eine Umsetzung ist nicht in jedem Fall sicher. Substantielle Fortschritte: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen beschlossen, die zum Großteil umgesetzt wurden. Diese Maßnahmen tragen wesentlich zur Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen bei. Vollständige Umsetzung: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen, die die länderspezifischen Empfehlungen in geeigneter Weise umsetzen, beschlossen und umgesetzt. Die grauen Schattierungen bezeichnen Reformen im Zusammenhang mit der Erfüllung der Vorgaben des SWP, die im Länderbericht nicht beurteilt wurden. Zypern und Griechenland waren nicht Teil des Europäischen Semesters 2015, da sie wirtschaftliche Anpassungsprogramme umzusetzen hatten und deshalb keine länderspezifische Empfehlungen erhielten.

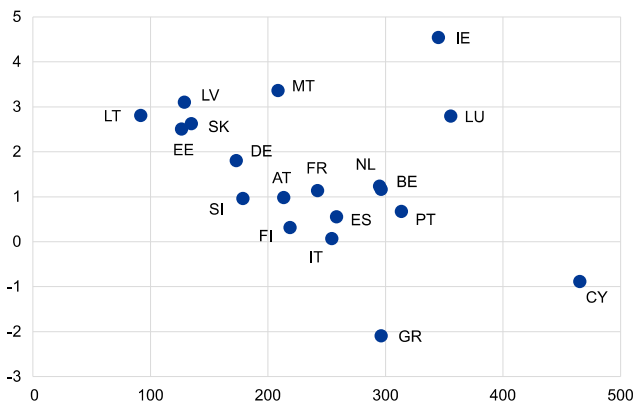
## Nachhaltige Belebung des Wirtschaftswachstums erfordert eine Forcierung von Strukturreformen

Bei Strukturreformen zur Erhöhung der Belastbarkeit der Wirtschaft und Verbesserung der langfristigen Wachstumsaussichten haben einige Euro-Länder aufgrund der schleppenden Umsetzung noch immer deutlichen Aufholbedarf, was für das unternehmerische und regulatorische Umfeld ebenso gilt wie für die Güter- und Arbeitsmärkte. Dieser Aufholbedarf verdeutlicht das Potenzial, das sich durch Einleitung entsprechender Strukturreformen heben ließe. Da viele Volkswirtschaften noch ein gutes Stück von Best-Practice-Lösungen entfernt sind, könnte ein hoher Nutzen aus Strukturreformen gezogen werden. So findet sich im „Doing Business“-Jahresbericht der Weltbank nur ein einziges Euro-Land unter den zehn unternehmerfreundlichsten Ländern der Welt. In Anbetracht des nachlassenden Reformeifers in den Jahren 2014 und 2015 bedarf es eines umso größeren Reformschubs, um die konjunkturelle Erholung zu unterstützen und das Potenzialwachstum zu stärken. Dieser Reformschub könnte durch eine stärkere

Steuerung von Strukturreformen unterstützt werden. Außerdem wäre es hilfreich, wenn sich die Staaten des Eurogebiets verpflichten, das Niedrigzinsumfeld zu nutzen, um echte Strukturreformen auf den Weg zu bringen.

## Abbildung 22 Durchschnittliches Potenzialwachstum und Verschuldung im öffentlichen und privaten Sektor

(x-Achse: konsolidierte Verschuldung des öffentlichen und privaten Sektors im zweiten Quartal 2015, in % des BIP;  
y-Achse: durchschnittliches Potenzialwachstum, 2016–17)



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.

Das niedrige Produktivitätswachstum, die hohen Arbeitslosenquoten und teilweise erhebliche Bestandsungleichgewichte, wie z. B. eine hohe Verschuldung bei einer negativen Nettoauslandsposition, gefährden eine nachhaltige Konjunkturerholung und erfordern politisches Handeln (siehe Abbildung 22). Schätzungen mehrerer internationaler Organisationen (z. B. der Europäischen Kommission, des IWF und der OECD) deuten darauf hin, dass das Wachstum der totalen Faktorproduktivität während der nächsten drei bis fünf Jahre in den meisten Euro-Ländern weiterhin unter 1 % liegen wird. Strukturreformen können – sofern sie glaubwürdig, wohl überlegt und gut durchdacht sind – binnen kurzer Zeit positive Effekte entfalten (etwa durch eine Stärkung des Vertrauens) und somit den konjunkturellen Aufschwung unterstützen.<sup>13</sup> In vielen Mitgliedstaaten ist im Bereich der Güter- und Arbeitsmärkte sowie in Bezug auf das

unternehmerische und regulatorische Umfeld nach wie vor Reformbedarf gegeben.

Die bisherigen Erfahrungen haben gezeigt, dass die Herausforderungen bei der Reformumsetzung je nach Politikbereich unterschiedlich hoch sind. Dies ist möglicherweise auch eine Erklärung dafür, dass die Umsetzung von Reformen am Gütermarkt schleppender verläuft als in anderen Bereichen wie etwa am Arbeitsmarkt. Gütermarktreformen, die eine Öffnung bislang geschützter Sektoren bewirken, können jedoch viel dazu beitragen, dass die Wirtschaft im Euroraum anpassungsfähiger wird. Der Wettbewerb in zugangsbeschränkten Berufen im Einzelhandel und in den Netzwerkindustrien muss durch weitreichende Reformen erhöht werden, denn offene und wettbewerbsfähige Märkte sind die Voraussetzung für einen effizienteren Ressourceneinsatz und eine Belebung der bislang sehr verhaltenen Investitionstätigkeit. Zur Förderung einer effizienten Ressourcenallokation und von Investitionen könnten auch der Abbau bürokratischer Hemmnisse für Unternehmen, ein effizienteres Justizsystem, ein verbessertes regulatorisches Umfeld sowie die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Insolvenzen und der Ausbau des Abwicklungsinstrumentariums beitragen. Darüber hinaus bestehen erhebliche Unterschiede in Bezug auf die Funktionsfähigkeit der Arbeitsmärkte in

<sup>13</sup> Zur positiven kurzfristigen BIP-Entwicklung im Eurogebiet siehe: D. Anderson, B. Barkbu, L. Lusinyan und D. Muir, [Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth](#), Jobs and Growth: Supporting the European Recovery, IWF, 2013.

den einzelnen Euro-Ländern. Es müssen weiterhin Maßnahmen ergriffen werden, um die Qualität des Arbeitskräfteangebots zu steigern und den Wechsel aus der Arbeitslosigkeit oder Nichterwerbstätigkeit in eine Beschäftigung zu erleichtern. Zudem muss durch eine Anpassung der Arbeitsmarktgesetze ein ausgewogeneres Verhältnis zwischen Flexibilität und Sicherheit geschaffen werden.<sup>14</sup>

Nach der Veröffentlichung des Berichts der fünf Präsidenten wurden Schritte unternommen, um die Reformumsetzung voranzutreiben und die Identifikation mit den Reformen zu stärken. So regte die Europäische Kommission eine Ratsempfehlung zur Einrichtung von nationalen Ausschüssen für Wettbewerbsfähigkeit in allen Euro-Ländern an. Die Arbeit dieser Ausschüsse könnte zu einem besseren Verständnis der Faktoren führen, die die Wettbewerbsfähigkeit in den einzelnen Euro-Ländern sowie im Euroraum insgesamt beeinflussen. Inwieweit und in welcher Form diese Gremien dazu beitragen werden, die Umsetzung von Reformen zu beschleunigen, hängt allerdings von ihrem Mandat und von ihrer Unabhängigkeit ab.<sup>15</sup>

## 2 Geldpolitik in schwierigen Zeiten

### 2.1 Angesichts der Inflationsaussichten musste die EZB erneut entschlossen handeln

Anfang Januar 2015 nahm der EZB-Rat abermals eine umfassende Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Wirkung der seit Mitte 2014 gesetzten geldpolitischen Impulse vor. In einem Umfeld, das nach wie vor von einer deutlichen Unterauslastung der Wirtschaft und einer schwachen Geldmengen- und Kreditentwicklung geprägt war, war die Inflationsdynamik schwächer als erwartet geblieben. Infolge dieser Bedingungen waren marktbasierende Messgrößen der Inflationserwartungen für unterschiedliche Zeithorizonte gesunken, und die meisten Indikatoren für die tatsächliche wie auch die erwartete Inflation befanden sich auf oder unweit von historischen Tiefständen. Der EZB-Rat sah darin ein erhöhtes Risiko, dass die Inflation übermäßig lange auf einem niedrigen Niveau bzw. sogar im negativen Bereich bleiben könnte. Die bislang ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen – insbesondere die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), das Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) und das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)

---

<sup>14</sup> Siehe EZB, [Strukturreformen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets: Fortschritte und Wirkungspotenzial](#), Wirtschaftsbericht 2/2015, März 2015.

<sup>15</sup> Siehe die Mitteilung der Europäischen Kommission vom 21. Oktober 2015 über die [Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion](#) sowie EZB, [Einrichtung nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit als Schritt auf dem Weg zu einer echten Wirtschaftsunion](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

zusammen mit der schon zuvor eingeführten Forward Guidance – übten bereits einen zufriedenstellenden Einfluss auf die Wirtschaft aus, und die Kreditkosten des privaten Sektors waren seit den Sommermonaten eindeutig rückläufig. Allerdings ließ die zunehmende Abweichung der tatsächlichen wie auch der erwarteten Inflationsentwicklung von Inflationsraten, die mit dem mittelfristigen Preisstabilitätsziel des EZB-Rats im Einklang stehen, darauf schließen, dass die quantitative Wirkung dieser Maßnahmen auf die Bilanz des Eurosystems und somit auf die geldpolitische Ausrichtung offensichtlich zu gering war, um die Inflation mittelfristig wieder näher an die 2 %-Marke heranzubringen. Vor diesem Hintergrund waren konsequente geldpolitische Maßnahmen geboten.

Da die Leitzinsen an bzw. nahe an der effektiven Leitzinsuntergrenze waren, beschloss der EZB-Rat am 22. Januar, das im Oktober 2014 angelaufene Programm zum Ankauf von Vermögenswerten auszubauen, d. h., auch auf Euro lautende Investment-Grade-Wertpapiere mit einzubeziehen, die von Regierungen der Euro-Länder, im Euroraum ansässigen staatsnahen Unternehmen oder europäischen Institutionen aufgelegt wurden. Im Rahmen dieses erweiterten Ankaufprogramms (APP) sollten monatlich Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors in Höhe von insgesamt 60 Mrd € erworben werden. Die Sekundärmarktankäufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch das Eurosystem starteten im März 2015. Sie sollen bis Ende September 2016 bzw. jedenfalls so lange fortgeführt werden, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung festzustellen ist, die im Einklang mit dem Ziel des EZB-Rats steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen. Außerdem wurde beschlossen, die sechs verbleibenden GLRGs anders als die ersten zwei ohne einen Aufschlag von 10 Basispunkten auf den Hauptrefinanzierungssatz durchzuführen.

Zusammen mit dem Negativzinssatz auf die Einlagefazilität brachten das APP und die GLRGs konkrete Ergebnisse, insbesondere eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für Firmen – darunter auch kleine und mittlere Unternehmen – und private Haushalte (siehe Kapitel 1 Abschnitt 1.2). Zum einen belebten diese Maßnahmen die Kreditnachfrage, indem sie Kredite für die Wirtschaft günstiger machten. Zum anderen stützten sie das Kreditangebot, weil sich die Banken aufgrund der Schmälerung der risikobereinigten Rendite, die sie im Wertpapiergeschäft erzielen können, im Sinne der Diversifizierung vermehrt im Kreditgeschäft engagieren. Infolgedessen steigt der Konsum kräftiger, was sich wiederum in höheren realen BIP-Wachstums- und Inflationsraten niederschlägt (siehe Kasten 6).

Aufgrund der verstärkten geldpolitischen Impulse, des gestiegenen Vertrauens in die Wirtschaft und der positiven Effekte der niedrigen Energiepreise auf das verfügbare Einkommen gewann die Konjunktur in der ersten Jahreshälfte an Schwung. Die Inflationserwartungen erholten sich spürbar von den Tiefständen, die sie in den Wochen vor dem Januar-Entscheid erreicht hatten.

Ab Juni und im Großteil des dritten Quartals verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen und das Vertrauen in die Wirtschaftslage jedoch wieder, da sich die Finanzmärkte zunächst infolge der schwierigen Verhandlungen rund um das Hilfspaket für Griechenland volatiler zeigten und vor allem auch, weil die Bedenken hinsichtlich der Weltwirtschaftslage nicht nur weiter bestanden, sondern noch

zunahmen. Zusammen mit der schwachen Auslandsnachfrage wirkte sich dieser Vertrauensschwund negativ auf das Tempo des Konjunkturaufschwungs aus, das im dritten Quartal zurückging. Zugleich dämpfte der neuerliche Abwärtstrend bei der importierten Inflation, der mit dem Konjunkturéinbruch in einer Reihe wichtiger aufstrebender Volkswirtschaften in Zusammenhang stand, das schrittweise Anziehen der Inflation und die Aussicht auf die mittelfristige Normalisierung der Inflationsrate.

Insgesamt wurden im Lichte der Entwicklungen im Lauf des Sommers 2015 die Basisszenarien für Wachstum und Inflation in den von Experten der EZB und des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen deutlich nach unten korrigiert (siehe Tabelle 2). Zudem wurden die Abwärtsrisiken der Projektionen höher als zuvor angesetzt, vor allem angesichts der Unsicherheit über die Weltwirtschaftslage, aber auch angesichts der erhöhten Volatilität an den Finanz-, Devisen- und Rohstoffmärkten. Unter diesen Umständen und unter Berücksichtigung der aktuellen Datenlage, insbesondere der Implikationen der Kurskorrektur an den Finanzmärkten für die geldpolitische Ausrichtung, kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass sich die Entscheidung für oder gegen die Notwendigkeit einer weiteren Lockerung nicht hinreichend absichern ließ. Daher kündigte der EZB-Rat bei der geldpolitischen Sitzung im Oktober eine umfassende Analyse der Stärke und der Persistenz der Faktoren an, die die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau von mittelfristig unter, aber nahe 2 % verlangsamen. Danach würde er bei der für Dezember anberaumten Sitzung den Grad der geldpolitischen Lockerung und die Wirkung der eingesetzten geldpolitischen Instrumente bzw. die Notwendigkeit zusätzlicher Maßnahmen erneut beurteilen. Die nach der Oktober-Sitzung kommunizierten Informationen zogen substantielle Finanzmarktreaktionen nach sich und brachten eine Rückkehr zu einem kreditfreundlicheren Klima, wie Anfang 2015, als das erweiterte APP gestartet worden war.

**Tabelle 2**  
Entwicklung der von Experten der EZB bzw. des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

Projektionen/Horizont	BIP, real			HVPI		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Dezember 2014	1,0	1,5		0,7	1,3	
März 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
Juni 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
September 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,1	1,7
Dezember 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6

Quelle: Eurosystem.

Letztlich beschloss der EZB-Rat bei seiner Sitzung Anfang Dezember mit Blick auf das Preisstabilitätsziel eine Nachjustierung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses. Die von Experten des Eurosystems im Dezember 2015 erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, die bis zu einem gewissen Grad die günstige Finanzmarktentwicklung seit der geldpolitischen Sitzung im Oktober widerspiegeln, deuteten darauf hin, dass es sehr wahrscheinlich länger als zunächst vermutet dauern wird, bis die Inflation wieder ein Niveau erreicht hat, das nach Ansicht des EZB-Rats hinreichend nahe bei 2 % liegt, und dass sich die Abwärtsrisiken für die

Inflationsaussichten vergrößert hatten. Während die schwachen Rohstoffpreise zur niedrigen Inflation beitrugen, war davon auszugehen, dass die deutliche Unterauslastung der Wirtschaft und die schwierige Weltwirtschaftslage weiterhin den Inlandspreisdruck schmälern würden. Daher waren weitere geldpolitische Maßnahmen



vonnöten, um das Risiko von Zweitrundeneffekten abzuwenden und mittelfristig die Rückkehr zu Inflationsraten auf ein Niveau unter, aber nahe 2 % zu sichern.

Die Sitzung des EZB-Rats im Dezember 2015 brachte folgende Beschlüsse:

a) Senkung des Einlagenzinssatzes um 10 Basispunkte auf -0,30 % (unter Belassung des Hauptrefinanzierungs- und des Spitzenrefinanzierungssatzes bei 0,05 % bzw. 0,30 %); b) Verlängerung der Wertpapierankäufe im Rahmen des APP um monatlich 60 Mrd € über die angedachte Frist hinaus bis Ende März 2017 bzw. gegebenenfalls darüber hinaus und jedenfalls so lange, bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung festzustellen ist, die im Einklang mit dem Ziel des EZB-Rats steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen; c) laufende Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des APP angekaufte Wertpapiere, solange erforderlich; d) Aufnahme marktfähiger Euro-Schuldtitle regionaler und lokaler Gebietskörperschaften im Euroraum in die Verzeichnisse notenbankfähiger Werte der einzelnen nationalen Zentralbanken; und e) Fortführung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung so lange wie erforderlich, jedenfalls bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode für 2017.

Zweck der neuen Maßnahmen war es, weiterhin für günstige Finanzierungsbedingungen zu sorgen und den Effekt der seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen, die den Kreditzugang deutlich erleichtert haben, weiter zu stärken. Die Maßnahmen sollten auch die Dynamik der wirtschaftlichen Erholung des Euroraums stützen und seine Widerstandsfähigkeit gegenüber globalen Schocks für die Wirtschaft stärken.

Insbesondere die Verlängerung der Frist, innerhalb der das Eurosystem netto Vermögenswerte im Rahmen des APP ankaufen wird, auf Ende März 2017 und die Entscheidung, Tilgungszahlungen für fällig werdende Wertpapiere so lange wie notwendig neu zu investieren, dürften gegenüber der Fortschreibung des zunächst eingeschlagenen Kurses die bereitgestellte Liquidität bis 2019 um weitere 680 Mrd € erhöhen. Dies wird die Forward Guidance der EZB zu den Zinssätzen stärken und dafür sorgen, dass die Liquiditätslage langfristig sehr konjunkturfreundlich bleibt.

Der EZB-Rat hat die Entwicklung der Wirtschafts- und Finanzlage stets im Blick. Der EZB-Rat hat auch klargestellt, dass er, sollte eine Veränderung der aktuellen Situation neuerliche geldpolitische Maßnahmen erfordern, willens und in der Lage ist, das komplette Instrumentarium, das ihm kraft seines Mandats zur Verfügung steht, einzusetzen, um dafür zu sorgen, dass die Inflationsrate zügig auf den Zielpfad zurückkehrt. Insbesondere hat der EZB-Rat auch darauf verwiesen, dass das APP ausreichend Flexibilität in Bezug auf die Anpassung des Ausmaßes, der Struktur und der Dauer der Ankäufe bietet.

## Kasten 6

### Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft

---

Die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen haben sich deutlich auf die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets ausgewirkt.<sup>16</sup> Die Impulse haben zu einer erheblichen Lockerung der Kreditkonditionen geführt und die Erholung der Euroraum-Wirtschaft wesentlich begünstigt. Dies wiederum hat dazu beigetragen, die Disinflation zu stoppen und die Inflationsraten näher an den angepeilten Zielwert von unter, aber nahe 2 % heranzubringen. Dieser Kasten bietet einen Überblick über die Übertragung der geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf die Wirtschaft.<sup>17</sup>

Die Übertragung lief über eine Reihe von Kanälen.<sup>18</sup> Erstens haben die Sondermaßnahmen die Kreditkonditionen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte gelockert, indem sie die Refinanzierungsbedingungen der Banken verbesserten und die Kreditvergabe förderten. Damit schufen sie Anreize für Kreditaufnahme und Investitions- und Konsumausgaben (direkter Weitergabekanal). Zweitens sind die Renditen für eine breite Palette von Vermögenswerten gesunken, d. h., die Impulse wurden auf breiterer Basis auf die Realwirtschaft übertragen (Portfolioumschichtungskanal). Drittens hat der Einsatz von Sondermaßnahmen, insbesondere solcher mit erheblichen Auswirkungen auf die Zentralbankbilanz, das Bekenntnis der EZB zu ihrem Preisstabilitätsmandat unterstrichen (Signalisierungskanal).

#### Auswirkung auf Finanzanlagen mit Benchmark-Charakter

Die Auswirkungen der seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen auf die Finanzmärkte sind das erste Glied in der Übertragungskette der geldpolitischen Impulse auf die Realwirtschaft und letztlich auf die Inflation.<sup>19</sup> Zusammen mit dem negativen Einlagenzinssatz führten die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) in vielen verschiedenen Finanzmarktsegmenten zu einer deutlichen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen. So wurden insbesondere die Staatsanleiherenditen durch den Ankauf von Wertpapieren und über den Portfolioumschichtungskanal gedrückt. In Kombination mit der Forward Guidance trugen die Ankäufe der EZB zu einer Verringerung des durchschnittlichen Durationsrisikos im Portfolio des privaten Sektors bei, was wiederum dazu führte, dass die für längerfristige Kreditverträge zu zahlende Laufzeitprämie sank. Außerdem führten Übertragungseffekte auf andere, nicht im Fokus des APP stehende Vermögenswerte, wie Anleihen von Finanzinstituten und nichtfinanziellen Unternehmen, dazu, dass die Kreditspreads im selben Zeitraum deutlich zurückgingen. Solche Übertragungseffekte haben zusammen mit niedrigeren Diskontsätzen

<sup>16</sup> Siehe auch C. Altavilla, C. Carboni und R. Motto, Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1864, November 2015.

<sup>17</sup> Eine umfassendere Analyse findet sich in EZB, Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015, und in der darin zitierten Literatur.

<sup>18</sup> Einzelheiten finden sich in EZB, Die Rolle der Zentralbankbilanz in der Geldpolitik, Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

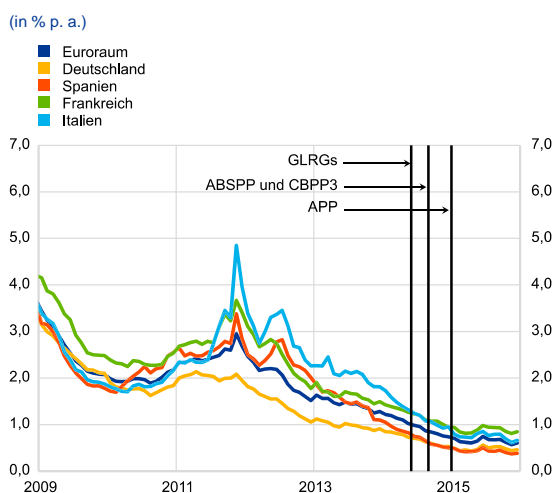
<sup>19</sup> Einzelheiten und auf Ereignisstudien basierende Erkenntnisse finden sich in EZB, Die Transmission der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015, insbesondere in Kasten 2.

aufgrund rückläufiger Anleiherenditen auch dazu beigetragen, dass die Aktienkurse nach oben getrieben wurden. Die Aussicht auf geldpolitische Maßnahmen sowie deren Ankündigung und Umsetzung, einschließlich der dreimaligen Herabsetzung des Einlagenzinssatzes seit Mitte 2014, waren darüber hinaus für den Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro mitverantwortlich: Investoren zogen nämlich Geld aus festverzinslichen Anlagen im Eurogebiet mit niedrigeren Renditen ab und schichteten es in Anlagen mit höheren Renditen außerhalb des Eurogebiets um.

## Marktbasierte Refinanzierungskosten der Banken

### Abbildung A

Kosten der Finanzierung über Bankeinlagen und Anleihen (gewichtet)



Quellen: EZB, Merrill Lynch Global Index und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Dargestellt ist der Durchschnitt der Einlagensätze im Neugeschäft und der Kosten der Fremdfinanzierung am Markt, gewichtet anhand der jeweiligen Bestände. Die senkrechten Linien kennzeichnen die Zeitpunkte, zu denen jeweils Maßnahmen angekündigt wurden.

Dank der geldpolitischen Maßnahmen können sich die Banken zu deutlich günstigeren Kosten am Markt refinanzieren, was in einer auf Banken gestützten Wirtschaft ein wichtiger Teil des Transmissionsprozesses ist. Zum einen sind die niedrigeren Refinanzierungskosten ein direkter Effekt der geldpolitischen Maßnahmen, weil teurere und kürzer laufende Darlehen durch GLRG-Mittel ersetzt werden konnten. Zum anderen wurden indirekt auch die mittel- bis langfristigen Renditen diverser Finanzanlagen (darunter auch Mittel, über die sich die Banken refinanzieren) deutlich gedrückt. Dank dessen sind die Finanzierungsbedingungen insgesamt günstiger geworden, wovon die Banken unabhängig vom Ausmaß, in dem sie sich beim Eurosystem refinanzierten (inklusive GLRGs), profitiert haben, wie der deutliche Rückgang der (gewichteten) Fremdfinanzierungskosten der Banken im gesamten Euroraum zeigt (siehe Abbildung A).<sup>20</sup>

## Kreditvergabebedingungen der Banken

Zusammen mit dem stärkeren Wettbewerb zwischen den Kreditgebern<sup>21</sup> verbesserten die deutlich günstigeren Refinanzierungsbedingungen der Banken die Transmission der geldpolitischen

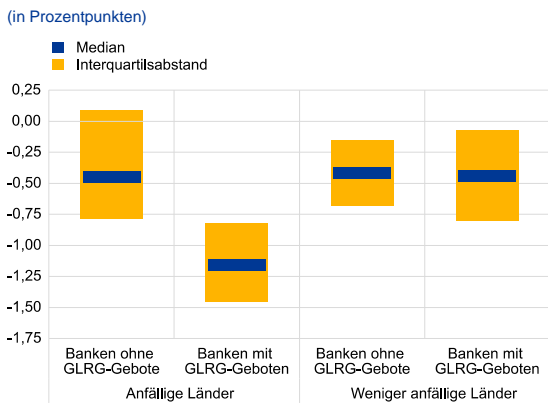
<sup>20</sup> Die Bedeutung der Sondermaßnahmen der EZB als eine treibende Kraft dieser Entwicklungen wird durch die Angaben der Banken in der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet bestätigt. In der Umfrage vom Juli 2015 gab etwa ein Viertel der Befragten an, dass die GLRGs zur Lockerung der Bedingungen für den Zugang zur Marktfinanzierung beigetragen haben. Der positive Effekt zeigt sich im Fall des APP noch umfassender: fast die Hälfte der Banken, die sich an der Umfrage im April 2015 beteiligten, nannten einen positiven Effekt auf die Finanzierungsbedingungen am Markt.

<sup>21</sup> Befragt nach den wichtigsten Bestimmungsfaktoren ihrer Kreditvergabebedingungen nannten die Banken Wettbewerbsfaktoren als Hauptgrund der Lockerung ihrer Kreditstandards für Unternehmenskredite.

Maßnahmen der EZB auf die Kreditkonditionen der Banken und reduzierten die Fragmentierung zwischen den Euro-Ländern.

Vor den Maßnahmen, die seit Juni 2014 ergriffen wurden, hatte sich der Großteil der EZB-Leitzinssenkungen – insgesamt 125 Basispunkte von September 2011 bis Juni 2014 – nur zum Teil und nicht linear im Rückgang des Mediankreditzinses niedergeschlagen. Seit dem Frühjahr 2014 haben die Maßnahmen der EZB zu einem erheblichen Rückgang der Bankkreditzinsen beigetragen: Während die EZB-Leitzinsen von Juni bis September 2014 um 20 Basispunkte gesenkt wurden, verringerten sich die Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen bis Oktober 2015 um etwa 80 Basispunkte. In Gegenüberstellung zu den vor der Krise beobachteten Gesetzmäßigkeiten zeigen Schätzergebnisse von EZB-Experten, dass es einer herkömmlichen Leitzinssenkung um etwa 100 Basispunkte bedurft hätte, um die Bankzinsen für Unternehmenskredite in einem vergleichbaren Ausmaß zu beeinflussen. Dies zeigt, dass das APP und die GLRGs die Übertragung des geldpolitischen Kurses der EZB auf die Realwirtschaft positiv beeinflusst haben.

**Abbildung B**  
Entwicklung der Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Abbildung bezieht sich auf den Zeitraum von Juni 2014 bis Juli 2015. In der Gruppe der „anfälligen Länder“ gibt es 10 Banken, die keine Gebote in GLRG-Tenderverfahren abgaben, und 49 Banken, die solche Gebote abgaben. In der Gruppe der „weniger anfälligen Länder“ steht das Verhältnis der Banken, die keine Gebote in GLRG-Verfahren abgaben, zu den Bieterbanken bei 71 zu 43.

Die Übertragung des geldpolitischen Kurses auf die Realwirtschaft hat sich insbesondere in den von der Krise am meisten betroffenen Ländern verbessert, was auf einen Rückgang der Fragmentierung der Märkte hindeutet. So gingen die Kreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen im Zuge der seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen in den größten und von der Krise am meisten betroffenen Ländern am stärksten zurück (um rund 110 bis 140 Basispunkte). Dies lässt sich zum Teil mit den Effekten der GLRGs erklären, weil die in den betreffenden Ländern angesiedelten Banken, die sich zumindest an einem der ersten vier GLRGs beteiligten, ihre Kreditzinsen im Durchschnitt stärker senkten als Banken, die sich nicht daran beteiligten (siehe Abbildung B). In anderen Ländern hingegen hatte die Beteiligung an GLRGs offensichtlich keinen systematischen Effekt auf die Bankkreditzinsen, vor allem weil sich in diesen

Ländern die Weitergabe der Leitzinsänderungen weitgehend im Rahmen der bisher beobachteten Gesetzmäßigkeiten bewegte.<sup>22</sup> Insgesamt unterstreichen die Analysen von EZB-Experten, dass sowohl der direkte Effekt der GLRGs als auch der indirekte Effekt der GLRGs und des APP auf die Anleiherenditen zum beobachteten Kreditzinsrückgang beigetragen haben. Der indirekte Effekt

<sup>22</sup> Im Zuge der Kurskorrektur bei Anleihen von April bis Juni 2015, d. h. aufgrund der Verteuerung der marktbasierter Finanzierung, stieg allerdings auch unter Banken in anderen Ländern die Nachfrage nach GLRGs. Die Verschlechterung der Konditionen für marktbasierter Finanzierungen dürfte die Banken dadurch weniger stark betroffen haben.

wurde dadurch verstärkt, dass sich die niedrigeren langfristigen Renditen günstig auf die Konjunkturaussichten und somit auf die in den Kreditzinsen eingebettete Bonitätskomponente auswirkten.

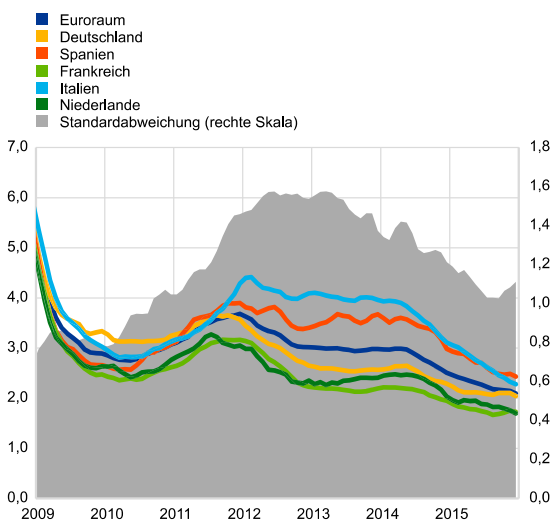
## Kreditvolumen

Die GLRGs und das APP brachten günstigere Kreditvergabe- und -aufnahmekonditionen, was dazu beitrug, dass die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte wieder schrittweise anzog (siehe Abbildung C und D sowie Kapitel 1 Abschnitt 1.5). Das Kreditangebot verbesserte sich mit den günstigeren Refinanzierungsbedingungen der Banken und der gestiegenen Attraktivität der Kreditvergabe, da gemessen an der risikobereinigten Rendite das Pendel aufgrund rückläufiger Staatsanleiherenditen wieder zugunsten der Kredite ausschlug.<sup>23</sup> Zugleich wurde die Kreditnachfrage durch die niedrigeren Kreditzinsen, Vergünstigungen bei den Kreditvergabekonditionen und den erhöhten Finanzierungsbedarf für Investitionszwecke weiter belebt.

### Abbildung C

Bankkreditzinsen für nichtfinanzielle Unternehmen (gewichtet)

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



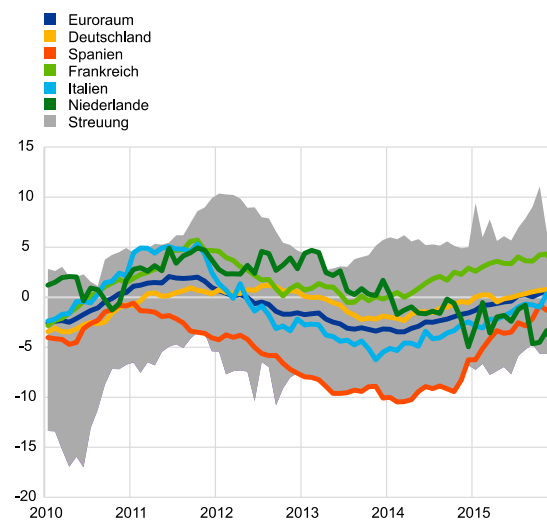
Quelle: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die letzten Angaben beziehen sich auf Oktober 2015.

### Abbildung D

MFI-Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen in ausgewählten Euro-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

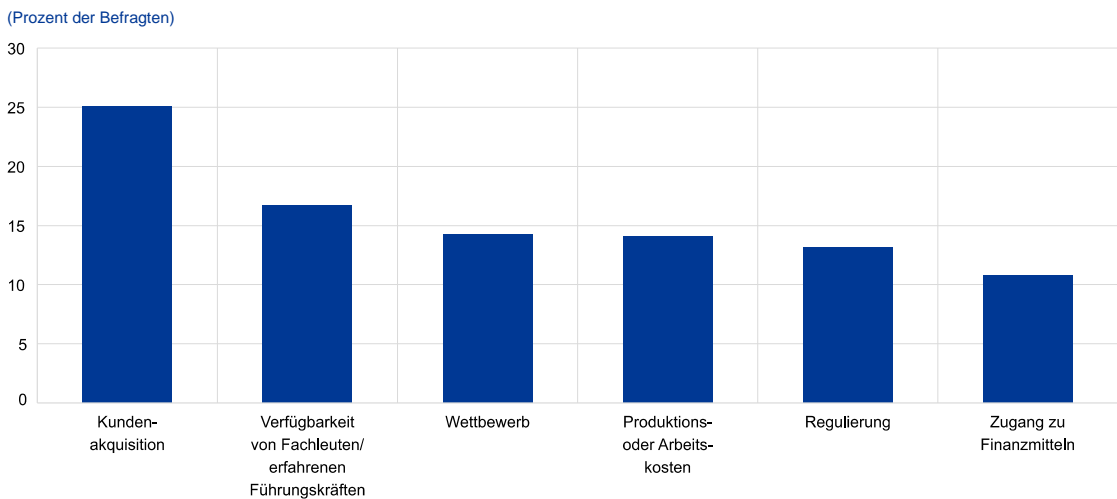
Anmerkung: Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Streuung der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die letzten Angaben beziehen sich auf September 2015.

<sup>23</sup> Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2015 rechneten die Banken damit, künftige GLRG-Mittel verstärkt für die Kreditvergabe und weniger für andere Anlageformen zu verwenden. Auch in der Umfrage zum Kreditgeschäft vom April 2015 hatten zahlreiche Umfrageteilnehmer angegeben, dass sie die zusätzlichen APP-Mittel für die Kreditvergabe einsetzen würden.

Die Effekte der Maßnahmen der EZB waren auch bei kleineren Firmen zu sehen, die mit geldpolitischen Maßnahmen in der Regel schwerer zu erreichen sind. In der Umfrage der EZB vom Dezember 2015 zum Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln gab eine geringere Zahl kleiner und mittlerer Unternehmen an, der Zugang zu Krediten habe geschäftseinschränkend gewirkt, wobei die einzelnen Länderergebnisse aber weiterhin sehr unterschiedlich ausfielen (siehe Abbildung E).

### Abbildung E

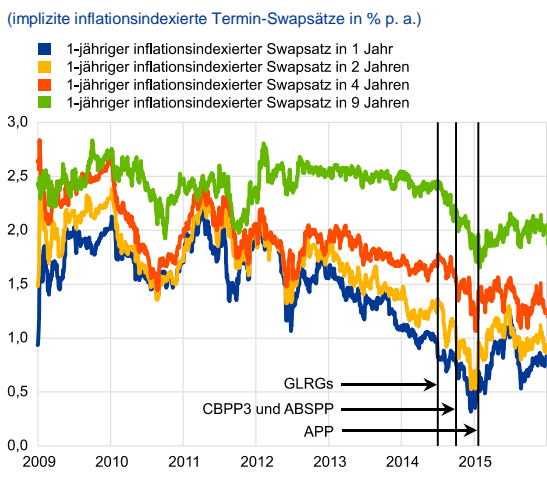
Die größten Schwierigkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen im Euroraum



Quelle: Umfrage der EZB zum Zugang von Unternehmen des Euro-Währungsgebiets zu Finanzmitteln, Dezember 2015.

### Abbildung F

Marktbasierete Inflationserwartungen



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die letzten Angaben beziehen sich auf den 19. November 2015.

### Auswirkungen auf die Wirtschaft

Insgesamt zeigen die Daten, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB einen konkreten Nutzen gebracht haben. Die seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen haben eine Abwärtskorrektur der Markterwartungen für die Entwicklung der Kurzfristzinsen ausgelöst. In einem Umfeld, in dem mit dem erneuten Ölpreisverfall das Risiko einer mittelfristigen Verfestigung rückläufiger Inflationsraten gestiegen ist, haben die Maßnahmen der EZB dazu beigetragen, den rückläufigen Trend bei den marktbasierten Messgrößen der Inflationserwartungen zu stoppen (siehe Abbildung F). Damit haben diese Maßnahmen zusammen mit niedrigeren nominalen

Anleiherenditen dazu beigetragen, dass die Konjunkturerholung im Euroraum durch niedrigere reale Zinssätze und eine lockerere Geldpolitik gestützt wird und dass die Inflationsentwicklung in Richtung von Werten unter, aber nahe 2 % geht.

So zeigen empirische Studien auf Eurosystem-Ebene,<sup>24</sup> dass die Inflationswerte für 2016  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt und für 2017 etwa  $\frac{1}{3}$  Prozentpunkt niedriger wären, wenn die EZB nicht gegengesteuert hätte. Auch der Effekt auf das BIP ist beträchtlich: den Schätzungen der EZB zufolge wird das BIP-Wachstum in den Jahren 2015 bis 2017 aufgrund der Maßnahmen der EZB um nahezu 1 Prozentpunkt höher ausfallen.

---

## 2.2 Reibungslose Umsetzung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten und der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte im Jahr 2015

### Ankaufvolumen im Rahmen des erweiterten Ankaufprogramms

Im Rahmen des Ankaufprogramms (APP) wurden im Jahr 2015 drei Arten von Wertpapieren angekauft: a) Wertpapiere des öffentlichen Sektors im Rahmen des im März 2015 angelaufenen Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), b) gedeckte Schuldverschreibungen im Rahmen des im Oktober 2014 angelaufenen dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) sowie c) Asset-Backed Securities (ABSs) im Rahmen des im November 2014 angelaufenen Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP).

Insgesamt wurden 2015 im Rahmen des APP monatlich Werte im Durchschnitt von 60 Mrd € angekauft, wie vom EZB-Rat angestrebt. Die Umsetzung der Ankaufprogramme verlief insgesamt reibungslos. Den Löwenanteil der APP-Ankäufe stellten die im Rahmen des PSPP erworbenen Wertpapiere des öffentlichen Sektors dar (siehe Abbildung 23). Die allgemeinen Marktbedingungen begünstigten die quantitative Zielerreichung; nur im Sommer wurden – vor allem in kleineren Euro-Ländern – vereinzelt Episoden mit etwas verringerter Marktliquidität beobachtet.

---

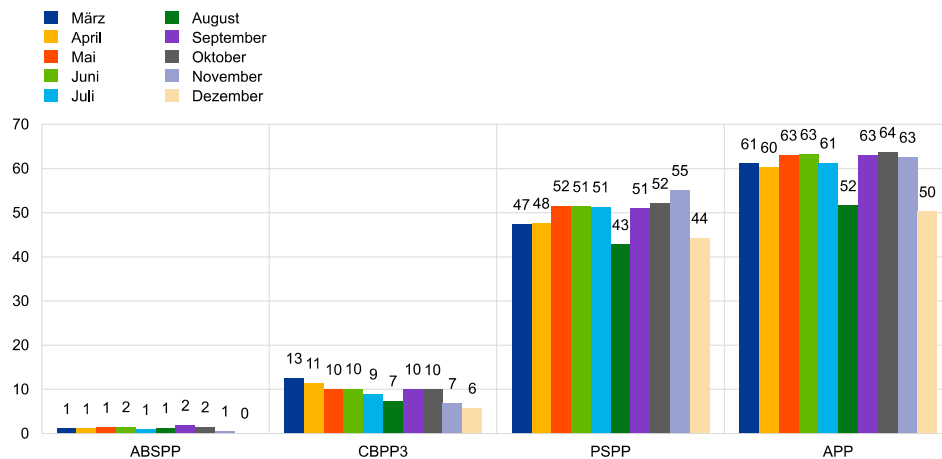
<sup>24</sup> Für diese Schätzungen stützt sich die EZB auf eine Reihe von Modellen, darunter Zeitreihenmodelle, Makrofinanzmodelle und DSGE-Modelle. In diesen Modellen wirkt das APP auf Inflation und Wachstum hauptsächlich über den Anleihendurationskanal (d. h., trägt so zu einer Abflachung der Zinskurve bei) sowie in Teilmodellen über den Wechselkurs- und Kreditkanal.



## Abbildung 23

### Monatliche Ankäufe im Rahmen des APP und seiner Teilprogramme

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Das APP wurde flexibel ausgestaltet, um zu verhindern, dass die Marktpreisbildungsmechanismen und die Marktliquidität durch die Anleihekäufe negativ beeinflusst werden. Dementsprechend variiert der Umsatz von Monat zu Monat. So wurden in Erwartung geringerer Marktliquidität im Sommer und gegen Jahresende in einzelnen Monaten Vorziehkäufe, also Käufe über 60 Mrd € getätigt, während im August und im Dezember ein Unterschreiten dieser Marke in Kauf genommen wurde.

In der laufenden Umsetzung des Programms reagiert das Eurosystem auch auf Anzeichen einer knappen Verfügbarkeit einzelner Anleihen. Nach Möglichkeit vermeidet das Eurosystem den Erwerb von CTD-Anleihen im Rahmen von Futures-Kontrakten (CTD = Cheapest to Deliver), Anleihen am Special-Repo-Markt oder Anleihen, die aus anderen Gründen am Markt relativ knapp sind. Einzelheiten zur Umsetzung des Programms finden sich auf der [EZB-Website](#).

Die Renditen auf Staatsanleihen erreichten 2015 mehrmals historische Tiefstände, wobei in einer Reihe von Ländern bei einem nennenswerten Anteil der PSPP-fähigen Anleihen die Renditen unter dem Einlagenzinssatz lagen. Weil keine Ankäufe unter dem Einlagenzinssatz getätigt werden, verkleinerte sich damit das Angebot an Anleihen, die im Rahmen des PSPP erworben werden konnten. Ende November sanken die Renditen u. a. deswegen unter den Einlagenzinssatz, weil die Märkte mit einer weiteren Senkung des Einlagenzinssatzes durch die EZB rechneten. Nach der Entscheidung des EZB-Rats, den Einlagenzinssatz im Dezember auf -0,30 % zu senken, kam es zu einer deutlichen Verringerung des Anteils der Anleihen, die aufgrund ihrer niedrigen Rendite für einen Ankauf nicht infrage kamen.

## Wertpapierleihe mit PSPP-Anlagen

Um zu verhindern, dass die PSPP-Geschäfte den Staatsanleihemarkt im Euroraum beeinträchtigen, ermöglichen die meisten Eurosystem-Zentralbanken (so auch die EZB) Wertpapierleihegeschäfte. Das System der EZB ist darauf ausgelegt, dass als Marktmacher tätige Marktteilnehmer Wertpapiere ausleihen können, die die EZB im Rahmen des PSPP und des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) erworben hat. Detaillierte Angaben können auf der [Website der EZB](#) abgerufen werden. Die Möglichkeit der Wertpapierleihe im Rahmen des APP wird von den Marktteilnehmern generell als positiv bewertet.

## Erweiterung der Liste staatsnaher Emittenten

Das Eurosystem erweiterte die Liste staatsnaher Emittenten, deren Wertpapiere für PSPP-Käufe infrage kommen, im Laufe des Jahres 2015 zweimal, im April und im Juli, von 7 auf letztlich 30 staatsnahe Emittenten, was die Umsetzung des Programms erleichtern sollte. Dabei wurden sowohl geldpolitische als auch risikopolitische Überlegungen berücksichtigt.

## Erhöhung der Ankaufobergrenze

In einem weiteren Schritt zur Sicherung der flexiblen und marktneutralen Umsetzung des PSPP hob das Eurosystem die Ankaufobergrenze für PSPP-Transaktionen an. Diese Grenze war ursprünglich mit 25 % festgelegt worden, d. h., auf Einzelwertpapierbasis gerechnet durfte das Eurosystem von PSPP-fähigen Wertpapieren nicht mehr als 25 % des ausstehenden Nominalwerts besitzen. Im Rahmen der vorgesehen Überprüfung beschloss der EZB-Rat allerdings im September 2015, diese Grenze auf 33 % anzuheben. Ausgenommen davon sind Investitionen, durch die das Eurosystem eine Sperrminorität bezüglich einer Umschuldungsklausel erhalten würde; in derartigen Fällen gelten die 25 % nach wie vor.

## PSPP-Fähigkeit von Anleihen, die von Ländern und Gemeinden aufgelegt werden

Am 3. Dezember 2015 beschloss der EZB-Rat, künftig auch marktfähige Euro-Anleihen, die von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften emittiert werden, für reguläre PSPP-Käufe der jeweiligen Zentralbank zuzulassen. Dieser Beschluss gilt nur für Landes- und Gemeindegeldanleihen, die alle sonstigen Zulassungskriterien erfüllen, insbesondere das Mindestrating, das laut Beschluss der Europäischen Zentralbank (EZB/2015/10) über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten gegeben sein muss. Diese Erweiterung macht das Programm flexibler und trägt damit dazu bei, dass es auch weiterhin reibungslos umgesetzt werden kann. Einschlägige Ankäufe starteten

Anfang 2016, nachdem die jeweiligen rechtlichen Bestimmungen entsprechend abgeändert worden waren.

## PSPP-Ankäufe von Staatsanleihen, die das Ratingkriterium nicht erfüllen

Um für Ankäufe im Rahmen des PSPP infrage zu kommen, müssen Wertpapiere laut Beschluss der Europäischen Zentralbank (EZB/2015/10) zumindest in die Bonitätsklasse 3 der harmonisierten Ratingskala des Eurosystems fallen. Im Sinne dieser Bestimmungen ist der Ankauf von Staatsanleihen von Euro-Ländern mit einem Finanzhilfeprogramm nur nach erfolgter Aufhebung der Eurosystem-Bonitätsgrenze durch den EZB-Rat zulässig. Im Jahr 2015 war dies lediglich bei zyprischen Staatsanleihen der Fall, wobei zweimal Ankäufe stattfanden, nämlich im Zeitraum vom 3. bis zum 17. Juli und vom 6. Oktober bis zum 4. November. Diese Anleihekäufe erfolgten nach dem erfolgreichen Abschluss der sechsten und siebten Überprüfung des EU/IWF-Finanzhilfeprogramms für Zypern. In den Zeiträumen, in denen die Obergrenze ausgesetzt wurde, starteten jeweils neue Programmüberprüfungen.

Griechische Staatsanleihen wurden im Rahmen des PSPP 2015 keine angekauft, weil diese die Bedingungen für eine Aussetzung der Bonitätsgrenze des Eurosystems nicht erfüllten.

## Reverse Auctions im Rahmen des PSPP

Ab Oktober testeten die Banque de France, die De Nederlandsche Bank und die Lietuvos bankas Einkaufsauktionen (Reverse Auctions), um Erfahrungswerte mit diesem Modell für den Erwerb von Wertpapieren der öffentlichen Hand, staatsnaher Emittenten und supranationaler Institutionen im Rahmen des PSPP zu gewinnen. Die Testreihe wurde im Dezember abgeschlossen und brachte die Erkenntnis, dass Reverse Auctions in weniger liquiden Marktsegmenten eine nützliche zusätzliche Schiene darstellen können. Daraufhin gestattete der EZB-Rat den Einsatz von Reverse Auctions durch einzelne Zentralbanken in bestimmten Marktsegmenten im Regülarbetrieb, als Ergänzung zu bilateralen Käufen.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Nähere Informationen finden sich auf der [Website der EZB](#).

## Nachjustierung des ABSPP-Kaufprozesses

Im September gab die EZB bekannt, dass die ABSPP-Käufe künftig vermehrt durch Eurosystem-Zentralbanken statt durch externe Vermögensverwalter abgewickelt würden. Seit 27. Oktober 2015 tätig neben der Banque de France als zweiter Eurosystem-interner Vermögensverwalter auch die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique Ankäufe, wobei die Banque de France mehr Länder als zuvor abdeckt. Außerdem beschloss die EZB, den Vertrag mit zwei der externen Vermögensverwalter (Amundi und NN Investment Partners) zu verlängern.<sup>26</sup>

## ABSPP-Leitlinien

In der Anlaufphase der Umsetzung des ABSPP äußerten die Marktteilnehmer den Wunsch nach mehr Informationen darüber, welche Art von ABS das Eurosystem anzukaufen gedachte. Daraufhin publizierte die EZB Anfang Juli entsprechende Leitlinien („Guiding principles of Eurosystem-preferred eligible ABSs“), um für mehr Transparenz zu sorgen und die Präferenzen des Eurosystems darzulegen. Das Echo der Marktteilnehmer auf diese auf der [EZB-Website](#) abrufbare Publikation war überwiegend positiv.

## Umsetzung der GLRGs

Im Jahr 2015 wurden insgesamt vier weitere gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) abgewickelt. Zweck dieser Geschäfte ist es, die Bankkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte im Euroraum zu fördern. Insgesamt hatte die EZB im Juni 2014 acht GLRGs angekündigt, und zwar eines pro Quartal, wobei die letzte Zuteilung im Juni 2016 erfolgen sollte. In den ersten beiden Geschäften (September und Dezember 2014) wurden kumuliert 212,4 Mrd € zugeteilt. Bei den übrigen sechs GLRGs zwischen März 2015 und Juni 2016 können die Geschäftspartner des Eurosystems zusätzliche Tranchen aufnehmen, sofern ihr anrechenbares Kreditvolumen über dem für sie festgelegten Richtwert liegt.<sup>27</sup> Je stärker die Banken ihre Kreditvergabe über den Richtwert hinaus ausweiten, umso mehr Mittel können sie aufnehmen (bis zum Dreifachen der positiven Differenz zwischen der Nettokreditvergabe und dem jeweiligen Richtwert). Der Zinssatz für diese sechs GLRGs entspricht für die gesamte Laufzeit dem bei der Aufnahme der Mittel geltenden Hauptrefinanzierungssatz des Eurosystems. Laufzeitende ist generell der September 2018, wobei verpflichtende Rückzahlungen

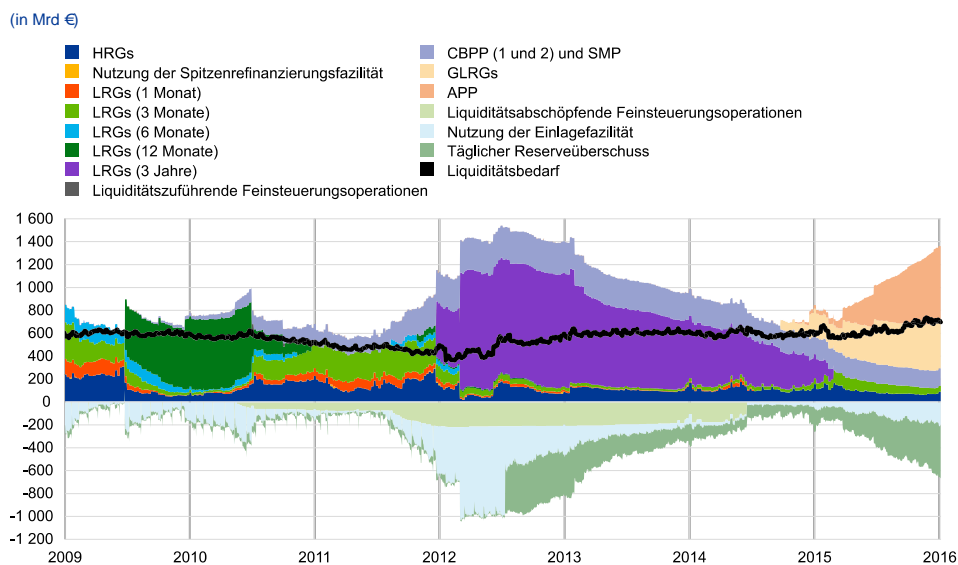
<sup>26</sup> Einzelheiten finden sich auf der [Website der Deutschen Bundesbank](#).

<sup>27</sup> Dieser Richtwert orientiert sich an der Nettokreditvergabe der jeweiligen Bank an den nichtfinanziellen privaten Sektor des Euroraums (ausgenommen Wohnungsbaukredite an private Haushalte) im Zeitraum vom 30. April 2013 bis zum 30. April 2014.

ab September 2016 erfolgen müssen bzw. freiwillige Rückzahlungen ab dann möglich sind.

Im Rahmen der vier 2015 durchgeführten GLRGs wurden 205,4 Mrd € zugeteilt (97,8 Mrd € im März, 73,8 Mrd € im Juni, 15,5 Mrd € im September und 18,3 Mrd € im Dezember), wodurch sich die Eurosystem-Bilanzsumme entsprechend vergrößerte (siehe Abbildung 24). An diesen Geschäften beteiligten sich 2015 insgesamt 239 unterschiedliche Geschäftspartner. Interessierte Banken, die sich mangels eines entsprechenden Kreditportfolios nicht direkt beteiligen durften, konnten sich unter bestimmten Bedingungen mit teilnahmeberechtigten Banken zu GLRG-Bietergruppen zusammenschließen. So gesehen wurden mit diesen Geschäften eigentlich 845 Kreditinstitute und somit weiterhin viele verschiedene Kreditinstitute im ganzen Euroraum erreicht. Indem die teilnehmenden Banken ihre günstigeren Refinanzierungskosten an ihre Kunden weitergaben, konnten sie ihre Wettbewerbsposition am Kreditmarkt verbessern und zu einer Lockerung der Kreditkonditionen beitragen.

**Abbildung 24**  
Bilanz des Eurosystems



Quelle: Eurosystem.

Die rückläufige Nachfrage nach GLRG-Mitteln im Lauf des Berichtsjahrs hängt damit zusammen, dass die GLRGs aus diversen Gründen zunehmend an Attraktivität für die Banken verloren. Erstens drückten der zunehmende Liquiditätsüberschuss und die Aussicht auf eine weitere geldpolitische Lockerung durch die EZB auf die Marktzinsen, was den Preisanreiz für die Banken schmälerte. Hinzu kommt, dass alle GLRGs zeitgleich im Jahr 2018 auslaufen, wodurch die Darlehenslaufzeiten immer kürzer werden. Zweitens wollten Banken, für die die Konditionen möglicherweise nach wie vor günstig gewesen wären, die aber schon beträchtliche GLRG-Mittel aufgenommen hatten, zunächst diese Mittel anwenden. Drittens hatten die Banken keine so großen Finanzierungsschwierigkeiten mehr wie zur Zeit der ersten GLRGs.

Das Ausmaß der Beteiligung an den einzelnen GLRGs wurde vom Markt nicht immer gut antizipiert, was zu kleinen Anpassungen bei den Forward-Preisen führte. So wurde in einer Reuters-Umfrage vor dem Geschäft im März 2015 eine Aufnahme von 40 Mrd € vorhergesagt, während tatsächlich 97,8 Mrd € aufgenommen wurden. Nach Bekanntmachung des Zuteilungsergebnisses sanken die Forward-Preise geringfügig, was auf eine Anpassung der Erwartungshaltung bezüglich des Umfangs der künftigen GLRGs und der Überschussliquidität nach oben hindeutet. Nach Aussage von Marktteilnehmern war die höhere Mittelaufnahme Ausdruck des Vertrauens der Banken in eine steigende Kreditnachfrage, was eine Steigerung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft versprach. Der umgekehrte Fall trat beim GLRG vom September ein, als der Markt mit einer deutlich höheren Mittelaufnahme als 15,5 Mrd € gerechnet hatte. Allerdings reagierte der Markt dann kaum, weil die GLRG-Zuteilung angesichts der bereits hohen Überschussliquidität (rund 470 Mrd €) und des ohnehin niedrigen Zinsniveaus nicht mehr so stark ins Gewicht fiel. Die geringere Aufnahme von GLRG-Mitteln lag nicht zuletzt am rückläufigen Trend bei den Marktzinsen im Jahr 2015, da damit die GLRGs gegenüber Marktfinanzierungsformen vergleichsweise unattraktiver wurden. Insgesamt dürfte die Überraschung an den Märkten darauf zurückzuführen gewesen sein, dass die Marktteilnehmer die Darlehenshöhe, die den einzelnen Banken maximal eingeräumt wurde, schwer einschätzen konnten, was die potenzielle Mittelaufnahme schwer fassbar machte.

Die GLRGs stützten das Ausmaß des Liquiditätsüberschusses und die durchschnittliche Laufzeit der Eurosystem-Geschäfte, wodurch sie zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Geldmarktzinsen ausübten. Die einzelnen Banken substituierten das aus den Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs), den dreimonatigen sowie den dreijährigen LRGs stammende Zentralbankgeld durch Liquidität aus den GLRGs, wobei die Mittelaufnahme diesen Substitutionseffekt deutlich überstieg, sodass das Niveau der Überschussliquidität mit jedem GLRG anstieg (siehe Kasten 7).

## Kasten 7

### Beteiligung an den Refinanzierungsgeschäften

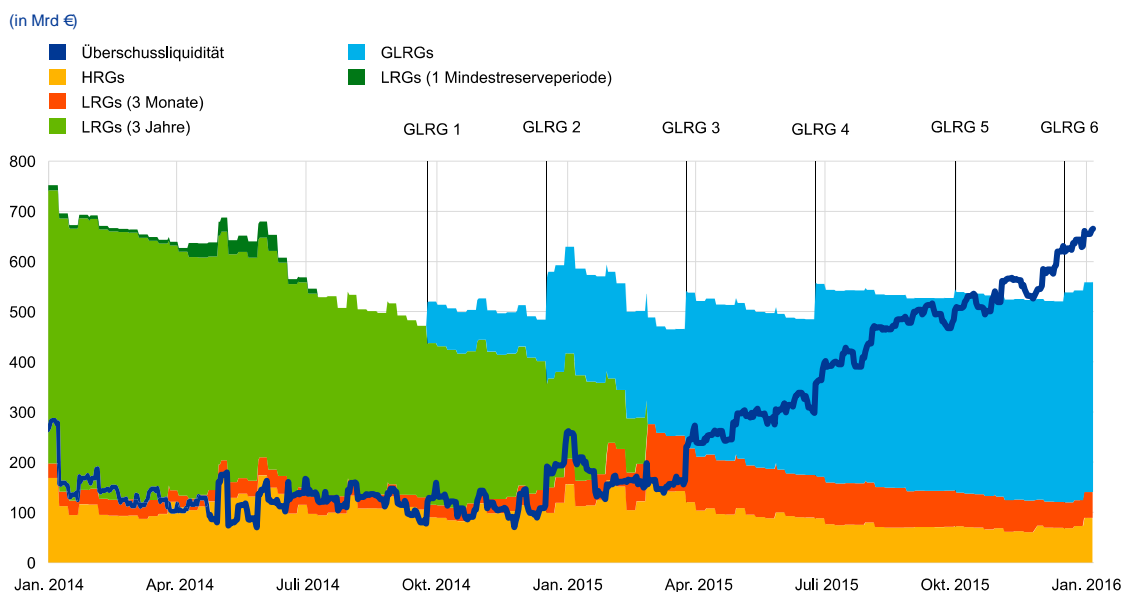
---

Für die Liquiditätsversorgung über die regulären Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems – die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) – galt unverändert das Prinzip der Vollzuteilung. Das heißt, das Refinanzierungsvolumen richtete sich wie schon seit 2008 nach der Nachfrage der Eurosystem-Geschäftspartner.

Seit Mitte 2014 bewegen sich die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems im Bereich von 500 Mrd €, wobei der Anteil der GLRGs allmählich zugenommen hat (siehe Abbildung A). In diesem Zeitraum waren die ausstehenden Beträge mit 629 Mrd € Anfang 2015 am höchsten und mit 465 Mrd € im März 2015 am geringsten. Ende Februar 2015 liefen die dreijährigen LRGs aus, aber Banken mit Zugang zu GLRG-Mitteln hatten bereits im September 2014 begonnen, sich ersatzweise über GLRGs zu refinanzieren. Dieser Substitutionseffekt ging zwar nicht notwendigerweise auf das Konto derselben Institute, sorgte aber dafür, dass das Refinanzierungsniveau insgesamt nahe der Marke von 500 Mrd € blieb. Nach Auslaufen der dreijährigen LRGs refinanzierten sich die Banken zunächst verstärkt über die HRGs und die dreimonatigen LRGs, nämlich im Ausmaß von fast 276 Mrd €, bevor sie sich allmählich aus diesen Geschäften zurückzogen und die Kreditsumme bis Dezember 2015 entsprechend auf 126 Mrd € sank.

## Abbildung A

### Überschussliquidität und Beteiligung an den regulären Refinanzierungsgeschäften und GLRGs



Quelle: Eurosystem.

Anmerkung: Die senkrechten schwarzen Linien zeigen, wann GLRGs abgewickelt wurden. „LRGs (1 Mindestreserveperiode)“ steht für Refinanzierungsgeschäfte mit einer Sonderlaufzeit von der Dauer einer Erfüllungsperiode, die im Juni 2014 eingestellt wurden.

Die quartalsweise Abwicklung neuer GLRGs führte jeweils zu einer Nettoerhöhung der Überschussliquidität, aber der Effekt war aufgrund der rückläufigen Entwicklung bei den regulären Geschäften temporärer Natur. Tatsächlich substituierten die Geschäftspartner die regulären Geschäfte und die auslaufenden dreijährigen LRGs durch die GLRGs, sodass die Überschussliquidität und das insgesamt ausstehende Refinanzierungsvolumen jeweils temporär anstiegen, wenn ein GLRG abgewickelt wurde (siehe Abbildung A). Die sinkende Nachfrage nach den regulären Geschäften im Jahresverlauf lässt sich mit dem Anstieg an Überschussliquidität durch das Ankaufprogramm sowie mit einem verbesserten Marktzugang für bestimmte Banken erklären.

Das Volumen der insgesamt für Eurosystem-Refinanzierungsgeschäfte bereitgestellten Sicherheiten ging 2015 angesichts der sinkenden Nachfrage nach Liquidität seitens der Eurosystem-Geschäftspartner weiter zurück. Am größten war der Rückgang bei ungedeckten Bankschuldverschreibungen. Deutliche Rückgänge gab es aber auch bei Anleihen zentraler und regionaler Gebietskörperschaften sowie bei anderen marktfähigen Sicherheiten. Die Inanspruchnahme von Unternehmensanleihen, Asset-Backed Securities und Kreditforderungen blieb hingegen stabil.

## Kasten 8

### Liquiditätsversorgung des griechischen Bankensystems unter schwierigen Bedingungen

Mit der Normalisierung der Finanzierungsbedingungen des Staates Griechenland verbesserten sich 2014 über weite Strecken des Jahres auch die Finanzierungslage des griechischen Bankensystems und die Marktstimmung. Infolgedessen waren die Banken weit weniger stark darauf angewiesen, sich bei der Zentralbank zu refinanzieren, und konnten auch die Notfall-Liquiditätshilfe (ELA) zur



Gänze zurückzahlen.<sup>28</sup> Danach allerdings führte im ersten Halbjahr 2015 die politische Unsicherheit zu einem massiven Abzug von Einlagen und zu erhöhten Finanzmarktspannungen. Daraufhin waren die griechischen Banken wieder auf ELA-Mittel angewiesen und refinanzierten sich auch wieder verstärkt bei der Zentralbank. Im Sommer ließen die Marktspannungen nach und die Einlagen stabilisierten sich, nachdem sich Griechenland und die anderen Euro-Länder auf ein drittes wirtschaftliches Anpassungsprogramm einigen konnten. Insgesamt lassen sich die Finanzmarktspannungen, mit denen Griechenland 2015 konfrontiert war, in drei Phasen einteilen.

#### **Phase 1: Verstärkte Inanspruchnahme von Eurosystem-Mitteln (Dezember 2014 – Januar 2015)**

Mit zunehmenden Marktbedenken über die weitere Umsetzung des Anpassungsprogramms und die politische Entwicklung verlor das griechische Bankensystem weitgehend den Zugang zur Marktrefinanzierung. Dieser Verlust äußerte sich vor allem im Abzug von Kunden- und Großkundengeldern und in der Weigerung internationaler Geschäftspartner, Kreditlinien im Interbankengeschäft zu verlängern. Da die Banken über ausreichend notenbankfähige Sicherheiten für Eurosystem-Geschäfte verfügten, konnten sie den Wegfall dieser Finanzierungsbasis kompensieren, indem sie sich verstärkt im Rahmen der Eurosystem-Kreditgeschäfte, und dabei vor allem über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, refinanzierten.

#### **Phase 2: Inanspruchnahme von ELA-Mitteln und damit zusammenhängende Entscheidungen (Februar 2015 – Juni 2015)**

Ende Januar und Anfang Februar 2015 häuften sich die Bedenken über den erfolgreichen Abschluss der Überprüfungen im Zuge des zweiten Anpassungsprogramms Griechenlands rapide. Die Frist dafür war im Dezember 2014 um zwei Monate verlängert worden. Mit dem nahenden Ablauf dieser Verlängerung erschien ein erfolgreicher Abschluss praktisch ausgeschlossen. Daher entschied der EZB-Rat am 4. Februar 2015, die Aussetzung der Mindestbonitätsanforderung für von der Republik Griechenland emittierte oder garantierte marktfähige Anleihen ab dem 11. Februar 2015 aufzuheben. Damit galten derartige Wertpapiere nicht mehr als zulässige Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems. Infolgedessen musste die Bank of Greece einen Großteil der Liquidität, die das griechische Bankensystem bis dahin über Eurosystem-Kreditgeschäfte aufgenommen hatte, durch ELA-Mittel ausgleichen.

Die Euro-Gruppe beschloss am 24. Februar 2015, die Rahmenvereinbarung für EFSF-Finanzhilfe bis Ende Juni zu verlängern, damit die Überprüfungen erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Die Verhandlungen auf institutioneller Ebene gingen daraufhin weiter, aber die Aussichten für die Finanzlage und das wirtschaftliche Umfeld Griechenlands verschlechterten sich immer mehr und brachten so das Bankensystem noch weiter unter Druck, vor allem durch den verstärkten Abzug von Einlagen, der wiederum dazu führte, dass die griechischen Banken immer stärker ELA-Mittel beanspruchten.

---

<sup>28</sup> Nähere Informationen finden sich auf der [Website der EZB](#).

Ende Juni 2015 führten mehrere Ereignisse, darunter die Entscheidung der griechischen Regierung für die Abhaltung einer Volksabstimmung und gegen die Verlängerung des zweiten Anpassungsprogramms, zu zusätzlichen Spannungen. Aufgrund dieser Ereignisse kam es zu quantitativen und qualitativen Engpässen bei den Werten, mit denen die griechischen Banken ihre ELA-Kredite bei der Bank of Greece besichern konnten, weil die Notenbankfähigkeit dieser Sicherheiten sehr stark von der Fähigkeit der Republik Griechenland abhing, ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. In diesem Zusammenhang beschloss der EZB-Rat am 28. Juni 2015, die ELA-Obergrenze wie am 26. Juni 2015 festgelegt beizubehalten, wie aus einer [Pressemitteilung](#) der EZB vom 28. Juni 2015 hervorgeht.

### **Phase 3: Stabilisierung und Verbesserung der Liquiditätsbedingungen (Juli 2015 – Dezember 2015)**

Am 28. Juni 2015 reagierten die griechischen Behörden auf den massiven Abzug von Einlagen mit Bankschließtagen, um die Liquiditätssituation im Bankensektor zu stabilisieren.

Die finanzielle Situation Griechenlands verschlechterte sich in den folgenden Tagen weiter, woraufhin der EZB-Rat am 6. Juli 2015 beschloss, die Abschläge auf staatliche und staatlich garantierte marktfähige griechische Anleihen, die von der Bank of Greece als Sicherheiten für ELA-Mittel akzeptiert werden, anzupassen. Zudem entschied der EZB-Rat, die ELA-Obergrenze für griechische Banken weiter auf dem Niveau vom 26. Juni 2015 zu belassen, wie in einer [Pressemitteilung](#) der EZB vom 6. Juli 2015 dargelegt.

Der Euro-Gipfel vom 12. Juli 2015 brachte den Beschluss über ein drittes Anpassungsprogramm für Griechenland, mit einer Laufzeit von drei Jahren und finanziert mit Mitteln des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Angesichts der positiven Entwicklung der griechischen Finanzlage in den Tagen davor wurde die Obergrenze für ELA-Mittel griechischer Banken am 16. Juli 2015 hinaufgesetzt.

Nach der Aufhellung der Finanzaussichten der griechischen Regierung im Zusammenhang mit dem neuen ESM-Programm und dessen Umsetzung durch die griechischen Behörden verbesserte sich allmählich auch die Liquiditätslage des griechischen Bankensystems. Am 20. Juli 2015 wurden die Banken wieder geöffnet, wobei Abhebungen und Überweisungen weiterhin nur eingeschränkt möglich waren. Diese Restriktionen wurden aber schon bald darauf schrittweise gelockert. In dem Maße, in dem die Märkte wieder Vertrauen in das griechische Bankensystem fassten, war zu beobachten, dass sich das Einlagengeschäft langsam wieder erholte und dass die griechischen Banken teilweise erneut Zugang zum Markt bekamen. Nach dem erfolgreichen Abschluss der Kapitalbedarfserhebung im letzten Quartal 2015 verbesserte sich die Liquiditätslage der griechischen Banken deutlich.

---

## **3 Fortschritte auf dem Weg zur Bankenunion – geringe Spannungen im europäischen Finanzsektor**

Am 4. November 2014 trat mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) die erste Säule der europäischen Bankenunion in

Kraft. Entsprechend blickt die EZB mit diesem Bericht auf das erste volle Jahr zurück, in dem sie ihre makro- und mikroprudenziellen Aufgaben ausübte. Im Rahmen dieser Aufgaben analysierte die EZB regelmäßig die Risikosituation sowie die Widerstandsfähigkeit und Schockabsorptionsfähigkeit des Finanzsystems.

Darüber hinaus trug die EZB zur Errichtung der zweiten Säule der Bankenunion, des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism – SRM), bei. Hervorzuheben ist auch ihr großes Engagement für die Verwirklichung der dritten Säule – die Schaffung eines europäischen Einlagensicherungssystems. Die EZB beteiligte sich zudem an weiteren wichtigen Regulierungsinitiativen mit dem Ziel, a) die Verflechtungen zwischen Staaten und Banken zu verringern, b) das Ausmaß der Risikoübernahme zu reduzieren und das Finanzsystem widerstandsfähiger zu machen und c) die „too big to fail“-Problematik in den Griff zu bekommen.

Dieser Abschnitt beschreibt die wichtigsten Entwicklungen in den genannten Bereichen und erläutert insbesondere, wie die Verwirklichung einer europäischen Bankenunion durch die Maßnahmen der EZB sowie durch institutionelle und regulatorische Veränderungen vorangetrieben wurde.

### 3.1 Risiken und Schwachstellen im Finanzsystem des Euroraums

Die EZB beobachtet die Entwicklungen im Finanzsystem des Euroraums und der EU, um Schwachstellen zu identifizieren und Finanzintermediäre auf ihre Widerstandsfähigkeit zu prüfen. Diese Aufgabe nimmt sie gemeinsam mit den anderen Zentralbanken des Eurosystems bzw. des Europäischen Systems der Zentralbanken wahr. Dem Aufbau möglicher Systemrisiken im Finanzsektor wird mit makroprudenziellen Maßnahmen entgegengewirkt.

Die Finanzanalysen der EZB werden regelmäßig im Financial Stability Review veröffentlicht, der zweimal pro Jahr erscheint.<sup>29</sup> Mit ihrer Analysetätigkeit unterstützt die EZB auch den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB).

#### 2015 im Zeichen geringer Spannungen, aber anhaltender Risiken im Finanzsystem

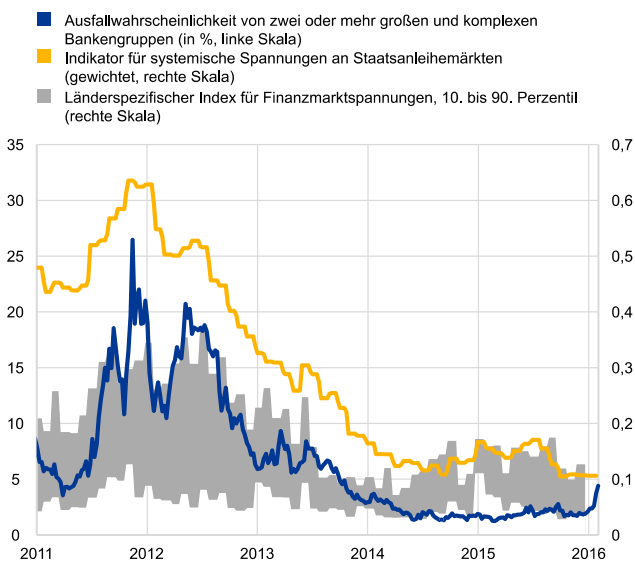
Angesichts der Aufhellung der realwirtschaftlichen Aussichten hielt sich der Druck auf das Finanzsystem des Euroraums im Jahr 2015 insgesamt in Grenzen. Zudem konnte die EZB mit ihren Maßnahmen Deflationsängste abbauen, die die Preis- und Finanzstabilität gleichermaßen zu gefährden drohten. Dennoch zeigten zeitweilige

<sup>29</sup> Siehe EZB, [Financial Stability Review](#), Mai 2015, und EZB, [Financial Stability Review](#), November 2015.

Spannungen an den globalen Devisen-, Rohstoff-, Anleihe- und Aktienmärkten, dass nach wie vor Anfälligkeiten bestanden. So nahmen vor allem die politischen Risiken zu, als im Frühsommer über ein neues Hilfspaket für Griechenland verhandelt wurde. Die Vermögenspreise waren zeitweise von hoher Volatilität gekennzeichnet. Konkret kam es Ende April und Anfang Mai bei Staatsanleihen der Euro-Länder zu einem deutlichen Renditeanstieg, und Ende August bekamen Aktien weltweit die Folgen einer Kurskorrektur am chinesischen Aktienmarkt zu spüren. Diese Entwicklungen hatten nur begrenzte Auswirkungen auf das Finanzsystem des Euroraums, sodass die Standardindikatoren für Spannungen im Banken-, Finanz- und öffentlichen Sektor niedrig blieben (siehe Abbildung 25).

**Abbildung 25**  
Index für Finanzmarktspannungen, Indikator für Staatsschuldenprobleme (gewichtet) und Ausfallwahrscheinlichkeit

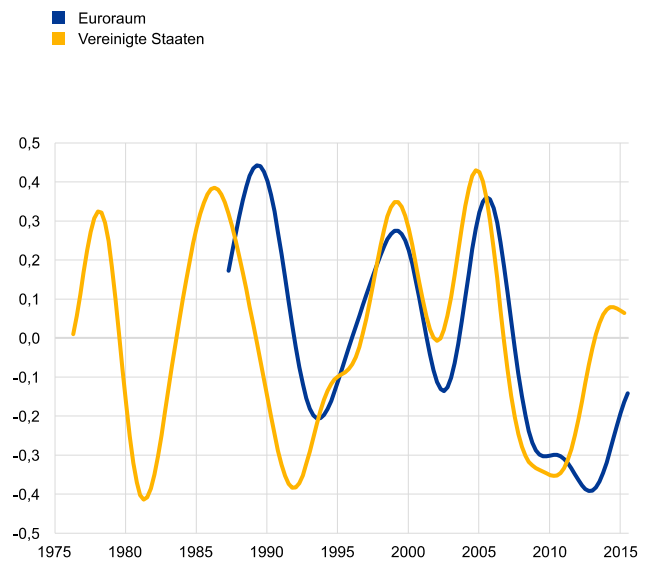
(Jan. 2011 - Feb. 2016)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: „Ausfallwahrscheinlichkeit von zwei oder mehr großen und komplexen Bankengruppen“ bezieht sich auf die Wahrscheinlichkeit gleichzeitiger Ausfälle in einer Stichprobe von 15 solchen Bankengruppen über einen einjährigen Zeithorizont. Der Index für Finanzmarktspannungen misst die auf Länderebene bestehenden Anspannungen an den Finanzmärkten unter Berücksichtigung von drei Marktsegmenten (Aktien, Anleihen, Devisen) und die zwischen ihnen bestehenden Korrelationen. Siehe T. Duprey, B. Klaus und T. Peltonen, Dating systemic financial stress episodes in the EU countries, Working Paper Series der EZB, Nr. 1873, Dezember 2015.

**Abbildung 26**  
Finanzzyklen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Q2 1975 – Q3 2015; normalisierte Skala; Beginn der Zeitreihe für den Euroraum: Q2 1988; y-Achse: normalisierte Abweichung vom historischen Median)










Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Mathematisch betrachtet ist der Finanzzyklus eine zeitvariable Linearkombination, mit der Ähnlichkeiten in der Entwicklung von Teilindikatoren (Gesamtkreditvergabe, Wohnimmobilienpreise, Aktienkurse und Benchmark-Anleiherenditen) herausgefiltert werden. Siehe Y. Schüler, P. Hiebert und T. Peltonen, Characterising the financial cycle: a multivariate and time-varying approach, Working Paper Series der EZB, Nr. 1846, September 2015. Die letzten verfügbaren Daten für die Vereinigten Staaten beziehen sich auf das erste Quartal 2015.

Vor diesem Hintergrund wurden im Jahr 2015 vier zentrale Risiken für die Finanzstabilität im Eurogebiet identifiziert (siehe Tabelle 3). Ein neuralgischer Punkt sind die in den letzten Jahren immer höher bewerteten Anlagen in einer Reihe von Vermögenskategorien, was über kurz oder lang zu drastischen Anpassungen der Risikoprämien führen könnte. Gegen Ende des Berichtsjahrs nahm das Risiko einer abrupten Korrektur der globalen Risikoprämien zu, was teilweise auf erhöhte Anfälligkeiten aufgrund der Entwicklungen in Schwellenländern zurückzuführen war. Zwar gab es 2015 keine offenkundigen Hinweise auf Überbewertungen im Euroraum auf breiter Basis, doch die Preise einzelner Finanzanlagen schienen nicht mit den

**Tabelle 3**

**Hauptrisiken für die Finanzstabilität des Euroraums laut Financial Stability Review vom November 2015**

 Hohes systemisches Risiko  Mittleres systemisches Risiko  Potenzielles systemisches Risiko	Aktuelle Einstufung (Farbe) und letzte Änderung (Pfeil) <sup>1</sup>
Abrupte Korrektur der zu niedrigen globalen Risikoprämien, verstärkt durch die geringe Liquidität am Sekundärmarkt	
Schwache Ertragsaussichten für Banken und Versicherungen angesichts des geringen Nominalwachstums und unvollständiger Bilanzanpassungen	
Zunehmende Hinterfragung der Schuldentragfähigkeit des öffentlichen Sektors und des nichtfinanziellen privaten Sektors angesichts des geringen Nominalwachstums	
Absehbare Spannungen im rasch wachsenden Schattenbankensektor, verstärkt durch Ansteckungseffekte und Liquiditätsrisiken	

1) Durch die Farbgebung wird das kumulierte Risikoniveau dargestellt; dieses entspricht nach Schätzungen von Experten der EZB einer Kombination aus Risikoeintrittswahrscheinlichkeit und den in den kommenden 24 Monaten zu erwartenden systemischen Auswirkungen des Risikos. Die Pfeile zeigen an, ob sich das Risiko seit Erscheinen des letzten Financial Stability Review erhöht hat.

wirtschaftlichen Fundamentaldaten im Einklang zu stehen. Schätzungen zufolge befindet sich das Eurogebiet weiterhin in einer frühen Phase des Finanzzyklus (siehe Abbildung 26). Diese Schätzungen, die sowohl die Entwicklung der Kreditvergabe im privaten Sektor als auch die Preisentwicklung in den wichtigen Marktsegmenten berücksichtigen, sprechen nicht dafür, dass die Kreditvergabe die Vermögenspreise im Eurogebiet in die Höhe getrieben hätte. Die Vereinigten Staaten befanden sich den Schätzungen zufolge 2015 schon in einer späteren Phase des Finanzzyklus, was u. a. auf leicht höhere Aktienbewertungen im Vergleich zum Euroraum und eine stärkere Kreditnachfrage zurückzuführen war.

Die 2015 im Eurogebiet bestehenden Herausforderungen waren in vielerlei Hinsicht Altlasten der Banken- und der Staatsschuldenkrise. Das Bankensystem des Euroraums hatte vor dem

Hintergrund einer schwachen wirtschaftlichen Erholung weiterhin mit Rentabilitätsproblemen zu kämpfen, wobei die Eigenkapitalrendite vieler Institute nach wie vor unter ihren Eigenkapitalkosten lag. Die geringe Rentabilität, in Kombination mit teilweise hohen Beständen an notleidenden Krediten, schränkte die Möglichkeiten der Banken ein, Kredite zu vergeben und ihre Kapitalpuffer auszubauen.

Ferner erstrecken sich Finanzstabilitätsrisiken in zunehmendem Umfang nicht mehr nur auf den klassischen Banken- und Versicherungsbereich. Der Schattenbankensektor verzeichnete sowohl weltweit als auch im Euroraum ein anhaltend robustes Wachstum (siehe Kasten 9). Angesichts der raschen Expansion und der starken Verflechtung dieses Sektors, insbesondere der Investmentfondsbranche, dürften die latenten Anfälligkeiten zunehmen. Neben dem stetigen Wachstum der Investmentfonds im Euroraum gab es auch Anzeichen für ein höheres Ausmaß an Risikoübernahme in den Bilanzen der Fonds.

In ihrem Bericht über die Struktur des Finanzsektors<sup>30</sup> beleuchtet die EZB die wesentlichen strukturellen Merkmale und Entwicklungen im Finanzsektor des Eurogebiets im weiteren Sinn. Seit 2015 werden neben dem Bankensektor auch andere Finanzintermediäre, insbesondere Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen, aber auch Schattenbanken abgedeckt.

<sup>30</sup> Siehe EZB, Report on financial structures, Oktober 2015.

Für Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität sorgten im Berichtsjahr auch Entwicklungen außerhalb des Finanzsektors. Obwohl seit dem Höhepunkt der europäischen Staatsschuldenkrise dringend notwendige Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung und der Verbesserung des institutionellen Rahmens erzielt wurden, blieb die Sicherung der Schuldentragfähigkeit eine Herausforderung für die Regierungen der Euro-Länder. Dies gilt insbesondere für jene Länder, die aufgrund ihrer hohen Schuldenlast stärker für wirtschaftliche und finanzielle Schocks anfällig sind. Auch die Verschuldung im privaten Sektor bot weiterhin Anlass zur Sorge. Verglichen mit anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist der Unternehmenssektor des Eurogebiets nach wie vor besonders hoch verschuldet.

## Kasten 9

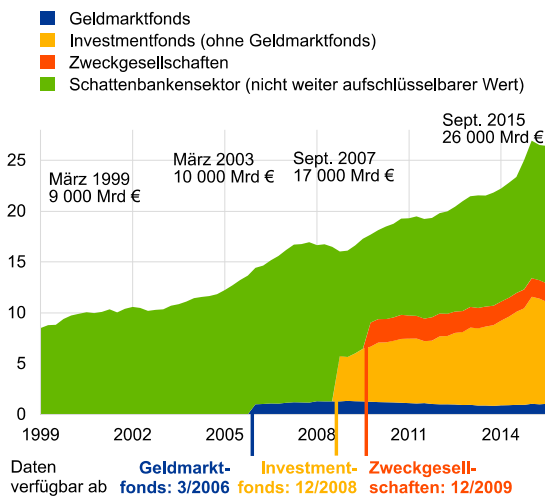
### Das Schattenbankenwesen im Euroraum

Der Schattenbankensektor hat als Finanzierungsquelle für die Wirtschaft des Eurogebiets zunehmend an Bedeutung gewonnen. Allerdings ist er auch ein hoher Risikofaktor für die Stabilität des Finanzsystems im Euroraum und muss somit genau beobachtet werden.

#### Abbildung A

Anlagevolumen von Geldmarktfonds, Investmentfonds, Zweckgesellschaften und sonstigen Nicht-MFIs des Euroraums

(Q1 1999 - Q3 2015; in Billionen €)



Quellen: Von der EZB erstellte volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet, Statistik über Verbriefungszweckgesellschaften, Statistik über Investmentfonds und MFI-Bilanzstatistik.

Schattenbanken werden unterschiedlich definiert,<sup>31</sup> doch im Allgemeinen sind damit Finanzmarktakteure gemeint, die zwar keine Banken sind, aber Kredite vergeben, geldähnliche Forderungen einräumen oder kurzfristiges Kapital aufbringen, während sie in langfristiges Fremdkapital investieren. Hierzu zählen vor allem Verbriefungszweckgesellschaften, Geldmarktfonds und Investmentfonds. Wie der Global Shadow Banking Monitoring Report des Financial Stability Board<sup>32</sup> zeigt, wächst der Schattenbankensektor weltweit, wobei das Eurogebiet zu den Regionen mit der stärksten Expansion zählt. Gemessen an einem breit gefassten Indikator, der alle Nichtbankfinanzinstitute außer Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen berücksichtigt, hat sich das Anlagevolumen der Schattenbanken im Euroraum in den letzten zehn Jahren mehr als

<sup>31</sup> Eine Betrachtung der möglichen Definitionen von Schattenbanken findet sich in: EZB, Defining the shadow banking perimeter, Kasten 1, Report on financial structures, Oktober 2015.

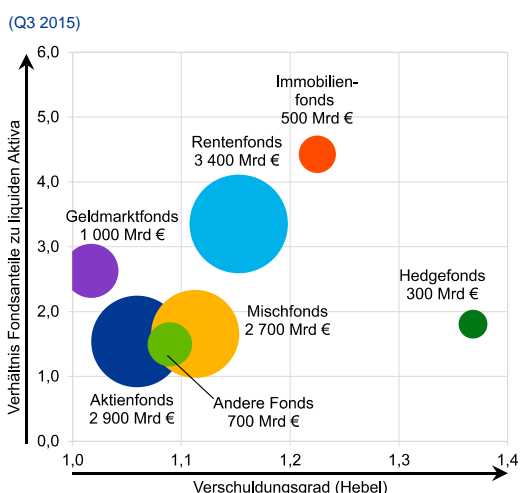
<sup>32</sup> Siehe Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12. November 2015.

verdoppelt. Es beläuft sich mittlerweile auf mehr als 26 Billionen €. Zum Vergleich: Insgesamt betrachtet verzeichnet das Finanzsystem des Eurogebiets eine Bilanzsumme von etwa 67 Billionen €.

Vor allem die Investmentfondsbranche ist nach Ausbruch der globalen Finanzkrise im Zusammenhang mit der verstärkten Renditesuche von Anlegern weltweit rasant gewachsen (siehe Abbildung A). Investmentfonds ergänzen inzwischen das traditionelle Bankensystem und fungieren angesichts der in den letzten Jahren rückläufigen Kreditvergabe als wichtiger Kapitalpuffer für die Wirtschaft. Gleichzeitig haben die potenziellen Auswirkungen negativer Entwicklungen im Schattenbankensektor auf das Finanzsystem im weiteren Sinn und auf die Realwirtschaft zugenommen, da sich die Schattenbanken verstärkt am Kapitalmarkt engagieren und immer enger mit anderen Schattenbanken, aber auch mit anderen Teilen des Finanzsystems, einschließlich Banken, verflochten sind.

### Abbildung B

Verschuldungsgrad laut Bilanz, Liquiditätstransformation und Fondsvermögen insgesamt je Fondstyp



Quelle: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: x-Achse: Verschuldungsgrad (Verhältnis von Fondsvermögen zu begebenen Anteilen); y-Achse: Liquiditätsinkongruenz (Verhältnis der begebenen Anteile zu liquiden Aktiva); Größe der Datenpunkte entsprechend dem kumulierten Fondsvermögen in Billionen €.

Ein steigendes Anlagevolumen in Kombination mit Anzeichen einer höheren Liquiditäts- und Fristentransformation<sup>33</sup> sowie höherer Risikoengagements machen es umso wichtiger, die Investmentfondsbranche genau zu beobachten. Wenn Investoren im Fall von Finanzmarkt-turbulenzen große Teile ihrer Anlagen abziehen, wäre durchaus zu befürchten, dass bestimmte Investmentfondstypen bestehenden Verkaufsdruck am Markt verstärken und/oder einen marktweiten „Run“ auslösen. Je mehr Fonds die Liquiditätstransformation nutzen, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass sie bei einbrechenden Märkten unter Verkaufsdruck geraten. Ein hoher Verschuldungsgrad<sup>34</sup> kann wie ein Sog wirken, wenn Fondsmanager gezwungen sind, größere Teile ihres investierten Portfolios zu veräußern, um Anleger, die ihre Mittel abziehen, auszuzahlen.

Die kumulierte Darstellung der Anfälligkeiten nach Fondstyp (siehe Abbildung B) dürfte Schwachstellen großer und systemrelevanter

<sup>33</sup> Ein erheblicher Anteil von Investmentfonds finanziert vergleichsweise illiquide Vermögenswerte mit der Ausgabe von Fondsanteilen, die jederzeit verkauft werden können. Gemessen am Fondsvermögen sind 99 % aller Nichtimmobilienfonds offene Fonds, d. h., Anleger können ihre Anteile relativ kurzfristig zurückgeben. Bei Immobilienfonds entfallen nur 80 % des kumulierten Fondsvermögens auf offene Fonds, wobei die hoch illiquiden Anlagen dieser Fonds in der Regel längere Rücknahmefristen bedingen.

<sup>34</sup> Siehe EZB, Synthetic leverage in the investment fund sector, Kasten 7, Financial Stability Review, Mai 2015.



Institute überdecken. Eine Konzentration des Anlagevolumens auf eine begrenzte Zahl von Instituten mit einer besonders starken Präsenz hat sowohl bei Spannungen als auch unter normalen Bedingungen vermutlich Folgen für die Finanzmärkte. Zudem gibt es Anzeichen, dass Investmentfonds vermehrt Risiken übernehmen,<sup>35</sup> indem sie ihre Portfolios zugunsten von Schuldverschreibungen mit niedrigeren Ratings, höheren Renditen und einem größeren Durationsrisiko umschichten.

Die statistische Erfassung des Schattenbankensektors hat sich in den letzten Jahren verbessert, sodass nunmehr Angaben über seine Zusammensetzung und Wachstumsfaktoren vorliegen. Dennoch besteht ein zusätzlicher Informations- und Offenlegungsbedarf, um das von diesem Sektor zunehmend ausgehende Gefahrenpotenzial zu beobachten und zu begrenzen. Ein umfassendes Verständnis von Art und Ausmaß der Risiken für die Finanzstabilität scheidet nach wie vor im Wesentlichen daran, dass unzureichende Daten zu Liquiditätskennzahlen unter Stress und zur aggregierten Verschuldungsquote außerhalb des traditionellen Bankensystems verfügbar sind. So liegt für rund 50 % des Anlagevolumens des Schattenbankensektors keine statistische Aufschlüsselung vor; ein Teil davon ist vermutlich Instituten zuzuordnen, die keine Schattenbankengeschäfte ausüben, während ein anderer Teil auf Institute entfallen dürfte, die riskante Geschäfte tätigen. Die Überwachung der Risiken und Anfälligkeit dieses Sektors durch die EZB wird somit weiterhin im Zeichen einer eingeschränkten Datenverfügbarkeit stehen.

Faktoren wie adäquate Risikomanagementprozesse und Liquiditätspuffer verringern die Gefahr, dass Schattenbanken in negativen Schockszenarien als potenzielle Katalysatoren wirken. Die Investmentfondsbranche unterliegt zudem einer aufsichtlichen Regulierung, doch mangels einer systemischen Perspektive sind die bestehenden Vorschriften zumeist nicht geeignet, den Aufbau sektorweiter Risiken zu verhindern oder die Gefahren für die Finanzstabilität systemweit zu begrenzen.

---

## 3.2 Die makroprudenzielle Funktion der EZB

Am 4. November 2014 übernahm die EZB die in der SSM-Verordnung festgelegten makroprudenziellen Befugnisse, um den Aufbau von Systemrisiken im Finanzsektor zu begrenzen. Das Berichtsjahr war demnach das erste vollständige Jahr, in dem die EZB ihre neuen Aufgaben in diesem Bereich ausübte. Die EZB ist im Rahmen der Makroaufsicht in den am SSM teilnehmenden Ländern mit zwei Mandaten ausgestattet.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Siehe EZB, Debt securities holdings of the financial sector in the current low-yield environment, Kasten 7, Financial Stability Review, November 2015.

<sup>36</sup> Die Makroaufsicht zielt darauf ab, den Aufbau von Risiken zu begrenzen, die Widerstandskraft des Finanzsektors zu erhöhen und Ansteckungseffekte einzudämmen.

Erstens kann die EZB, vorbehaltlich der im einschlägigen Unionsrecht geregelten Verfahren, Anforderungen für Kapitalpuffer sowie Maßnahmen festlegen, die strenger sind als die von den nationalen Behörden angewendeten, um systemische oder makroprudenzielle Risiken zu begrenzen. Dies betrifft beispielsweise Anforderungen an Kreditinstitute in Bezug auf antizyklische Kapitalpuffer, Systemrisikopuffer (sofern diese national umgesetzt wurden), Kapitalzuschläge für systemrelevante Institute, Risikogewichte für Immobilienkredite und Risikopositionen innerhalb der Finanzbranche, Obergrenzen für Großkredite sowie zusätzliche Offenlegungspflichten.

Zweitens müssen die nationalen Behörden die EZB informieren, wenn sie die Umsetzung oder Änderung makroprudenzieller Maßnahmen planen. Die EZB prüft die vorgesehenen Maßnahmen und kann beschließen, höhere Anforderungen vorzugeben (Nachbesserung). Die nationalen Behörden berücksichtigen bei ihrer Entscheidung die Kommentare der EZB.

Da die in den einzelnen Mitgliedstaaten umgesetzten makroprudenziellen Maßnahmen länder- oder sektorübergreifende Auswirkungen haben können, überwacht die EZB die bestehenden Gegenseitigkeitsvereinbarungen. Um ungewollte negative Ansteckungseffekte auf andere Länder oder Sektoren zu begrenzen, müssen diese Vereinbarungen transparent angewendet werden – möglichst im Einklang mit der Empfehlung ESRB/2015/2 zur Bewertung von grenzübergreifenden Auswirkungen makroprudenzieller Maßnahmen und zu deren reziproker Anwendung auf freiwilliger Basis.<sup>37</sup> Aus diesem Grund unterstützt die EZB durch die laufende Arbeit des Ausschusses für Finanzstabilität und die Erörterungen auf Ebene ihrer Beschlussorgane eine einheitliche Anwendung makroprudenzieller Instrumente in allen am SSM teilnehmenden Ländern.

## Makroprudenzielle Beschlüsse 2015

Die Beschlussfassung in Fragen der Makroaufsicht erfolgt im EZB-Rat. Das von der EZB eingerichtete Makroprudenzielle Forum, das sich aus dem EZB-Rat und dem Aufsichtsgremium der EZB zusammensetzt, kam im Berichtszeitraum im vierteljährlichen Rhythmus zusammen. Erörtert wurden dabei die Risiken für den SSM insgesamt und die an ihm teilnehmenden Länder sowie sonstige aus der Perspektive der Makroaufsicht wichtige Themen. Makroprudenzielle Beschlüsse des EZB-Rats werden vom Ausschuss für Finanzstabilität vorbereitet, dem Vertreter der EZB, der nationalen Zentralbanken und der Aufsichtsbehörden angehören. Darüber hinaus stützt sich der EZB-Rat diesbezüglich auf EZB-interne Strukturen, die sowohl den Bereich Mikroaufsicht als auch den Bereich Makroaufsicht abdecken.

<sup>37</sup> Siehe EZB, A framework for analysing and assessing cross-border spillovers from macroprudential policies, [Financial Stability Review](#), Mai 2015.

Die im Financial Stability Review der EZB benannten euroraumweiten Risiken dienen als Ausgangspunkt für die Bestimmung von systemischen oder makroprudenziellen Risiken. Im Rahmen der Makroaufsicht konzentrieren sich die Erörterungen allerdings auf die für Banken relevanten Risiken, da das Instrumentarium, mit dem die Makroaufsicht ausgestattet ist, auf Banken ausgerichtet ist und die EZB ihrem Mandat zufolge für Banken zuständig ist.

Nach Einschätzung des EZB-Rats bestand im Berichtsjahr aufgrund der aktuellen Phase des Finanzzyklus keine Notwendigkeit, breit angelegte antizyklische makroprudenzielle Maßnahmen zu ergreifen. Hierbei wurden auch makroprudenzielle Schritte berücksichtigt, die die Euro-Länder bereits unternommen hatten, um die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems zu erhöhen und die Entstehung möglicher Ungleichgewichte, insbesondere im Immobiliensektor, zu verhindern. Ebenfalls berücksichtigt wurden Maßnahmen im Bereich der Makroaufsicht, die die Euro-Länder als Reaktion auf das Niedrigzinsumfeld eingeleitet hatten bzw. noch einleiten könnten.

Im Jahr 2015 meldeten die 19 SSM-Länder der EZB insgesamt 48 makroprudenzielle Maßnahmen; 28 betrafen die antizyklischen Kapitalpuffer, 18 bezogen sich auf andere systemrelevante Institute und 2 auf die Einführung eines Systemrisikopuffers. In fast allen Fällen war der formellen Anzeige eine informelle Mitteilung im Rahmen der Zusammenarbeit zwischen der EZB und den nationalen Behörden vorausgegangen.

Nachdem die EZB von den zuständigen bzw. benannten nationalen Behörden über die von ihnen gefassten makroprudenziellen Beschlüsse unterrichtet worden war, führte der EZB-Rat im Einklang mit Artikel 5 Absatz 1 der SSM-Verordnung eine Bewertung der Maßnahmen durch. Von den vorgelegten Beschlüssen wurde kein einziger beeinträchtigt.

## Zusammenarbeit mit dem ESRB

Die EZB leistete dem ESRB-Sekretariat, das für das Tagesgeschäft des ESRB zuständig ist, im Berichtsjahr erneut analytische, statistische, logistische und administrative Unterstützung. Hauptaufgabe des ESRB ist es, einen Beitrag zur Abwendung und Eindämmung der vom Banken- und Versicherungssektor, anderen Finanzintermediären und den Finanzmärkten ausgehenden Systemrisiken für die Finanzstabilität in der Europäischen Union zu leisten. Bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben nutzt der ESRB die Expertise der nationalen Zentralbanken (NZBen) sowie der nationalen und Europäischen Aufsichtsbehörden.

Die EZB und der ESRB begannen im Jahr 2015 ihre gemeinsame Arbeit zur Überwachung und Bewertung der sich aus dem Niedrigzinsumfeld ergebenden Finanzstabilitätsrisiken sowie zur Prüfung gegebenenfalls zu ergreifender makroprudenzieller Maßnahmen. Die Risikoprüfung läuft bereits. Sie erstreckt sich nicht nur auf Banken, sondern auch auf andere Finanzintermediäre sowie auf die Finanzmärkte, die Finanzmarktinfrastruktur, das gesamte Finanzsystem betreffende Fragestellungen und die Wechselwirkungen mit der Realwirtschaft.

EU-weit nahm der ESRB erneut eine wichtige Rolle bei der Koordinierung der makroprudenziellen Politik ein. Im Januar 2016 wurden zwei Empfehlungen zu länderübergreifenden Aspekten der makroprudenziellen Politik veröffentlicht. Die erste Empfehlung betraf die Festlegung der antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Ländern außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums und die zweite die freiwillige Reziprozität makroprudenzieller Maßnahmen.

### 3.3 Der SSM – die mikroprudenzielle Funktion der EZB

#### Erstes vollständiges Jahr der Bankenaufsicht im Rahmen des SSM

2015 war das erste volle Geschäftsjahr des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus. Der SSM war als erste Säule der Bankenunion am 4. November 2014 in Kraft getreten. Die Aufsicht der EZB über die bedeutenden Institute – 123 Banken im Berichtsjahr – knüpfte an die Ergebnisse der im Jahr 2014 durchgeführten umfassenden Bewertung an. Im Fokus standen dabei insbesondere die Folgemaßnahmen in Bezug auf die Ergebnisse der Prüfung der Aktiva-Qualität und die Überprüfung der Umsetzung der Kapitalpläne jener Banken, bei denen in der umfassenden Bewertung eine Kapitallücke festgestellt wurde.

Zudem spielte die EZB-Bankenaufsicht eine zentrale Rolle bei der Bewältigung der Turbulenzen im griechischen Finanzsektor. Nachdem im Juli eine politische Einigung erzielt worden war, führte die EZB eine umfassende Bewertung durch, um den Rekapitalisierungsbedarf der bedeutenden Institute Griechenlands festzustellen. Gemeinsam mit der Bank of Greece überwachte sie zudem die Lage der weniger bedeutenden Institute. Die EZB wird sich weiterhin tatkräftig für ein solides und widerstandsfähiges Bankensystem in Griechenland einsetzen.

Eine Voraussetzung für das erfolgreiche Funktionieren des SSM war die Schaffung gleicher aufsichtlicher Bedingungen für die Banken im Euro-Währungsgebiet. Hierzu trug der SSM durch die Ausarbeitung einer gemeinsamen Methodik für die Beaufsichtigung von Banken bei. Ein gutes Beispiel für diesen gemeinsamen Aufsichtsansatz ist der einheitliche aufsichtliche Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP), dem 2015 erstmals alle bedeutenden Institute im Euroraum unterlagen.

Was die direkte Beaufsichtigung weniger bedeutender Institute durch die nationalen zuständigen Behörden betrifft, so bestand das primäre Ziel der EZB in der Gewährleistung einer SSM-weit einheitlichen Anwendung hoher Aufsichtsstandards. Im Berichtsjahr wurden mehrere solcher gemeinsamen Standards entwickelt (z. B. zur Aufsichtsplanung und Sanierungsplanung), die den nationalen zuständigen Behörden bei der Durchführung spezieller Prozesse als Richtschnur dienen. Ein weiterer Arbeitsschwerpunkt war in diesem Zusammenhang die Ausarbeitung einer gemeinsamen Methodik für die Risikobewertungssysteme.

In ihrer neuen Rolle erarbeitete die EZB Memoranda of Understanding mit den anderen Regulierungs- und Aufsichtsbehörden, darunter dem Ausschuss für die

einheitliche Abwicklung. Diese Vereinbarungen sollen einen fruchtbaren Informationsaustausch und eine effiziente Zusammenarbeit gewährleisten.

Weitere Erläuterungen zur mikroprudenziellen Funktion finden sich im [EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2015](#).

### 3.4 Beitrag der EZB zu Regulierungsinitiativen

Die EZB leistet einen aktiven Beitrag zur Entwicklung des Regulierungsrahmens auf europäischer und internationaler Ebene, wobei sie sowohl die Perspektive der Mikroaufsicht als auch Finanzstabilitätsabwägungen einbringt. Im Berichtsjahr konzentrierten sich die zentralen Regulierungsinitiativen der EZB auf Regulierungsinitiativen mit dem Ziel, a) die Verflechtungen zwischen Staaten und Banken zu verringern, b) das Ausmaß der Risikoübernahme zu reduzieren und das Finanzsystem widerstandsfähiger zu machen und c) die „too big to fail“-Problematik in den Griff zu bekommen.

#### 3.4.1 Verringerung der Verflechtungen zwischen Staaten und Banken

Im Jahr 2015 trug die EZB zu einer Reihe von Initiativen zur Verringerung der Verflechtungen zwischen Staaten und Banken bei, die sich im Wesentlichen in zwei Politikbereiche unterteilen lassen: a) Schaffung der Bankenunion und b) Gespräche über eine mögliche Überprüfung der regulatorischen Behandlung von Forderungen an Staaten.

Was die Schaffung der Bankenunion betrifft, so wurden im Berichtsjahr beträchtliche Fortschritte erzielt. Mit dem Aufbau des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM) ab 1. Januar 2015 als notwendige Ergänzung zum SSM steht nunmehr die zweite Säule der Bankenunion. Der SRM und der SSM verfügen über aufeinander abgestimmte Mechanismen zur Beschlussfassung entsprechend ihrer jeweiligen Zuständigkeit für die Beaufsichtigung bzw. die Abwicklung von Banken innerhalb der Bankenunion. Am 24. November 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission einen Vorschlag für ein europäisches Einlagensicherungssystem, das die dritte Säule der Bankenunion bildet.

#### Zweite Säule der Bankenunion: Einheitlicher Abwicklungsmechanismus und Einheitlicher Abwicklungsfonds

Im Berichtsjahr nahm der Einheitliche Abwicklungsausschuss (Single Resolution Board – SRB) seine vorbereitenden Arbeiten auf und befasste sich u. a. mit der Ausarbeitung von Verfahren und der Abwicklungsplanung. Seit dem 1. Januar 2016 hat der SRB die Kontrolle über alle Abwicklungsbefugnisse für sämtliche Unternehmen, die nach Maßgabe der SRM-Verordnung in seinen Zuständigkeitsbereich fallen, sowie die Kontrolle über die Inanspruchnahme des Einheitlichen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund – SRF). Dank einer ausreichend hohen

Zahl an Mitgliedstaaten, die bis Ende November 2015 ihre Verpflichtung zur Ratifizierung des zwischenstaatlichen Übereinkommens<sup>38</sup> über den SRF erfüllten, konnten die materiellen Vorschriften, insbesondere die Abwicklungsbefugnisse, der SRM-Verordnung zur Anwendung kommen, und der SRF ist wie vorgesehen seit dem 1. Januar 2016 funktionsfähig.

Eine effektive und ausreichende Finanzierung des SRF ist für die Glaubwürdigkeit des SRM von entscheidender Bedeutung. Während eines Übergangszeitraums von acht Jahren, d. h. in der Aufbauphase,<sup>39</sup> wird der SRF aus einzelnen nationalen Teilfonds bestehen. Die Haftung für die Abwicklungskosten wird in diesem Zeitraum stufenweise vergemeinschaftet. In einem letzten Schritt werden dann alle Teilfonds zur Gänze gebündelt. In Fällen, in denen der SRF nicht über ausreichende Mittel verfügt und die Beiträge, die zur Deckung der erforderlichen zusätzlichen Mittel nachträglich erhoben werden, nicht unmittelbar verfügbar sind, sollte der SRB gemäß SRM-Verordnung auf alternative Finanzierungsquellen für den SRF zugreifen können. Vor diesem Hintergrund einigten sich die teilnehmenden Mitgliedstaaten und der SRB im Jahr 2015 auf ein System nationaler Kreditlinien, die in der Aufbauphase bei Bedarf zur Brückenfinanzierung des SRF verwendet werden sollen. Der aggregierte Höchstbetrag der Kreditlinien aller Mitgliedstaaten beläuft sich auf 55 Mrd €, was in etwa der letztlich angestrebten Zielausstattung des Fonds entspricht. In einem nächsten Schritt wird ein europäischer Mechanismus zur Absicherung des SRF geschaffen, der die nationalen Kreditlinien ersetzen und vor Ablauf des Übergangszeitraums funktionsfähig sein soll.

## Bail-in-Befugnisse vollständig umgesetzt

Die Verluste und der Rekapitalisierungsbedarf von Banken in Abwicklung werden primär von den Anteilseignern und Gläubigern zu tragen sein. Sichergestellt wird dies vor allem durch das auf berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten angewendete Bail-in-Instrument. Die hierfür geltenden Bestimmungen der EU-Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD) und der SRM-Verordnung traten am 1. Januar 2016 in Kraft. Gemäß der BRRD und der SRM-Verordnung können relevante Kapitalinstrumente teilweise abgeschrieben oder in Eigenkapital umgewandelt werden; zudem dürfen alle Verbindlichkeiten, die in den Anwendungsbereich des Bail-in-Instruments fallen, im jeweils erforderlichen Umfang in Anspruch genommen

<sup>38</sup> Das Übereinkommen regelt: a) die Übertragung der von den nationalen Abwicklungsbehörden erhobenen Beiträge in die jeweiligen, als „Kammern“ bezeichneten nationalen Teilfonds, b) die schrittweise Bündelung der Teilfonds, c) die Reihenfolge, in der bei einer Abwicklung durch den SRF die Mittel der Teilfonds und anderer Quellen mobilisiert werden, d) die eventuell erforderliche Aufstockung der Teilfonds und e) gegebenenfalls die Inanspruchnahme von Krediten bei anderen Teilfonds.

<sup>39</sup> Die Zielausstattung beträgt 1 % des Gesamtvolumens der gedeckten Einlagen innerhalb der Bankenunion, was rund 55 Mrd € entspricht.

werden, um die Verluste in Abwicklung befindlicher Banken zu absorbieren und ihnen frisches Kapital zuzuführen. Zur Gewährleistung der Effizienz des Bail-in-Instruments legen der SRB und die nationalen Abwicklungsbehörden in Abstimmung mit der EZB und den zuständigen Behörden für jede in ihre Zuständigkeit fallende Bank ausreichend hohe Mindestanforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten fest, damit eine Abwicklung im Einklang mit dem für die betreffende Bank erstellten Abwicklungsplan möglich ist. Die Zusammenarbeit zwischen den Behörden innerhalb der Bankenunion ist von entscheidender Bedeutung und somit ein wichtiger Schwerpunkt.

## Zusammenarbeit zwischen SRM und SSM

Aufgrund des EU-Rahmens für das Krisenmanagement sind die Aufsichts- und Abwicklungsbehörden zur Zusammenarbeit verpflichtet. So ergibt sich einerseits für den SSM als zuständige Behörde eine enge Kooperation mit dem SRM bei der Sanierungsplanung, der Umsetzung von frühzeitigen Interventionsmaßnahmen und der Bewertung von ausfallenden oder wahrscheinlich ausfallenden Banken. Andererseits muss der SRM mit dem SSM zusammenarbeiten, wenn es um die Abwicklungsplanung, die Bewertung der Abwicklungsfähigkeit von Banken oder die Durchführung von Abwicklungsmaßnahmen geht. Die Interaktion zwischen SSM und SRM orientiert sich an drei Eckpfeilern – komplementäre institutionelle Rollen, Kooperation und intensive Koordinierung.

Voraussetzung für die erfolgreiche Zusammenarbeit ist ein reibungsloses Zusammenspiel zwischen dem SSM und dem SRM. Deshalb nimmt Sabine Lautenschläger, die stellvertretende Vorsitzende des Aufsichtsgremiums, als von der EZB benannte ständige Beobachterin an den Präsidiums- und Plenarsitzungen des SRB teil. Umgekehrt lädt die EZB Elke König, die Vorsitzende des SRB, ein, den Sitzungen des Aufsichtsgremiums als Beobachterin beizuwohnen, um die Besprechungen der für den SRB relevanten Fragen zu verfolgen. Überdies unterzeichneten beide Behörden am 22. Dezember 2015 ein Memorandum of Understanding über ihre Zusammenarbeit und den gegenseitigen Informationsaustausch.

## Dritte Säule der Bankenunion: ein europäisches Einlagensicherungssystem

Die europäische Einlagensicherung stellt neben dem SSM und dem SRM eine weitere wichtige Säule dar. Sie soll sicherstellen, dass überall in der Bankenunion ein gleich starkes Einlegervertrauen besteht – eine entscheidende Voraussetzung für gleiche Wettbewerbsbedingungen. Am 24. November 2015 legte die Europäische Kommission mit ihrem Vorschlag für ein europäisches Einlagensicherungssystem als dritte Säule der Bankenunion einen konkreten Einführungsplan vor. Für die Anfangsphase ist eine Rückversicherung geplant, in der darauf folgenden Mitversicherungsphase soll der Anteil der Finanzierung auf europäischer Ebene immer weiter erhöht werden, und am Ende steht die über einen europäischen Einlagensicherungsfonds finanzierte Vollversicherung. Das europäische



Einlagensicherungssystem wird von der Kommission unterstützt und ist auch im Bericht der fünf Präsidenten als wichtiger Schritt zur Stärkung der Bankenunion vorgesehen, nachdem bereits die Verantwortung für die Bankenaufsicht und -abwicklung auf die supranationale Ebene verlagert wurde. Zudem wird ein solches System die anderen beiden Säulen der Bankenunion stärken. Am 24. November 2015 veröffentlichte die Kommission zudem eine Mitteilung über die Vollendung der Bankenunion. Zusätzlich zur Einführung einer gemeinsamen Einlagensicherung schlug sie darin weitere Maßnahmen zur vollumfänglichen Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen zwischen den nationalen Bankensektoren vor, beispielsweise den Abbau nationaler Wahlmöglichkeiten und Ermessensspielräume bei der Anwendung der Aufsichtsvorschriften sowie die Förderung der Konvergenz des Insolvenzrechts.

### Regulatorische Behandlung von Forderungen an Staaten

Die jüngste Finanzkrise hat gezeigt, dass gegenüber Staaten bestehende Forderungen entgegen der impliziten Annahme nicht risikolos sind, sodass der geltende Rahmen für die regulatorische Behandlung von Staatsschulden auf den Prüfstand gestellt werden muss. Finanzregulatorische Veränderungen in diesem Bereich erfordern ein globales Vorgehen, das gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Banken gewährleistet. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ist federführend mit der Überprüfung der bestehenden regulatorischen Behandlung von Staatsschulden auf globaler Ebene befasst und wird mögliche Maßnahmen erwägen. Dabei folgt er einem sorgfältigen, ganzheitlichen und abgestuften Ansatz. Zudem prüft er allgemeinere Fragen im Zusammenhang mit der Funktion der Staatsanleihemärkte und bewertet die potenziellen Auswirkungen regulatorischer Änderungen auf diese Funktion sowie auf bestimmte Marktsegmente.

Bei jedweder Überarbeitung des Regulierungsrahmens wird eine gründliche Kosten-Nutzen-Analyse durchgeführt. Dabei ist nicht nur den potenziellen Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit der Märkte und die Finanzstabilität Rechnung zu tragen, sondern auch eventuell auftretenden Nebeneffekten in anderen Vermögenskategorien, welche die Banken in ihrer Intermediationsfunktion beeinträchtigen können. Ferner sollten die Liquiditätsfunktion von Staatsanleihen und jegliche Auswirkung auf die geldpolitische Transmission gebührend berücksichtigt werden.

#### 3.4.2 Verringerung des Ausmaßes der Risikoübernahme und Erhöhung der Widerstandsfähigkeit

Im Berichtszeitraum trug die EZB zum Abschluss einer Reihe von Regulierungsreformen bei. Einige wichtige Arbeiten sind jedoch noch ausstehend, insbesondere die Fertigstellung der Rahmenregelung zur Höchstverschuldungsquote und die strategische Überprüfung der Eigenkapitalregelung.

## Die Fertigstellung der Rahmenregelung zur Höchstverschuldungsquote

Der Aufbau übermäßiger Verschuldung war zweifellos eine der grundlegenden Ursachen der Finanzkrise. Die größten Banken Europas finanzierten sich in der Zeit vor der Krise in hohem Maße über Fremdkapital. So lag der als Vielfaches des Eigenkapitals gemessene Verschuldungsgrad vor Ausbruch der Finanzkrise im Median bei rund 33 und bei einigen Banken sogar bei 50.<sup>40</sup> Eine umfassende und gut bemessene Höchstverschuldungsquote ist im Zusammenwirken mit den risikobasierten Eigenkapitalanforderungen ein wichtiges Instrument zur Begrenzung der auf übermäßige Verschuldung zurückzuführenden Risiken. Untersuchungen der EZB deuten darauf hin, dass die Höchstverschuldungsquote – eine wirkungsvolle Ergänzung der risikobasierten Eigenkapitalanforderungen – die Wahrscheinlichkeit finanzieller Schieflagen von hoch verschuldeten Banken markant verringern würde.<sup>41</sup> Der Basler Ausschuss erörtert derzeit noch einige Aspekte der Höchstverschuldungsquote und wird die Überprüfung ihrer Kalibrierung voraussichtlich 2017 abschließen. Bis 1. Januar 2017 wird getestet, ob eine Höchstverschuldungsquote von mindestens 3 % des Kernkapitals adäquat bemessen ist. Gegebenenfalls werden dann noch abschließende Anpassungen an der Rahmenregelung vorgenommen, sodass die Regelung zum 1. Januar 2018 in Säule 1 integriert werden kann. Auf europäischer Ebene hat die Europäische Bankenaufsichtsbehörde mit den Arbeiten zu ihrem Bericht über die Auswirkung und Bemessung der Verschuldungsquote begonnen. Dieser Bericht wird eine Auswirkungsstudie zur Verschuldungsquote enthalten, in der die möglichen Verhaltensimplikationen einer Höchstverschuldungsquote, ihr Zusammenspiel mit anderen aufsichtlichen Anforderungen und die zyklische Abhängigkeit betrachtet werden.

## Strategische Überprüfung der Eigenkapitalregelung

Ein wichtiges politisches Ziel der EZB besteht darin, robuste und länderübergreifend vergleichbare Eigenkapitalquoten der Banken zu gewährleisten. Wie eine Reihe von Studien des Basler Ausschusses und der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde zeigt, gehen die Banken bei der Berechnung ihres regulatorischen Eigenkapitals sehr unterschiedlich vor. Um diesem Problem umfassend zu begegnen, hat der Basler Ausschuss eine strategische Überprüfung seiner Eigenkapitalregelung eingeleitet. Ziel der laufenden Arbeiten ist es, einen Ansatz zu entwickeln, bei dem Banken ihre internen Risikomodelle nur für bestimmte Portfolios verwenden dürfen, die für Modellrechnungen geeignet sind. Dieser Ansatz würde zusätzliche

<sup>40</sup> Siehe ESRB, *Is Europe overbanked?*, [Reports of the Advisory Scientific Committee](#), Nr. 4, Juni 2014.

<sup>41</sup> Siehe M. Grill, J. H. Lang und J. Smith, [The impact of the Basel III leverage ratio on risk-taking and bank stability](#), Financial Stability Review, Special Feature A, EZB, November 2015.

Einschränkungen für die Modellierung dieser Portfolios beinhalten, wie etwa Untergrenzen oder ein Modellierungsverbot für bestimmte Parameter. Bei den verbleibenden Portfolios müssten die Banken das regulatorische Eigenkapital mithilfe der vom Basler Ausschuss festgelegten alternativen Methoden berechnen. Die strategische Überprüfung soll ein ausgewogeneres Verhältnis zwischen Einfachheit, Vergleichbarkeit und Risikosensitivität herstellen. Gleichzeitig müssen die vom Ausschuss vorgegebenen Ziele – Angemessenheit, Robustheit und Konsistenz bei der Umsetzung – erreicht werden.

### 3.4.3 Bewältigung der „too big to fail“-Problematik

#### Standard für die Verlustabsorptionsfähigkeit global systemrelevanter Banken – Auswirkungen auf EU-Ebene

Im November 2015 verabschiedete das Financial Stability Board den Standard für die Verlustabsorptionsfähigkeit (total loss-absorbing capacity – TLAC) global systemrelevanter Banken (global systemically important banks – G-SIBs). Er soll sicherstellen, dass von Zahlungsausfall bedrohte G-SIBs über ausreichende Verlustabsorptions- und Rekapitalisierungsmöglichkeiten zur Umsetzung einer geordneten Abwicklungsstrategie verfügen. Der TLAC-Standard stellt somit einen wichtigen Meilenstein bei der Bewältigung der „too big to fail“-Problematik dar. Diese ist für die EZB mit Blick auf Finanzstabilität und Bankenaufsicht von zentraler Bedeutung. Aus diesem Grund hat sie bei der Ausarbeitung dieses Standards aktiv mitgewirkt.

Der TLAC-Standard beinhaltet sowohl eine Mindestanforderung als auch Kriterien für die TLAC-Anrechnung von Instrumenten und Verbindlichkeiten, damit diese im Abwicklungsfall auch tatsächlich für die Verlustabsorption unmittelbar zur Verfügung stehen. Die Einführung einer TLAC-Mindestanforderung für alle G-SIBs wird dazu beitragen, dass weltweit gleiche Wettbewerbsbedingungen herrschen. Sofern im Einzelfall erforderlich, kann global systemrelevanten Banken eine über die Mindestanforderung hinausgehende Verlustabsorptionsfähigkeit vorgeschrieben werden. Die TLAC-Mindestanforderung wird anhand einer risikogewichteten und einer ungewichteten Bezugsgröße festgelegt. Ab 1. Januar 2019 müssen G-SIBs verlustabsorptionsfähiges Kapital in Höhe von mindestens 16 % der risikogewichteten Aktiva vorhalten. Am 1. Januar 2022 steigt die TLAC-Mindestanforderung dann auf 18 %. Bezogen auf die ungewichtete Bezugsgröße gilt mit Wirkung vom 1. Januar

2019 eine TLAC-Mindestquote von 6 % bzw. ab 1. Januar 2022 6,75 % der Engagementmessgröße im Nenner der Höchstverschuldungsquote von Basel III.<sup>42</sup>

Der TLAC-Standard weist Ähnlichkeiten mit der im EU-Abwicklungsrahmen definierten Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten (minimum requirement for own funds and eligible liabilities – MREL) auf. Allerdings bestehen einige wesentliche Unterschiede. Insbesondere gilt die TLAC-Quote nur für G-SIBs, während die MREL für alle Kreditinstitute und Wertpapierfirmen maßgebend ist. Zudem sieht die MREL – im Gegensatz zur TLAC – keine Untergrenzen vor. Die beiden Standards sind bis Ende 2016 durch die Überprüfungsklausel in der BRRD unter Berücksichtigung der jeweils unterschiedlichen Anwendungsbereiche aufeinander abzustimmen.

### 3.5 Kapitalmarktunion

Das Eurosystem unterstützt die Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion. Sie kann die Bankenunion ergänzen und die Wirtschafts- und Währungsunion stärken, indem sie die Risikoverteilung über Ländergrenzen hinweg verbessert und die Widerstandskraft des Finanzsystems erhöht.<sup>43</sup> Die mit der Kapitalmarktunion verbundene Diversifizierung der Finanzierungsquellen und Erleichterung des Zugangs zu Finanzierungen für Unternehmen werden darüber hinaus das Wirtschaftswachstum in Europa entscheidend unterstützen. Am 30. September 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission einen Aktionsplan mit einer Reihe von Maßnahmen, mit denen bis 2019 die wichtigsten Bausteine der Kapitalmarktunion geschaffen werden sollen. Die EZB begrüßt den Aktionsplan und unterstützt die begleitenden frühzeitigen Maßnahmen, namentlich den Vorschlag über einen europäischen Rahmen für Verbriefungen. Dieser sieht u. a. eine differenzierte aufsichtliche Behandlung vor, um einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen, einschließlich reduzierter Eigenkapitalanforderungen für Banken, zu ermöglichen. Diese Maßnahmen dürften zu einer Wiederbelebung des Verbriefungsmarkts beitragen.

Damit die Vorteile der Kapitalmarktunion zum Tragen kommen, sollte ein möglichst hoher Grad an Finanzintegration angestrebt werden. Eine vollständige Integration ist dann erreicht, wenn alle Marktteilnehmer mit denselben wesentlichen Merkmalen den gleichen einheitlichen Regeln unterliegen, den gleichen Zugang zu den Märkten haben und in Bezug auf ihre Marktaktivitäten gleich behandelt werden. Hierzu braucht es eine langfristige Perspektive und Entschlossenheit, um weitere

---

<sup>42</sup> Ungeachtet der TLAC sind die Behörden befugt, bei Bedarf auch andere Verbindlichkeiten, die in den Anwendungsbereich des Bail-in-Instruments fallen, zur Verlustabsorption heranzuziehen.

<sup>43</sup> Siehe [Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper](#), 21. Mai 2015.

Maßnahmen auf den Weg zu bringen. So müssen etwa die nationalen Insolvenz-, Steuer- und Wertpapiergesetze stärker harmonisiert werden.

In ihrem Aktionsplan schlägt die Europäische Kommission eine Reihe frühzeitiger Maßnahmen vor. Neben einem europäischen Rahmen für Verbriefungen veröffentlichte sie eine Konsultation zur Schaffung eines europaweiten Rahmens für gedeckte Schuldverschreibungen und einen Vorschlag zur Überarbeitung der Prospektrichtlinie. Hinsichtlich des Rahmens für gedeckte Schuldverschreibungen, der auf nationalen Regelungen aufbauen soll, ist die Praxistauglichkeit solcher Instrumente als Kreditfinanzierung für kleine und mittlere Unternehmen zu prüfen. Mit dem Vorschlag zur Überarbeitung der Prospektrichtlinie werden eine Verbesserung des Zugangs zu Finanzierungen für Unternehmen und eine Vereinfachung der Informationsbeschaffung für Anleger angestrebt. Insbesondere geht es darum, den Zugang zu Informationen über KMUs zu erleichtern. Die genannten Maßnahmen werden zur weiteren Integration der Kapitalmärkte beitragen.

Grundsätzlich ist es für die Schaffung der Kapitalmarktunion unabdingbar, dass bereits auf kurze Sicht schnelle Ergebnisse präsentiert werden können, damit eine gewisse Eigendynamik entsteht. Allerdings müssen zudem in einer Vielzahl von Bereichen, von denen das Funktionieren der Kapitalmärkte abhängt, konsequent auch längerfristige Anstrengungen unternommen werden.

# Sonstige Aufgaben und Aktivitäten

## 1 Finanzmarktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr

Im Zahlungsverkehr und im Wertpapier- und Derivategeschäft unterstützen entsprechende Marktinfrastrukturen den Clearing- und Abwicklungsprozess. Sichere und effiziente Finanzmarktinfrastrukturen tragen wesentlich dazu bei, das Vertrauen in die Währung zu erhalten, die geldpolitischen Geschäfte zu unterstützen sowie die Stabilität des Finanzsystems zu stärken. Für die Schaffung eines vollkommenen Binnenmarkts ist eine europaweite Integration der Marktinfrastrukturen unerlässlich.

Das Eurosystem spielt in seiner Dreifachfunktion als Betreiber, Katalysator und Überwacher von Finanzmarktinfrastrukturen eine zentrale Rolle im Nachhandelsbereich und im Zahlungsverkehr. Die vom Eurosystem betriebene TARGET2-Infrastruktur ermöglicht die Echtzeitabwicklung von auf Euro lautenden zeitkritischen Großbetragszahlungen in Zentralbankgeld. Mit dem Korrespondenzzentralbank-Modell erleichtert das Eurosystem den grenzüberschreitenden Einsatz von Sicherheiten bei seinen Kreditgeschäften. Des Weiteren steht seit Juni 2015 die vom Eurosystem betriebene neue Infrastruktur TARGET2-Securities (T2S) für die Wertpapierabwicklung in Zentralbankgeld zur Verfügung. Die Vision des Eurosystems für das Jahr 2020 und seine Strategie für künftige Finanzmarktinfrastrukturen werden in Abschnitt 1.1 dargelegt.

Im Rahmen seiner Katalysatorfunktion unterstützt das Eurosystem die Branche nach der Inbetriebnahme von T2S aktiv bei der Harmonisierung von Prozessen im Nachhandelssektor sowie bei der Entwicklung sicherer und effizienter Zahlungs-, Clearing- und Abwicklungslösungen im Massenzahlungsverkehr des Eurogebiets. Das Eurosystem hat die Umsetzung des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (SEPA) seit Anbeginn mitgestaltet und wird im Bereich des Massenzahlungsverkehrs auch weiterhin eine aktive und innovative Rolle spielen. Aus der zunehmenden Digitalisierung des Zahlungsverkehrs resultierende Innovationen werden in Abschnitt 1.2 erläutert.

Im Rahmen seiner Überwachungsfunktion sorgt das Eurosystem für ein effizientes Risikomanagement sowie die Schaffung klarer Kontrollvorgaben für Marktinfrastrukturen und regt notwendige Veränderungen an. So beteiligt es sich in Zusammenarbeit mit Branchenvertretern an der Festlegung internationaler Standards, damit die Finanzmarktinfrastrukturen gegenüber Cyberattacken widerstandsfähiger gemacht werden. Außerdem wird an der Verbesserung der Effizienz und der Sicherheit des Massenzahlungsverkehrs gearbeitet. Im Bereich der Überwachung von Infrastrukturen für Wertpapier- und Derivategeschäfte prüfte das Eurosystem in Zusammenarbeit mit den zuständigen Überwachungs- und Aufsichtsinstanzen die Ausgestaltung von T2S vor dessen Inbetriebnahme. Darüber hinaus stehen aufgrund ihrer wachsenden systemischen Bedeutung Kontrahentenrisiken im Mittelpunkt des Aufsichtsinteresses. Nähere Ausführungen dazu finden sich in Abschnitt 1.3.

## 1.1 Freischaltung von T2S und künftige Finanzmarktinfrastrukturen

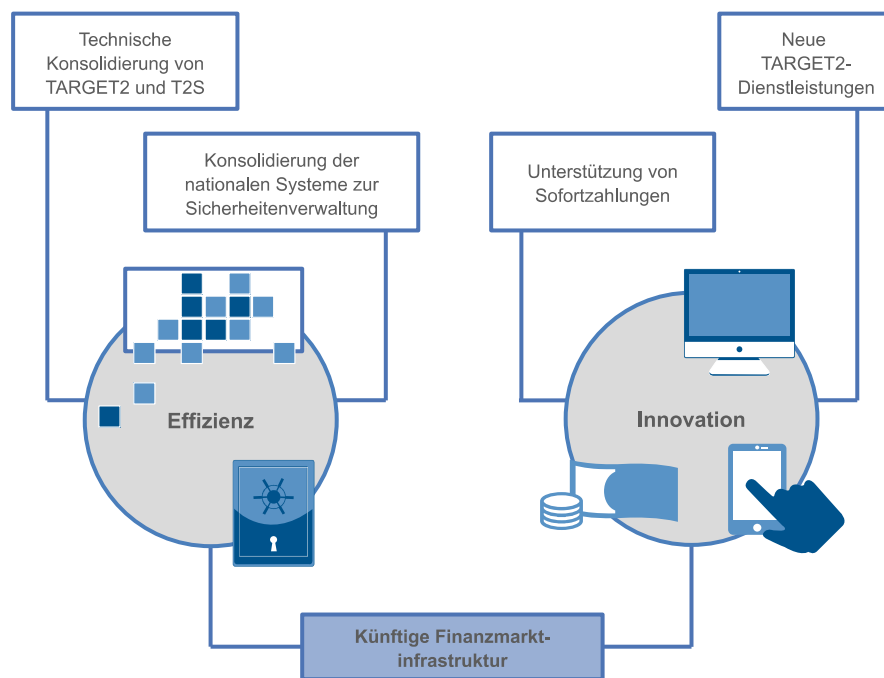
Im Juni 2015 wurde TARGET2-Securities, die neue einheitliche Wertpapierabwicklungsplattform des Eurosystems, in Betrieb genommen. Fünf Zentralverwahrer in Griechenland, Italien, Malta, Rumänien und der Schweiz sind bereits an die Plattform angebunden; die übrigen 16 Märkte werden sich im Verlauf der nächsten beiden Jahre anschließen. Die Mehrwährungsfunktionalität von T2S wird ab 2018 zum Tragen kommen, wenn auch Geschäfte in dänischen Kronen über die gemeinsame Plattform abgewickelt werden können. Vom Anschluss weiterer Länder und Währungen an T2S ist auszugehen.

Mit T2S entfallen die Unterschiede bei der Abwicklung nationaler und grenzüberschreitender Wertpapiertransaktionen und damit die durch die bisherige Marktfragmentierung gegebenen Hindernisse. T2S hat die Harmonisierung von Dienstleistungen und Standards im Nachhandelsbereich stark vorangetrieben und trägt zu einer stärkeren Finanzmarktintegration sowie zur Verwirklichung eines echten europäischen Binnenmarkts bei.

Während die Migration auf T2S weiter fortschreitet, ist das Eurosystem vorausschauend damit befasst sicherzustellen, dass Marktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr mit der technologischen Entwicklung Schritt halten und weiterhin von Effizienzgewinnen profitieren können. Die Vision des Eurosystems für das Jahr 2020 beruht auf einer Strategie für Marktinfrastrukturen, die in drei Bereichen ansetzt.

### Schaubild 1

Europas Finanzmarktinfrastruktur – Vision für 2020 und darüber hinaus



Quelle: EZB.



Erstens sollen Synergien zwischen TARGET2 und T2S ausgelotet werden. Durch eine Konsolidierung der technischen Infrastrukturen soll TARGET2 von den derzeit in T2S verfügbaren modernsten Funktionalitäten profitieren, etwa durch die weitere Optimierung von Mechanismen zur Liquiditätssteuerung. Zweitens sollen Optionen zur Unterstützung der Entwicklung einer europaweiten Lösung für Sofortzahlungen geprüft werden (siehe Abschnitt 1.2). Drittens sind eine weitere Harmonisierung und Effizienzsteigerung des Sicherheitenmanagements des Eurosystems sowie eine mögliche Harmonisierung von Besicherungsformen und -verfahren angedacht. Sind diese Harmonisierungsbestrebungen erfolgreich, könnte ein gemeinsames Sicherheitenmanagementsystem für das Eurosystem angestrebt werden.

In dem Bemühen, seine Vision für 2020 umzusetzen, wird das Eurosystem eng mit den Marktakteuren zusammenarbeiten, um von deren Sichtweisen zu profitieren und um sicherzustellen, dass die europäischen Marktinfrastrukturen auf die Bedürfnisse des Marktes zugeschnitten sind.

## 1.2 Die Digitalisierung des Zahlungsverkehrs

Nach der erfolgreichen Migration von Überweisungen und Lastschriften im Euroraum auf SEPA konzentrieren sich die Zahlungsverkehrsbranche und das Eurosystem nach Harmonisierung und Integration nun auf Modernisierung und Innovation. Diese Verlagerung des Interessenschwerpunkts wurde notwendig, da die Digitalisierung im täglichen Leben immer stärker um sich greift. Die Zahlungsverkehrsbranche reagiert damit auf die sich verändernden Erfahrungen und Erwartungen der Nutzer. In einigen europäischen Ländern gibt es bereits Lösungen für Mobiltelefonzahlungen zwischen Einzelpersonen sowie für kontaktlose Zahlungen mit Karten. Einige dieser Lösungen basieren auf dem Prinzip der Sofortzahlung. Diese Dienstleistungen sind derzeit jedoch nur auf nationaler Ebene verfügbar; europaweite Interoperabilität und Reichweite sind nicht gegeben.

Um eine erneute Fragmentierung des einheitlichen Zahlungsverkehrsraums durch die Entstehung einer Vielzahl nationaler Einzellösungen zu verhindern, unterstützt das Eurosystem nachdrücklich die Entwicklung einer europaweiten Lösung für Sofortzahlungen. So forderte das Euro Retail Payments Board (ERPB) unter dem Vorsitz der EZB die Zahlungsverkehrsbranche auf, einen Vorschlag für die Gestaltung eines SEPA-Überweisungssystems für Sofortzahlungen in Euro vorzulegen. Dieser Vorschlag, der als gemeinsame Grundlage für europäische Sofortzahlungslösungen dienen soll, wurde vom ERPB im November 2015 gebilligt. Darauf aufbauend wird nun vom Europäischen Zahlungsverkehrsrat ein Regelwerk erarbeitet.

Hinsichtlich des Clearing und der Abwicklung von Sofortzahlungen hat die EZB den Dialog mit den Anbietern von Marktinfrastrukturen für den Massenzahlungsverkehr aufgenommen und analysiert zugleich seine eigene Rolle als Betreiber von TARGET2 bei der Abwicklung derartiger Zahlungen.

Des Weiteren ist die EZB in die Arbeiten des ERPB zu Empfehlungen im Hinblick auf europaweite Mobiltelefonzahlungen zwischen Einzelpersonen und kontaktlose

Kartenzahlungen eingebunden. In Zukunft wird sich das Eurosystem auch mit neuen Zahlungslösungen und neuen Zahlungsdienstleistern im Zusammenhang mit der laufenden Ausweitung des Internethandels auseinandersetzen.

Im Februar 2015 veröffentlichte die EZB einen zweiten [Bericht](#) zu virtuellen Geldsystemen. Das Interesse der Branche gilt inzwischen weniger dem Aspekt des „Wertes“ selbst als der dezentralen digitalen Lösung zur Übertragung dieses Wertes, der sogenannten Blockchain-Technologie. Die EZB wird die Entwicklung der technischen Grundlage dieser Systeme weiterhin beobachten.

### 1.3 Management des Kontrahentenrisikos

Im Zuge der globalen Finanzkrise von 2007-08 traten wesentliche Schwachstellen bezüglich der Transparenz und des Risikomanagements an den OTC-Derivatemärkten zutage, insbesondere in dem Segment, in dem Transaktionen bilateral abgewickelt werden. Vor diesem Hintergrund stimmten die Staats- und Regierungschefs der G20 bei ihrem Gipfeltreffen in Pittsburgh 2009 darin überein, dass standardisierte OTC-Derivatgeschäfte immer über zentrale Kontrahenten abgewickelt werden sollten.

Als Ergebnis dieser Verpflichtung zum zentralen Clearing steuern zentrale Kontrahenten einen steigenden Anteil des aus OTC-Derivatetransaktionen erwachsenden finanziellen Risikos, weshalb ihre Robustheit mit Blick auf die Finanzstabilität eine immer bedeutendere Rolle spielt. Vor diesem Hintergrund ersuchten die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G20 im Februar 2015 das Financial Stability Board, gemeinsam mit dem Ausschuss für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen, der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden und dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ein koordiniertes Arbeitsprogramm zur Erhöhung der Krisenfestigkeit, Sanierungsplanung und Abwicklungsfähigkeit zentraler Kontrahenten festzulegen. Das entsprechende Arbeitsprogramm für 2015 umfasst vier Bereiche: a) eine Evaluierung der Angemessenheit der bestehenden Verfahren zur Gewährleistung der Krisenfestigkeit zentraler Kontrahenten (u. a. Bewertung der Verlusttragfähigkeit und Liquidität sowie Stresstests), b) eine Bestandsaufnahme bestehender Mechanismen zur Sanierung zentraler Kontrahenten samt Verlustbeteiligungsmodellen sowie eine Abschätzung des etwaigen Bedarfs an detaillierteren Standards, c) eine Überprüfung bestehender Abwicklungsverfahren und Regelungen zur Abwicklungsplanung für zentrale Kontrahenten sowie eine Abschätzung des etwaigen Bedarfs an detaillierteren Standards oder zusätzlichen Deckungsquellen und d) eine Analyse der wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen zentralen Kontrahenten, ihren direkten und indirekten Clearingmitgliedern und anderen Finanzinstituten sowie der potenziellen Kanäle, über die aus diesen Abhängigkeiten erwachsende Risiken übertragen werden können. Die EZB ist in diese vier Arbeitsbereiche über die jeweiligen internationalen Ausschüsse direkt eingebunden.

Im Bestreben, ihre Zusammenarbeit zu stärken, kündigten die EZB und die Bank of England am 29. März 2015 Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzstabilität mit

Blick auf Märkte mit zentralem Clearing in der EU mittels eines koordinierten und einheitlichen Ansatzes an.<sup>44</sup> In diesem Zusammenhang vereinbarten die EZB und die Bank of England eine Optimierung des Informationsaustauschs und der Zusammenarbeit im Hinblick auf zentrale Kontrahenten mit Sitz im Vereinigten Königreich, die einen bedeutenden Teil ihrer Geschäfte in Euro abwickeln.

Die EZB und andere Zentralbanken des Eurosystems leisten weiterhin einen aktiven Beitrag zu den Arbeiten der Aufsichtskollegien für in der EU ansässige zentrale Kontrahenten mit bedeutendem Clearing-Geschäft in Euro entsprechend der Europäischen Marktinfrastrukturverordnung (EMIR). Im Jahr 2015 fiel darunter die Genehmigung der vorgeschlagenen Erweiterungen der von zentralen Kontrahenten angebotenen Dienstleistungen.

Am 2. September 2015 veröffentlichte die EZB ihre Stellungnahme zur öffentlichen Konsultation der Europäischen Kommission über die EMIR-Überarbeitung. Die Stellungnahme enthält eine Reihe von Vorschlägen zur Stärkung des Rahmens, in dem die für zentrale Kontrahenten zuständigen Aufsichtskollegien operieren, und zur Verbesserung der Qualität der Meldung von Daten zu Derivaten im Hinblick auf höhere Transparenz.

## 2 Finanzdienstleistungen für andere Institutionen

### 2.1 Verwaltung von Anleihe- und Darlehensgeschäften

Die EZB ist für die Verwaltung der von der EU im Rahmen des [Mechanismus des mittelfristigen Beistands \(MTFA\)](#)<sup>45</sup> und des [Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus \(EFSM\)](#)<sup>46</sup> abgeschlossenen Anleihe- und Darlehensgeschäfte zuständig. So wickelte die EZB im Berichtsjahr Zinszahlungen im Zusammenhang mit MTFA-Krediten ab. Zum 31. Dezember 2015 beliefen sich die gesamten Außenstände im Rahmen des MTFA auf 5,7 Mrd €. Des Weiteren wickelte die EZB 2015 im Gefolge eines [Beschlusses des Rates der Europäischen Union](#) die Auszahlung und erfolgreiche Rückzahlung einer kurzfristigen Brückenfinanzierung an Griechenland im Rahmen des EFSM ab. Außerdem wickelte die EZB diverse Zahlungen und Zinszahlungen im Zusammenhang mit EFSM-Krediten ab. Zum

---

<sup>44</sup> Siehe die [Pressemitteilung](#) der EZB vom 29. März 2015. Diese Ankündigung folgte auf das Urteil des Gerichts der Europäischen Union vom 4. März (siehe auch Kapitel 2 Abschnitt 6).

<sup>45</sup> Gemäß Artikel 141 Absatz 2 VAEU, 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.

<sup>46</sup> Gemäß Artikel 122 Absatz 2 und Artikel 132 Absatz 1 VAEU, Artikel 17 und 21 der ESZB-Satzung sowie Artikel 8 der Verordnung (EU) Nr. 407/2010 des Rates vom 11. Mai 2010.

31. Dezember 2015 beliefen sich die gesamten Außenstände im Rahmen des EFSM auf 46,8 Mrd €

Die EZB ist ferner für die Abwicklung von Zahlungen im Zusammenhang mit Geschäften im Rahmen der [Europäischen Finanzstabilitätsfazilität \(EFSF\)](#)<sup>47</sup> und des [Europäischen Stabilitätsmechanismus \(ESM\)](#)<sup>48</sup> zuständig. So führte die EZB im Berichtsjahr mehrere Zins- und Gebührenzahlungen im Zusammenhang mit EFSF-Krediten durch. Außerdem wickelte die EZB 2015 im Gefolge eines [Beschlusses des Rates der Europäischen Union](#) die Auszahlung von zwei Tranchen des Darlehens für Griechenland im Rahmen des ESM ab. 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.<sup>49</sup> Zum 31. Dezember 2015 beliefen sich die gesamten Außenstände im Rahmen dieser Vereinbarung auf 52,9 Mrd €

## 2.2 Dienstleistungen des Eurosystems im Bereich der Währungsreservenverwaltung

Seit 2005 können Kunden des Eurosystems ihre auf Euro lautenden Währungsreserven vom Eurosystem verwalten lassen, wofür auch 2015 ein umfangreiches Spektrum an Finanzdienstleistungen im Rahmen der Eurosystem Reserve Management Services (ERMS) zur Verfügung stand. Einzelne nationale 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. Durch die Wahrnehmung einer allgemeinen Koordinierungsfunktion fördert die EZB den reibungslosen Betrieb der ERMS-Dienstleistungen und zeichnet für die Berichterstattung an den EZB-Rat verantwortlich.

---

<sup>47</sup> Gemäß Artikel 17 und 21 der ESZB-Satzung (in Verbindung mit Artikel 3 Absatz 5 des EFSF-Rahmenvertrags).

<sup>48</sup> Gemäß Artikel 17 und 21 der ESZB-Satzung (in Verbindung mit Artikel 5.12.1 der „ESM General Terms for Financial Assistance Facility Agreements“).

<sup>49</sup> 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.

Die Anzahl der Nutzer des ERMS-Dienstleistungsangebots lag 2015 bei 285 gegenüber 296 im Jahr davor. Der vom Eurosystem im Zusammenhang mit solchen Dienstleistungen verwaltete Vermögensbestand (darunter Barvermögen und Wertpapiere) erhöhte sich 2015 gegenüber dem Jahresendstand 2014 um etwa 6 %.

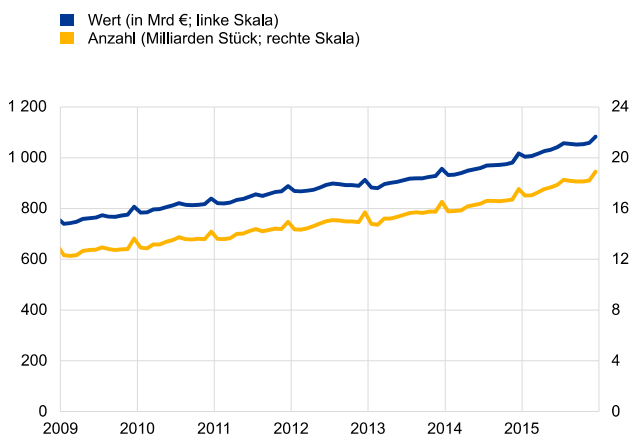
### 3 Banknoten und Münzen

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

#### 3.1 Bargeldumlauf

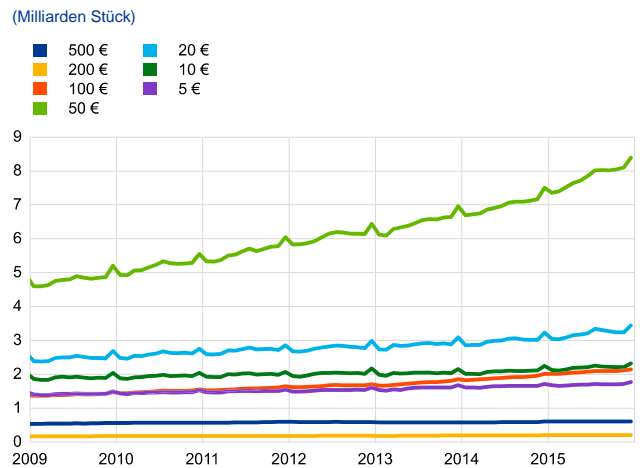
Im Jahr 2015 erhöhte sich der **Euro-Banknotenumlauf** mengen- bzw. wertmäßig um etwa 7,8 % bzw. 6,6 %. Zum Jahresende waren 18,9 Milliarden Euro-Banknoten mit einem Gesamtwert von 1 083 Mrd € im Umlauf (siehe Abbildung 27 und 28). Mit 11,8 % verzeichnete die 50-€-Banknote 2015 die höchste Jahreszuwachsrate. Um die Jahresmitte stieg die Nachfrage nach 50-€-Banknoten sprunghaft an. Die wahrscheinlichste Erklärung dafür ist, dass Griechenland-Touristen in Anbetracht der in Griechenland eingeführten (jedoch nur für Ansässige gültigen) Beschränkungen für Bargeldabhebungen mehr Bargeld als üblich mit sich führten. Für die **Herstellung der Euro-Banknoten** sind die NZBen gemeinsam zuständig; im Jahr 2015 wurden sie mit der Herstellung von insgesamt 6,0 Milliarden Banknoten betraut.

**Abbildung 27**  
Mengen- und wertmäßiger Euro-Banknotenumlauf



Quelle: EZB.

**Abbildung 28**  
Euro-Banknotenumlauf nach Stückelung



Quelle: EZB.

Auf Länder außerhalb des Euroraums (in erster Linie auf dessen Nachbarländer) entfällt schätzungsweise rund ein Viertel des wertmäßigen Euro-Banknotenumlaufs. Außerhalb des Euroraums werden Euro-Banknoten (vor allem Stückelungen zu 500 € und 100 €) als Wertaufbewahrungsmittel sowie zur Abwicklung von Trans-

aktionen an internationalen Märkten gehalten. Bargeld bietet den Vorteil, dass Transaktionen sofort abgewickelt werden können, weil sich die Frage der Zahlungsfähigkeit der Gegenpartei gar nicht stellt.

Der gesamte Euro-Münzumsatz erhöhte sich im Berichtsjahr um 4,7 % auf 116,1 Milliarden Stück (Jahresendstand). Der Gesamtwert des Münzumsatzes betrug am Ende des Berichtsjahrs 26,0 Mrd € und war somit um 4 % höher als Ende 2014.

Im Jahr 2015 prüften die nationalen Zentralbanken des Euroraums rund 32,9 Milliarden Banknoten auf Echtheit und Umlauffähigkeit; etwa 5,2 Milliarden davon wurden aus dem Verkehr gezogen. Das Eurosystem war darüber hinaus weiterhin bemüht, 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 31 Milliarden Euro-Banknoten von Kreditinstituten und anderen professionellen Bargeldakteuren mittels solcher Banknotenbearbeitungsgeräte auf Echtheit und Umlauffähigkeit geprüft.

## 3.2 Euro-Banknotenfälschungen

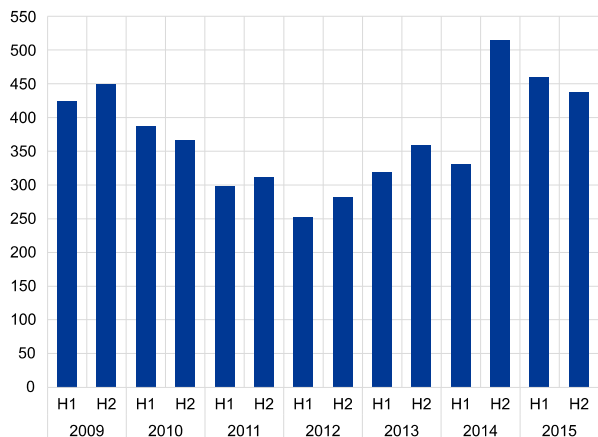
Im Jahr 2015 zog das Eurosystem rund 899 000 gefälschte Euro-Banknoten aus dem Verkehr. Verglichen mit der Anzahl der im Umlauf befindlichen echten Euro-Banknoten ist der Anteil der Fälschungen weiterhin sehr gering. Vergleichswerte für die Vorjahre sind in Abbildung 29 dargestellt. Bevorzugtes Ziel der Fälscher sind die 20-€-Banknote und die 50-€-Banknote der ersten Euro-Banknotenserie, auf die im Berichtsjahr 50,5 % bzw. 34,2 % der insgesamt sichergestellten Fälschungen entfielen. Dass im Berichtsjahr insgesamt etwas mehr Euro-Banknotenfälschungen sichergestellt wurden als im Vorjahr, war in erster Linie auf ein vermehrtes Aufkommen von gefälschten 50-€-Banknoten zurückzuführen. Abbildung 30 zeigt die Verteilung der sichergestellten Euro-Banknotenfälschungen auf die einzelnen Stückelungen.

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 mit der Aufbereitung aktueller Informationsmaterialien. Auch die Zusammenarbeit der EZB mit Europol, Interpol und der Europäischen Kommission dient diesem Ziel.

**Abbildung 29**

Aus dem Umlauf sichergestellte  
Euro-Banknotenfälschungen

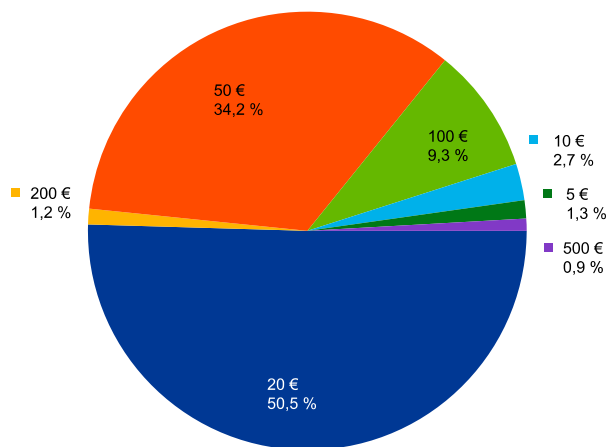
(Anzahl in Tsd)



Quelle: EZB.

**Abbildung 30**

Euro-Banknotenfälschungen nach Stückelung (2015)



Quelle: EZB.

### 3.3 Die zweite Euro-Banknotenserie

Am 25. November 2015 wurde mit der neuen 20-€-Banknote die dritte Stückelung der **Europa-Serie** in Verkehr gebracht. Wie die neuen 5-€- und 10-€-Banknoten, die im Mai 2013 und September 2014 in Umlauf kamen, weist auch die neue 20-€-Banknote verbesserte Sicherheitsmerkmale auf, u. a. ein Porträt-Wasserzeichen und eine Smaragd-Zahl, auf der sich ein Lichtbalken auf und ab bewegt und die ihre Farbe verändert, wenn man die Banknote kippt. Die neue 20-€-Banknote verfügt außerdem über ein neuartiges und innovatives Sicherheitsmerkmal: das Porträt-Fenster im Hologramm. Hält man die Banknote gegen das Licht, erscheint darin ein Porträt der Europa, einer Gestalt aus der griechischen Mythologie. Im Vorfeld der Einführung der neuen 20-€-Banknote informierten die EZB und die nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets Öffentlichkeit und professionelle Bargeldakteure im Rahmen einer Kampagne über die neue Banknote und ihre Sicherheitsmerkmale. Außerdem unterstützten sie die Hersteller von Banknotenbearbeitungsgeräten bei den Vorbereitungen auf die neue Banknote.

Die übrigen Stückelungen der Europa-Serie werden in den nächsten Jahren eingeführt werden.

## 4 Statistik

Die EZB konzipiert, erhebt, erstellt und veröffentlicht mit Unterstützung der nationalen Zentralbanken eine breite Palette von Statistiken, die eine wichtige Basis für die Geldpolitik des Euroraums, die Aufsichtsfunktionen der EZB, verschiedene andere Aufgaben des ESZB sowie für die Aufgaben des Europäischen Ausschusses



für Systemrisiken darstellen. Diese Statistiken werden auch von öffentlichen Stellen, Finanzmarktteilnehmern, den Medien und der Bevölkerung genutzt.

Auch im Berichtsjahr setzte das ESZB die reibungslose und zeitgerechte Bereitstellung der regelmäßigen Statistiken zum Euroraum fort. Zu weiteren Arbeitsschwerpunkten zählten der Abschluss der Umsetzung der neuen internationalen Standards in allen EZB-Statistiken und die Erfüllung neuer Bedürfnisse nach sehr zeitnahen, hochwertigen Statistiken, die auf der Länder-, Sektor- und Instrumentenebene eine höhere Granularität bieten.<sup>50</sup>

## 4.1 Neue und verbesserte Euroraum-Statistiken

Seit 1. Januar 2015 veröffentlicht die EZB einen täglichen Dreimonats-Kassazinssatz, der aus Schätzungen einer Zinsstrukturkurve auf Basis von Staatsanleihen des Euroraums mit zumindest AA-Rating abgeleitet wird. Der IWF verwendet nun diesen Zinssatz an Stelle des Dreimonats-EUREPO als Euro-Komponente im Zinssatz für Sonderziehungsrechte.

Seit Januar 2015 veröffentlicht die EZB ihre Statistiken zu Wertpapieremissionen mit einer verfeinerten Aufschlüsselung nach Emittentengruppe und Finanzinstrument im Sinne des zuletzt eingeführten Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 2010).

Im April 2015 wurden die Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus durch die nachträgliche Veröffentlichung von bis 2008 zurückreichenden Daten umfassend verbessert. Diese Daten entsprechen der in der sechsten Auflage des IWF-Handbuchs zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus (BPM6) dargelegten Methodik und bieten eine detaillierte geografische Aufschlüsselung der Gegenparteien.

Darüber hinaus enthalten die veröffentlichten Statistiken zur Geldmengenentwicklung, zu MFI-Zinssätzen im Kundengeschäft, zu Investmentfonds sowie zu Verbriefungszweckgesellschaften seit Juli 2015 neue Aufschlüsselungen gemäß ESGV 2010, z. B. nach Emittentengruppe und Finanzinstrument. Die Statistik zu Investmentfonds enthält zusätzliche Angaben über neue Kategorien von Investmentfonds, die im Euro-Währungsgebiet registriert sind, wie etwa Private-Equity-Fonds und börsengehandelte Fonds. In der MFI-Zinsstatistik werden zusätzliche Meldepositionen für Kredite im Bestand ausgewiesen, untergliedert nach Restlaufzeit und nächster Zinsanpassungsperiode. Außerdem werden im Neugeschäft Zinssätze für neu verhandelte Kredite getrennt aufgeführt.

---

<sup>50</sup> Siehe [www.ecb.europa.eu/pub/conferences](http://www.ecb.europa.eu/pub/conferences).

Im August 2015 wurden die konsolidierten Bankendaten (der Datensatz des ESZB für konsolidierte Daten zum Bankensystem der EU) erheblich verbessert, und sie werden nun nicht mehr halbjährlich, sondern vierteljährlich ausgewiesen. Diese Verbesserung wurde durch das Inkrafttreten der technischen Durchführungsstandards der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) zum aufsichtlichen Meldewesen ermöglicht, wodurch das Volumen an vergleichbaren Daten EU-weit maßgeblich anstieg. So wurden die Indikatoren zur Qualität der Bankenaktiva größtenteils durch neue Positionen zu notleidenden Krediten sowie gestundeten Forderungen ersetzt. Hinzugekommen sind auch neue Messgrößen für Liquidität, Finanzierung und belastete Vermögenswerte.

Im September 2015 veröffentlichte die EZB erstmals neue Statistiken zur Kreditvergabe, die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt sind, womit von Banken im Euroraum gewährte, aber nicht mehr von ihnen zu bilanzierende Kredite besser erfasst werden.

Seit Oktober 2015 veröffentlicht die EZB Monatswerte zu den TARGET2-Salden, nach Währungen aufgegliederte Daten zu börsennotierten Aktien, die von Ansässigen im Euroraum begeben wurden, sowie eine verbesserte jährliche Zahlungsverkehrsstatistik, wobei die Umsetzung von SEPA sowie weitere Entwicklungen im europäischen Zahlungsverkehr Berücksichtigung fanden.

Seit November 2015 veröffentlicht die EZB eine neue Quartalsstatistik zum Sektor der privaten Haushalte, die dessen wirtschaftliche und finanzielle Aktivitäten abdeckt und Schlüsselindikatoren für den Euroraum insgesamt sowie einen Vergleich zwischen den 19 Euro-Ländern enthält.

Im Dezember 2015 veröffentlichte die EZB einen Überblick über nationale Gepflogenheiten (Survey of National Practices), in dem die in den einzelnen Euro-Ländern angewandten Methoden zur Erhebung der MFI-Bilanzstatistik im Detail festgehalten sind.

## 4.2 Sonstige Entwicklungen im Statistikbereich

Im März 2015 veröffentlichte die EZB eine Verordnung<sup>51</sup> über die Meldung aufsichtlicher Finanzinformationen, wonach die europaweit vereinheitlichten Meldevorgaben für Finanzinformationen (FINREP) ab dem Meldestichtag Ende 2015 schrittweise auf sämtliche beaufsichtigten Institute ausgeweitet werden, die derzeit ihre Daten noch nicht im FINREP-Format melden.

---

<sup>51</sup> Verordnung (EU) 2015/534 der Europäischen Zentralbank vom 17. März 2015 über die Meldung aufsichtlicher Finanzinformationen (EZB/2015/13).

Während Institute, die auf konsolidierter Basis die Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) anwenden, bereits bisher FINREP-Meldungen übermitteln mussten, gelten laut Verordnung die Meldepflichten nun auch für: a) bedeutende beaufsichtigte Gruppen, die nationale Rechnungslegungsvorschriften anwenden, b) bedeutende beaufsichtigte Institute, die auf Einzelbasis sowohl gemäß IFRS als auch gemäß nationaler Rechnungslegungsvorschriften melden, sowie c) weniger bedeutende Gruppen, die nationale Rechnungslegungsvorschriften anwenden, und weniger bedeutende beaufsichtigte Institute.

Die EZB setzte ihre Arbeiten an einer Reihe von laufenden Projekten zur weiteren Verbesserung der Verfügbarkeit und Qualität von Statistiken auf Basis neuer oder erheblich verbesserter Mikrodatenbanken fort. Im Berichtsjahr wurden beträchtliche Anstrengungen zur Entwicklung neuer Vorschriften für die Erhebung granularer Kreditdaten unternommen; hierzu wurde im Dezember 2015 im Hinblick auf das große öffentliche Interesse an dem Projekt ein Verordnungsentwurf veröffentlicht. Außerdem setzte sich die EZB für die Erweiterung der Erhebung von Daten zu Emissionen und Beständen einzelner Wertpapiere ein. Insbesondere wurden die [Verordnung](#) und die [Leitlinie](#) über die Statistiken zu Wertpapierbeständen aktualisiert, um die Erhebung von Daten zu den Wertpapierbeständen von Versicherungsgesellschaften zu verbessern. Auch an der Einführung neuer Statistiken zum Euro-Geldmarkt wird derzeit gearbeitet; dafür sollen ab April 2016 Tageswerte zu Einzeltransaktionen in den wichtigsten Marktsegmenten erhoben werden (d. h. zu Geschäften am besicherten und unbesicherten Geldmarkt, am Markt für Devisenswaps und am Markt für Tagesgeldsatz-Swaps).

Auf internationaler Ebene ist die EZB als Mitglied der Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics (IAG) weiterhin in höchstem Maße den Zielen der Data-Gaps-Initiative verpflichtet. Diese Initiative wurde im April 2009 von den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten der G20 initiiert und zielt auf die Schließung von Datenlücken ab, die im Gefolge der globalen Finanzkrise identifiziert wurden. Nach der Ausarbeitung und Umsetzung der 20 ursprünglichen Empfehlungen der ersten Phase unterstützt die EZB nun aktiv auch die zweite Phase dieser Initiative, die im September 2015 beschlossen wurde.

## 5 Volkswirtschaftliche Forschung

Wissenschaftliche Forschungsarbeiten auf hohem Niveau sind für die EZB eine wesentliche Voraussetzung zur Zielerreichung und erfolgreichen Bewältigung der wechselnden Fragestellungen, mit denen sie konfrontiert ist. Im Berichtsjahr wurde die wissenschaftliche Forschungstätigkeit vor dem Hintergrund einer Vielzahl wichtiger neuer Herausforderungen, mit denen die Entscheidungsträger konfrontiert

sind, verstärkt sowie auf eine überschaubarere Anzahl spezifischer Forschungsschwerpunkte (nämlich sieben) konzentriert. Zusätzlich boten drei bedeutende Forschungsnetzwerke Unterstützung bei der Förderung der laufenden ESZB-weiten Zusammenarbeit zu wichtigen Forschungsthemen.<sup>52</sup>

## 5.1 Forschungsschwerpunkte und -prioritäten der EZB

Im Berichtsjahr wurde die volkswirtschaftliche Forschung bei der EZB im Rahmen von sieben bankweiten Forschungsschwerpunkten durchgeführt, die sich auf vier Hauptprioritäten konzentrierten: a) Berücksichtigung der Auswirkung von Veränderungen der Wirtschafts- und Finanzstruktur bei Konjunkturanalyse und -prognose, b) Beurteilung der geldpolitischen Transmission, einschließlich der Änderungen im Hinblick auf Handlungsrahmen und Durchführung der Geldpolitik, c) Initiierung von Forschungsarbeiten zur mikroprudenziellen Aufsicht und zur Bankenaufsicht allgemein sowie Weiterentwicklung der makroprudenziellen Analyse und d) Untersuchung der Interaktion der gemeinsamen Geldpolitik mit der Fiskal-, Struktur- und Aufsichtspolitik angesichts der Änderungen im institutionellen Rahmen der EU.

Im Zusammenhang mit den Prioritäten a) und b) lag ein Hauptschwerpunkt der Forschungsbemühungen darin, das Verständnis für die Gründe der niedrigen Inflation und der wiederholten Inflationsprognosefehler zu vertiefen. Die diesbezüglichen Ergebnisse unterstrichen die Bedeutung sowohl externer als auch inländischer Kanäle. Im Hinblick auf externe Kanäle wurde die Schwierigkeit der Vorhersage des Ölpreises als maßgeblicher Faktor für die jüngsten Inflationsprognosefehler ermittelt. Vor diesem Hintergrund wurden eine Reihe neuer Modelle entwickelt, die eine bessere Vorhersage der Entwicklungen an den Ölmärkten ermöglichen und die Ergebnisse verschiedener Modelle zusammenführen sollen. Hinsichtlich der inländischen Kanäle zeigte die Forschung eine mögliche Unterschätzung des Ausmaßes der wirtschaftlichen Unterauslastung sowie einen engeren Zusammenhang zwischen realwirtschaftlicher Aktivität und Inflation als mögliche Ursachen für eine Inflationsüberschätzung auf. Außerdem konnte die Forschung dazu beitragen, neue Risiken im Zusammenhang mit einer potenziellen Entankerung der Inflationserwartungen zu identifizieren und aufzuzeigen, wie die niedrige Inflation tendenziell selbstverstärkend werden könnte, wenn die nominalen Zinssätze die Nullzinsgrenze erreichen. Andererseits machte die Forschung auch deutlich, inwiefern der Forward Guidance und den geldpolitischen Sondermaßnahmen in diesem Umfeld eine wichtige Rolle zukommt, indem sie die Risiken einer Entankerung mildern und die aggregierte Nachfrage stützen können.

---

<sup>52</sup> Nähere Informationen zur Forschungstätigkeit der EZB sowie zu forschungsbezogenen Veranstaltungen, Veröffentlichungen und Netzwerken finden sich auf der [Website der EZB](#).

Sowohl die mikro- als auch die makroprudenzielle Politik standen im Berichtsjahr ebenfalls verstärkt im Mittelpunkt des Forschungsinteresses der EZB. Nach der Schaffung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) konzentrierte sich die Forschung auf die Auswirkungen der Regulierung und anderer staatlicher Maßnahmen auf das Verhalten der Banken und auf deren Bilanzen. Hohe Priorität wurde auch der Entwicklung von Modellen zur Analyse von makroprudenziellen Maßnahmen und deren Zusammenwirken mit geldpolitischen und sonstigen Maßnahmen eingeräumt. Die Analyse der bestehenden Unterschiede und Ungleichgewichte zwischen den Euro-Ländern war erneut ein wichtiger Forschungsschwerpunkt im Zusammenhang mit der oben genannten Priorität d). Ein bedeutendes Ergebnis dieser Arbeiten bestand in der Identifizierung von strukturellen Faktoren zur möglichen Erklärung von Divergenzen, einschließlich institutioneller Engpässe oder Engpässen am Arbeits- oder Gütermarkt, die wachstumshemmende Wirkung haben können. Im Bereich der Finanzmärkte konzentrierten sich wichtige neue Forschungsarbeiten auf die Entwicklung von Indikatoren zur Beurteilung der Fortschritte bei der Finanzmarktintegration und der Schwächen des Bankensektors.

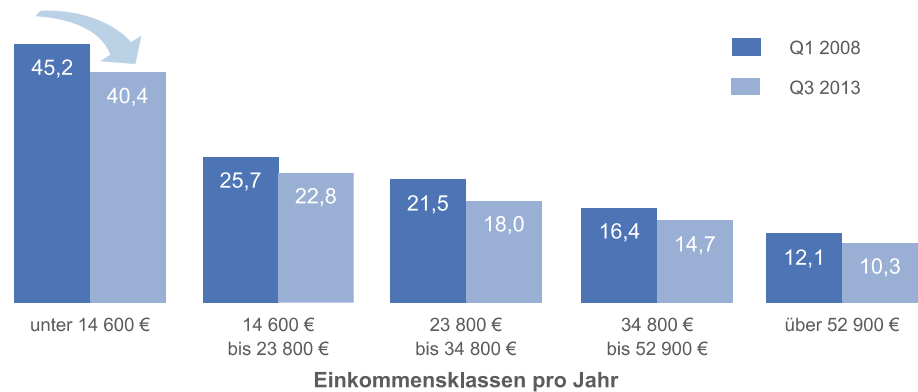
## 5.2 Die Forschungsnetzwerke des Eurosystems bzw. des ESZB

Die Forschungsnetzwerke des Eurosystems bzw. des ESZB leisteten auch im Jahr 2015 einen bedeutenden Forschungsbeitrag. Dazu zählten u. a. die Arbeiten des Household Finance and Consumption Network, des Wage Dynamics Network und des Competitiveness Research Network.

Die Tätigkeiten des Household Finance and Consumption Network konzentrierten sich auf die Analyse von Daten aus der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (HFCS). Diese Befragung zielt darauf ab, ein besseres Verständnis dafür zu entwickeln, inwiefern mikroökonomische Heterogenität makroökonomische Ergebnisse beeinflusst. Während des Berichtsjahrs wurden die Forschungsarbeiten zu verschiedenen Aspekten des Verbraucherverhaltens und der Haushaltsfinanzen fortgesetzt. Untersucht wurden beispielsweise die Auswirkungen von Veränderungen des Haushaltsvermögens auf den Konsum sowie die Vermögensverteilung im Haushalts- bzw. Ländervergleich. Anhand der Umfragedaten wurden die Effekte von Inflation und Deflation auf das Haushaltsvermögen gemessen; eine bedeutende Erkenntnis bestand darin, dass junge Haushalte der Mittelschicht, die tendenziell Kredite zum Erwerb von Wohnimmobilien aufnehmen, in Deflationsepisoden die stärksten Verluste verzeichnen, während Haushalte mit eigenem Vermögen – also reichere und ältere Haushalte – im Fall einer Inflation am stärksten benachteiligt sind. Zusätzlich wurde anhand der HFCS-Daten geschätzt, inwiefern der Rückgang der Zinssätze den Schuldendienst für einzelne Haushalte reduziert hat; die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass die Schuldendienstquoten für die Haushalte mit dem geringsten Einkommen besonders stark zurückgingen (siehe Schaubild 2).

## Schaubild 2

Hypothekarkredite: Anteil des Schuldendienstes am Einkommen (in %)



Quelle: EZB.

Das Wage Dynamics Network führte eine dritte Umfragewelle zur Preis- und Lohnpolitik von Unternehmen durch, an der sich 25 NZBen beteiligten. Im Jahr 2014 und Anfang 2015 wurden die nationalen Daten erhoben und ein länderübergreifender, harmonisierter Datensatz erstellt. Die Umfrage soll zeigen, welche Anpassungen Unternehmen aufgrund der verschiedenen Schocks und institutionellen Veränderungen seit der Finanzkrise vorgenommen haben. Einige laufende Forschungsprojekte nutzen die kürzlich erhobenen Unternehmensdaten für mikroökonomisch fundierte Analysen der EU-weiten Arbeitsmarktanpassungen in den Jahren 2010 bis 2013. Dazu zählt auch die Analyse des zeitlichen Ablaufs und der Persistenz von Schocks sowie der Reaktion von Beschäftigung und Löhnen auf Schocks und ihres Bezugs zu Strukturreformen.

Im Lauf des Berichtsjahrs befasste sich das Competitiveness Research Network auf Grundlage eines neuen EU-weiten Unternehmensdatensatzes intensiv mit den Antriebsfaktoren von Handel und Wettbewerb, der internationalen Transmission von Schocks und der Ressourcenallokation in der EU. Eine Hauptkenntnis aus den Arbeiten des Netzwerks bestand darin, dass die europäische Wettbewerbsfähigkeit in hohem Maße auch von nicht preisbezogenen Elementen abhängt, die mit Innovation, Technologie und organisatorischen Fähigkeiten in Zusammenhang stehen, und nicht nur von Preisen, Kosten und Löhnen. Darüber hinaus stellte das Netzwerk fest, dass die Handelsbilanz von Unternehmen maßgeblich durch die Produktivitätsverteilung beeinflusst wird, u. a. in Anbetracht der sehr unterschiedlichen Reaktionen der Exporteure auf verschiedene Schocks. Im Jahresverlauf wurde der Datensatz erweitert, sodass nun eine zeitnähere Bewertung von Verschiebungen der Produktivitätsverteilung im Zeitverlauf (z. B. vor und nach der Krise) möglich ist und zwischen verschiedenen Unternehmensmerkmalen wie Größe und Länderstandort unterschieden werden kann.

## 5.3 Konferenzen und Veröffentlichungen

Die Organisation von Forschungskonferenzen und -Workshops fördert die Diskussion und den kritischen Austausch über Forschungsergebnisse. Im Jahr 2015 organisierte die EZB eine Reihe solcher Veranstaltungen. Zu den Höhepunkten zählte das Zentralbankforum der EZB in Sintra, Portugal, zum Thema Inflation und Arbeitslosigkeit in Europa. Ein weiterer wichtiger Workshop im November 2015 befasste sich mit den geldpolitischen Herausforderungen in einem Niedrigzinsumfeld.

Zu vielen Forschungsaktivitäten der EZB gibt es auch Veröffentlichungen. Die Working-Paper-Reihe der EZB unterstützt die zeitnahe Verbreitung von Forschungsergebnissen; insgesamt wurden in dieser Reihe im Berichtsjahr 117 Arbeiten veröffentlicht. Darüber hinaus erschienen im Berichtsjahr 67 Beiträge von EZB-Mitarbeitern – teils in Kooperation mit externen Autoren – in Journals mit Peer Review. Dieser deutliche Anstieg gegenüber dem Vorjahr ging außerdem mit einem höheren Anteil an Veröffentlichungen in den renommiertesten Fachzeitschriften im Bereich Ökonomie und Finanzen einher.

## 6 Rechtliche Aktivitäten und Verpflichtungen

Im Jahr 2015 war die EZB an verschiedenen Gerichtsverfahren vor den europäischen Gerichtshöfen beteiligt. Zudem verabschiedete sie zahlreiche Stellungnahmen im Rahmen der im Vertrag verankerten Vorgaben, wonach die EZB zu allen Entwürfen für Rechtsakte der EU und für Rechtsvorschriften auf einzelstaatlicher Ebene zu konsultieren ist, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen, bzw. wonach die EZB die Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs zu überwachen hat.

### 6.1 Teilnahme der EZB an Gerichtsverfahren auf EU-Ebene

Im Zusammenhang mit den geldpolitischen Outright-Geschäften (OMTs) und im Gefolge des ersten Antrags auf Vorabentscheidung des deutschen Bundesverfassungsgerichts folgte der Gerichtshof der Europäischen Union im Wesentlichen den [Schlussanträgen des Generalanwalts vom 14. Januar 2015](#) und bestätigte in seinem Urteil [C-62/14 vom 16. Juni 2015](#) die Vereinbarkeit der OMTs mit den Verträgen. Der Gerichtshof bestätigte, dass die EZB bei der Definition und Durchführung der Währungspolitik über ein weites Ermessen verfügt. Da die OMTs darauf abzielen, die Einheitlichkeit der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet zu wahren und eine ordnungsgemäße geldpolitische Transmission sicherzustellen, stehen sie mit dem Mandat der EZB zur Gewährleistung von Preisstabilität im Einklang. Insbesondere liegt durch die OMTs kein Übergriff in die wirtschaftspolitische Zuständigkeit der Mitgliedstaaten vor. Wie vom Gerichtshof ausgeführt, gelten diese Schlussfolgerungen ungeachtet der Tatsache, dass die Umsetzung der OMTs an die vollständige Einhaltung eines wirtschaftlichen Anpassungsprogramms der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) oder des Europäischen



Stabilitätsmechanismus (ESM) durch die Mitgliedstaaten gebunden ist, da dadurch das Risiko vermieden wird, dass die geldpolitischen Maßnahmen die Wirksamkeit der von den Mitgliedstaaten ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen gefährden. Außerdem entsprechen die OMTs dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit. Darüber hinaus stellte der Gerichtshof fest, dass im Hinblick auf das Verbot der monetären Finanzierung der Erwerb von Staatsanleihen an den Sekundärmärkten nicht die gleiche Wirkung wie ein unmittelbarer Erwerb von Staatsanleihen am Primärmarkt haben darf und dass ein derartiger Erwerb nicht zur Umgehung der Zielsetzung von Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (VAEU) genutzt werden darf. Ankaufprogramme für Staatsanleihen sind daher diesbezüglich mit hinreichenden Garantien zu versehen. Der Gerichtshof stellte fest, dass die OMTs über derartige Garantien verfügen, insbesondere durch das Fehlen einer Zusicherung, dass die jeweiligen Anleihen nach ihrer Ausgabe durch das ESZB erworben werden. Es wurde darauf verwiesen, dass die OMTs für die betroffenen Mitgliedstaaten nicht den Anreiz mindern, eine gesunde Haushaltspolitik zu befolgen. Das deutsche Bundesverfassungsgericht wird sein endgültiges Urteil über die Vereinbarkeit von OMTs mit der deutschen Verfassung auf Grundlage dieser Vorabentscheidung fällen.

Im Oktober 2015 entschied das Gericht der Europäischen Union in allen vier anhängigen Rechtsstreitigkeiten mit Inhabern griechischer Staatsanleihen zugunsten der EZB. Die Antragsteller machten geltend, dass sie nach einer teilweisen Umschuldung der griechischen Staatsschuld im Jahr 2012 finanzielle Verluste erlitten hätten, wodurch ihre Grundrechte auf Eigentum und wirtschaftliche Freiheit verletzt worden seien. In Fall [T-79/13](#) befand das Gericht im Hinblick auf den angeblich verursachten Schaden, dass die EZB keine unerlaubte Handlung begangen hatte, für die sie gemäß VAEU haftbar wäre. Das Gericht stellte zudem klar, dass die EZB im Rahmen ihrer Mitwirkung bei der Überwachung der wirtschaftlichen Entwicklung in Griechenland nicht für die Beteiligung des Privatsektors an der Umschuldung haftbar gemacht werden kann, da die Verantwortung für solche Entscheidungen in erster Linie, wenn nicht ausschließlich, der griechischen Regierung oblag. Im Zusammenhang mit der Beteiligung des Privatsektors wurde bestätigt, dass der EZB insgesamt im Rahmen ihres im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union und im Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus verankerten Mandats lediglich eine beratende Rolle zukam. Im Einklang mit der Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs im Fall der geldpolitischen Outright-Geschäfte (siehe oben) hob das Gericht hervor, dass die EZB bei der Definition und Durchführung der Währungspolitik über ein weites Ermessen verfügt, und ergänzte, dass die EZB in diesem Bereich nur dann haftbar gemacht werden kann, wenn sie die Grenzen ihrer Befugnisse offenkundig und erheblich überschreitet. Die übrigen drei Fälle, [T-350/14](#), [T-38/14](#) und [T-413/14](#), wurden wegen Unzulässigkeit abgewiesen.

Am 4. März 2015 erließ der Gerichtshof das Urteil [T-496/11](#) über die Rechtsgültigkeit der Standortpolitik für zentrale Kontrahenten (CCPs) als Bestandteil des Überwachungsrahmens des Eurosystems. Im Jahr 2011 war eine Klageschrift des Vereinigten Königreichs eingegangen, in der beantragt wurde, den Überwachungsrahmen insofern für nichtig zu erklären, als darin für bestimmte CCPs, die in EU-

Mitgliedstaaten ansässig sind, die nicht dem Euroraum angehören, eine Standortpolitik festgelegt wird. Der Gerichtshof stellte fest, dass der Überwachungsrahmen aufsichtliche Anforderungen enthält, dass sich die Überwachungsbefugnis der EZB aber nicht auf die Festlegung derartiger Anforderungen im Hinblick auf CCPs erstreckt. Der Gerichtshof erklärte daher den Überwachungsrahmen insoweit für nichtig, als er bestimmten CCPs das Erfordernis eines Standorts innerhalb des Euroraums auferlegt. Ein überarbeitetes interimistisches [Rahmenwerk des Eurosystems zur Überwachungspolitik](#), das keine Standortanforderungen für CCPs mehr enthält, wurde am 10. September 2015 vom EZB-Rat verabschiedet und auf der Website der EZB veröffentlicht.

## 6.2 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 Entwürfen für Rechtsakte der EU und für Rechtsvorschriften auf einzelstaatlicher Ebene zu konsultieren.<sup>53</sup> Sämtliche Stellungnahmen der EZB sind auf der [EZB-Website](#) abrufbar. Sofern sie Entwürfe für Rechtsakte der EU betreffen, werden die Stellungnahmen der EZB auch im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht.

Im Berichtsjahr verabschiedete die EZB 3 Stellungnahmen zu Entwürfen für EU-Rechtsakte und 55 Stellungnahmen zu Entwürfen für Rechtsvorschriften auf einzelstaatlicher Ebene, die in ihren Zuständigkeitsbereich fielen.

Auf EU-Ebene verabschiedete die EZB die Stellungnahmen [CON/2015/10](#) und [CON/2015/18](#) im Zusammenhang mit dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex sowie die Stellungnahme [CON/2015/4](#) hinsichtlich der Überprüfung der Aufgaben und der Organisation des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken.

In einer beträchtlichen Anzahl von Fällen wurde die EZB von nationalen Behörden zur Übertragung neuer Aufgaben auf die nationalen Zentralbanken (NZBen) konsultiert, darunter zu ihrer neuen Rolle als nationale Abwicklungsbehörden,<sup>54</sup> und im Zusammenhang mit der Anwendung nationaler Abwicklungsvereinbarungen,<sup>55</sup> mit Einlagensicherungssystemen,<sup>56</sup> Bankkontenregistern,<sup>57</sup> einem [zentralen](#)

---

<sup>53</sup> Gemäß dem Protokoll über einige Bestimmungen betreffend das Vereinigte Königreich Großbritannien und Nordirland, das dem Vertrag beigefügt ist (ABl. C 83 vom 30.3.2010, S. 284), gilt diese Konsultationspflicht nicht für das Vereinigte Königreich.

<sup>54</sup> Siehe [CON/2015/2](#), [CON/2015/22](#), [CON/2015/25](#), [CON/2015/33](#), [CON/2015/35](#) und [CON/2015/42](#).

<sup>55</sup> Siehe [CON/2015/3](#), [CON/2015/17](#), [CON/2015/19](#), [CON/2015/28](#), [CON/2015/47](#) und [CON/2015/48](#).

<sup>56</sup> Siehe [CON/2015/40](#) und [CON/2015/52](#).

<sup>57</sup> Siehe [CON/2015/36](#) und [CON/2015/46](#).

[Kreditregister](#), einem [Kreditmediator](#), der Regulierung von Finanzierungsleasing- und Kreditaufnahmeunternehmen<sup>58</sup> und dem [Verbraucherschutz](#). Die EZB verabschiedete Stellungnahmen zu Änderungen der Satzungen von NZBen, die u. a. die Notenbankunabhängigkeit und die Ernennung und Entlassung von Mitgliedern der Beschlussorgane der NZBen betrafen.<sup>59</sup> Außerdem verabschiedete die EZB Stellungnahmen zu Rechtsakten in den Bereichen [Zahlungsverkehr](#), Banknoten,<sup>60</sup> [Geldfälschung](#), [Reservesätze](#), Statistik,<sup>61</sup> Restrukturierung von Fremdwährungskrediten,<sup>62</sup> Aufsicht über Kreditinstitute und Finanzstabilität.<sup>63</sup>

Im Berichtsjahr wurden 17 Fälle verzeichnet, in denen gegen die rechtliche Verpflichtung zur Konsultation der EZB zu Entwürfen für Rechtsvorschriften auf einzelstaatlicher Ebene verstoßen wurde. Dabei wurden die nachfolgenden Fälle als eindeutig und erheblich<sup>64</sup> eingestuft.

Die bulgarische Nationalversammlung unterließ es, die EZB zu einer Änderung des Gesetzes über Kreditinstitute und anderer Gesetze<sup>65</sup> zu konsultieren, woraus Bedenken hinsichtlich einer möglichen Verletzung der Zentralbankunabhängigkeit erwachsen.

Die kroatischen Behörden versäumten es, die EZB zu einem Gesetz zur Festschreibung des Wechselkurses der monatlichen Ratenzahlungen für auf Schweizer Franken lautende oder an den Schweizer Franken gebundene Kredite zu konsultieren.<sup>66</sup> Außerdem wurde die EZB zu einem Folgegesetz, das die Umwandlung derartiger Kredite in auf Euro lautende oder an den Euro gebundene Kredite vorsieht, nicht konsultiert. In Anbetracht der Wichtigkeit dieser letzteren Maßnahme beschloss die EZB, in der Sache eine Stellungnahme auf eigene Initiative ([CON/2015/32](#)) abzugeben, doch wurde das Gesetz vom kroatischen Parlament beschlossen, bevor die EZB ihre Stellungnahme verabschiedet hatte.

---

<sup>58</sup> Siehe [CON/2015/37](#) und [CON/2015/45](#).

<sup>59</sup> Siehe [CON/2015/6](#), [CON/2015/8](#), [CON/2015/9](#), [CON/2015/41](#) und [CON/2015/44](#).

<sup>60</sup> Siehe [CON/2015/29](#) und [CON/2015/51](#).

<sup>61</sup> Siehe [CON/2015/5](#), [CON/2015/24](#), [CON/2015/27](#) und [CON/2015/30](#).

<sup>62</sup> Siehe [CON/2015/26](#) und [CON/2015/32](#).

<sup>63</sup> Siehe [CON/2015/1](#), [CON/2015/7](#), [CON/2015/11](#), [CON/2015/12](#), [CON/2015/13](#), [CON/2015/14](#), [CON/2015/15](#), [CON/2015/16](#), [CON/2015/23](#), [CON/2015/31](#), [CON/2015/34](#), [CON/2015/38](#), [CON/2015/43](#), [CON/2015/47](#) und [CON/2015/53](#).

<sup>64</sup> Dazu zählen: a) Fälle, in denen es eine nationale Behörde unterließ, der EZB Entwürfe für Rechtsvorschriften, die innerhalb des Zuständigkeitsbereichs 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.

<sup>65</sup> Gesetz zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über Kreditinstitute, veröffentlicht in *Darjaven Vestnik*, Ausgabe 50, 3. Juli 2015.

<sup>66</sup> Veröffentlicht im kroatischen Amtsblatt Nr. 9/2015.

Die griechischen Behörden unterließen es, die EZB zu einer Verordnung über vorübergehende Bankschließtage sowie über die Einschränkungen von Bargeldabhebungen und Überweisungen zu konsultieren. Der außerordentliche und vorübergehende Charakter dieser griechischen Verordnung, die in einer dringlichen Situation und aus übergeordneten Gründen des allgemeinen öffentlichen Interesses verabschiedet wurde, um die notwendige Anpassung von Kapitalverkehrsbeschränkungen sicherzustellen, wurde von der EZB anerkannt.

Die ungarischen Behörden versäumten es, die EZB zu neuen Rechtsakten im Zusammenhang mit a) der Einrichtung eines außerordentlichen Investitions-sicherungsfonds,<sup>67</sup> b) Maßnahmen im Rahmen der Privatinsolvenz<sup>68</sup> und c) der Umrechnung bestimmter Fremdwährungskredite in ungarische Forint<sup>69</sup> zu konsultieren.

Im Hinblick auf den irischen Gesetzesentwurf in Bezug auf eine Stempelgebühr auf Barabhebungen von Geldautomaten beschloss die EZB eine Stellungnahme auf eigene Initiative ([CON/2015/55](#)) abzugeben, da dieser Gesetzesentwurf aufgrund der Tatsache, dass er die Verwendung von Euro-Banknoten gegenüber elektronischen Zahlungsmethoden potenziell verteuern und somit das gesetzliche Zahlungsmittel benachteiligen würde, für das ESZB von allgemeiner Bedeutung ist.

Die portugiesischen Behörden unterließen es, die EZB zu Änderungen des Verfahrens zur Besetzung von Managementpositionen der Banco de Portugal zu konsultieren.

Die slowakischen Behörden versäumten es, die EZB zu Änderungen des Handelsgesetzbuchs und damit verbundener Gesetze<sup>70</sup> zu konsultieren, die es der Regierung ermöglichten, eine Sonderabgabe von Finanzinstituten zur Stärkung der Eigenmittel von zu hundert Prozent im Staatseigentum befindlichen Rechtssubjekten zu verwenden.

Die slowenischen Behörden versäumten es, die EZB zu einem Gesetz über die systematische Untersuchung von Projekten von nationaler Bedeutung zu konsultieren, das u. a. Sicherheitsmaßnahmen zur Wahrung der Unabhängigkeit der slowenischen Zentralbank und ihrer Beschlussorgane vorsieht.

Im Hinblick auf den rumänischen Gesetzesentwurf hinsichtlich der Tilgung von hypothekarisch besicherten Schulden durch Übertragung von Eigentum an unbeweglichen Sachen beschloss die EZB, eine Stellungnahme auf eigene Initiative ([CON/2015/56](#)) abzugeben, da der Gesetzesentwurf mit Blick auf die Stabilität des

---

<sup>67</sup> Gesetz XXXIX des Jahres 2015, veröffentlicht in Magyar Közlöny 2015/53.

<sup>68</sup> Gesetz CV des Jahres 2015, veröffentlicht in Magyar Közlöny 2015/100.

<sup>69</sup> Gesetz CXLV des Jahres 2015, veröffentlicht in Magyar Közlöny 2015/142.

<sup>70</sup> Gesetz Nr. 87/2015.

rumänischen Finanzsystems und den potenziell weitreichenden negativen Ansteckungseffekt für die Wirtschaft und den Bankensektor für das ESZB von allgemeiner Bedeutung ist.

Die im Berichtsjahr verzeichneten Verstöße gegen die rechtliche Verpflichtung zur Konsultation der EZB durch Griechenland, Irland, Italien, Ungarn und Zypern wurden als eindeutige und wiederholte Verstöße eingestuft.

### 6.3 Rechtliche Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus: der Administrative Überprüfungsausschuss

Der Administrative Überprüfungsausschuss besteht aus fünf Mitgliedern und zwei stellvertretenden Mitgliedern. Er führt interne administrative Überprüfungen der Aufsichtsbeschlüsse der EZB durch. Der Ausschuss nahm seine Tätigkeit im September 2014 auf und hat seither auf Antrag von Adressaten von Aufsichtsbeschlüssen eine Reihe angefochtener Beschlüsse überprüft.

### 6.4 Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs

Gemäß Artikel 271 Buchstabe d des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (VAEU) ist die EZB mit der Aufgabe betraut, die Einhaltung der in Artikel 123 und 124 des VAEU 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 nationalen Zentralbanken 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 VAEU genutzt werden. Solche Käufe dürfen also nicht zu einer indirekten monetären Finanzierung des öffentlichen Sektors führen.

Die für 2015 durchgeführte Überwachung bestätigte, dass die Bestimmungen von Artikel 123 und 124 des VAEU und die diesbezüglichen Ratsverordnungen im Allgemeinen eingehalten wurden.

Sie zeigte jedoch auch, dass nicht alle NZBen der EU-Mitgliedstaaten die geltenden Obergrenzen für die Verzinsung von Einlagen der öffentlichen Hand in vollem Umfang einhielten. Insbesondere müssen einzelne NZBen sicherstellen, dass die Verzinsung von Einlagen der öffentlichen Hand nie über dem Marktzinssatz für unbesicherte täglich fällige Einlagen liegt, auch wenn dieser negativ sein sollte.

Im Hinblick auf den erforderlichen vollständigen Abbau von Forderungen im Zusammenhang mit der Irish Bank Resolution Corporation (IBRC) durch die irische Zentralbank wurde 2015 u. a. durch Veräußerung langfristiger, variabel verzinsten Anleihen der Bestand reduziert und somit ein Schritt in die richtige Richtung getan. Dennoch würde ein ambitionierterer Zeitplan für die Veräußerung dieser Forderungen die nach wie vor schwerwiegenden Bedenken hinsichtlich monetärer Staatsfinanzierung rascher zerstreuen.

Schon im Jahresbericht 2014 hatte die EZB Bedenken im Hinblick auf einige von der ungarischen Zentralbank (MNB) im Jahr 2014 initiierte Programme geäußert, die zwar nicht geldpolitisch ausgerichtet sind, jedoch potenziell im Widerspruch zum Verbot der monetären Finanzierung stehen. Es könnte nämlich der Eindruck entstehen, dass die MNB hier Aufgaben des Staates übernimmt oder der öffentlichen Hand anderweitig finanzielle Vorteile angedeihen lässt. Diesbezüglich setzte die EZB ihre Beobachtungen 2015 fort. Die gegenständlichen Programme umfassen Immobilieninvestitionen, ein über ein Netzwerk von sechs Stiftungen betriebenes Programm zur Förderung der Finanzbildung, 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. Da die Bedenken der EZB im Lauf des Berichtsjahrs nicht zerstreut werden konnten, wird die EZB diese Maßnahmen weiterhin genau beobachten, um sicherzustellen, dass deren Umsetzung unter Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung erfolgt. Die MNB sollte des Weiteren sicherstellen, dass ihre in das Stiftungsnetzwerk eingebrachten Mittel nicht direkt oder indirekt zur Staatsfinanzierung verwendet werden.

Dass die MNB im Berichtsjahr eine Mehrheitsbeteiligung an der Budapester Börse erworben hat, könnte Anlass zu Bedenken hinsichtlich der monetären Finanzierung geben, da die MNB dabei effektiv Zentralbankgeld zur Förderung eines wirtschaftspolitischen Ziels eingesetzt hat, was normalerweise als staatliche Kompetenz gilt. Außerdem beschloss die MNB einige Änderungen ihres geldpolitischen Instrumentariums im Hinblick auf eine erfolgreiche Umsetzung ihres Selbstfinanzierungsprogramms. Da daraus für Banken der Anreiz entstand, auf ungarische Forint lautende Staatsanleihen zu erwerben, könnten einige dieser Änderungen in ihrem Zusammenwirken als Mittel zur Umgehung des Verbots des bevorrechtigten Zugangs gemäß Artikel 124 des Vertrags angesehen werden. Die EZB fordert die MNB auf, ihr Vorgehen in diesen Bereichen im Hinblick auf die Vermeidung jeglicher Konflikte mit den Bestimmungen hinsichtlich der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs sorgfältig zu überprüfen.

Die griechische Zentralbank beglich Kreditschulden des griechischen Staates im Rahmen des Stand-by-Abkommens mit dem IWF mit SZR-Beständen, deren Erträge ihr gutgeschrieben wurden bzw. für die sie das Anlagerisiko trug. Diese Rückzahlung gab Anlass zu schwerwiegenden Bedenken hinsichtlich der monetären Finanzierung, da dadurch im Endeffekt die griechische Zentralbank Schulden des öffentlichen Sektors gegenüber Dritten finanzierte. Die Kontoführungsvereinbarung mit dem IWF betreffend SZR-Zuteilungen, die die griechische Regierung im Dezember 2015 unterzeichnete, soll die Wiederholung derartiger Situationen verhindern.

## 7 Internationale und europäische Beziehungen

### 7.1 Europäische Beziehungen

Im Sinne der Umsetzung der Lehren aus der Krise wurden im Berichtsjahr weitere Schritte zur Vollendung der Bankenunion, zum Abbau der Fragmentierung im Finanzsektor und zur weiteren Sanierung des Finanzsektors im Euroraum unternommen. So wurde der Einheitliche Abwicklungsmechanismus (SRM) eingerichtet und von der Europäischen Kommission ein Vorschlag zur Schaffung eines europäischen Einlagensicherungssystems vorgelegt. Ferner dominierten die wirtschaftliche Lage im Eurogebiet und die Verhandlungen über Finanzhilfe für Griechenland die Tagesordnung der Sitzungen der Euro-Gruppe und des ECOFIN-Rats, an denen der EZB-Präsident und weitere Direktoriumsmitglieder teilnahmen. Die Notwendigkeit, ein kohärentes Vorgehen in den Bereichen Haushalts-, Finanz- und Strukturpolitik festzulegen, um die wirtschaftliche Erholung in Europa zu fördern, war ein zentrales Thema in den Sitzungen des Europäischen Rates und des Euro-Gipfels, zu denen der Präsident der EZB jeweils eingeladen war. Die EZB stand auch im Jahr 2015 in einem engen Dialog mit europäischen Institutionen und Gremien, insbesondere mit dem Europäischen Parlament, dem Europäischen Rat, dem ECOFIN-Rat, der Euro-Gruppe und der Europäischen Kommission.

#### 7.1.1 Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden

Der Präsident der EZB trug – zusammen mit dem Präsidenten der Europäischen Kommission, dem Präsidenten des Euro-Gipfels, dem Präsidenten der Euro-Gruppe und dem Präsidenten des Europäischen Parlaments – zu einem Bericht bei, der am 22. Juni 2015 unter dem Titel „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“ veröffentlicht wurde. In Übereinstimmung mit dem beim Euro-Gipfel vom Oktober 2014 erteilten Mandat, „die nächsten Schritte in Bezug auf eine bessere wirtschaftspolitische Steuerung im Euro-Währungsgebiet vorzubereiten“, enthält dieser Bericht einen dreistufigen Fahrplan zur Verwirklichung einer vertieften, echten Wirtschafts- und Währungsunion.



Die Europäische Kommission beschloss daraufhin am 21. Oktober 2015 ein Paket zur Umsetzung der in dem Bericht vorgeschlagenen kurzfristigen Maßnahmen, insbesondere durch Einrichtung [nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit](#), Schaffung des [Europäischen Fiskalausschusses](#) und Maßnahmen zur Gewährleistung einer [einheitlichen Außenvertretung des Euroraums](#) in internationalen Foren, vor allem im IWF.

Dies sind erste Schritte in Richtung einer verbesserten wirtschaftspolitischen Steuerung. In weiterer Folge sollen das Mandat und die institutionelle Unabhängigkeit des Europäischen Fiskalausschusses präzisiert und weiter gestärkt werden, um sicherzustellen, dass er einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der Transparenz und Einhaltung der haushaltspolitischen Regeln leisten kann.<sup>71</sup> Die Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit wiederum könnten neue Impulse für die Umsetzung von Strukturreformen in den Euro-Ländern setzen. Sie müssen aber so konzipiert werden, dass ihre Unabhängigkeit sowohl auf nationaler Ebene als auch innerhalb des Eurogebiets gewährleistet ist.<sup>72</sup> Die EZB sprach sich ihrerseits wiederholt für entschlossene Maßnahmen zur Vollendung der Bankenunion aus, insbesondere für die Schaffung einer glaubwürdigen europäischen Lösung zur Absicherung des Einheitlichen Abwicklungsfonds (SRF) und die Schaffung eines europäischen Einlagensicherungssystems. In diesem Zusammenhang begrüßte die EZB den Verordnungsentwurf der Kommission zur Schaffung einer gemeinsamen Einlagensicherung. Neben der Bankenunion könnte eine europäische Kapitalmarktunion die Wirtschafts- und Währungsunion durch eine gleichmäßigere grenzüberschreitende Risikoverteilung und eine Erhöhung der Widerstandskraft des Finanzsystems stärken; gleichzeitig würde eine Kapitalmarktunion den Zugang zu Finanzmitteln verbreitern und erleichtern und die weitere Integration der europäischen Finanzmärkte vorantreiben.<sup>73</sup>

Nun müssen diese kurzfristigen Maßnahmen, wie im Bericht der fünf Präsidenten gefordert, rasch umgesetzt werden. Danach gilt es, die Gestaltung der Langzeitperspektiven für die Wirtschafts- und Währungsunion sobald wie möglich in Angriff zu nehmen. Die EZB hat bereits wiederholt die Notwendigkeit einer konsistenten und umfassenden Anwendung des derzeit geltenden Rahmenwerks betont. Darüber hinaus sollte mittel- bis langfristig ein höheres Maß an gemeinsamer Souveränität angestrebt werden, zum Beispiel durch eine Verbesserung der Governance-Strukturen – weg von einem regelbasierten hin zu einem institutionellen Ansatz. Das Eurosystem ist bereit, diese Arbeit zu unterstützen.

---

<sup>71</sup> Siehe EZB, [Zur Schaffung eines Europäischen Fiskalausschusses](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

<sup>72</sup> Siehe EZB, [Einrichtung nationaler Ausschüsse für Wettbewerbsfähigkeit als Schritt auf dem Weg zu einer echten Wirtschaftsunion](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

<sup>73</sup> Siehe Kapitel 1 Abschnitt 3.5.

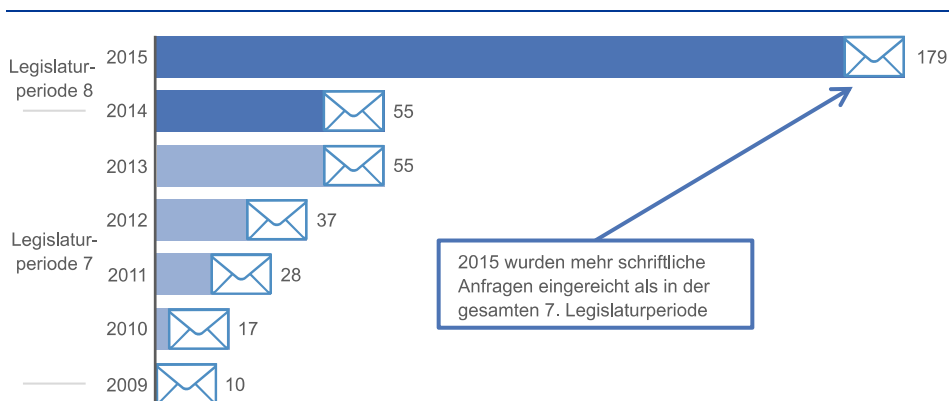
## 7.1.2 Erfüllung der demokratischen Rechenschaftspflicht

Die EZB hat ihre Handlungen gegenüber dem Europäischen Parlament als der gewählten Vertretung der EU-Bevölkerung zu verantworten. So trat der Präsident der EZB auch 2015 im Rahmen der regelmäßigen Anhörungen viermal vor den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, nämlich am [23. März](#), [15. Juni](#), [23. September](#) und [12. November](#). Dabei richteten die Abgeordneten ihre Aufmerksamkeit insbesondere auf die wirtschaftliche Lage im Eurogebiet, das von der EZB durchgeführte erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten, wirtschaftliche Anpassungsprogramme und die Reform der Governance-Strukturen innerhalb des Euroraums. Neben den regelmäßigen Anhörungen nahm der Präsident am [25. Februar](#) an der Plenarsitzung des Europäischen Parlaments teil, bei der die Entschließung zum EZB-Jahresbericht 2013 verabschiedet wurde. Ferner stellte der Vizepräsident der EZB dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung am [20. April](#) den EZB-Jahresbericht 2014 vor, und Direktoriumsmitglied Yves Mersch nahm am [16. Juni](#) an einer öffentlichen Anhörung zu TARGET2-Securities (T2S) vor demselben Ausschuss teil.

Darüber hinaus ist die regelmäßige Berichterstattung Teil der Rechenschaftspflicht der EZB, genauso wie die Beantwortung von schriftlichen Anfragen der Abgeordneten des Europäischen Parlaments. Die Anzahl derartiger Schreiben ist erheblich gestiegen: 2015 gab es 179 Anfragen – mehr als in der gesamten vorangegangenen Legislaturperiode (siehe Schaubild 3). Die Antworten auf diese Anfragen werden auf der Website der EZB veröffentlicht. Die meisten Fragen im Berichtsjahr betrafen die Umsetzung der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, die Wirtschaftsaussichten und wirtschaftliche Anpassungsprogramme.

### Schaubild 3

Anzahl der Schreiben von Mitgliedern des Europäischen Parlaments



Quelle: EZB.

Wie in den Vorjahren lieferte die EZB auch 2015 Beiträge zu Diskussionen im Europäischen Parlament und im EU-Rat über Gesetzesvorlagen, die in ihre Zuständigkeit fallen.

Auch im Bereich ihrer Bankenaufsichtsaufgaben ist die EZB gegenüber dem Europäischen Parlament und dem EU-Rat rechenschaftspflichtig. In diesem

Zusammenhang trat die Vorsitzende des Aufsichtsgremiums der EZB im Berichtsjahr fünfmal vor den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments und nahm an ausgewählten Sitzungen des ECOFIN-Rats bzw. der Euro-Gruppe teil. Nähere Angaben dazu finden sich im [EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2015](#).

## 7.2 Internationale Beziehungen

In einem herausfordernden internationalen Umfeld intensivierte die EZB im Berichtsjahr ihre Beziehungen zu anderen Zentralbanken und sonstigen internationalen Schlüsselakteuren, indem sie Diskussionsbeiträge in internationalen Foren lieferte, Informationen einholte und ihre geldpolitischen Maßnahmen kommunizierte. In einem Jahr, in dem Währungsbehörden weltweit eine Anpassung ihres geldpolitischen Kurses vornahmen, war dies von besonderer Bedeutung.

### 7.2.1 G20

Angesichts der schwachen Erholung der Weltwirtschaft und der erhöhten Volatilität in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften trug die EZB aktiv zu Diskussionen der G20 bei, die sich auf die Förderung des globalen Wachstums und die Erhöhung der Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft konzentrierten. In diesem Zusammenhang betonte die EZB auch die Notwendigkeit der konsequenten Umsetzung von Reformvorhaben. Ein weiteres Thema, das vor dem Hintergrund bedeutender währungspolitischer und sonstiger politischer Entscheidungen diskutiert wurde, waren die globalen Auswirkungen nationaler wirtschaftspolitischer Maßnahmen. Dabei wurde betont, dass politische Entscheidungen und Schritte präzise vorbereitet und klar kommuniziert werden sollten, um Unsicherheiten und negative Ansteckungseffekte abzuschwächen.

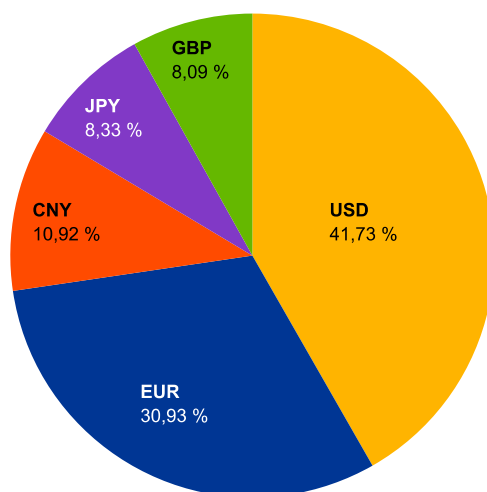
Bei ihrem Gipfeltreffen in Antalya berichteten die Staats- und Regierungschefs der G20 von den Fortschritten bei der Umsetzung ihrer Wachstumsstrategien, mit deren Hilfe das aggregierte BIP der G20 bis 2018 um (mindestens) 2 % angehoben werden soll. Die Vollendung von Kernelementen der vereinbarten Finanzreformen wurde begrüßt, wobei allerdings die Notwendigkeit einer konsistenten Umsetzung betont wurde. Die Staats- und Regierungschefs der G20 überprüften ferner die Fortschritte bei anderen globalen Initiativen, insbesondere bei dem auf die Modernisierung internationaler Steuersysteme ausgerichteten BEPS-Projekt (Base Erosion and Profit Shifting Project). Insgesamt sind die von den G20 ergriffenen Maßnahmen darauf ausgerichtet, das Wirtschaftswachstum und das Potenzialwachstum anzukurbeln, die Schaffung von Arbeitsplätzen zu unterstützen sowie Widerstandsfähigkeit, Entwicklung und eine Politik zum Wohle aller zu fördern.

## 7.2.2 IWF und internationale Finanzarchitektur

Die EZB beteiligte sich aktiv an den Diskussionen im IWF über die internationale Finanzarchitektur. Um die Stimme der EU und des Euroraums zu stärken, unterstützte sie die Abstimmung gemeinsamer Standpunkte. Der IWF führte 2015 seine alle fünf Jahre stattfindende Überprüfung der Bewertungsmethode für Sonderziehungsrechte (SZR) durch. Damit soll sichergestellt werden, dass der SZR-Korb die relative Bedeutung der wichtigsten Währungen im globalen Handels- und Finanzsystem weiterhin adäquat abbildet. Ein wesentlicher Diskussionspunkt im Zuge der Überprüfung im Berichtsjahr war, ob die Zahl der Korbwährungen ausgeweitet und der chinesische Renminbi in den SZR-Währungskorb aufgenommen werden sollte. Im Vorfeld war vonseiten der chinesischen Behörden eine Reihe von Reformschritten unternommen worden, um die freie Verwendbarkeit des Renminbi zu fördern. Am 30. November 2015 genehmigte das IWF-Exekutivdirektorium die Aufnahme des Renminbi in den SZR-Korb mit Wirkung ab 1. Oktober 2016.

### Schaubild 4

Zusammensetzung des SZR-Währungskorbs ab Oktober 2016



Quelle: IWF.

Die 2010 vereinbarte IWF-Quoten- und -Governance-Reform konnte mangels Ratifizierung durch die Vereinigten Staaten (dem größten Mitglied des IWF) auch 2015 noch nicht umgesetzt werden. Gegen Ende des Berichtsjahrs genehmigte allerdings der US-Kongress vorbehaltlich gewisser Auflagen die Ratifizierung der Reformen. Mit Inkrafttreten der Reformen werden die Führungsstrukturen innerhalb des IWF verbessert werden, da diese die Rolle der Schwellenländer dann besser widerspiegeln werden. Gleichzeitig werden die quotenbasierten Mittel des IWF beträchtlich erhöht. Die EZB befürwortet einen starken, mit angemessenen Finanzmitteln ausgestatteten und quotenbasierten IWF, der weniger stark auf ausgeliehene Mittel angewiesen ist. Im Berichtsjahr wurde weiter an möglichen Reformen zur Erhöhung der Flexibilität der Rahmenbedingungen für die Kreditvergabe des IWF gearbeitet. Darüber hinaus unternahm der IWF eine umfassende Evaluierung seiner von 2008 bis 2015 durchgeführten Programme für 27 Länder (davon 23 Finanzierungsvereinbarungen). Dabei wurden u. a. die

Anpassungsstrategie für Mitglieder einer Währungsunion und die Bedeutung regionaler Finanzierung für Euroraum-Programme untersucht.

### 7.2.3 Technische Kooperation

Die EZB baute ihre technische Zusammenarbeit mit Zentralbanken außerhalb der EU weiter aus. So wurden 2015 gemeinsam mit den Notenbanken von Ländern, die Aussicht auf einen EU-Beitritt haben, zwei Kooperationsprogramme sowie Aktivitäten im Rahmen einer regionalen Workshop-Reihe durchgeführt. Die beiden Kooperationsprogramme wurden gemeinsam mit NZBen umgesetzt und von der EU finanziert. Sie richteten sich an die montenegrinische Notenbank und die Zentralbanken des Kosovo, Albaniens und der Republik Mazedonien. Die regionalen Workshops behandelten vorrangig institutionelle Herausforderungen im Rahmen des EU-Beitritts, Fragen der Makro- und Mikroaufsicht sowie die verstärkte Verwendung der jeweiligen Landeswährung im inländischen Finanzsystem. Die technische Kooperation ergänzt die regelmäßige Überwachung und Analyse von wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen der EU-Kandidaten- und potenziellen Kandidatenländer durch die EZB sowie den politischen Dialog mit der jeweiligen Notenbank. Die EZB setzte auch ihre Zusammenarbeit mit den Zentralbanken von Schwellenländern der G20 fort, um den Austausch von Fachwissen und Best Practices zu fördern. In diesem Zusammenhang wurde im Berichtsjahr ein Memorandum of Understanding zwischen der EZB und der Reserve Bank of India unterzeichnet.

## 8 Externe Kommunikation

### Erläuterung der Geldpolitik gegenüber den Bürgerinnen und Bürgern Europas

Kommunikation ist ein zentrales Instrument zur Förderung der Wirksamkeit der Geldpolitik der EZB und zur Vertrauensbildung in der Bevölkerung des Euroraums. Entsprechend hat sich die EZB von Anfang an um ein Höchstmaß an Transparenz bemüht; so war sie die erste große Zentralbank, die regelmäßig Pressekonferenzen nach geldpolitischen Sitzungen abhielt.

Nach Beginn der Finanzkrise wurde es für die EZB noch wichtiger, ihre geldpolitischen Entscheidungen – und nicht zuletzt die geldpolitischen Sondermaßnahmen – klar und nachvollziehbar zu erläutern. Wenn die breite Öffentlichkeit und die Finanzmärkte eine Vorstellung davon haben, wie die EZB voraussichtlich auf bestimmte Situationen reagieren wird, sind sie in der Lage, die künftige Geldpolitik realistischer einzuschätzen. Je genauer diese Einschätzung ist, desto rascher können Änderungen der Geldpolitik auf finanzielle Variablen durchschlagen. Damit verkürzt sich der Transmissionsprozess, durch den die Geldpolitik auf Investitions-

und Konsumententscheidungen wirkt, und notwendige wirtschaftliche Anpassungsprozesse werden beschleunigt.

Im Jahr 2015 setzte die EZB in ihrer Kommunikation insbesondere Akzente zur weiteren Erhöhung der Transparenz, um ihrer Rechenschaftspflicht noch umfassender nachzukommen. Bei der Erfüllung ihres geldpolitischen Mandats im Dienst der 338 Millionen Menschen im Euro-Währungsgebiet kommuniziert die EZB in 16 verschiedenen Sprachen. Um den sich aus dieser Sprachenvielfalt ergebenden Anforderungen gerecht zu werden, nutzt die EZB Synergien innerhalb des 19 nationale Zentralbanken umfassenden Eurosystems und setzt auf die Kolleginnen und Kollegen in den einzelnen Ländern, die sicherstellen, dass die Botschaften der EZB im jeweiligen nationalen Kontext gehört und verstanden werden.

Im Berichtsjahr musste die EZB zur Erfüllung ihres Mandats in einem zunehmend von Unsicherheit geprägten Umfeld erneut auf unkonventionelle geldpolitische Instrumente zurückgreifen. Daraus ergab sich auch die zunehmende Notwendigkeit, der Öffentlichkeit die Entscheidungsgrundlagen für diese Sondermaßnahmen zu erläutern.

## Veröffentlichung von Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen

Der EZB-Rat fasste 2014 den Beschluss, ab Beginn des Jahres 2015 Zusammenfassungen seiner geldpolitischen Sitzungen zu veröffentlichen. Diese anonymisierten Zusammenfassungen, die in der Regel vier Wochen nach der betreffenden geldpolitischen Sitzung erscheinen, ermöglichen ein besseres Verständnis der wirtschaftlichen Einschätzung des EZB-Rats sowie seiner jeweiligen geldpolitischen Reaktion. Sie bieten einen allgemeinen Überblick zu den Diskussionen zur wirtschaftlichen und monetären Analyse sowie zum geldpolitischen Kurs. Mit der Veröffentlichung dieser Zusammenfassungen leistet die EZB einen weiteren Beitrag zur umfassenden Erfüllung ihrer Rechenschaftspflicht und zur Steigerung der Wirksamkeit ihrer Geldpolitik in dem fordernden Umfeld einer multinationalen Währungsunion – und somit zur Verwirklichung wesentlicher strategischer Ziele des Eurosystems und des SSM: Rechenschaftspflicht, Unabhängigkeit, Glaubwürdigkeit und Bürgernähe.

## Leitlinien für die externe Kommunikation

Im Sinne einer noch transparenteren Informationspolitik werden seit dem Monat November 2015 die monatlichen Terminkalender der Direktoriumsmitglieder der EZB veröffentlicht, wobei die Bekanntmachung drei Monate danach erfolgt. Diese Maßnahme unterstreicht ebenfalls das Bekenntnis der EZB zu Transparenz und Rechenschaftspflicht.

Im Zentrum der Kommunikation der EZB stand im Berichtsjahr die Ausweitung ihrer akkommodierenden Geldpolitik, insbesondere die Umsetzung des erweiterten

Programms zum Ankauf von Vermögenswerten. Außerdem blickte die EZB im November 2015 auf ihr erstes Jahr als Bankenaufseherin zurück. Entsprechend stand die überwiegende Mehrzahl der öffentlichen Vorträge und Medienauftritte von Mitgliedern des Direktoriums und des Aufsichtsgremiums im Zeichen dieser Themen.

Die Anhörungen von Mitgliedern des EZB-Direktoriums vor den Abgeordneten des Europäischen Parlaments trugen ebenfalls dazu bei, das öffentliche Bewusstsein und Verständnis für die Aufgaben und Maßnahmen des Eurosystems zu vertiefen (siehe Kapitel 2 Abschnitt 7).

Bei all ihren öffentlichen und nicht öffentlichen Vorträgen sowie bilateralen Treffen orientieren sich die Mitglieder des Direktoriums an [Leitlinien](#), die zur Untermauerung der Integrität der EZB festgelegt wurden.

Die jüngsten Beschlüsse der EZB im Bereich der externen Kommunikation stellen weitere Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz dar.

## Neue Website veranschaulicht die Arbeit der EZB

Eine gute Möglichkeit, mit den Bürgerinnen und Bürgern des Euroraums in Kontakt zu treten, bietet das Internet. Darum gestaltete die EZB 2015 ihren Internetauftritt neu, um die Navigation und den Zugang zu Inhalten auf ihrer Website benutzerfreundlicher zu machen. In einem neuen Bereich werden relevante Themen mithilfe einfacher Sprache und verschiedener Multimedia-Elemente veranschaulicht. Ein [Video](#) etwa zeigt, wie die Wertpapierabwicklungsplattform des Eurosystems TARGET2-Securities (T2S) funktioniert. Auch Vorträge, Pressemitteilungen und Interviews mit Direktoriumsmitgliedern werden auf der Startseite präsentiert. Die [Twitter-Nachrichten](#) der EZB über ihre aktuellen Publikationen und die Kernaussagen wichtiger Reden werden inzwischen von über 300 000 Nutzerinnen und Nutzern verfolgt. Außerdem veröffentlicht die EZB Videos auf YouTube und Fotos auf Flickr. Seit Kurzem präsentiert sich die EZB auch auf LinkedIn.

Der Zugang zu Statistiken wurde ebenfalls verbessert: So wurde in Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken des Eurosystems die Website „[Unsere Statistiken](#)“ entwickelt. Sie soll den Zugriff auf nationale und euroraumweite Statistiken erleichtern. Darüber hinaus ermöglicht die EZB mit ihrer „ECBstatsApp“ den raschen und einfachen Zugriff auf im Statistical Data Warehouse der EZB veröffentlichte Daten.

## Neues Gebäude der EZB offiziell eröffnet

Das neue Gebäude der EZB auf dem Gelände der ehemaligen Großmarkthalle in Frankfurt wurde im März 2015 feierlich eröffnet. Die Eröffnungszeremonie wurde trotz antikapitalistischer Demonstrationen vor dem Hauptgebäude und in anderen Teilen der Stadt abgehalten. In den neuen Büroräumlichkeiten können bis zu 2 900 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter untergebracht werden. Auch der EZB-Rat tagt nun



im neuen Haus in einem Sitzungsraum im obersten Stockwerk. Die Errichtung und Eröffnung des neuen Gebäudes wurde von einer Reihe von Medienterminen und Veranstaltungen vonseiten der EZB begleitet. So wurden zum Beispiel Führungen durch das Gebäude angeboten und ein Tag der offenen Tür für Anwohner organisiert.

Im Gedenken an die in den Jahren 1941 bis 1945 vom Keller der Großmarkthalle aus deportierten jüdischen Bürgerinnen und Bürger wurde im Untergeschoss des östlichen Gebäudeteils eine Erinnerungsstätte eingerichtet. Die Eröffnung der Gedenkstätte, die im Rahmen eines gemeinsamen Projekts mit der Jüdischen Gemeinde Frankfurt und der Stadt Frankfurt am Main konzipiert wurde, fand im November 2015 statt.

**Schaubild 5**  
Das neue EZB-Gebäude – Eckdaten



Quelle: EZB.

# Anhang 1

## Institutioneller Rahmen

### 1 Beschlussorgane und Corporate Governance der EZB

Das Eurosystem und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) werden von den Beschlussorganen der EZB – dem EZB-Rat und dem Direktorium – geleitet. Als drittes Beschlussorgan fungiert, solange noch nicht alle EU-Mitgliedstaaten den Euro eingeführt haben, der Erweiterte Rat. Die Zuständigkeiten der Beschlussorgane sind im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, in der ESZB-Satzung und in den einschlägigen Geschäftsordnungen<sup>74</sup> geregelt. Die Entscheidungsfindung innerhalb des Eurosystems und des ESZB ist zentralisiert. Auf strategischer und operativer Ebene jedoch arbeiten die EZB und die nationalen Zentralbanken des Eurogebiets zusammen an der Erreichung der gemeinsamen Ziele des Eurosystems – unter gebührender Berücksichtigung des in der ESZB-Satzung verankerten Grundsatzes der dezentralen Organisation.

#### 1.1 Der EZB-Rat

Der EZB-Rat ist das oberste Beschlussorgan der EZB. Er setzt sich aus den Mitgliedern des EZB-Direktoriums und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets zusammen. Mit dem Beitritt Litauens zum Euroraum als 19. Mitgliedstaat trat am 1. Januar 2015 ein Rotationssystem für die Stimmrechte der Mitglieder des EZB-Rats in Kraft.

Das Intervall zwischen den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats beträgt seit Januar 2015 sechs Wochen. Zusammenfassungen dieser Sitzungen werden in der Regel nach jeweils vier Wochen veröffentlicht.

---

<sup>74</sup> Siehe den Beschluss der EZB vom 22. Januar 2014 zur Änderung des Beschlusses EZB/2004/2 vom 19. Februar 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank (EZB/2014/1); den Beschluss der EZB vom 19. Februar 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/2), ABl. L 80 vom 18.3.2004, S. 33; den Beschluss der EZB vom 17. Juni 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Erweiterten Rates der EZB (EZB/2004/12), ABl. L 230 vom 30.6.2004, S. 61, und den Beschluss der EZB vom 12. Oktober 1999 hinsichtlich der Geschäftsordnung des Direktoriums der EZB (EZB/1999/7), ABl. L 314 vom 8.12.1999, S. 34. Alle angeführten Dokumente sind auch auf der Website der EZB abrufbar.

## Der EZB-Rat

**Mario Draghi** Präsident, Europäische Zentralbank

**Vitor Constâncio** Vizepräsident, Europäische Zentralbank

**Josef Bonnici** Präsident, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

**Luc Coene** Gouverneur, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique  
(bis 10. März 2015)

**Benoît Cœuré** Direktoriumsmitglied, Europäische Zentralbank

**Carlos Costa** Präsident, Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Präsidentin, Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson** Präsident, Eesti Pank

**Patrick Honohan** Präsident, Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland  
(bis 25. November 2015)

**Boštjan Jazbec** Präsident, Banka Slovenije

**Klaas Knot** Präsident, De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Präsident, Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland  
(seit 26. November 2015)

**Sabine Lautenschläger** Direktoriumsmitglied, Europäische Zentralbank

**Erkki Liikanen** Präsident, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** Präsident, Banco de España

**Jozef Makúch** Präsident, Národná banka Slovenska

**Yves Mersch** Direktoriumsmitglied, Europäische Zentralbank

**Ewald Nowotny** Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

**Christian Noyer** Präsident, Banque de France (bis 31. Oktober 2015)

**Peter Praet** Direktoriumsmitglied, Europäische Zentralbank

**Gaston Reinesch** Präsident, Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Präsident, Latvijas Banka

**Jan Smets** Gouverneur, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique  
(seit 11. März 2015)

**Yannis Stournaras** Präsident, Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Vorsitzender des Direktoriums, Lietuvos bankas

**François Villeroy de Galhau** Präsident, Banque de France (seit 1. November 2015)

**Ignazio Visco** Präsident, Banca d'Italia

**Jens Weidmann** Präsident, Deutsche Bundesbank



Vordere Reihe (von links nach rechts): Carlos Costa, Ignazio Visco, Sabine Lautenschläger, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Yves Mersch

Mittlere Reihe (von links nach rechts): Benoît Cœuré, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Erkki Liikanen

Hintere Reihe (von links nach rechts): Boštjan Jazbec, Peter Praet, François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas

Anmerkung: Jens Weidmann war beim Fototermin nicht anwesend.

## 1.2 Das Direktorium

Dem Direktorium gehören neben dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB vier weitere Mitglieder an, die vom Europäischen Rat mit qualifizierter Mehrheit nach Konsultation des Europäischen Parlaments und der EZB ernannt werden.

## Das Direktorium

**Mario Draghi** Präsident, Europäische Zentralbank

**Vítor Constâncio** Vizepräsident, Europäische Zentralbank

**Benoît Cœuré** Direktoriumsmitglied, Europäische Zentralbank

**Sabine Lautenschläger** Direktoriumsmitglied, Europäische Zentralbank

**Yves Mersch** Direktoriumsmitglied, Europäische Zentralbank

**Peter Praet** Direktoriumsmitglied, Europäische Zentralbank



Vordere Reihe (von links nach rechts): Sabine Lautenschläger, Mario Draghi (Präsident), Vítor Constâncio (Vizepräsident)

Hintere Reihe (von links nach rechts): Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré

### 1.3

## Der Erweiterte Rat

Der Erweiterte Rat setzt sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der nationalen Zentralbanken aller 28 EU-Mitgliedstaaten zusammen.

## Der Erweiterte Rat

**Mario Draghi** Präsident, Europäische Zentralbank

**Vítor Constâncio** Vizepräsident, Europäische Zentralbank

**Marek Belka** Präsident, Narodowy Bank Polski

**Josef Bonnici** Präsident, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

**Mark Carney** Präsident, Bank of England

**Luc Coene** Gouverneur, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique  
(bis 10. März 2015)

**Carlos Costa** Präsident, Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Präsidentin, Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson** Präsident, Eesti Pank

**Patrick Honohan** Präsident, Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland  
(bis 25. November 2015)

**Stefan Ingves** Präsident, Sveriges riksbank

**Mugur Constantin Isărescu** Präsident, Banca Națională a României

**Ivan Iskrov** Präsident, Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank;  
bis 14. Juli 2015)

**Boštjan Jazbec** Präsident, Banka Slovenije

**Klaas Knot** Präsident, De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Präsident, Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland  
(seit 26. November 2015)

**Erkki Liikanen** Präsident, Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** Präsident, Banco de España

**Jozef Makúch** Präsident, Národná banka Slovenska

**György Matolcsy** Präsident, Magyar Nemzeti Bank

**Ewald Nowotny** Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

**Christian Noyer** Präsident, Banque de France (bis 31. Oktober 2015)

**Dimitar Radev** Präsident, Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank;  
seit 15. Juli 2015)

**Gaston Reinesch** Präsident, Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Präsident, Latvijas Banka

**Lars Rohde** Präsident, Danmarks Nationalbank

**Miroslav Singer** Präsident, Česká národní banka

**Jan Smets** Gouverneur, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique  
(seit 11. März 2015)

**Yannis Stournaras** Präsident, Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Vorsitzender des Direktoriums, Lietuvos bankas

**François Villeroy de Galhau** Präsident, Banque de France (seit 1. November 2015)

**Ignazio Visco** Präsident, Banca d'Italia

**Boris Vujčić** Präsident, Hrvatska narodna banka

**Jens Weidmann** Präsident, Deutsche Bundesbank



Vordere Reihe (von links nach rechts): Marek Belka, Carlos Costa, Ignazio Visco, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Erkki Liikanen

Mittlere Reihe (von links nach rechts): Mugur Constantin Isărescu, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Boris Vujčić, Lars Rohde, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Dimitar Radev

Hintere Reihe (von links nach rechts): Boštjan Jazbec, Sir Jon Cunliffe (Vizepräsident der Bank of England), François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas, Miroslav Singer, Stefan Ingves

Anmerkung: Mark Carney, Jens Weidmann und György Matolcsy waren beim Fototermin nicht anwesend.





## 1.4 Corporate Governance

Die Corporate-Governance-Strukturen der EZB umfassen neben den Beschlussorganen zwei hochrangige Gremien – den Prüfungsausschuss und den Ethikausschuss – sowie eine Reihe anderer externer und interner Kontrollinstanzen. Weitere Elemente der Corporate Governance sind der Ethik-Rahmen, der EZB-Beschluss über die Bedingungen und Modalitäten für Untersuchungen im Bereich Betrugsbekämpfung (EZB/2004/11) sowie die Regeln hinsichtlich des Zugangs der Öffentlichkeit zu EZB-Dokumenten. Seit der Einrichtung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) haben Fragen der Corporate Governance für die EZB noch stärker an Bedeutung gewonnen.

### Prüfungsausschuss

Der EZB-Prüfungsausschuss unterstützt den EZB-Rat, indem er Empfehlungen und Stellungnahmen zur a) Integrität von Finanzinformationen, b) Aufsicht über das interne Kontrollsystem, c) Einhaltung geltender Gesetze, Bestimmungen und Verhaltenskodizes und d) Erfüllung von Prüfungsaufgaben abgibt. Das [Mandat](#) des Prüfungsausschusses ist auf der Website der EZB abrufbar. Neben dem Vorsitzenden, Erkki Liikanen, zählte der Prüfungsausschuss 2015 die folgenden vier

Mitglieder: Vítor Constâncio, Ewald Nowotny, Hans Tietmeyer und Jean-Claude Trichet.

## Ethikausschuss

Um die angemessene und einheitliche Umsetzung der unterschiedlichen Verhaltenskodizes für alle Beschlussorgane der EZB sicherzustellen, wurde ein Ethikausschuss ins Leben gerufen, der nach der Bestellung seiner Mitglieder im zweiten Quartal 2015 seine Arbeit aufnahm und seither die Mitglieder des EZB-Rats, des Direktoriums und des Aufsichtsgremiums in ethischen Angelegenheiten berät. Das [Mandat](#) des Ethikausschusses ist auf der Website der EZB abrufbar. Aktuell ist Jean-Claude Trichet der Vorsitzende des Ausschusses, der daneben mit Klaus Liebscher und Hans Tietmeyer zwei weitere externe Mitglieder umfasst.

## Externe und interne Kontrollinstanzen

### Externe Kontrollinstanzen

Die ESZB-Satzung sieht zwei externe Kontrollinstanzen vor: einen nach Rotationsprinzip für jeweils fünf Jahre bestellten externen Rechnungsprüfer, der den Jahresabschluss der EZB prüft, und den Europäischen Rechnungshof, der die Effizienz der Verwaltung der EZB prüft.

### Interne Kontrollinstanzen

Bei der EZB wurde ein dreistufiges System interner Kontrollen eingerichtet, das sich aus a) Kontrollen der Leitungsebene, b) verschiedenen Aufsichtsfunktionen in Bezug auf Risiken und Compliance sowie c) unabhängigen Prüfungen zusammensetzt.

Die interne Kontrollstruktur der EZB basiert auf einem funktionellen Ansatz. Jede Organisationseinheit (Generaldirektion, Direktion, Abteilungsebene und darunter) trägt selbst die Hauptverantwortung für ihr Risikomanagement sowie für die Effektivität und Effizienz ihrer Geschäftsprozesse.

Überwachungsmechanismen und wirksame Prozesse zur angemessenen Steuerung finanzieller und operationeller Risiken sind Teil der Aufsichtsfunktionen. Diese Kontrollaufgaben der zweiten Ebene werden durch interne Funktionen der EZB abgedeckt (z. B. Budget und Controlling, operationelles und finanzielles Risikomanagement, Qualitätssicherung in der Bankenaufsicht oder Compliance) bzw. durch Ausschüsse des Eurosystems/ESZB wahrgenommen (z. B. Ausschuss für Organisationsentwicklung, Ausschuss für Risikomanagement oder Haushaltsausschuss).

Prüfungen führt darüber hinaus die direkt dem Direktorium unterstellte interne Revision durch, und zwar unabhängig von den internen Kontrollstrukturen und der Risikoüberwachung der EZB und im Einklang mit der Geschäftsordnung für das Revisionswesen der EZB. Die internen Revisionstätigkeiten der EZB entsprechen

den „International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing“ des Institute of Internal Auditors. Ferner leistet der Ausschuss der internen Revisoren, dem Experten der EZB, der nationalen Zentralbanken und der nationalen zuständigen Behörden angehören, Unterstützung bei der Verwirklichung der Ziele des Eurosystems und des SSM.

## Ethik-Rahmen der EZB

Der Ethik-Rahmen der EZB umfasst den Verhaltenskodex für die Mitglieder des EZB-Rats, den Ergänzenden Kodex der Ethik-Kriterien für die Mitglieder des Direktoriums, den Verhaltenskodex für die Mitglieder des Aufsichtsgremiums sowie die Dienstvorschriften der EZB. Die im Ethik-Rahmen niedergelegten ethischen Regeln und Leitlinien sollen gewährleisten, dass die Aufgabenerfüllung der EZB stets von höchster Integrität, Kompetenz, Effizienz und Transparenz geprägt ist.

## Maßnahmen zur Bekämpfung von Betrug und Geldwäsche

Eine vom Europäischen Parlament und vom EU-Rat verabschiedete Verordnung befähigt u. a. das Europäische Amt für Betrugsbekämpfung (OLAF), bei Verdacht auf Betrug interne Untersuchungen bei den Organen, Einrichtungen und sonstigen Stellen der EU einzuleiten. Im Jahr 2004 billigte der EZB-Rat den Rechtsrahmen, der die Bedingungen für Untersuchungen des OLAF bei der EZB zur Bekämpfung von Betrug, Korruption und sonstigen rechtswidrigen Handlungen festlegt. Darüber hinaus betreibt die EZB seit 2007 interne Programme zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung, ergänzt um ein eigenes internes Berichtswesen. Damit sollen das systematische Einholen aller maßgeblichen Informationen und deren ordnungsgemäße Weiterleitung an das Direktorium gewährleistet werden.

## Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der EZB

Der von der EZB verabschiedete Beschluss über den Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der EZB<sup>75</sup> steht im Einklang mit den entsprechenden Zielsetzungen und Standards anderer Organe und Einrichtungen der EU. Mit dem Beschluss wird einerseits die Transparenz erhöht, andererseits wird der Unabhängigkeit der EZB und der nationalen Zentralbanken Rechnung getragen und die Vertraulichkeit bestimmter, speziell die Erfüllung der Aufgaben der EZB betreffender

---

<sup>75</sup> Siehe Beschluss der EZB vom 4. März 2004 über den Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/3), ABl. L 80 vom 18.3.2004, S. 42, in der geänderten Fassung.

Angelegenheiten sichergestellt. Im Jahr 2015 wurden die Rahmenbedingungen für den öffentlichen Zugang zu Dokumenten angesichts der neuen Aktivitäten im Bereich des SSM weiter angepasst.

Im Sinne einer noch transparenteren Informationspolitik wurden seit dem Monat November 2015 die monatlichen Terminkalender der Direktoriumsmitglieder der EZB veröffentlicht, wobei die Bekanntmachung drei Monate danach erfolgt (also erstmals im Februar 2016). Darüber hinaus verpflichteten sich die Direktoriumsmitglieder zur Einhaltung von Leitlinien für die externe Kommunikation, um einheitliche Rahmenbedingungen sicherzustellen und die Gleichbehandlung aller Interessengruppen zu gewährleisten (siehe Kapitel 2 Abschnitt 8).

### Stabsstelle Compliance und Governance

Als weiteres Bekenntnis zu Good Governance und höchsten Ethikstandards richtete das Direktorium der EZB im Januar 2015 eine eigene Stabsstelle für Compliance und Governance ein. Die direkt dem Präsidenten der EZB berichtende Stabsstelle unterstützt das Direktorium dabei, die Integrität und das Ansehen der EZB zu schützen, ethische Verhaltensstandards zu fördern sowie die Erfüllung der Rechenschaftspflicht und die Transparenz der EZB zu stärken. Im Interesse der Konsistenz und Wirksamkeit des gesamten Corporate-Governance-Rahmens der EZB erfüllt die Stabsstelle auch Sekretariatsaufgaben für den Prüfungs- und den Ethikausschuss der EZB und dient ferner als Anlaufstelle für die bzw. den Europäische(n) Bürgerbeauftragte(n) und das OLAF.

## Anhang 2

# Ausschüsse des Eurosystems/ESZB

Die Ausschüsse des Eurosystems bzw. des ESZB unterstützten die Beschlussorgane der EZB auch im Berichtsjahr maßgeblich bei der Erfüllung ihrer Aufgaben. Die Ausschüsse werden vom EZB-Rat und vom Direktorium mit der Bearbeitung bestimmter Themen aus ihrem jeweiligen Fachgebiet betraut und tragen durch ihre Expertise zur Beschlussfassung bei. Im Regelfall ist die Mitgliedschaft in den Ausschüssen auf Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Zentralbanken des Eurosystems beschränkt. Wenn jedoch Angelegenheiten aus dem Zuständigkeitsbereich des Erweiterten Rats erörtert werden, entsenden auch die nationalen Zentralbanken jener Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, Vertreter in die Ausschusssitzungen. Darüber hinaus tagen einige der Ausschüsse in der SSM-Zusammensetzung (d. h. jeweils ein Vertreter der nationalen Zentralbank und der nationalen zuständigen Behörde für jeden teilnehmenden Mitgliedstaat), wenn Themen der Bankenaufsicht auf der Tagesordnung stehen. Gegebenenfalls können auch andere zuständige Gremien zu den Sitzungen eingeladen werden.

### Eurosystem-/ESZB-Ausschüsse, Haushaltsausschuss und Personalleiterkonferenz sowie Ausschussvorsitzende (Stand: 1. Januar 2016)

Ausschuss für Rechnungswesen und monetäre Einkünfte (AMICO) Werner Studener	Ausschuss für Finanzmarktoperationen (MOC) Ulrich Bindseil
Banknotenausschuss (BANCO) Ton Roos	Geldpolitischer Ausschuss (MPC) Wolfgang Schill
Ausschuss für Controlling (COMCO) Joachim Nagel	Ausschuss für Organisationsentwicklung (ODC) Steven Keuning
Ausschuss für Öffentlichkeitsarbeit des Eurosystems/ESZB (ECCO) Christine Graeff	Ausschuss für Zahlungs- und Verrechnungssysteme (PSSC) Marc Bayle/Daniela Russo
Ausschuss für Finanzstabilität (FSC) Vitor Constâncio	Ausschuss für Risikomanagement (RMC) Carlos Bernadell
Ausschuss für Informationstechnologie (ITC) Koenraad de Geest	Ausschuss für Statistik (STC) Aurel Schubert
Ausschuss der internen Revisoren (IAC) Klaus Gressenbauer	Haushaltsausschuss (BUCOM) Pentti Hakkarainen
Ausschuss für internationale Beziehungen (IRC) Frank Moss	Personalleiterkonferenz (HRC) Steven Keuning
Rechtsausschuss (LEGCO) Chiara Zilioli	

Neben den Ausschüssen des Eurosystems/ESZB gibt es zwei weitere Ausschüsse: den Haushaltsausschuss, der dem EZB-Rat in Budgetangelegenheiten beratend zur Seite steht, und die Personalleiterkonferenz, die als Forum für den Erfahrungs-, Wissens- und Informationsaustausch im Bereich Personalwesen innerhalb des Eurosystems bzw. des ESZB dient.

# Anhang 3

## Entwicklungen im Bereich Organisation und Personal

Das Organigramm der EZB (Stand: 1. Januar 2016)



1) Berichtet indirekt über den Präsidenten an das Direktorium.  
2) Der Leiter des ESRB-Sekretariats ist dem Präsidenten der EZB in dessen Funktion als Vorsitzender des ESRB unterstellt.  
3) Einschließlich Datenschutzfunktion.  
4) Sekretär des Direktoriums, des EZB-Rats und des Erweiterten Rats.  
5) Berichtet in Fragen der Compliance indirekt über den Präsidenten an das Direktorium.



## Personal

Nach der Einrichtung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) im Jahr 2014 nahm die EZB 2015 eine umfassende Überprüfung ihrer Ablauforganisation vor. In diesem Zusammenhang wurde u. a. eine unternehmensweite Mitarbeiterbefragung durchgeführt. Außerdem wurde 2015 die Funktion des Chief Services Officer (CSO) geschaffen. Dieser soll für eine bessere Abstimmung zwischen den verschiedenen Supportdiensten der EZB sorgen und zu einer gezielten Ausrichtung ihres Leistungsangebots auf die Bedürfnisse der Institution als Ganzes beitragen. In den Zuständigkeitsbereich des CSO fallen Serviceleistungen in den Bereichen Verwaltung, IT, Personal, Budget und Finanzen. Über den Präsidenten erstattet der CSO dem EZB-Direktorium, an dessen Sitzungen er regelmäßig teilnimmt, Bericht.

Zum 31. Dezember 2015 waren im Personalplan der EZB 2 650 Stellen in Vollzeitäquivalenten veranschlagt (Ende 2014: 2 622). Die tatsächliche Mitarbeiterzahl betrug in Vollzeitäquivalenten ausgedrückt 2 871 (31. Dezember 2014: 2 577).<sup>76</sup> Im Jahr 2015 vergab die EZB insgesamt 279 neue befristete Verträge (die teils nach Ablauf des Vertrages enden und teils in unbefristete Verträge umgewandelt werden können). Außerdem wurden zu Vertretungszwecken 246 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 2015 waren 226 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter nationaler Zentralbanken und internationaler Organisationen in verschiedenen Funktionen bei der EZB tätig (50 % mehr als Ende 2014). Im September 2015 nahm die EZB zehn Teilnehmer in die zehnte Runde ihres Graduate Programme auf und zum 31. Dezember 2015 waren zudem 273 Praktikantinnen und Praktikanten bei der EZB tätig (76 % mehr als im Vorjahr). Darüber hinaus vergab die EZB im Rahmen der Forschungsprogramme für führende Ökonomen (Wim Duisenberg Research Fellowship) und für Nachwuchsforscher (Lamfalussy Fellowship) vier bzw. fünf Forschungsstipendien.

Im Mai 2015 wurde eine EZB-weite Mitarbeiterbefragung durchgeführt, an der sich 90 % der Belegschaft beteiligten. Auf Grundlage der Ergebnisse wurden sowohl für die gesamte Organisation als auch für die einzelnen Geschäftsbereiche Maßnahmenpläne in den folgenden Schlüsselbereichen entwickelt: Personalentwicklung; Leistungsmanagement; Zusammenarbeit und Informationsaustausch; Ressourcenauslastung, Arbeitsbelastung und Stress; Offenheit und Fairness. Der Maßnahmenplan für die gesamte Organisation stand in engem Zusammenhang mit einer Prozessanalyse, die zur Optimierung der internen Abläufe, Verfahren und Strukturen

---

<sup>76</sup> Diese Zahl enthält neben den auf Basis von Vollzeitäquivalenten gerechneten Verträgen auch Kurzzeitverträge für zur EZB entsandte Mitarbeiter nationaler Zentralbanken und internationaler Organisationen sowie Verträge für Teilnehmer des Graduate Programme.

durchgeführt wurde, um die EZB zu einer noch stärkeren und dynamischeren Institution zu machen. Auf Grundlage der ausgearbeiteten Maßnahmen soll zudem eine nachhaltige Arbeitskultur gewährleistet werden.

Auch im Berichtsjahr unterstützte die EZB die Belegschaft bei der Wahrung ihrer Work-Life-Balance. Ende 2015 arbeiteten 257 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter Teilzeit (2014: 259) und weitere 36 befanden sich in unbezahlter Elternzeit (2014: 29). Die Möglichkeit zur Telearbeit nahmen 2015 im Schnitt 846 Mitarbeiter mindestens einmal pro Monat in Anspruch.

Die Personalentwicklung war auch 2015 ein wichtiges Thema für die EZB, wie die Einführung des SSM-Praktikantenprogramms, die Fortsetzung des SSM-Schulungsprogramms und die Institutionalisierung eines inklusiv ausgerichteten Mentoringprogramms zeigen. Letzteres dient nicht nur der Weiterentwicklung von Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern, die die höchste Stufe in ihrer Gehaltsspanne erreicht haben, sondern auch der Umsetzung der Zielvorgaben im Bereich der Frauenförderung.

Da der Frauenanteil Ende 2014 auf der Führungsebene insgesamt bereits bei 24 % und auf der oberen Managementebene bei 19 % lag, konnten auch die von der EZB für Ende 2015 gesetzten Zwischenziele erreicht werden. Seit Einführung der Zielvorgaben zur Förderung der beruflichen Entwicklung von Frauen im Juni 2013 (35 % Frauenanteil auf der Führungsebene insgesamt und 28 % im Top-Management bis Ende 2019) sowie eines entsprechenden Maßnahmenpakets ist die Förderung der beruflichen Chancengleichheit von Frauen und Männern ein zentrales Thema für die EZB.

### Schaubild 6 Frauen in Führungspositionen



Quelle: EZB.

Während die EZB als Organisation in Summe etwas wuchs, schieden 2015 (genau wie im Jahr zuvor) insgesamt 53 Personen mit befristeten bzw. unbefristeten Arbeitsverträgen aus dem Dienst der EZB aus, weil sie sich beruflich verändern wollten oder in Rente gingen; außerdem liefen im Berichtsjahr 217 Kurzzeitverträge aus.

# Jahresabschluss

2015

<b>Managementbericht für das Geschäftsjahr 2015</b>	<b>J 2</b>
<b>Jahresabschluss der EZB</b>	<b>J 18</b>
Bilanz zum 31. Dezember 2015	J 18
Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2015	J 20
Rechnungslegungsgrundsätze	J 21
Erläuterungen zur Bilanz	J 30
Außerbilanzielle Geschäfte	J 48
Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung	J 51
<b>Prüfbericht</b>	<b>J 58</b>
<b>Erläuterungen zur Gewinnverteilung/Verlustabdeckung</b>	<b>J 60</b>

# Managementbericht für das Geschäftsjahr 2015

## 1 Zweck des EZB-Managementberichts

Der vorliegende Managementbericht ist ein wesentlicher Bestandteil der jährlichen Finanzberichterstattung der EZB. Die Leser erhalten Kontextinformationen über die Tätigkeit der EZB, ihren Handlungsrahmen und die Auswirkungen der Geschäfte der EZB auf ihren Jahresabschluss.

Dieser Bericht liefert Informationen zu den wichtigsten Prozessen im Zusammenhang mit der Erstellung des Jahresabschlusses der EZB. Da die Aktivitäten und Geschäfte der EZB mit Blick auf ihre geldpolitischen Ziele durchgeführt werden, sollte das finanzielle Ergebnis im Kontext ihrer geldpolitischen Maßnahmen gesehen werden. Der vorliegende Bericht befasst sich daher auch mit den wesentlichen Risiken, denen die EZB ausgesetzt ist, und der Frage, wie sich die Geschäfte der EZB auf diese Risiken auswirken. Der Bericht enthält ferner Informationen zu den verfügbaren finanziellen Ressourcen und den Auswirkungen des Kerngeschäfts der EZB auf ihren Jahresabschluss.

## 2 Wichtigste Ziele und Aufgaben

Vorrangiges Ziel der EZB ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Zu den wichtigsten Aufgaben der EZB zählen gemäß ESZB-Satzung die Ausführung der Geldpolitik der Europäischen Union, die Durchführung von Devisengeschäften, die Verwaltung der Währungsreserven der Mitgliedstaaten und die Förderung des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme.

Darüber hinaus ist die EZB 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 der Europäischen Union beizutragen.

## 3 Wichtigste Prozesse

Die Erstellung des EZB-Jahresabschlusses hängt mit einer Reihe zentraler Aktivitäten zusammen.

### 3.1 Kontrollen in den Organisationseinheiten

Gemäß der internen Kontrollstruktur der EZB ist jeder Geschäftsbereich eigenständig dafür verantwortlich, seine operationellen Risiken zu steuern und Kontrollen zu implementieren, um die Effektivität und Effizienz seiner Geschäftsprozesse sowie die Richtigkeit der im Jahresabschluss der EZB enthaltenen Informationen zu gewährleisten. Verantwortung und Rechenschaftspflicht für Budgetangelegenheiten liegen ebenfalls in erster Linie bei den jeweiligen Geschäftsbereichen.

### 3.2 Budgetprozesse

Die Abteilung Budget, Controlling und Organisation (BCO) der Generaldirektion Personal, Budget und Organisation<sup>1</sup> ist für die Entwicklung, Vorbereitung und Überwachung der strategischen Planung hinsichtlich der Ressourcen der EZB und das entsprechende Verwaltungsbudget zuständig. Dabei arbeitet sie unter Berücksichtigung des Trennungsgrundsatzes<sup>2</sup> mit den Geschäftsbereichen zusammen. Das Ergebnis spiegelt sich in den jährlichen Arbeitsprogrammen der Abteilungen wider. Planung und Ressourcensteuerung, Kosten-Nutzen-Analysen sowie Investitionsanalysen für die EZB und für ESZB-Projekte fallen ebenfalls in den Aufgabenbereich von BCO. Die Ausgaben werden in regelmäßigen Abständen anhand der vereinbarten Haushaltspläne überwacht: einerseits vom Direktorium,<sup>3</sup> das hierbei die Ratschläge von BCO berücksichtigt, und andererseits vom EZB-Rat mit Unterstützung des Haushaltsausschusses (BUCOM). Gemäß Artikel 15 der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank unterstützt der BUCOM den EZB-Rat, indem er die Entwürfe des EZB-Jahreshaushalts und die Anträge des Direktoriums auf Bewilligung zusätzlicher Haushaltsmittel beurteilt, bevor diese dem EZB-Rat zur Verabschiedung vorgelegt werden.

### 3.3 Aufsichtsfunktionen für finanzielle Risiken

Die EZB-Direktion Risikomanagement ist dafür zuständig, Maßnahmen und Verfahren vorzuschlagen, die einen angemessenen Schutz vor finanziellen Risiken für a) das Eurosystem, einschließlich der EZB, bei der Durchführung geldpolitischer Geschäfte und b) die EZB bei der Verwaltung von Währungsreserven, Goldbeständen und auf Euro lautenden Anlageportfolios sicherstellen. Die Direktion Risikomanagement beurteilt zudem den geld- und devisenpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems unter dem Aspekt des Risikomanagements und erarbeitet Verbesserungsvorschläge hierzu. Darüber hinaus unterstützt der

<sup>1</sup> 2016 wird BCO Teil der neu geschaffenen Generaldirektion Budget und Finanzen.

<sup>2</sup> Der Trennungsgrundsatz bezieht sich auf die Anforderungen aus der SSM-Verordnung, denen zufolge die EZB ihre Aufsichtsaufgaben unbeschadet und getrennt von ihren Aufgaben im Bereich der Geldpolitik und von sonstigen Aufgaben wahrnehmen muss.

<sup>3</sup> Ab 2016 wird der neu ernannte Chief Services Officer ebenfalls eine aktive Rolle bei der Überwachung der Budgets spielen.

Ausschuss für Risikomanagement (RMC), dem Experten der Eurosystem-NZBen angehören, die Beschlussorgane dabei, einen angemessenen Schutz für das Eurosystem zu gewährleisten. Zu diesem Zweck kontrolliert und steuert er die von den Marktgeschäften des Eurosystems ausgehenden finanziellen Risiken, und zwar im Bereich der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems sowie der Operationen im Rahmen des EZB-Fremdwährungsportfolios. In diesem Zusammenhang trägt der RMC unter anderem zur Überwachung, Messung und Meldung finanzieller Risiken in der Bilanz des Eurosystems sowie zur Festlegung und Überprüfung der diesbezüglichen Methoden und Rahmenwerke bei.

### 3.4 Portfoliomanagement

Die EZB verfügt über zwei verschiedene Arten von Anlageportfolios: das Währungsreserveportfolio (in US-Dollar und japanischen Yen) und das Eigenmittelanlageportfolio (in Euro). Darüber hinaus werden die Mittel aus den EZB-Versorgungsplänen in einem extern verwalteten Portfolio angelegt. Zudem hält die EZB auf Euro lautende Wertpapiere zu geldpolitischen Zwecken, die im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP), des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP), des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) und der drei Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP) erworben wurden.

### 3.5 Erstellung des Jahresabschlusses der EZB

Der Jahresabschluss der EZB wird vom Direktorium nach den vom EZB-Rat aufgestellten Rechnungslegungsgrundsätzen erstellt.<sup>4</sup>

Die Abteilung Berichtswesen und Grundsatzfragen der Generaldirektion Verwaltung<sup>5</sup> ist dafür zuständig, den Jahresabschluss gemeinsam mit anderen Geschäftsbereichen zu erstellen und dafür zu sorgen, dass den externen Rechnungsprüfern und den Beschlussorganen alle diesbezüglichen Dokumente rechtzeitig vorgelegt werden. Die Finanzberichterstattungsprozesse und der EZB-Jahresabschluss können einer internen Revision unterzogen werden. Die internen Revisionstätigkeiten der EZB entsprechen den vom Institute of Internal Auditors festgelegten „International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing“. Die Berichte der Direktion Interne Revision, die gegebenenfalls Prüfeempfehlungen für einzelne Geschäftsbereiche enthalten, werden dem Direktorium vorgelegt.

Zudem wird der Jahresabschluss der EZB von unabhängigen externen Rechnungsprüfern geprüft, die vom EZB-Rat empfohlen und vom EU-Rat anerkannt werden. Die externen Rechnungsprüfer nehmen Einsicht in alle Bücher und Konten

<sup>4</sup> Siehe Abschnitt zu den Rechnungslegungsgrundsätzen.

<sup>5</sup> Ab 2016 wird die Abteilung Berichtswesen und Grundsatzfragen Teil der neu geschaffenen Generaldirektion Budget und Finanzen.



der EZB und haben die uneingeschränkte Befugnis, sämtliche Auskünfte über deren Geschäfte einzuholen.<sup>6</sup> Es ist Aufgabe der externen Rechnungsprüfer, eine Einschätzung darüber abzugeben, ob der Jahresabschluss, gemessen an den vom EZB-Rat aufgestellten Rechnungslegungsgrundsätzen, ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der EZB vermittelt. Hierzu bewerten sie die Eignung der bei der Aufstellung und Darstellung des Jahresabschlusses angewandten internen Kontrollen und beurteilen die Angemessenheit der angewandten Rechnungslegungsgrundsätze.

Der Ausschuss für Aktiva und Passiva der EZB setzt sich aus Vertretern der Geschäftsbereiche Finanzmarktoperationen, Berichtswesen, Rechnungswesen, Risikomanagement und Budget zusammen. In diesem Ausschuss werden alle Faktoren, die sich auf die Bilanz sowie die Gewinn- und Verlustrechnung der EZB auswirken könnten, systematisch überwacht und beurteilt. Der Ausschuss für Aktiva und Passiva prüft den Jahresabschluss und die diesbezüglichen Dokumente, bevor diese dem Direktorium zur Genehmigung vorgelegt werden.

Nachdem das Direktorium die Veröffentlichung des Jahresabschlusses und der diesbezüglichen Dokumente gebilligt hat, wird der Jahresabschluss zusammen mit dem Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers und allen diesbezüglichen Dokumenten dem Prüfungsausschuss unterbreitet, bevor diese vom EZB-Rat genehmigt werden. Der Prüfungsausschuss unterstützt den EZB-Rat bei seinen Verantwortlichkeiten, unter anderem in Bezug auf die Integrität von Finanzinformationen und die Aufsicht über interne Kontrollen. In diesem Zusammenhang beurteilt der Prüfungsausschuss den Jahresabschluss der EZB und beschäftigt sich mit der Frage, ob er ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt und im Einklang mit den verabschiedeten Rechnungslegungsvorschriften erstellt wurde. Er prüft auch alle bedeutenden Aspekte der Rechnungslegung oder Finanzberichterstattung, die sich auf den Jahresabschluss der EZB auswirken könnten.

Der EZB-Jahresabschluss wird vom EZB-Rat stets im Februar genehmigt und unmittelbar danach veröffentlicht. Der Jahresabschluss wird zeitgleich mit dem Managementbericht und der konsolidierten Bilanz des Eurosystems herausgegeben.

## 4 Risikomanagement

Das Risikomanagement ist ein wesentlicher Bestandteil der Aktivitäten der EZB und erfolgt durch einen kontinuierlichen Prozess der Risikoidentifikation, -bewertung, -minderung und -überwachung. Aus der nachfolgenden Übersicht sind die bedeutendsten Risiken ersichtlich, denen die EZB ausgesetzt ist, sowie deren Quellen und die von der EZB angewandten Strategien im Bereich des Risikomanagements.

---

<sup>6</sup> Um die Unabhängigkeit der externen Rechnungsprüfer der EZB bestmöglich sicherzustellen, gilt für deren Bestellung das Rotationsprinzip. Alle fünf Jahre beauftragt die EZB eine andere Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

Risiken, denen die EZB ausgesetzt ist

Risiko	Komponente	Risikoart	Risikoquelle	Risikokontrollsystem
Finanzielle Risiken	Kreditrisiko	<b>Kreditausfallrisiko</b> <i>Risiko finanzieller Verluste, die aufgrund eines „Ausfallereignisses“ entstehen, bei dem der Schuldner (Geschäftspartner oder Emittent) seine finanziellen Verpflichtungen nicht rechtzeitig erfüllt</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bestände an Währungsreserven</li> <li>Auf Euro lautendes Anlageportfolio</li> <li>Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapierbestände</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Zulassungskriterien</li> <li>✓ Due-Diligence-Prüfung</li> <li>✓ Risikolimits</li> <li>✓ Besicherung</li> <li>✓ Diversifizierung</li> <li>✓ Überwachung finanzieller Risiken</li> </ul>
		<b>Kreditmigrationsrisiko</b> <i>Risiko finanzieller Verluste, die durch die Neubewertung von Finanzanlagen aufgrund einer Verschlechterung ihrer Kreditqualität und einer Herabstufung ihres Ratings entstehen</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bestände an Währungsreserven</li> <li>Auf Euro lautendes Anlageportfolio</li> </ul>	
	Marktrisiko	<b>Fremdwährungs- und Rohstoffrisiko</b> <i>Risiko finanzieller Verluste a) aus auf Fremdwährungen lautenden Positionen aufgrund von Wechselkursschwankungen und b) auf Rohstoffbestände aufgrund von Marktpreisschwankungen</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bestände an Währungsreserven</li> <li>Goldbestände</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Diversifizierung der Bestände über Währungen und Gold</li> <li>✓ Ausgleichsposten aus Neubewertung für Gold und Fremdwährungen</li> <li>✓ Überwachung finanzieller Risiken</li> </ul>
		<b>Zinsänderungsrisiko</b> <i>Risiko finanzieller Verluste aufgrund nachteiliger Veränderungen der Zinssätze, die a) zu einem Rückgang des Wertes der Finanzinstrumente im Rahmen einer Mark-to-Market-Bewertung führen oder b) sich negativ auf das Nettozinsergebnis auswirken</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bestände an Währungsreserven</li> <li>Auf Euro lautendes Anlageportfolio</li> <li>Wertpapierbestände für geldpolitische Zwecke</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Portfolioausrichtung</li> <li>✓ Ausgleichsposten aus Neubewertung</li> <li>✓ Marktrisikolimits</li> <li>✓ Überwachung finanzieller Risiken</li> </ul>
		<b>Liquiditätsrisiko</b> <i>Risiko finanzieller Verluste aufgrund der Tatsache, dass es nicht möglich ist, einen Vermögenswert in einer angemessenen Frist zu seinem aktuellen Marktwert zu liquidieren</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bestände an Währungsreserven</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Portfolioausrichtung</li> <li>✓ Liquiditätsrisikolimits</li> <li>✓ Überwachung finanzieller Risiken</li> </ul>
	<b>Operationelles Risiko</b> <i>Risiko negativer Auswirkungen auf die Finanzsituation, den Betrieb oder den Ruf der EZB, die durch Handlungen oder Unterlassungen der Beschäftigten, eine mangelhafte Personalplanung oder -politik, eine unzureichende Umsetzung bzw. ein Versagen der internen Steuerung oder der Geschäftsabläufe, einen Ausfall der den Abläufen zugrunde liegenden Systeme oder durch externe Ereignisse (z. B. Naturkatastrophen oder Angriffe von außen) verursacht werden</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mitarbeiter, Personalplanung und Personalpolitik</li> <li>Interne Governance und Geschäftsabläufe</li> <li>Systeme</li> <li>Externe Ereignisse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ermittlung, Beurteilung, Meldung und Überwachung operationeller Risiken und diesbezügliche Maßnahmen</li> <li>✓ Richtlinien zur Risikotoleranzpolitik</li> <li>✓ Risikomatrix</li> <li>✓ Rahmen für das Business-Continuity-Management</li> </ul>	

#### 4.1 Finanzielle Risiken

Finanzielle Risiken ergeben sich aus den Kerntätigkeiten und den damit verbundenen Engagements der EZB. Bei der Festlegung ihrer Portfolioausrichtung und der Implementierung der angemessenen Rahmen für Risikomanagement und Sorgfaltspflicht berücksichtigt die EZB die Ziele und Zwecke der verschiedenen Wertpapierbestände und finanziellen Engagements sowie die von den Beschlussorganen der EZB vorgegebenen Risikopräferenzen.

Finanzielle Risiken können mittels einer Vielzahl von Risikomessgrößen quantifiziert werden. Die EZB wendet intern entwickelte Verfahren zur Risikoschätzung an, die auf einem Risikosimulationssystem basieren, das Markt- und Kreditrisiken parallel quantifiziert. Die zentralen Modellierungskonzepte, -techniken und -annahmen, auf denen die Risikomessgrößen beruhen, orientieren sich an Marktstandards. Um sich ein umfassendes Bild möglicher Risikoereignisse zu machen, die mit unterschiedlichen Häufigkeiten und Schweregraden auftreten können, verwendet die EZB zwei Arten von statistischen Messgrößen: den Value-at-Risk (VaR) und den zu erwartenden Ausfall (Expected Shortfall).<sup>7</sup> Beide Messgrößen werden jeweils für eine Reihe von Konfidenzniveaus berechnet. Darüber hinaus werden Sensitivitäts- und Stressszenario-Analysen zum besseren Verständnis und zur Ergänzung der statistischen Risikoschätzungen durchgeführt.

Gemessen als VaR mit einem Konfidenzniveau von 95 % für einen Einjahreshorizont (VaR95%) beliefen sich die finanziellen Risiken, denen die EZB aufgrund ihrer Finanzanlagen ausgesetzt war, zum 31. Dezember 2015 auf insgesamt 10 Mrd € und lagen damit 1,4 Mrd € über den zum 31. Dezember 2014 geschätzten Risikozahlen. Diese Steigerung ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass nach der Aufwertung des US-Dollar und des japanischen Yen gegenüber dem Euro im Jahr 2015 der Marktwert der Währungsreserven der EZB und damit das Fremdwährungsrisiko, dem die EZB ausgesetzt ist, zugenommen hat.

#### 4.1.1 Kreditrisiko

Die von der EZB zur Bestimmung ihres Kreditrisikos eingesetzten Risikokontrollen und -limite unterscheiden sich nach Art der Geschäfte und spiegeln die Politik oder Anlageziele der verschiedenen Portfolios sowie die Risikomerkmale der zugrunde liegenden Vermögenswerte wider.

Das Kreditrisiko aus den Beständen der EZB an Währungsreserven ist gering, da die Reserven in Vermögenswerte mit hoher Kreditqualität investiert sind.

Die Goldbestände der EZB unterliegen keinem Kreditrisiko, da Gold nicht an Dritte verliehen wird.

Der Zweck des auf Euro lautenden Anlageportfolios besteht darin, der EZB Erträge zur Verfügung zu stellen, die zur Deckung ihrer Betriebsaufwendungen bei gleichzeitiger Sicherstellung des Kapitalerhalts verwendet werden können. Daher spielen für diese Bestände Ertragsüberlegungen bei der Portfolioausrichtung und beim Risikokontrollsystem eine größere Rolle als bei den Währungsreserven der

---

<sup>7</sup> Der Value-at-Risk ist definiert als Schwellenwert des maximalen Verlustpotenzials eines Finanzanlagen-Portfolios, der gemäß einem statistischen Modell mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (d. h. bei einem gegebenen Konfidenzniveau) über einen gegebenen Risikohorizont nicht überschritten wird. Der zu erwartende Ausfall ist eine kohärente Risikomessgröße, die unter Zugrundelegung des gleichen Horizonts und des gleichen Konfidenzniveaus konservativer ist als der VaR, da sie die wahrscheinlichkeitsgewichteten Durchschnittsverluste abbildet, die in über den VaR-Schwellenwert hinausgehenden Worst-Case-Szenarien entstehen könnten. Verluste sind in diesem Zusammenhang definiert als Unterschiedsbeträge zwischen dem Nettowert der EZB-Portfolios in der Bilanz zu Beginn des Horizonts und den simulierten Werten am Ende des Horizonts.

EZB. Das Kreditrisiko in Bezug auf diese Bestände wird dennoch auf einem moderaten Niveau gehalten.

Das Kreditrisiko, das mit zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren verbunden ist, liegt innerhalb der Toleranzschwellen der EZB, aufgrund der angewandten Risikomanagementtechniken. Das Kreditmigrationsrisiko, das mit zu geldpolitischen Zwecken erworbenen Wertpapieren verbunden ist, schlägt sich nicht direkt im Jahresabschluss der EZB nieder, da diese Wertpapiere zu fortgeführten Anschaffungskosten abzüglich etwaiger Wertminderung erfasst und demzufolge nicht zu Marktpreisen neu bewertet werden. Sie können jedoch mit einem Kreditausfallrisiko behaftet sein, und eine Verschlechterung ihrer Kreditqualität kann den Jahresabschluss der EZB im Wege des regelmäßigen Prozesses der Analyse und Berücksichtigung von Wertminderungen beeinflussen.

#### 4.1.2 Marktrisiko

Die wesentlichen Arten von Marktrisiken, denen die EZB bei der Verwaltung ihrer Bestände ausgesetzt ist, sind Fremdwährungs- und Rohstoff-/Goldpreisrisiken. Darüber hinaus ist sie Zinsänderungsrisiken ausgesetzt.

##### Fremdwährungs- und Rohstoffrisiken

In Bezug auf finanzielle Risiken wird das Risikoprofil der EZB von Währungs- und Rohstoffrisiken bestimmt. Grund hierfür ist der Umfang der Bestände an Währungsreserven (größtenteils US-Dollar) und an Gold sowie die hohe Volatilität der Wechselkurse und der Goldpreise.

Angesichts der geldpolitischen Rolle von Gold und Währungsreserven strebt die EZB nicht an, ihre Fremdwährungs- und Rohstoffrisiken zu eliminieren. Tatsächlich werden diese Risiken durch die Diversifizierung der Bestände über verschiedene Währungen und Gold hinweg gemildert.

Im Einklang mit den Grundsätzen für das Eurosystem können die Ausgleichsposten aus Neubewertung für Gold und US-Dollar, die sich zum 31. Dezember 2015 auf 11,9 Mrd € (2014: 12,1 Mrd €) bzw. 10,6 Mrd € (2014: 6,2 Mrd €) beliefen, dazu verwendet werden, in Zukunft auftretende nachteilige Schwankungen des Goldpreises und des US-Dollar-Wechselkurses abzufangen. Damit können Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung abgemildert oder ganz verhindert werden.

##### Zinsänderungsrisiko

Die Währungsreserven der EZB und die auf Euro lautenden Anlageportfolios sind überwiegend in festverzinslichen Wertpapieren investiert, die zu Marktpreisen neu bewertet werden und daher einem Marktrisiko aufgrund von Zinsschwankungen

ausgesetzt sind. Dieses Zinsänderungsrisiko aufgrund der Bewertung zu Marktpreisen wird durch Maßnahmen zur Portfolioausrichtung und Marktrisikolimits gesteuert, die dafür sorgen, dass das Marktrisiko auf einem Niveau gehalten wird, das die Risiko-Ertrags-Präferenzen der EZB für die verschiedenen Portfolios widerspiegelt. Betrachtet man die Modified Duration<sup>8</sup> der festverzinslichen Portfolios, ergibt sich aus den unterschiedlichen Risiko-Ertrags-Präferenzen für die auf Euro lautenden Anlageportfolios eine längere Modified Duration als für die Bestände an Währungsreserven.

Das Zinsänderungsrisiko im Zusammenhang mit der Bewertung zu Marktpreisen, dem die EZB ausgesetzt ist, war im Jahresverlauf 2015 begrenzt.

Die im Rahmen der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten (der drei CBPP, des SMP, des ABSPP und des PSPP) erworbenen Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten (abzüglich etwaiger Wertminderung) erfasst und daher nicht zu Marktpreisen neu bewertet. Daher sind Bestände an diesen Wertpapieren keinem Zinsänderungsrisiko aufgrund der Bewertung zu Marktpreisen ausgesetzt. Allerdings führt die Inkongruenz zwischen der Zinssensitivität der aus diesen Wertpapieren generierten Erträge und der Sensitivität der mit den entsprechenden Verbindlichkeiten verbundenen Aufwendungen zu einem Zinsänderungsrisiko, das sich negativ auf das Nettozinsergebnis der EZB auswirken könnte. Maßnahmen zur Portfolioausrichtung, darunter Maßnahmen und Verfahren, die gewährleisten, dass die Wertpapiere zu angemessenen Preisen erworben werden, werden nicht zur Steuerung dieser Art von Risiko eingesetzt. Letzteres wird auch durch die nicht verzinslichen Verbindlichkeiten der EZB und die Gesamtstruktur der Aktiva und Passiva in ihrer Bilanz weiter reduziert. Das Zinsänderungsrisiko, das mit zu geldpolitischen Zwecken erworbenen Wertpapieren verbunden ist, stieg im Jahresverlauf 2015, was in erster Linie durch die Ankäufe im Rahmen des PSPP bedingt war. Es wird allerdings erwartet, dass die EZB in den nächsten Jahren ein insgesamt positives Nettozinsergebnis erzielen wird, selbst in dem unwahrscheinlichen Fall, dass extrem ungünstige Zinsänderungsszenarien eintreten.

### 4.1.3 Liquiditätsrisiko

Angesichts der Rolle des Euro als wichtige Reservewährung, der Rolle der EZB als Zentralbank und der Struktur ihrer Vermögenswerte und Verbindlichkeiten stammen die Liquiditätsrisiken, denen die EZB ausgesetzt ist, hauptsächlich aus ihren Währungsreserven, da Fremdwährungsinterventionen die Liquidierung großer Teile dieser Bestände innerhalb kurzer Zeit erfordern können. Zur Steuerung dieses Risikos wird durch die Portfolioausrichtung und die Vorgabe von Risikolimits sichergestellt, dass ein ausreichend großer Anteil der Bestände der EZB in Vermögenswerten investiert ist, die innerhalb kurzer Zeit mit nur geringen Preisabschlägen liquidiert werden können.

---

<sup>8</sup> Die Modified Duration ist eine Messgröße für die Sensitivität des Portfoliowerts gegenüber Parallelverschiebungen der Zinsstrukturkurven.

Das Liquiditätsrisikoprofil der EZB-Portfolios blieb im Jahr 2015 weitgehend stabil.

## 4.2 Operationelles Risiko

Die wichtigsten Ziele des Rahmens für das Management operationeller Risiken (ORM) der EZB bestehen darin, a) einen Beitrag dazu zu leisten, dass die EZB ihren Auftrag erfüllen und ihre Ziele erreichen kann, sowie darin, b) ihren Ruf und sonstige Vermögenswerte vor Verlust, Missbrauch und Schäden zu schützen.

Im Rahmen des ORM ist jeder Geschäftsbereich für die Ermittlung, Beurteilung, Meldung, Überwachung seiner operationellen Risiken und Kontrollen sowie diesbezügliche Maßnahmen verantwortlich. Geschäftsbereiche mit einer Querschnittsfunktion führen spezifische Kontrollen auf Gesamtbankebene durch. In diesem Zusammenhang bietet die Risikotoleranzpolitik der EZB Orientierungshilfe bezüglich der Strategie zur Risikobewältigung und der Verfahren für die Risikoübernahme. Sie ist an eine Risikomatrix gekoppelt, die auf den Skalen der EZB für Schadensausmaß und Eintrittswahrscheinlichkeit basiert (bei denen quantitative und qualitative Kriterien angewandt werden).

Die Funktion für ORM und Business-Continuity-Management (BCM) ist dafür verantwortlich, die ORM- und BCM-Rahmen aufrechtzuerhalten und die Risikoeigner und Kontrollverantwortlichen bei Aktivitäten in den Bereichen ORM und BCM methodisch zu unterstützen. Ferner legt sie dem ORC und dem EZB-Direktorium Jahres- und Ad-hoc-Berichte zu operationellen Risiken vor und unterstützt die Beschlussorgane in ihrer Aufsichtsfunktion, was das Management operationeller Risiken der EZB und die Kontrollen betrifft. In den Zuständigkeitsbereich dieser Funktion fallen zudem die Koordinierung und Umsetzung von BCM-Programmen, die regelmäßige Durchführung von Business-Continuity-Tests und Prüfungen von Business-Continuity-Lösungen für zeitkritische Geschäftsprozesse der EZB sowie die Unterstützung des Krisenmanagementteams, einschließlich dessen Supportfunktionen, sowie der Geschäftsbereiche bei schwerwiegenden Störungen des Geschäftsablaufs.

## 5 Finanzielle Mittel

### Kapital

Im Zuge der Einführung des Euro in Litauen am 1. Januar 2015 zahlte die Lietuvos bankas zu diesem Stichtag einen Kapitalbetrag in Höhe von 43 Mio € ein. Aufgrund dieser Zahlung belief sich das eingezahlte Kapital der EZB zum 31. Dezember 2015 auf 7 740 Mio €. Nähere Angaben zum Kapital der EZB enthält Erläuterung Nr. 15.1 „Kapital“ im Jahresabschluss.

## Rückstellungen für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken

In Anbetracht der erheblichen finanziellen Risiken der EZB, die in Abschnitt 4 erläutert wurden, unterhält die EZB eine Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken. Der Umfang und die Notwendigkeit dieser Rückstellung werden jährlich unter Berücksichtigung einer Reihe von Faktoren geprüft. Zu diesen zählen insbesondere die Höhe der Bestände an risikobehafteten Anlagen, das Ausmaß der im laufenden Geschäftsjahr aufgetretenen Risiken, die für das kommende Jahr zu erwartenden Ergebnisse sowie eine Risikobeurteilung, die Value-at-Risk-Berechnungen zu risikobehafteten Anlagen einbezieht und einheitlich über die gesamte Zeit durchgeführt wird. Die Risikorückstellung darf zusammen mit dem allgemeinen Reservefonds der EZB den Wert der von den NZBen des Eurosystems eingezahlten Kapitalanteile nicht übersteigen.

Zum 31. Dezember 2014 belief sich die Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken auf 7 575 Mio €. Die Lietuvos bankas steuerte mit Wirkung vom 1. Januar 2015 einen Betrag von 45 Mio € bei, wodurch der Umfang der Risikorückstellung auf 7 620 Mio € stieg. Dieser Betrag entspricht dem Wert des zum 31. Dezember 2015 von den NZBen des Euro-Währungsgebiets eingezahlten Kapitals.

## Ausgleichsposten aus Neubewertung

Nicht realisierte Gewinne auf Gold, Fremdwährungen und Wertpapiere, die Neubewertungen unterliegen, werden nicht als Erträge in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen, sondern direkt unter den Ausgleichsposten aus Neubewertung auf der Passivseite der EZB-Bilanz erfasst. Mit diesen Salden können die Auswirkungen künftiger ungünstiger Preis- und/oder Wechselkursschwankungen aufgefangen werden. Sie stellen also finanzielle Puffer dar, mit denen die Widerstandsfähigkeit der EZB gegenüber zugrunde liegenden Risiken gestärkt wird.

Der Gesamtbetrag der Ausgleichsposten aus Neubewertung für Gold, Fremdwährungen und Wertpapiere lag Ende Dezember 2015 bei 25,0 Mrd €<sup>9</sup> (2014: 20,2 Mrd €). Weitere Informationen hierzu finden sich im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze und in Erläuterung Nr. 14 „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ der Erläuterungen zur Bilanz.

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der vorgenannten finanziellen Mittel der EZB und der wichtigsten Wechselkurse und des Goldpreises für den Zeitraum von 2008 bis 2015.<sup>10</sup> Während dieses Zeitraums fanden die folgenden Entwicklungen statt: a) das

<sup>9</sup> Die Bilanzposition „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ umfasst Neubewertungen in Bezug auf Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses.

<sup>10</sup> Entwicklungen der wichtigsten Wechselkurse und des Goldpreises werden als prozentuale Veränderung gegenüber den Wechselkursen und dem Goldpreis dargestellt, die Ende 2008 zu verzeichnen waren.

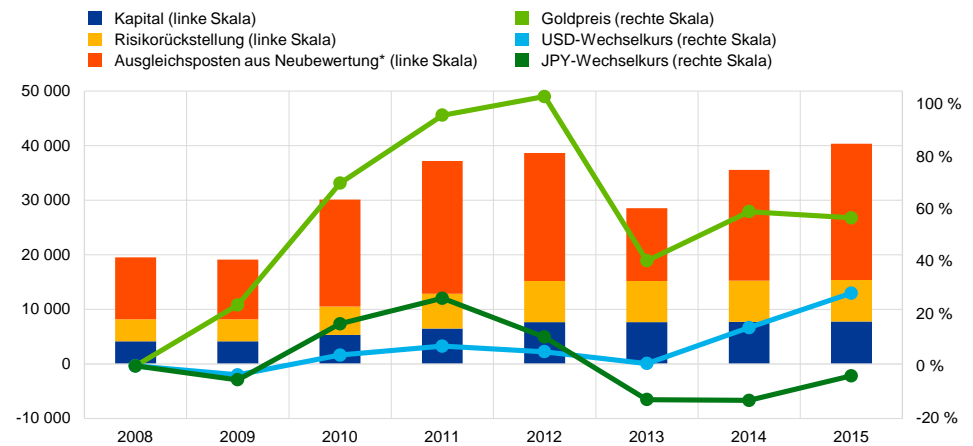


eingezahlte Kapital der EZB verdoppelte sich nahezu infolge des Beschlusses des EZB-Rats von 2010 zur Erhöhung des gezeichneten Kapitals, b) die Risikorückstellung stieg auf einen Wert, der dem von den NZBen des Euroraums eingezahlten Kapital entspricht und c) die Ausgleichsposten aus Neubewertung wiesen ein deutliches Maß an Volatilität auf, das hauptsächlich auf Wechselkurs- und Goldpreisschwankungen zurückzuführen war.

### Abbildung 1

Die finanziellen Mittel der EZB, die wichtigsten Wechselkurse und der Goldpreis während des Zeitraums von 2008 bis 2015

(in Mio €, Veränderung gegenüber 2008 in %)



\* Umfasst den gesamten Gewinn aus der Neubewertung von Gold, Fremdwährungen und Wertpapieren.  
Quelle: EZB.

## 6 Auswirkungen des Kerngeschäfts auf den Jahresabschluss

Die Tabelle bietet einen Überblick über die wichtigsten von der EZB in Erfüllung ihres Mandats ausgeführten Geschäfte sowie wahrgenommenen Funktionen und enthält Informationen zu den jeweiligen Auswirkungen auf den EZB-Jahresabschluss.

Geschäft/Funktion	Auswirkungen auf den Jahresabschluss der EZB
Geldpolitische Geschäfte	Die geldpolitischen Standardoperationen werden dezentral von den NZBen des Eurosystems durchgeführt. Diese Geschäfte schlagen sich daher nicht unmittelbar im EZB-Jahresabschluss nieder.
Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere (im Rahmen des CBPP, SMP, ABSPP und PSPP)	Von der EZB erworbene Wertpapiere werden unter der Position „Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere“ ausgewiesen. Die Bestände in diesen Portfolios werden zu fortgeführten Anschaffungskosten erfasst, und es wird mindestens einmal jährlich ein Werthaltigkeitstest durchgeführt. Der Zinslauf und die Amortisierung von Disagio- oder Agiobeträgen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt. <sup>11</sup>
Investitionstätigkeit (Verwaltung der Währungsreserven und Eigenmittel)	Die Währungsreserven der EZB werden bilanzwirksam <sup>12</sup> oder bis zum Datum der Abwicklung außerbilanziell erfasst. Das Eigenmittelportfolio der EZB wird in der Bilanz in erster Linie unter der Position „Sonstige Finanzanlagen“ ausgewiesen. Das Nettozinsergebnis, darunter auch der Zinslauf und die Amortisierung von Disagio- oder Agiobeträgen, wird in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt. <sup>13</sup> Nicht realisierte Preis- und Wechselkursverluste, die über den bisher ausgewiesenen nicht realisierten Gewinnen liegen, sowie realisierte Gewinne und Verluste aus der Veräußerung von Wertpapieren werden ebenfalls in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst, <sup>14</sup> während nicht realisierte Gewinne in der Bilanz unter „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ ausgewiesen werden.
Zahlungsverkehrssysteme (TARGET2)	Aus TARGET2 resultierende Intra-Eurosystem-Salden der NZBen des Euro-Währungsgebiets gegenüber der EZB werden in der Bilanz der EZB 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.
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 für die Lieferung von neuen Geldscheinen aus den Banknotendruckereien an die NZBen und für den Banknotentransfer 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.
Bankenaufsicht	Die jährlichen Kosten, die der EZB im Zusammenhang mit ihren Aufsichtsaufgaben entstehen, werden über die jährlichen Aufsichtsgebühren gedeckt, die von den beaufsichtigten Unternehmen erhoben werden. Die Aufsichtsgebühren werden in der Gewinn- und Verlustrechnung unter „Nettoerträge aus Gebühren und Provisionen“ erfasst.

<sup>11</sup> Erfasst unter den Positionen „Sonstige Zinserträge“ und „Sonstige Zinsaufwendungen“.

<sup>12</sup> In erster Linie erfasst unter „Gold und Goldforderungen“, „Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets“, „Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet“ und „Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“.

<sup>13</sup> Zinserträge im Zusammenhang mit den Währungsreserven der EZB werden unter „Zinserträge aus Währungsreserven“ ausgewiesen, während Zinserträge und -aufwendungen aus Eigenmitteln unter „Sonstige Zinserträge“ und „Sonstige Zinsaufwendungen“ berücksichtigt werden.

<sup>14</sup> Erfasst unter den Positionen „Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen“ sowie „Realisierte Gewinne/Verluste aus Finanzgeschäften“.

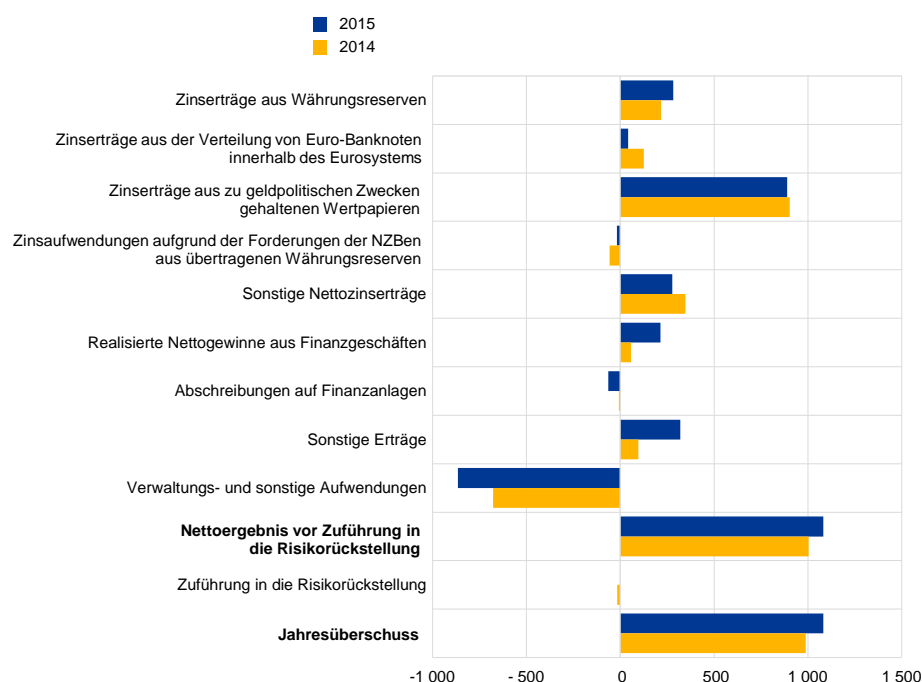
## 7 Jahresergebnis für 2015

Im Jahr 2015 belief sich der Jahresüberschuss der EZB auf 1 082 Mio € (2014: 989 Mio €).

Abbildung 2 zeigt die Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung der EZB des Jahres 2015 im Vergleich zum Vorjahr.

**Abbildung 2**  
Gegenüberstellung der Gewinn- und Verlustrechnung der EZB der Jahre 2014 und 2015

(in Mio €)



Quelle: EZB.

### Im Fokus

- Der Nettozinsertrag verringerte sich 2015 auf 1 475 Mio €, verglichen mit 1 536 Mio € im Vorjahr. Ursächlich für diesen Rückgang waren zum einen die durch den niedrigeren durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz im Berichtsjahr gesunkenen Zinserträge aus dem Anteil der EZB am gesamten Euro-Banknotenumlauf und zum anderen die rückläufigen Zinserträge aus dem Eigenmittelpportfolio. Die Auswirkungen dieser Faktoren wurden nur teilweise ausgeglichen, und zwar durch a) die höheren mit den Währungsreserven erwirtschafteten Zinserträge, die aus der Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro und dem höheren Zinsertrag aus den auf US-Dollar lautenden Wertpapieranlagen resultierten, und b) die gesunkenen Zinsaufwendungen aufgrund der Forderungen der NZBen des Euroraums aus der Übertragung von Währungsreserven an die EZB.

- Die Zinserträge aus den zu geldpolitischen Zwecken erworbenen Wertpapieren waren leicht rückläufig und sanken im Berichtsjahr auf 890 Mio € (2014: 903 Mio €). Der Rückgang des Zinsertrags aufgrund fällig werdender Wertpapiere, die im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte sowie des ersten und zweiten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen erworben wurden, wurde durch Zinserträge aus dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten<sup>15</sup> nahezu ausgeglichen.
- Die Abschreibungen auf Finanzanlagen stiegen im Berichtsjahr um 56 Mio € auf 64 Mio €, in erster Linie aufgrund des insgesamt gesunkenen Marktwerts der im US-Dollar-Portfolio gehaltenen Wertpapiere.
- Die gesamten Verwaltungsaufwendungen der EZB, einschließlich Abschreibungen, beliefen sich 2015 auf 864 Mio € gegenüber 677 Mio € im Vorjahr. Dieser Anstieg ist hauptsächlich auf den Beginn der Abschreibung des EZB-Hauptgebäudes und höhere Aufwendungen im Zusammenhang mit dem SSM zurückzuführen. Während die EZB 2014 ihre Ausgaben im Zusammenhang mit dem SSM über Gebühren deckte, die von den beaufsichtigten Unternehmen nur für November und Dezember erhoben wurden, wurden 2015 die gesamten Kosten über diese Gebühren gedeckt. Infolgedessen stiegen die sonstigen Erträge 2015 auf 320 Mio € (2014: 96 Mio €).

## 8 Langfristige Entwicklung des Jahresabschlusses der EZB

Abbildungen 3 und 4 zeigen, wie sich die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der EZB sowie die einzelnen Positionen dieser Finanzausweise im Zeitraum von 2008 bis 2015 entwickelt haben.

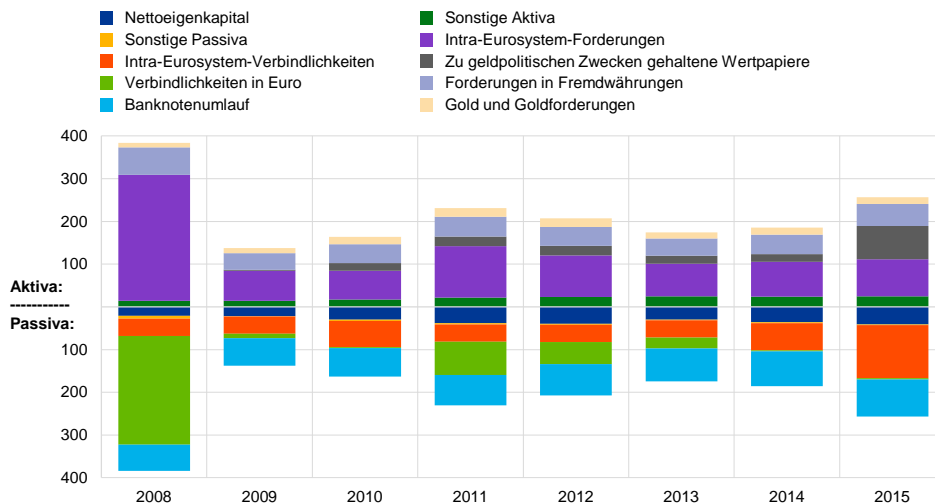
---

<sup>15</sup> Das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) umfasst das CBPP3, ABSPP und PSPP. Weitere Informationen zum APP finden sich auf der [Website der EZB](#).

### Abbildung 3

Entwicklung der Bilanz der EZB im Zeitraum von 2008 bis 2015<sup>16</sup>

(in Mrd €)

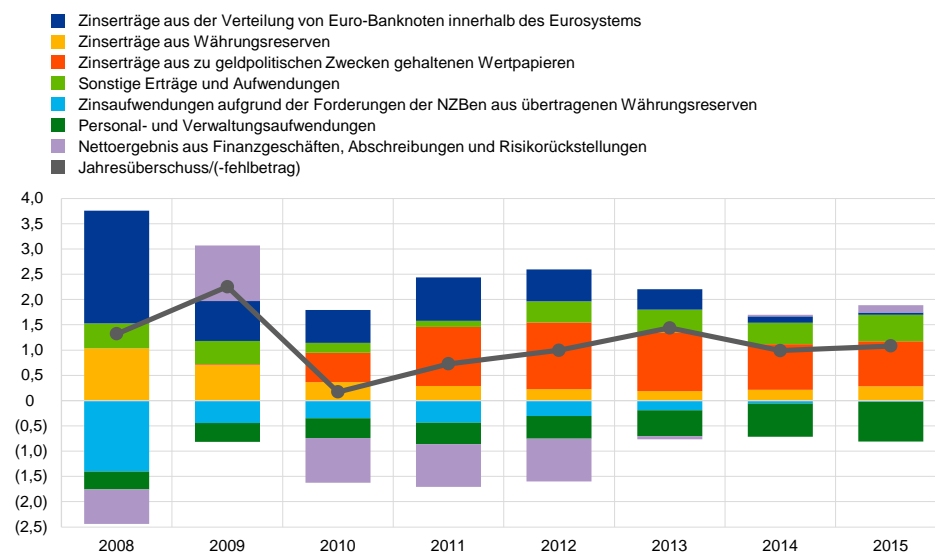


Quelle: EZB.

### Abbildung 4

Entwicklung der Gewinn- und Verlustrechnung der EZB im Zeitraum von 2008 bis 2015

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Grund für den Rückgang der Bilanzsumme der EZB gegenüber 2008 ist in erster Linie die Verbesserung der Refinanzierungsbedingungen in US-Dollar für Geschäftspartner des Eurosystems und die daraus resultierende allmähliche Verringerung entsprechender liquiditätszuführender Geschäfte des Eurosystems.

<sup>16</sup> Die Abbildung basiert auf Jahresendwerten.

Dies spiegelt sich in der Abnahme der Intra-Eurosystem-Forderungen der EZB und ihrer auf Euro lautenden Verbindlichkeiten wider. Allerdings begann im vierten Quartal 2014 mit dem Erwerb von gedeckten Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities im Rahmen des CBPP3 bzw. ABSPP eine Ausweitung der Bilanz der EZB. Diese setzte sich 2015 mit dem Ankauf von Wertpapieren, die von Zentralregierungen des Euroraums begeben wurden, im Zuge der Einführung des PSPP fort. Die Ankäufe dieser Wertpapiere im Rahmen der Programme wurden über TARGET2-Konten abgewickelt und führten somit zu einem entsprechenden Anstieg der Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten der EZB.

Der Jahresüberschuss der EZB wurde im betrachteten Zeitraum durch die nachstehenden Faktoren beeinflusst.

- Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte verringerte sich und führte so zu einem spürbaren Rückgang der Seigniorageeinkünfte der EZB. Der durchschnittliche Zinssatz für 2015 lag bei 0,05 %, verglichen mit 4 % im Jahr 2008. Dementsprechend sanken die Zinseinkünfte aus dem Banknotenumlauf von 2,2 Mrd € im Jahr 2008 auf 0,04 Mrd € im Jahr 2015.
- Der allgemeinen Risikorückstellung wurden Mittel für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisisiken zugeführt, insbesondere von 2010 bis 2012. In diesem Zeitraum wurde der Risikorückstellung ein kumulierter Betrag von 3,5 Mrd € zugeführt, wodurch sich der ausgewiesene Gewinn um den entsprechenden Betrag reduzierte.
- Die mit den Währungsreserven erzielten Zinseinkünfte sanken schrittweise von 1,0 Mrd € im Jahr 2008 auf 0,2 Mrd € im Jahr 2013, was vor allem niedrigeren US-Dollar-Renditen und einer damit verbundenen Abnahme der Zinserträge aus dem US-Dollar-Portfolio zuzuschreiben war. Dieser Trend hat sich in den letzten zwei Jahren jedoch umgekehrt, und im Jahr 2015 beliefen sich die entsprechenden Zinseinkünfte auf 0,3 Mrd €.
- Durchschnittlich 54 % der insgesamt in den letzten sechs Jahren erzielten Nettozinserträge der EZB entfallen auf die im Rahmen der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten erworbenen Wertpapierbestände.
- Die Einrichtung und die Arbeit des SSM in den vergangenen zwei Jahren haben zu einem erheblichen Anstieg der Personal- und Verwaltungskosten geführt. Allerdings wurden die mit dem SSM verbundenen Ausgaben seit November 2014 über die von den beaufsichtigten Unternehmen erhobenen Gebühren gedeckt.

# Jahresabschluss der EZB

## Bilanz zum 31. Dezember 2015

AKTIVA	Erläuterung Nr.	2015 (in €)	2014 (in €)
<b>Gold und Goldforderungen</b>	1	15 794 976 324	15 980 317 601
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	2		
Forderungen an den IWF	2.1	714 825 534	669 336 060
Guthaben bei Banken, Wertpaperanlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva	2.2	49 030 207 257	43 730 904 005
		<b>49 745 032 791</b>	<b>44 400 240 065</b>
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	2.2	<b>1 862 714 832</b>	<b>1 783 727 949</b>
<b>Sonstige Forderungen in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	3	<b>52 711 983</b>	<b>2 120 620</b>
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	4		
Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere	4.1	77 808 651 858	17 787 948 367
<b>Intra-Eurosystem-Forderungen</b>	5		
Forderungen im Zusammenhang mit der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems	5.1	86 674 472 505	81 322 848 550
<b>Sonstige Aktiva</b>	6		
Sachanlagen und immaterielle Anlagewerte	6.1	1 263 646 830	1 249 596 659
Sonstige Finanzanlagen	6.2	20 423 917 583	20 626 359 858
Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften	6.3	518 960 866	319 624 726
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	6.4	1 320 068 350	725 224 031
Sonstiges	6.5	1 180 224 603	1 092 627 246
		<b>24 706 818 232</b>	<b>24 013 432 520</b>
<b>Aktiva insgesamt</b>		<b>256 645 378 525</b>	<b>185 290 635 672</b>



<b>PASSIVA</b>	<b>Erläuterung Nr.</b>	<b>2015 (in €)</b>	<b>2014 (in €)</b>
<b>Banknotenumlauf</b>	7	86 674 472 505	81 322 848 550
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	8		
Sonstige Verbindlichkeiten	8.1	1 026 000 000	1 020 000 000
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	9	2 330 804 192	900 216 447
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	10		
Einlagen, Guthaben und sonstige Verbindlichkeiten	10.1	0	458 168 063
<b>Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten</b>	11		
Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven	11.1	40 792 608 418	40 553 154 708
Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)	11.2	83 083 520 309	23 579 372 965
		<b>123 876 128 727</b>	<b>64 132 527 673</b>
<b>Sonstige Verbindlichkeiten</b>	12		
Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften	12.1	392 788 148	178 633 615
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	12.2	95 543 989	96 191 651
Sonstiges	12.3	891 555 907	869 549 503
		<b>1 379 888 044</b>	<b>1 144 374 769</b>
<b>Rückstellungen</b>	13	7 703 394 185	7 688 997 634
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	14	24 832 823 174	19 937 644 696
<b>Kapital und Rücklagen</b>	15		
Kapital	15.1	7 740 076 935	7 697 025 340
<b>Bilanzgewinn</b>		1 081 790 763	988 832 500
<b>Passiva insgesamt</b>		<b>256 645 378 525</b>	<b>185 290 635 672</b>

# Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2015

	Erläuterung Nr.	2015 (in €)	2014 (in €)
Zinserträge aus Währungsreserven	22.1	283 205 941	217 003 159
Zinserträge aus der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems	22.2	41 991 105	125 806 228
Sonstige Zinserträge	22.4	2 168 804 955	2 512 243 088
<i>Zinserträge</i>		<i>2 494 002 001</i>	<i>2 855 052 475</i>
Zinsaufwendungen aufgrund der Forderungen der NZBen aus übertragenen Währungsreserven	22.3	(17 576 514)	(57 015 146)
Sonstige Zinsaufwendungen	22.4	(1 001 272 846)	(1 262 336 836)
<i>Zinsaufwendungen</i>		<i>(1 018 849 360)</i>	<i>(1 319 351 982)</i>
<b>Nettozinsergebnis</b>	<b>22</b>	<b>1 475 152 641</b>	<b>1 535 700 493</b>
Realisierte Gewinne (Verluste) aus Finanzgeschäften	23	214 433 730	57 260 415
Abschreibungen auf finanzielle Vermögenswerte und -positionen	24	(64 053 217)	(7 863 293)
Auflösung von (Zuführung zu) Rückstellungen für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken		0	(15 009 843)
<b>Nettoergebnis aus Finanzoperationen, Abschreibungen und Risikorückstellungen</b>		<b>150 380 513</b>	<b>34 387 279</b>
<b>Nettoerträge/-aufwendungen aus Gebühren und Provisionen</b>	<b>25, 26</b>	<b>268 332 261</b>	<b>28 158 654</b>
<b>Erträge aus Aktien und Beteiligungen</b>	<b>27</b>	<b>908 109</b>	<b>780 935</b>
<b>Sonstige Erträge</b>	<b>28</b>	<b>51 023 378</b>	<b>67 253 502</b>
<b>Nettoerträge insgesamt</b>		<b>1 945 796 902</b>	<b>1 666 280 863</b>
Personalaufwendungen	29	(440 844 142)	(301 142 390)
Verwaltungsaufwendungen	30	(351 014 617)	(353 579 537)
Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Anlagewerte		(64 017 361)	(15 312 728)
Aufwendungen für Banknoten	31	(8 130 019)	(7 413 708)
<b>Jahresüberschuss</b>		<b>1 081 790 763</b>	<b>988 832 500</b>

Frankfurt am Main, 9. Februar 2016

Europäische Zentralbank

Mario Draghi  
Präsident

# Rechnungslegungsgrundsätze<sup>17</sup>

## Form und Darstellung des Jahresabschlusses

Der Jahresabschluss der EZB ist so konzipiert, dass er ein getreues Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der EZB vermittelt. Die Basis für seine Erstellung bilden die nachfolgend angeführten Rechnungslegungsgrundsätze<sup>18</sup>, die nach Auffassung des EZB-Rats für die Tätigkeiten 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.

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 außerbilanziell erfasst. Am

<sup>17</sup> Der Beschluss EZB/2010/21 vom 11. November 2010, ABl. L 35 vom 9.2.2011, S. 1, enthält die detaillierten Rechnungslegungsgrundsätze der EZB. Dieser Beschluss wurde zuletzt durch den Beschluss EZB/2015/26 vom 2. Juli 2015, ABl. L 193 vom 21.7.2015, S. 134, geändert.

<sup>18</sup> Diese Grundsätze 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.

Erfüllungstag werden die außerbilanziellen Einträge reversiert und die Geschäfte werden bilanzwirksam. Devisenkäufe und -verkäufe wirken sich am Abschlusstag auf die Nettofremdwährungsposition aus; realisierte Gewinne und Verluste aus Verkäufen werden ebenfalls zum Abschlusstag berechnet. Aufgelaufene Zinsen und Agio- bzw. Disagjobeträge 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 Bewertung der Fremdwährungsbestände (einschließlich außerbilanziell geführter Positionen) erfolgt für jede Währung einzeln, ohne Aufrechnung zwischen den Währungen.

Bei der Neubewertung von Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten werden Preis- und Wechselkurseffekte getrennt berechnet und gebucht.

Die Goldposition wird zum Marktpreis am Jahresende bewertet, wobei nicht zwischen Preis- und Wechselkurseffekten differenziert wird. Für das Geschäftsjahr zum 31. Dezember 2015 erfolgte die bilanzielle Bewertung zum Euro-Preis je Feinunze Gold auf Basis des Umrechnungskurses des Euro zum US-Dollar am 31. Dezember 2015.

Der Wechselkurs eines Sonderziehungsrechts (SZR) ist durch einen Währungskorb definiert. Der Wert der SZR-Bestände der EZB in Euro wurde auf Basis der Wechselkurse der vier darin enthaltenen weltweit bedeutenden Währungen (US-Dollar, Euro, japanischer Yen und Pfund Sterling) zum 31. Dezember 2015 in entsprechender Gewichtung berechnet.

## 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 zum

31. Dezember 2015 wurden die mittleren Marktpreise vom 30. Dezember 2015 herangezogen. Nicht marktgängige Aktien werden zu Anschaffungskosten abzüglich etwaiger Wertminderung bewertet.

## Erfolgsermittlung

Aufwendungen und Erträge werden in der Periode erfasst, der sie wirtschaftlich zuzurechnen sind.<sup>19</sup> 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.

Bewertungsgewinne sind nicht erfolgswirksam, sondern werden in der Bilanzposition „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ ausgewiesen.

Bewertungsverluste werden in die Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt, wenn sie zum Jahresende die im betreffenden Ausgleichsposten aus Neubewertung erfassten Bewertungsgewinne aus Vorperioden übersteigen. Bewertungsverluste aus einem Wertpapier, einer Währung oder Gold werden nicht mit Bewertungsgewinnen aus anderen Wertpapieren, anderen Währungen oder Gold verrechnet. Sind Bewertungsverluste 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.

Wertminderungsverluste werden in die Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt und in den Folgejahren nicht reversiert, es sei denn, die Wertminderung geht aufgrund der weiteren Entwicklung nachvollziehbar zurück.

Agio- oder Disagiobeträge, die sich beim Kauf von Wertpapieren ergeben, werden als Teil des Zinsertrags behandelt und über die vertragliche Restlaufzeit des Wertpapiers verrechnet.

## Befristete Transaktionen

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

Bei einem Repogeschäft verkauft die EZB Wertpapiere und verpflichtet sich zugleich, diese Wertpapiere zu einem bestimmten Termin zum dafür vereinbarten Preis wieder vom Geschäftspartner zurückzukaufen. Repogeschäfte werden als

---

<sup>19</sup> Rechnungsabgrenzungsposten und Rückstellungen für Verwaltungsaufwendungen werden erst ab einem Mindestbetrag von 100 000 € erfasst.

besicherte Einlagen auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen; die im Rahmen von Repogeschäften 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 wieder auf den Geschäftspartner zu übertragen. Reverse Repos werden als besicherte Kredite auf der Aktivseite der Bilanz ausgewiesen, erhöhen aber nicht den Wertpapierbestand der EZB.

Im Rahmen eines standardisierten Wertpapierleihprogramms abgewickelte befristete Transaktionen und Wertpapierleihgeschäfte sind nur dann bilanzwirksam, wenn Barsicherheiten auf einem Konto der EZB hinterlegt werden. Dies war im Jahr 2015 bei keiner derartigen Transaktion der Fall.

## Außerbilanzielle Geschäfte

Devisentermingeschäfte, die Terminseite von Devisenswaps und sonstige Währungsinstrumente, bei denen ein Währungstausch zu einem zukünftigen Zeitpunkt vereinbart wird, werden zur Berechnung von Wechselkursgewinnen und -verlusten in die Nettofremdwährungsposition 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 Erfüllungs- bis zum Bewertungstag herangezogen werden.

## Ereignisse nach dem Bilanzstichtag

Bei der Bewertung von Forderungen und Verbindlichkeiten werden Sachverhalte berücksichtigt, die zwischen dem Bilanzstichtag und dem Tag bekannt wurden, an dem das Direktorium die Übermittlung des EZB-Jahresabschlusses 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 NZB eine einzige bilaterale Nettoposition – ausschließlich gegenüber der EZB – aufweist. Diese Position in den Büchern der EZB entspricht der Nettoforderung bzw. Nettoverbindlichkeit jeder einzelnen NZB gegenüber dem übrigen 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 TARGET2<sup>20</sup> 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 Gesamtnettoforderung 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.

## Sachanlagen

Sachanlagen einschließlich immaterieller Anlagewerte, ausgenommen Grundstücke und Kunstwerke, werden zu Anschaffungskosten, vermindert um Abschreibungen, angesetzt. Grundstücke und Kunstwerke werden zu Anschaffungskosten bilanziert. 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

<sup>20</sup> Zum 31. Dezember 2015 nahmen folgende NZBen außerhalb des Euroraums an TARGET2 teil: Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank), Danmarks Nationalbank, Narodowy Bank Polski und Banca Națională a României.

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.

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.

## EZB-Versorgungspläne, sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie andere langfristig fällige Leistungen

Die EZB betreibt 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 betragen 19,5 % bzw. 6,7 % des Grundgehalts und 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.<sup>21</sup> Diese zusätzlichen Leistungen richten sich nach der Höhe freiwillig gezahlter 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

---

<sup>21</sup> 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.



Fondsdeckung für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses (ohne Pensionsbezüge) sowie andere langfristig fällige Leistungen.

## Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen

Die Verbindlichkeit, die hinsichtlich der leistungsorientierten Pläne in der Bilanz unter „Sonstige Passiva“ ausgewiesen wird, entspricht dem Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung zum Bilanzstichtag abzüglich des beizulegenden Zeitwerts des zur Finanzierung der Verpflichtung eingesetzten Planvermögens.

Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung wird jährlich von unabhängigen Aktuarien auf Basis des Anwartschaftsbarwertverfahrens berechnet. Zur Ermittlung des Barwerts wird eine Abzinsung der geschätzten künftigen Zahlungsströme vorgenommen, wobei der verwendete Zinssatz anhand der am Bilanzstichtag geltenden Marktrenditen erstklassiger Euro-Unternehmensanleihen mit ähnlicher Fälligkeit bestimmt wird.

Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste können infolge von Abweichungen der Ist-Werte von den unterstellten 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 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:

dem laufenden Dienstzeitaufwand (dem Barwert der im Berichtsjahr erworbenen Leistungsansprüche),

- a) der Nettoverzinsung zum Abzinsungssatz der Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen sowie
- b) den Neubewertungen bezüglich der anderen langfristig fälligen Leistungen 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 Aktuarien bewertet und im Jahresabschluss entsprechend ausgewiesen.

## Banknotenumlauf

Die EZB sowie die NZBen des Euroraums bilden zusammen das Eurosystem und sind mit der Ausgabe von Euro-Banknoten betraut.<sup>22</sup> Der Gesamtwert des Euro-Banknotenumlaufs wird jeweils am letzten Arbeitstag im Monat entsprechend dem Banknoten-Verteilungsschlüssel auf die Zentralbanken des Eurosystems verbucht.<sup>23</sup>

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. Ihm stehen entsprechende Forderungen an die NZBen gegenüber. Diese Forderungen werden verzinst<sup>24</sup> 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, steht den NZBen des Euroraums in dem Geschäftsjahr zu, in dem diese anfallen. Sofern der EZB-Rat keine anderslautende Entscheidung trifft, verteilt die EZB diesen Betrag im

<sup>22</sup> Beschluss EZB/2010/29 vom 13. Dezember 2010 über die Ausgabe von Euro-Banknoten (Neufassung), ABl. L 35 vom 9.2.2011, S. 26, in der geänderten Fassung.

<sup>23</sup> 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.

<sup>24</sup> Beschluss EZB/2010/23 vom 25. November 2010 über die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist (Neufassung), ABl. L 35 vom 9.2.2011, S. 17, in der geänderten Fassung.

Januar des Folgejahrs im Wege einer Gewinnvorauszahlung.<sup>25</sup> 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 und die Einkünfte aus dem Euro-Banknotenumlauf um anteilige Kosten der EZB für die Banknotenausgabe und -bearbeitung zu kürzen.

## Sonstiges

Nach Auffassung des Direktoriums würde angesichts der Zentralbankfunktion der EZB die Veröffentlichung einer Cashflow-Rechnung den Bilanzadressaten keine zusätzlichen relevanten Informationen bieten.

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

---

<sup>25</sup> Beschluss (EU) 2015/298 der EZB vom 15. Dezember 2014 über die vorläufige Verteilung der Einkünfte der Europäischen Zentralbank aus dem Euro-Banknotenumlauf (EZB/2014/57) (Neufassung), ABl. L 53 vom 25.2.2015, S. 24, in der geänderten Fassung.

# Erläuterungen zur Bilanz

## 1 Gold und Goldforderungen

Zum 31. Dezember 2015 hielt die EZB 16 229 522 Unzen<sup>26</sup> Feingold (2014: 16 178 193 Unzen). Der Anstieg war vor allem bedingt durch die Übertragung von 51 329 Unzen Feingold<sup>27</sup> durch die Lietuvos bankas an die EZB anlässlich der Euro-Einführung in Litauen. Trotz dieser Zunahme der EZB-Bestände an Feingold verringerte sich ihr Euro-Gegenwert aufgrund des Goldpreistrückgangs im Berichtsjahr (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 2015 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). Die Erhöhung des Euro-Gegenwerts der Bestände der EZB an SZR war hauptsächlich auf die Aufwertung der SZR gegenüber dem Euro im Berichtsjahr zurückzuführen.

---

<sup>26</sup> Dies entspricht 504,8 Tonnen.

<sup>27</sup> Die Übertragung mit einem Gegenwert von 50,7 Mio € erfolgte mit Wirkung vom 1. Januar 2015.

## 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 und japanischen Yen.

Forderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Giroeinlagen	4 398 616 340	2 618 332 591	1 780 283 749
Geldmarkteinlagen	1 666 345 182	1 035 952 558	630 392 624
Reverse Repos	831 266 648	986 131 163	(154 864 515)
Wertpapieranlagen	42 133 979 087	39 090 487 693	3 043 491 394
<b>Insgesamt</b>	<b>49 030 207 257</b>	<b>43 730 904 005</b>	<b>5 299 303 252</b>

Forderungen an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Giroeinlagen	953 098	4 035 172	(3 082 074)
Geldmarkteinlagen	1 861 761 734	1 599 827 033	261 934 701
Reverse Repos	0	179 865 744	(179 865 744)
<b>Insgesamt</b>	<b>1 862 714 832</b>	<b>1 783 727 949</b>	<b>78 986 883</b>

Die Erhöhung dieser Positionen im Jahr 2015 war hauptsächlich auf die Aufwertung des japanischen Yen und des US-Dollar gegenüber dem Euro zurückzuführen.

Darüber hinaus übertrug die Lietuvos bankas der EZB anlässlich Litauens Einführung der gemeinsamen Währung mit Wirkung vom 1. Januar 2015 Währungsreserven in US-Dollar im Wert von 287,9 Mio €.

Die Nettofremdwährungsbestände der EZB in US-Dollar und japanischen Yen<sup>28</sup> beliefen sich zum 31. Dezember 2015 auf:

	2015 (Währung in Mio)	2014 (Währung in Mio)
US-Dollar	46 382	45 649
Japanischer Yen	1 085 596	1 080 094

### 3 Sonstige Forderungen in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet

Zum 31. Dezember 2015 bildete diese Position Giroeinlagen bei im Euroraum ansässigen Geschäftspartnern ab.

### 4 Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

#### 4.1 Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere

Zum 31. Dezember 2015 enthielt diese Position Wertpapiere, welche die EZB im Rahmen der drei Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen, 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.

Die Ankäufe im Rahmen des ersten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen wurden am 30. Juni 2010 abgeschlossen, das zweite Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen endete am 31. Oktober 2012. Das SMP wurde am 6. September 2012 eingestellt.

2015 wurden die Ankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und des ABSPP um das PSPP<sup>29</sup> erweitert. Gemeinsam bilden CBPP3, ABSPP und PSPP das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP)<sup>30</sup>. Insgesamt sind im Rahmen

<sup>28</sup> 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“, „Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“, „Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften“ (Passiva) und „Passive Rechnungsabgrenzungsposten“ erfasst und berücksichtigen in außerbilanziellen Positionen ausgewiesene Devisentermin- sowie Devisenswapgeschäfte. Kursgewinne bei Finanzinstrumenten in Fremdwährung infolge von Neubewertungen sind nicht enthalten.

<sup>29</sup> Im Rahmen dieses Programms können die EZB und die NZBen am Sekundärmarkt auf Euro lautende Schuldtitel erwerben, die von Zentralregierungen, regionalen und lokalen Gebietskörperschaften im Euro-Währungsgebiet, anerkannten Organen mit Sitz im Euro-Währungsgebiet sowie internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken mit Sitz im Euro-Währungsgebiet begeben wurden.

<sup>30</sup> Weitere Informationen zum APP finden sich auf der [Website der EZB](#).

des APP monatliche Ankäufe durch die NZBen und die EZB im Umfang von durchschnittlich 60 Mrd € vorgesehen. Diese sollen bis März 2017 und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang mit seinem Ziel steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2 % zu erreichen.

Alle im Rahmen der sechs Programme angekauften Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten abzüglich etwaiger Wertminderungen bewertet (siehe „Wertpapiere“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze). Auf Basis der geschätzten Verwertungserlöse zum Jahresende werden jährliche Werthaltigkeitstests durchgeführt und vom EZB-Rat verabschiedet. Aus den diesjährigen Werthaltigkeitstests ergab sich lediglich ein Hinweis auf eine mögliche Wertminderung im Zusammenhang mit dem SMP-Portfolio. Allerdings hatte dieser Hinweis keinen Einfluss auf die geschätzten künftigen Cashflows, welche die EZB erhalten dürfte. Folglich wurden 2015 keine Verluste ausgewiesen.

Nachfolgend sind die fortgeführten Anschaffungskosten der von der EZB gehaltenen Wertpapiere sowie deren Marktwert<sup>31</sup> (der nicht in der Bilanz oder der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen, sondern lediglich zu Vergleichszwecken herangezogen wird) aufgeführt:

	2015 (in €)		2014 (in €)		Veränderung (in €)	
	Fortgeführte Anschaffungskosten	Marktwert	Fortgeführte Anschaffungskosten	Marktwert	Fortgeführte Anschaffungskosten	Marktwert
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	1 786 194 503	1 898 990 705	2 395 178 568	2 576 479 183	(608 984 065)	(677 488 478)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	933 230 549	1 013 540 352	1 249 397 951	1 367 880 767	(316 167 402)	(354 340 415)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	11 457 444 451	11 396 084 370	2 298 798 185	2 314 787 199	9 158 646 266	9 081 297 171
Programm für die Wertpapiermärkte	8 872 443 668	10 045 312 608	10 100 343 269	11 247 795 991	(1 227 899 601)	(1 202 483 383)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities	15 321 905 622	15 220 939 054	1 744 230 394	1 742 441 349	13 577 675 228	13 478 497 705
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors	39 437 433 065	39 372 318 024	–	–	39 437 433 065	39 372 318 024
<b>Insgesamt</b>	<b>77 808 651 858</b>	<b>78 947 185 113</b>	<b>17 787 948 367</b>	<b>19 249 384 489</b>	<b>60 020 703 491</b>	<b>59 697 800 624</b>

Der Rückgang der fortgeführten Anschaffungskosten in den Portfolios aus a) dem ersten und zweiten Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen und b) 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.

<sup>31</sup> Marktwerte haben indikativen Charakter und werden anhand von Kursnotierungen abgeleitet. Sind keine Marktquotierungen verfügbar, werden die Marktpreise anhand interner Eurosystem-Modelle geschätzt.

## 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 Hauptrefinanzierungsgeschäfte 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 2015 wie folgt:

	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
<b>Anschaffungskosten</b>			
Grund und Gebäude	1 027 242 937	997 154 850	30 088 087
Einbauten	219 897 386	212 838 181	7 059 205
EDV-Ausstattung inkl. Software	77 350 193	71 812 322	5 537 871
Betriebs-/Geschäftsausstattung, Mobiliar und Kraftfahrzeuge	92 000 437	82 854 876	9 145 561
In Bau befindliche Anlagen	244 590	16 163 065	(15 918 475)
Sonstige Sachanlagen	9 453 181	8 241 408	1 211 773
<b>Anschaffungskosten insgesamt</b>	<b>1 426 188 724</b>	<b>1 389 064 702</b>	<b>37 124 022</b>
<b>Kumulierte Abschreibung</b>			
Grund und Gebäude	(79 468 891)	(88 477 513)	9 008 622
Einbauten	(15 827 521)	(72 342)	(15 755 179)
EDV-Ausstattung inkl. Software	(45 530 493)	(38 380 961)	(7 149 532)
Betriebs-/Geschäftsausstattung, Mobiliar und Kraftfahrzeuge	(20 831 615)	(11 908 686)	(8 922 929)
Sonstige Sachanlagen	(883 374)	(628 541)	(254 833)
<b>Kumulierte Abschreibung insgesamt</b>	<b>(162 541 894)</b>	<b>(139 468 043)</b>	<b>(23 073 851)</b>
<b>Buchwert (netto)</b>	<b>1 263 646 830</b>	<b>1 249 596 659</b>	<b>14 050 171</b>

Im November 2014 war der EZB-Neubau nutzungsbereit. Gemäß den Rechnungslegungsgrundsätzen der EZB (siehe „Sachanlagen“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze) begann die Abschreibung des Neubaus im Januar 2015.

Der Rückgang der Position „In Bau befindliche Anlagen“ ist vor allem auf die Fertigstellung von Anlagen im Zusammenhang mit dem EZB-Neubau zurückzuführen, die sich zum 31. Dezember 2014 noch in der Entwicklung befanden,



sowie auf die damit einhergehende Erfassung der entsprechenden Kosten in den jeweiligen Positionen der Sachanlagen im Jahr 2015. Diese Umbuchung sowie weitere Aktivitäten im Zusammenhang mit dem EZB-Neubau führten 2015 zu einem Anstieg der Kostenkategorie „Grund und Gebäude“.

Der Rückgang der kumulierten Abschreibung für die Position Grund und Gebäude im Jahr 2015 ist auf die Abschreibung aktivierten Herstellungsaufwands im Zusammenhang mit Sachanlagen, die nicht mehr in Gebrauch waren, zurückzuführen.

## 6.2 Sonstige Finanzanlagen

Diese Position umfasst die Anlage der Eigenmittel der EZB<sup>32</sup>, die als direkter Gegenposten zu Kapital und Rücklagen der EZB gehalten werden, sowie sonstige Finanzanlagen, einschließlich der 3 211 Anteile an der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die zu Anschaffungskosten in Höhe von 41,8 Mio € ausgewiesen sind.

Diese Position setzt sich aus folgenden Komponenten zusammen:

	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Giroeinlagen in Euro	30 000	4 684 410	(4 654 410)
Auf Euro lautende Wertpapiere	19 192 975 459	19 091 635 302	101 340 157
Reverse Repos in Euro	1 188 997 789	1 488 138 078	(299 140 289)
Sonstige Finanzanlagen	41 914 335	41 902 068	12 267
<b>Insgesamt</b>	<b>20 423 917 583</b>	<b>20 626 359 858</b>	<b>(202 442 275)</b>

Die Abwicklung der am 31. Dezember 2014 offenen Repogeschäfte (siehe Erläuterung Nr. 12.3 „Sonstiges“) im Jahr 2015 trug zum insgesamt verzeichneten Rückgang dieser Position bei.

## 6.3 Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften

In dieser Position sind in erster Linie die Bewertungsänderungen der am 31. Dezember 2015 offenen Swap- und Termingeschäfte in Fremdwährung ausgewiesen (siehe Erläuterung Nr. 19 „Devisenswap- und Devisentermingeschäfte“). Diese Bewertungsänderungen ergeben sich aus der Umrechnung dieser Geschäfte in Euro zu dem am Bilanzstichtag geltenden Kurs 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).

<sup>32</sup> Repogeschäfte, die im Zusammenhang mit der Verwaltung des Eigenmittelportfolios der EZB durchgeführt werden, sind auf der Passivseite unter „Sonstiges“ aufgeführt (siehe Erläuterung Nr. 12.3 „Sonstiges“).

Ebenfalls in dieser Position erfasst sind Bewertungsgewinne aus offenen Zinsswap-Geschäften (siehe Erläuterung Nr. 18 „Zinsswaps“).

## 6.4 Aktive Rechnungsabgrenzungsposten

2015 waren in dieser Position abgegrenzte Kuponzinsen aus Wertpapieranlagen, einschließlich beim Erwerb gezahlter und noch ausstehender Zinsen, in Höhe von 1 186,6 Mio € erfasst (2014: 603,9 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 Finanzanlagen“).

Ebenfalls in dieser Position ausgewiesen wurden die für TARGET2-Salden angefallenen abgegrenzten Zinserträge für Dezember 2015 in Höhe von 33,2 Mio € (2014: 25,5 Mio €) sowie die im Zusammenhang mit den Forderungen der EZB aus ihrem Anteil an der Verteilung von Euro-Banknoten innerhalb des Eurosystems angefallenen abgegrenzten Zinserträge für das Schlussquartal 2015 (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze) in Höhe von 10,8 Mio € (2014: 10,0 Mio €).

In dieser Position werden darüber hinaus a) abgegrenzte Erträge aus gemeinsamen Eurosystem-Projekten (siehe Erläuterung Nr. 28 „Sonstige Erträge“), b) abgegrenzte Zinserträge aus sonstigen Finanzanlagen sowie c) verschiedene Vorauszahlungen ausgewiesen.

## 6.5 Sonstiges

Diese Position umfasste hauptsächlich die abgegrenzten Gewinnvorauszahlungen der EZB (siehe „Gewinnvorauszahlung“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze und Erläuterung Nr. 11.2 „Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)“).

Ausgewiesen wurden zudem Salden im Zusammenhang mit am 31. Dezember 2015 offenen Swap- und Termingeschäften in Fremdwährung. Diese Salden sind das Ergebnis der Umrechnung dieser Geschäfte in Euro 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 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

### 8.1 Sonstige Verbindlichkeiten

In dieser Position werden Einlagen von Mitgliedern der Euro Banking Association (EBA) erfasst, mit denen über TARGET2 abgewickelte EBA-Zahlungen besichert werden.

## 9 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets

Zum 31. Dezember 2015 wurde in dieser Position ein Betrag in Höhe von 1,5 Mrd € erfasst (2014: 0,9 Mrd €). Dieser setzte 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 Anstieg dieser Salden im Jahr 2015 ist auf Zahlungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen (siehe Erläuterung Nr. 11.2 „Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)“).

Der verbleibende Anteil dieser Position entfällt auf einen Betrag in Höhe von 0,8 Mrd € (2014: 0 €) aus dem unbefristeten wechselseitigen Währungsabkommen mit dem Federal Reserve System. 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-Forderungen (netto)“). Darüber hinaus erwachsen aus den mit der US-amerikanischen Notenbank und den NZBen des Euroraums durchgeführten Swapgeschäften Forderungen und Verbindlichkeiten aus Termingeschäften, die außerbilanziell erfasst werden (siehe Erläuterung Nr. 19 „Devisenswap- und Devisentermingeschäfte“).

## 10 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets

### 10.1 Einlagen, Guthaben und sonstige Verbindlichkeiten

Zum 31. Dezember 2014 waren in dieser Position Verbindlichkeiten zusammengefasst, die sich aus Repogeschäften mit Ansässigen außerhalb des

Euro-Währungsgebiets im Zusammenhang mit der Verwaltung der Währungsreserven der EZB ergaben.

Zum 31. Dezember 2015 bestanden keine diesbezüglichen Salden mehr.

## 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 die NZBen im Zuge des Beitritts der Notenbanken zum Eurosystem eingegangen ist.

	Seit 1. Januar 2015 (in €)	Zum 31. Dezember 2014 (in €)
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1 435 910 943	1 435 910 943
Deutsche Bundesbank	10 429 623 058	10 429 623 058
Eesti Pank	111 729 611	111 729 611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672 637 756	672 637 756
Bank of Greece	1 178 260 606	1 178 260 606
Banco de España	5 123 393 758	5 123 393 758
Banque de France	8 216 994 286	8 216 994 286
Banca d'Italia	7 134 236 999	7 134 236 999
Central Bank of Cyprus	87 679 928	87 679 928
Latvijas Banka	163 479 892	163 479 892
Lietuvos bankas	239 453 710	–
Banque centrale du Luxembourg	117 640 617	117 640 617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37 552 276	37 552 276
De Nederlandsche Bank	2 320 070 006	2 320 070 006
Oesterreichische Nationalbank	1 137 636 925	1 137 636 925
Banco de Portugal	1 010 318 483	1 010 318 483
Banka Slovenije	200 220 853	200 220 853
Národná banka Slovenska	447 671 807	447 671 807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728 096 904	728 096 904
<b>Insgesamt</b>	<b>40 792 608 418</b>	<b>40 553 154 708</b>

Die Forderung der Lietuvos bankas wurde auf 239 453 710 € festgesetzt, um zu gewährleisten, dass das Verhältnis zwischen dieser Forderung und den gesamten Forderungen der anderen NZBen des Eurosystems dem Verhältnis zwischen dem Gewichtsanteil der Lietuvos bankas und den gesamten Gewichtsanteilen der anderen NZBen des Euroraums am Kapitalschlüssel entspricht. Die Differenz zwischen der Forderung und dem Wert der übertragenen Aktiva (siehe Erläuterung Nr. 1 „Gold und Goldforderungen“ sowie Erläuterung Nr. 2.2 „Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva“ sowie „Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet“) wurde als Teil der Beiträge behandelt, die die Lietuvos bankas gemäß Artikel 48.2 der ESZB-Satzung zu den Reserven der EZB und den diesen Reserven gleichwertigen Rückstellungen zum 31. Dezember 2014 zu leisten hat (siehe Erläuterung Nr. 13 „Rückstellungen“ sowie Erläuterung Nr. 14 „Ausgleichsposten aus Neubewertung“).

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 2015 beinhaltete diese Position vor allem die TARGET2-Salden der NZBen des Euroraums gegenüber der EZB (siehe „Intra-ESZB-Salden/Intra-Eurosystem-Salden“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze). Der per saldo verzeichnete Anstieg dieser Position ist in erster Linie auf über TARGET2-Konten abgewickelte Ankäufe im Rahmen des erweiterten APP zurückzuführen (siehe Erläuterung Nr. 4 „Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet“). Die Auswirkungen dieser Ankäufe wurden teilweise ausgeglichen durch a) Tilgungen von Wertpapieren, die im Rahmen des SMP und der ersten beiden Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen gekauft und ebenfalls über TARGET2-Konten abgewickelt wurden, b) den Anstieg der Beträge aus Back-to-back-Swapgeschäften, die mit NZBen im Zusammenhang mit liquiditätstzuführenden Transaktionen in US-Dollar durchgeführt wurden, und c) über TARGET2-Konten abgewickelte Zahlungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets (siehe Erläuterung Nr. 9 „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“).

Die Verzinsung von TARGET2-Positionen wird – mit Ausnahme von Salden aus Back-to-back-Swapgeschäften im Zusammenhang mit liquiditätstzuführenden 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 waren auch die Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums im Zusammenhang mit der Gewinnvorauszahlung der EZB (siehe „Gewinnvorauszahlung“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze) enthalten.

	2015 (in €)	2014 (in €)
Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums aus dem TARGET2-Zahlungsverkehr	812 734 808 529	612 892 597 646
Forderungen an die NZBen des Euroraums aus dem TARGET2-Zahlungsverkehr	(730 463 422 714)	(590 153 944 468)
Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums im Zusammenhang mit der Gewinnvorauszahlung der EZB	812 134 494	840 719 787
<b>Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)</b>	<b>83 083 520 309</b>	<b>23 579 372 965</b>

## 12 Sonstige Passiva

### 12.1 Neubewertungsposten aus außerbilanziellen Geschäften

In dieser Position sind in erster Linie die Bewertungsänderungen der am 31. Dezember 2015 offenen Swap- und Termingeschäfte in Fremdwährung ausgewiesen (siehe Erläuterung Nr. 19 „Devisenswap- und Devisentermingeschäfte“). Diese Bewertungsänderungen ergeben sich aus der Umrechnung dieser Geschäfte in Euro zu dem am Bilanzstichtag geltenden Kurs 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 2015 umfasste diese Position vor allem die abgegrenzten Zinszahlungen an die NZBen für das gesamte Jahr 2015 im Zusammenhang mit ihren Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven an die EZB (siehe Erläuterung Nr. 11.1 „Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven“) und die für die TARGET2-Salden der NZBen abgegrenzten Zinszahlungen für Dezember 2015. Diese Beträge wurden im Januar 2016 ausgeglichen.

Diese Position umfasste zudem a) transitorische Posten im Zusammenhang mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (siehe Erläuterung 26 „Erträge und Aufwendungen im Zusammenhang mit Aufsichtsaufgaben“),

b) Rechnungsabgrenzungsposten für Verwaltungsaufwendungen und

c) Rechnungsabgrenzungsposten für Finanzinstrumente.

	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Übertragung von Währungsreserven an die EZB	17 576 514	57 015 146	(39 438 632)
TARGET2	36 393 921	26 309 091	10 084 830
Sonstige Rechnungsabgrenzungsposten	41 573 554	12 867 414	28 706 140
<b>Insgesamt</b>	<b>95 543 989</b>	<b>96 191 651</b>	<b>(647 662)</b>

## 12.3 Sonstiges

2015 beinhaltete diese Position außerdem Salden im Zusammenhang mit Swap- und Termingeschäften in Fremdwährung, die am 31. Dezember 2015 offen waren (siehe Erläuterung Nr. 19 „Devisenswap- und Devisentermingeschäfte“). Diese Salden waren das Ergebnis der Umrechnung dieser Geschäfte in Euro 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).

Zum 31. Dezember 2014 sind in dieser Position offene Repogeschäfte in Höhe von 150,1 Mio € im Zusammenhang mit der Verwaltung der Eigenmittel der EZB erfasst. Zum 31. Dezember 2015 waren keine diesbezüglichen Transaktionen mehr offen.

### *EZB-Versorgungspläne, sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie andere langfristig fällige Leistungen*<sup>33</sup>

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 Mitarbeiter, Direktoriumsmitglieder und die bei der EZB beschäftigten Mitglieder des Aufsichtsgremiums erfasst; diese belief sich auf 385,5 Mio € (2014: 459,7 Mio €).

<sup>33</sup> In allen in dieser Erläuterung enthaltenen Tabellen werden die jeweiligen Beträge für das Direktorium und das Aufsichtsgremium in der Spalte „Leitungsgremien“ erfasst.

## Bilanz

Die in der Bilanz ausgewiesenen Beträge für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie andere langfristig fällige Leistungen setzten sich wie folgt zusammen:

	2015 Mitarbeiter (in Mio €)	2015 Leitungsgremien (in Mio €)	2015 Insgesamt (in Mio €)	2014 Mitarbeiter (in Mio €)	2014 Leitungsgremien (in Mio €)	2014 Insgesamt (in Mio €)
Barwert der Verpflichtung	1 116,7	24,1	1 140,8	1 087,1	24,5	1 111,6
Beizulegender Zeitwert des Planvermögens	(755,3)	–	(755,3)	(651,9)	–	(651,9)
<b>In der Bilanz ausgewiesene Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen</b>	<b>361,4</b>	<b>24,1</b>	<b>385,5</b>	<b>435,2</b>	<b>24,5</b>	<b>459,7</b>

2015 umfasste der Barwert der Verpflichtung gegenüber den Mitarbeitern in Höhe von 1 116,7 Mio € (2014: 1 087,1 Mio €) Leistungen ohne Fondsdeckung in Höhe von 155,9 Mio € (2014: 170,3 Mio €) im Zusammenhang mit Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses (ohne Pensionsbezüge) sowie anderen langfristig fälligen Leistungen. Für Direktoriumsmitglieder und Mitglieder des Aufsichtsgremiums bestehen ebenfalls Vereinbarungen ohne Fondsdeckung für Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie andere langfristig fällige Leistungen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

Die in der Gewinn- und Verlustrechnung für 2015 ausgewiesenen Beträge setzten sich wie folgt zusammen:

	2015 Mitarbeiter (in Mio €)	2015 Leitungsgremien (in Mio €)	2015 Insgesamt (in Mio €)	2014 Mitarbeiter (in Mio €)	2014 Leitungsgremien (in Mio €)	2014 Insgesamt (in Mio €)
Laufender Dienstzeitaufwand	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Nettoverzinsung der Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen	9,5	0,5	10,0	4,5	0,7	5,2
<i>darunter:</i>						
<i>Verpflichtungsbezogene Zinsaufwendungen</i>	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
<i>Zinserträge aus Planvermögen</i>	(13,4)	–	(13,4)	(20,6)	–	(20,6)
(Gewinne)/Verluste aus Neubewertungen bezüglich anderer langfristig fälliger Leistungen	2,6	(0,1)	2,5	7,8	0,3	8,1
<b>Anteil an den „Personalaufwendungen“</b>	<b>132,1</b>	<b>2,3</b>	<b>134,4</b>	<b>54,0</b>	<b>2,2</b>	<b>56,2</b>

Der laufende Dienstzeitaufwand erhöhte sich 2015 auf 121,9 Mio € (2014: 42,9 Mio €), was vornehmlich a) der Senkung des Abzinsungssatzes von 3,75 %



(2013) auf 2 % (2014)<sup>34</sup> und b) der höheren durchschnittlichen Anzahl der Mitglieder des Versorgungsplans 2015 geschuldet war.

## Veränderung der leistungsorientierten Verpflichtung, des Planvermögens und der Ergebnisse aus Neubewertung

Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung änderte sich wie folgt:

	2015 Mitarbeiter (in Mio €)	2015 Leitungs- gremien (in Mio €)	2015 Insgesamt (in Mio €)	2014 Mitarbeiter (in Mio €)	2014 Leitungs- gremien (in Mio €)	2014 Insgesamt (in Mio €)
Leistungsorientierte Verpflichtung zum Jahresbeginn	1 087,1	24,5	1 111,6	650,6	17,8	668,4
Laufender Dienstaufwand	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Verpflichtungsbezogene Zinsaufwendungen	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
Beiträge der Mitglieder des Versorgungsplans	21,7	0,2	21,9	14,0	0,1	14,1
Gezahlte Leistungen	(7,5)	(0,8)	(8,3)	(7,1)	(0,8)	(7,9)
(Gewinne)/Verluste aus Neubewertung	(127,5)	(2,2)	(129,7)	362,8	5,5	368,3
<b>Leistungsorientierte Verpflichtung zum Jahresende</b>	<b>1 116,7</b>	<b>24,1</b>	<b>1 140,8</b>	<b>1 087,1</b>	<b>24,5</b>	<b>1 111,6</b>

Die für 2015 insgesamt ausgewiesenen Gewinne aus der Neubewertung der leistungsorientierten Verpflichtung in Höhe von 129,7 Mio € waren in erster Linie auf die Erhöhung des Abzinsungssatzes von 2,0 % (2014) auf 2,5 % (2015) zurückzuführen. Dem stehen für 2014 ausgewiesene Verluste aus der Neubewertung in Höhe von 368,3 Mio € gegenüber, die in erster Linie auf die Verringerung des Abzinsungssatzes von 3,75 % (2013) auf 2,0 % (2014) zurückzuführen waren.

Der beizulegende Zeitwert des Mitarbeiter-Planvermögens in der leistungsorientierten Säule änderte sich 2015 wie folgt:

	2015 (in Mio €)	2014 (in Mio €)
Beizulegender Zeitwert des Planvermögens zum Jahresbeginn	651,9	536,5
Zinserträge aus dem Planvermögen	13,4	20,6
Gewinne aus Neubewertung	26,8	49,7
Arbeitgeberbeiträge	46,9	36,4
Beiträge der Mitglieder des Versorgungsplans	21,7	14,0
Gezahlte Leistungen	(5,4)	(5,3)
<b>Beizulegender Zeitwert des Planvermögens zum Jahresende</b>	<b>755,3</b>	<b>651,9</b>

Die auf das Planvermögen erzielten Gewinne aus Neubewertung für 2014 und 2015 spiegelten die Tatsache wider, dass die tatsächlichen Erträge der Fondsanteile höher ausfielen als die geschätzten Zinserträge aus dem Planvermögen.

<sup>34</sup> Der laufende Dienstaufwand wird unter Zugrundelegung des Abzinsungssatzes des Vorjahres geschätzt.

Die höheren Beiträge der EZB und der Mitglieder des Versorgungsplans im Jahr 2015 sind in erster Linie auf die im selben Jahr gestiegene Zahl der Mitglieder des Versorgungsplans zurückzuführen (siehe Erläuterung Nr. 29 „Personalaufwendungen“).

Folgende Veränderungen ergaben sich im Jahr 2015 bei den Ergebnissen aus Neubewertung (siehe Erläuterung Nr. 14 „Ausgleichsposten aus Neubewertung“):

	2015 (in Mio €)	2014 (in Mio €)
Gewinne/(Verluste) aus Neubewertung zum Jahresbeginn	(305,6)	4,8
Beiträge von NZBen im Zuge des Beitritts zum Eurosystem <sup>35</sup>	(1,8)	0,0
Gewinne aus Planvermögen	26,8	49,7
Gewinne/(Verluste) aus der Verpflichtung	129,7	(368,3)
In der Gewinn- und Verlustrechnung verbuchte Verluste/(Gewinne)	2,5	8,1
<b>In den Ausgleichsposten aus Neubewertung enthaltene Verluste aus Neubewertung zum Jahresende<sup>36</sup></b>	<b>(148,4)</b>	<b>(305,6)</b>

## Grundlegende Annahmen

Die hier aufgeführten Bewertungen beruhen auf versicherungsmathematischen Annahmen, die vom Direktorium für Bilanzierungs- und Offenlegungszwecke gebilligt wurden. Die Berechnung der Verbindlichkeiten aus dem Versorgungsplan beruht in erster Linie auf den nachfolgend dargelegten Annahmen:

	2015 (in %)	2014 (in %)
Abzinsungssatz	2,50	2,00
Erwartete Erträge aus dem Planvermögen <sup>37</sup>	3,50	3,00
Allgemeine künftige Gehaltserhöhungen <sup>38</sup>	2,00	2,00
Künftige Pensionserhöhungen <sup>39</sup>	1,40	1,40

Die im Jahr 2015 von den Mitarbeitern im Rahmen einer beitragsorientierten Säule auf freiwilliger Basis geleisteten Beiträge beliefen sich auf 123,3 Mio € (2014: 110,6 Mio €). Diese werden in das Planvermögen investiert. Es steht ihnen jedoch auch eine entsprechende Verpflichtung in gleicher Höhe gegenüber.

<sup>35</sup> Im Zuge der Einführung der gemeinsamen Währung in Litauen leistete die Lietuvos bankas Beiträge zu sämtlichen Neubewertungssalden der EZB. Die Verluste aus Neubewertung, die zum 31. Dezember 2014 in den Ausgleichsposten aus Neubewertung enthalten waren, führten zu einem Rückgang der Beiträge der Lietuvos bankas.

<sup>36</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

<sup>37</sup> Diese Annahmen wurden zur Berechnung der leistungsorientierten Verpflichtung der EZB, die durch Vermögenswerte mit zugrunde liegender Kapitalgarantie finanziert wird, herangezogen.

<sup>38</sup> Auch künftige individuelle Gehaltserhöhungen von bis zu 1,8 % pro Jahr werden berücksichtigt, abhängig vom Alter der Mitglieder des Versorgungsplans.

<sup>39</sup> 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.

## 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, insbesondere Bewertungsverluste, die nicht durch die Ausgleichsposten aus Neubewertung gedeckt sind, 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.

Infolge der Einführung des Euro in Litauen leistete die Lietuvos bankas mit Wirkung vom 1. Januar 2015 einen Beitrag in Höhe von 44 728 929 € zur Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken,<sup>40</sup> die dadurch auf 7 619 884 851 € anstieg. Nach der Erhöhung des eingezahlten Kapitals der EZB im Jahr 2015 (siehe Erläuterung Nr. 15 „Kapital und Rücklagen“) entspricht dieser Betrag dem Wert der von den NZBen des Euroraums zum 31. Dezember 2015 eingezahlten Kapitalanteile.

## 14 Ausgleichsposten aus Neubewertung

Dieser Posten enthält in erster Linie Neubewertungssalden, die sich aus buchmäßigen Gewinnen aus Forderungen, Verbindlichkeiten und außerbilanziellen Geschäften ergeben (siehe „Erfolgsermittlung“, „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“, „Wertpapiere“ und „Außerbilanzielle Geschäfte“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze). Er beinhaltet außerdem die Neubewertungen der Nettoschuld der EZB aus leistungsorientierten Versorgungsplänen in Bezug auf Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses (siehe „EZB-Versorgungspläne, sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie andere langfristig fällige Leistungen“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze sowie Erläuterung Nr. 12.3 „Sonstiges“).

---

<sup>40</sup> Die Zahlung dieses Beitrags erfolgte gemäß Artikel 48.2 der ESZB-Satzung.

Im Rahmen der Einführung der einheitlichen Währung in Litauen trug die Lietuvos bankas zu diesen Salden mit Wirkung vom 1. Januar 2015 einen Betrag in Höhe von 117,7 Mio € bei.

	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Gold	11 900 595 095	12 065 394 836	(164 799 741)
Devisen	12 272 562 352	7 046 435 041	5 226 127 311
Wertpapiere und sonstige Instrumente	808 078 836	1 131 424 399	(323 345 563)
Nettoschuld aus leistungsorientierten Versorgungsplänen in Bezug auf Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses	(148 413 109)	(305 609 580)	157 196 471
<b>Insgesamt</b>	<b>24 832 823 174</b>	<b>19 937 644 696</b>	<b>4 895 178 478</b>

Das Anwachsen der Ausgleichsposten aus Neubewertung ist im Wesentlichen auf die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen im Jahr 2015 zurückzuführen.

Im Folgenden sind der Goldpreis und die Wechselkurse aufgeführt, die für die Neubewertung zum Jahresende herangezogen wurden:

Wechselkurse/Goldpreis	2015	2014
US-Dollar je Euro	1,0887	1,2141
Japanischer Yen je Euro	131,07	145,23
Euro je SZR	1,2728	1,1924
Euro je Feinunze Gold	973,225	987,769

## 15 Kapital und Rücklagen

### 15.1 Kapital

Am 1. Januar 2015 führte Litauen die einheitliche Währung ein. Gemäß Artikel 48.1 der ESZB-Satzung zahlte die Lietuvos bankas zum 1. Januar 2015 den ausstehenden Betrag ihres Anteils am gezeichneten Kapital der EZB in Höhe von 43 051 594 € ein.<sup>41</sup> Infolgedessen erhöhte sich das eingezahlte Kapital der EZB von 7 697 025 340 € am 31. Dezember 2014 auf 7 740 076 935 € am 1. Januar 2015, wie der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen ist:<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Beschluss (EU) 2015/287 der EZB vom 31. Dezember 2014 über die Einzahlung von Kapital, die Übertragung von Währungsreserven und die Beiträge zu den Reserven und Rückstellungen der EZB durch die Lietuvos bankas (EZB/2014/61), ABl. L 50 vom 21.2.2015, S. 44.

<sup>42</sup> Die einzelnen Beträge wurden auf den nächsten vollen Euro gerundet. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

	Kapitalschlüssel seit 1. Januar 2015 (in %)	Eingezahltes Kapital seit 1. Januar 2015 (in €)	Kapitalschlüssel zum 31. Dezember 2014 (in %)	Eingezahltes Kapital zum 31. Dezember 2014 (in €)
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4778	268 222 025	2,4778	268 222 025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1 948 208 997	17,9973	1 948 208 997
Eesti Pank	0,1928	20 870 614	0,1928	20 870 614
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1607	125 645 857	1,1607	125 645 857
Bank of Greece	2,0332	220 094 044	2,0332	220 094 044
Banco de España	8,8409	957 028 050	8,8409	957 028 050
Banque de France	14,1792	1 534 899 402	14,1792	1 534 899 402
Banca d'Italia	12,3108	1 332 644 970	12,3108	1 332 644 970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16 378 236	0,1513	16 378 236
Latvijas Banka	0,2821	30 537 345	0,2821	30 537 345
Lietuvos bankas	0,4132	44 728 929	–	–
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21 974 764	0,2030	21 974 764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7 014 605	0,0648	7 014 605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433 379 158	4,0035	433 379 158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212 505 714	1,9631	212 505 714
Banco de Portugal	1,7434	188 723 173	1,7434	188 723 173
Banka Slovenije	0,3455	37 400 399	0,3455	37 400 399
Národná banka Slovenska	0,7725	83 623 180	0,7725	83 623 180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136 005 389	1,2564	136 005 389
<b>Zwischenergebnis der NZBen des Euroraums</b>	<b>70,3915</b>	<b>7 619 884 851</b>	<b>69,9783</b>	<b>7 575 155 922</b>
Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank)	0,8590	3 487 005	0,8590	3 487 005
Česká národní banka	1,6075	6 525 450	1,6075	6 525 450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6 037 512	1,4873	6 037 512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2 444 963	0,6023	2 444 963
Lietuvos bankas	–	–	0,4132	1 677 335
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5 601 129	1,3798	5 601 129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20 796 192	5,1230	20 796 192
Banca Națională a României	2,6024	10 564 124	2,6024	10 564 124
Sveriges riksbank	2,2729	9 226 559	2,2729	9 226 559
Bank of England	13,6743	55 509 148	13,6743	55 509 148
<b>Zwischenergebnis der NZBen außerhalb des Euroraums</b>	<b>29,6085</b>	<b>120 192 083</b>	<b>30,0217</b>	<b>121 869 418</b>
<b>Insgesamt</b>	<b>100,0000</b>	<b>7 740 076 935</b>	<b>100,0000</b>	<b>7 697 025 340</b>

Die NZBen außerhalb des Euroraums müssen als Beitrag zu den Betriebskosten der EZB 3,75 % ihres Anteils am gezeichneten Kapital der EZB einzahlen. Dieser Beitrag belief sich Ende 2015 auf insgesamt 120 192 083 €. Die NZBen außerhalb des Euroraums haben weder Anspruch auf ausschüttbare EZB-Gewinne, einschließlich Einkünften aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems, noch müssen sie für Verluste der EZB aufkommen.

## Außerbilanzielle Geschäfte

### 16 Standardisiertes Wertpapierleihprogramm

Im Rahmen der Eigenmittelverwaltung hat die EZB eine Vereinbarung zur Nutzung eines standardisierten Wertpapierleihprogramms getroffen. Dabei nimmt sie die Dienste eines Mittlers in Anspruch, der autorisiert ist, in ihrem Auftrag Wertpapierleihgeschäfte mit von der EZB zugelassenen Geschäftspartnern 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 Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen 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.

Infolge der Wertpapierleihgeschäfte der EZB waren zum 31. Dezember 2015 befristete Transaktionen in Höhe von 4,5 Mrd € (2014: 4,8 Mrd €) offen. 0,3 Mrd € hiervon (2014: 0 €) standen mit der Leihe von Wertpapieren im Zusammenhang, die zu geldpolitischen Zwecken gehalten werden.

### 17 Zinsfutures

Zum 31. Dezember 2015 waren die folgenden Fremdwährungsgeschäfte, ausgewiesen zu Marktkursen am Jahresende, offen:

Fremdwährungs-Zinsfutures	2015 Kontraktwert (in €)	2014 Kontraktwert (in €)	Veränderung (in €)
Käufe	694 406 172	911 374 681	(216 968 509)
Verkäufe	690 554 100	1 001 647 311	(311 093 211)

Diese Geschäfte wurden im Zusammenhang mit der Verwaltung der Währungsreserven der EZB durchgeführt.

### 18 Zinsswaps

Zum 31. Dezember 2015 waren Zinsswap-Geschäfte mit einem Nominalwert von 274,5 Mio € (2014: 270,8 Mio €), ausgewiesen zu Marktkursen am Jahresende, offen. Diese Geschäfte wurden im Zusammenhang mit der Verwaltung der Währungsreserven der EZB durchgeführt.

## 19 Devisenswap- und Devisentermingeschäfte

### Verwaltung der Währungsreserven

Devisenswap- und Devisentermingeschäfte wurden 2015 im Rahmen der Verwaltung der Währungsreserven der EZB durchgeführt. Die Forderungen und Verbindlichkeiten aus diesen Transaktionen, die 2016 abgewickelt werden und zum 31. Dezember 2015 offen waren, werden wie folgt zu Marktkursen am Jahresende ausgewiesen:

Devisenswap- und Devisentermingeschäfte	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Forderungen	2 467 131 004	1 899 819 430	567 311 574
Verbindlichkeiten	2 484 517 472	1 777 894 537	706 622 935

### Liquiditätszuführende Geschäfte

Zum 31. Dezember 2015 waren auf US-Dollar lautende Forderungen und Verbindlichkeiten, die 2016 abgewickelt werden, im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Liquidität in US-Dollar an Geschäftspartner des Eurosystems (siehe Erläuterung Nr. 9 „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) offen.

## 20 Verwaltung der Anleihe- und Darlehensgeschäfte

Die EZB war auch 2015 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. 2015 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 drei Klagen gegen die EZB und andere EU-Organe ein. Die Kläger trugen 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 hätten. Zwölf vergleichbare Klagen wurden 2014 vom Gericht der Europäischen Union in ihrer Gesamtheit als unzulässig abgewiesen. Gegen acht dieser Urteile wurden Rechtsmittel eingelegt. Die Rolle der EZB im Prozess, der zum Abschluss des

Finanzhilfeprogramms führte, beschränkte sich auf die Bereitstellung von Beratung in technischen Fragen gemäß dem Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus 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 Nettozinsergebnis

### 22.1 Zinserträge aus Währungsreserven

Diese Position beinhaltet die im Zusammenhang mit den Netto-Währungsreserven der EZB angefallenen Zinserträge abzüglich der Zinsaufwendungen:

	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Zinserträge aus Giroeinlagen	552 459	548 634	3 825
Zinserträge aus Geldmarkteinlagen	6 306 443	4 234 448	2 071 995
Zinserträge aus Repogeschäften	38 311	208 426	(170 115)
Zinserträge aus Reverse Repos	2 920 201	867 860	2 052 341
Zinserträge aus Wertpapieranlagen	261 121 900	206 165 493	54 956 407
Zinserträge/(Zinsaufwendungen) für Zinsswaps	(861 355)	407 588	(1 268 943)
Zinserträge aus Devisentermin- und Devisenswapgeschäften	13 127 982	4 570 710	8 557 272
<b>Nettozinserträge aus Währungsreserven</b>	<b>283 205 941</b>	<b>217 003 159</b>	<b>66 202 782</b>

Der im Jahr 2015 verzeichnete Anstieg der Nettozinserträge insgesamt war hauptsächlich auf höhere Zinserträge aus dem US-Dollar-Portfolio und die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar 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“). Trotz eines Anstiegs des durchschnittlichen Werts des Banknotenumlaufs um 8,1 % sanken die Zinserträge im Jahr 2015 dadurch bedingt, dass der durchschnittliche Hauptrefinanzierungssatz niedriger war als 2014 (0,05 % im Jahr 2015 gegenüber 0,16 % im Jahr 2014).

### 22.3 Zinsaufwendungen aufgrund der Forderungen der NZBen aus übertragenen Währungsreserven

In dieser Position wird die Verzinsung der Forderungen der NZBen des Euroraums gegenüber der EZB aus den gemäß Artikel 30.1 der ESZB-Satzung übertragenen Währungsreserven (siehe Erläuterung Nr. 11.1 „Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven“) ausgewiesen. Die gesunkenen Zinsaufwendungen im Jahr 2015 sind darauf zurückzuführen, dass der durchschnittliche Hauptrefinanzierungssatz niedriger war als 2014.

## 22.4 Sonstige Zinserträge und sonstige Zinsaufwendungen

Ebenfalls in diesem Betrag enthalten waren Nettozinserträge in Höhe von 608,7 Mio € (2014: 727,7 Mio €) für Wertpapiere, die von der EZB im Rahmen des SMP erworben wurden, während sich die Nettozinserträge aus den übrigen zu geldpolitischen Zwecken erworbenen Wertpapieren auf 280,9 Mio € beliefen (2014: 174,9 Mio €).

Die ebenfalls hier ausgewiesenen Zinserträge in Höhe von 0,4 Mrd € (2014: 1,1 Mrd €) und Zinsaufwendungen in Höhe von 0,4 Mrd € (2014: 1,1 Mrd €) ergeben sich aus TARGET2-Salden (siehe Erläuterung Nr. 11.2 „Sonstige Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten (netto)“ und Erläuterung Nr. 9 „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“). Zinserträge und -aufwendungen, die im Zusammenhang mit sonstigen auf Euro lautenden Aktiva und Passiva angefallen sind, werden ebenfalls unter diesen Positionen aufgeführt.

## 23 Realisierte Gewinne (Verluste) aus Finanzgeschäften

Realisierte Nettogewinne aus Finanzgeschäften setzten sich 2015 wie folgt zusammen:

	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Realisierte Kursgewinne (netto)	175 959 137	47 223 558	128 735 579
Realisierte Wechselkurs- und Goldpreisgewinne (netto)	38 474 593	10 036 857	28 437 736
<b>Realisierte Nettogewinne aus Finanzgeschäften</b>	<b>214 433 730</b>	<b>57 260 415</b>	<b>157 173 315</b>

Realisierte Kursgewinne (netto) schlossen realisierte Gewinne und Verluste aus Wertpapieren, Zinsfutures und Zinsswaps ein. Der Anstieg der realisierten Kursgewinne (netto) insgesamt im Jahr 2015 war hauptsächlich auf die höheren realisierten Kursgewinne der Wertpapiere aus dem US-Dollar-Portfolio zurückzuführen.

## 24 Abschreibungen auf finanzielle Vermögenswerte und -positionen

Die Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen gestalteten sich 2015 wie folgt:

	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Buchmäßige Wertpapierkursverluste	(63 827 424)	(7 664 489)	(56 162 935)
Buchmäßige Kursverluste bei Zinsswaps	(223 892)	(198 804)	(25 088)
Buchmäßige Wechselkursverluste	(1 901)	–	(1 901)
<b>Insgesamt</b>	<b>(64 053 217)</b>	<b>(7 863 293)</b>	<b>(56 189 924)</b>

Die im Vorjahrsvergleich höheren Abschreibungen sind in erster Linie auf die insgesamt gesunkenen Marktpreise der im US-Dollar-Portfolio gehaltenen Wertpapiere zurückzuführen.

## 25 Nettoerträge/-aufwendungen aus Gebühren und Provisionen

	2015 (in €)	2014 (in €)	Veränderung (in €)
Erträge aus Gebühren und Provisionen	277 324 169	30 024 834	247 299 335
Aufwendungen für Gebühren und Provisionen	(8 991 908)	(1 866 180)	(7 125 728)
<b>Nettoergebnis aus Gebühren und Provisionen</b>	<b>268 332 261</b>	<b>28 158 654</b>	<b>240 173 607</b>

Im Jahr 2015 enthielten die in dieser Position erfassten Erträge hauptsächlich Aufsichtsgebühren (siehe Erläuterung Nr. 26 „Erträge und Aufwendungen im Zusammenhang mit Aufsichtsaufgaben“) sowie Strafzinsen, die Kreditinstitute bei Nichterfüllung des Mindestreserve-Solls entrichten müssen. Die Aufwendungen setzten sich vor allem aus Gebühren für die externen Vermögensverwalter zusammen, die Ankäufe zugelassener Asset-Backed Securities auf Basis konkreter Weisungen und im Namen des Eurosystems durchführen. Außerdem umfassten sie Kontoführungsgebühren und Spesen im Zusammenhang mit Zinsfutures-Geschäften (siehe Erläuterung Nr. 17 „Zinsfutures“).

## 26 Erträge und Aufwendungen im Zusammenhang mit Aufsichtsaufgaben

Die jährlichen Aufwendungen der EZB für die Wahrnehmung ihrer Aufsichtsaufgaben werden über die jährlichen Aufsichtsgebühren gedeckt, die von den beaufsichtigten Unternehmen erhoben werden. Die Aufwendungen setzen sich in erster Linie aus Kosten zusammen, die in direktem Zusammenhang mit den Aufsichtsaufgaben der EZB stehen, wie beispielsweise der direkten Aufsicht über bedeutende Unternehmen, der Überwachung der Aufsicht über weniger bedeutende Unternehmen sowie den Querschnitt- und Expertenaufgaben. Ebenfalls enthalten sind Kosten, die indirekt mit den Aufsichtsaufgaben der EZB verbunden sind, wie

Kosten für von den bestehenden Supportfunktionen der EZB erbrachte Dienstleistungen einschließlich der Verwaltung der Geschäftsräume, des Personalmanagements und der IT-Dienstleistungen.

Die Erträge im Zusammenhang mit den Aufsichtsaufgaben der EZB für das Jahr 2015 setzen sich wie folgt zusammen:

	2015 (in €)	2014 <sup>43</sup> (in €)
Aufsichtsgebühren	277 086 997	29 973 012
<i>darunter:</i>		
<i>Gegenüber bedeutenden Unternehmen oder bedeutenden Gruppen erhobene Gebühren</i>	245 620 964	25 622 812
<i>Gegenüber weniger bedeutenden Unternehmen oder weniger bedeutenden Gruppen erhobene Gebühren</i>	31 466 033	4 350 200
<b>Erträge aus Aufgaben im Bereich der Bankenaufsicht insgesamt</b>	<b>277 086 997</b>	<b>29 973 012</b>

Die Erträge aus Aufsichtsgebühren werden unter „Nettoerträgen aus Gebühren und Provisionen“ (siehe Erläuterung Nr. 25 „Nettoerträge/-aufwendungen aus Gebühren und Provisionen“) ausgewiesen.

Unter Zugrundelegung der geschätzten jährlichen Ausgaben gab die EZB im April 2015 bekannt, dass sich die jährlichen Aufsichtsgebühren für 2015 auf 296,0 Mio € belaufen würden.<sup>44</sup> Der Überschuss von 18,9 Mio € gegenüber den tatsächlichen Aufwendungen in Höhe von 277,1 Mio € ist unter „Passive Rechnungsabgrenzungsposten“ ausgewiesen (siehe Erläuterung Nr. 12.2 „Passive Rechnungsabgrenzungsposten“) und reduziert die 2016 zu erhebenden Aufsichtsgebühren.

Zum Jahresende 2015 standen geringfügige Beträge im Zusammenhang mit den Gebühren sowie von den beaufsichtigten Unternehmen zu zahlenden Verzugszinsen noch aus. Die EZB ergreift alle erforderlichen Maßnahmen, um ausstehende Beträge von den beaufsichtigten Unternehmen einzutreiben.

Darüber hinaus ist die EZB berechtigt, Geldbußen oder in regelmäßigen Abständen zu zahlende Straf gelder gegen Unternehmen zu verhängen, die ihre in den Verordnungen und Beschlüssen geregelten Verpflichtungen nicht erfüllen. Im Jahr 2015 wurden keine Geldbußen oder Straf gelder verhängt.

<sup>43</sup> Was das Jahr 2014 betrifft, so deckte die EZB die Kosten im Zusammenhang mit ihren Aufsichtsaufgaben für den Zeitraum ab November 2014, dem Zeitpunkt, an dem sie ihre Aufsichtsaufgaben übernahm.

<sup>44</sup> Dieser Betrag wurde zusammen mit den Kosten der letzten zwei Monate des Jahres 2014, die sich auf 30,0 Mio € beliefen, im Berichtsjahr mit Fälligkeitstermin am 20. November 2015 in Rechnung gestellt.

Die der EZB 2015 entstandenen Aufwendungen setzen sich wie folgt zusammen:

	2015 (in €)	2014 <sup>45</sup> (in €)
Gehälter und Leistungen	141 262 893	18 456 945
Miete und Gebäudeinstandhaltung	25 513 220	2 199 243
Sonstige betriebliche Aufwendungen	110 310 884	9 316 824
<b>Aufwendungen aus Aufgaben im Bereich der Bankenaufsicht insgesamt</b>	<b>277 086 997</b>	<b>29 973 012</b>

## 27 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.

## 28 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.

## 29 Personalaufwendungen

Die Personalaufwendungen erhöhten sich 2015, was vor allem mit der höheren durchschnittlichen Zahl der Beschäftigten der EZB sowie gestiegenen Nettoaufwendungen aufgrund von Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie anderen langfristig fälligen Leistungen zusammenhing.

In dieser Position werden die Aufwendungen für Gehälter, Zulagen, Mitarbeiterversicherungen und sonstige Personalkosten erfasst (2015: 306,4 Mio €; 2014: 244,9 Mio €). Ebenfalls enthalten sind Aufwendungen in Höhe von 134,4 Mio € (2014: 56,2 Mio €) für die EZB-Versorgungspläne, sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses sowie andere langfristig fällige Leistungen (siehe Erläuterung Nr. 12.3 „Sonstiges“). Im Zusammenhang mit dem EZB-Neubau wurden Personalaufwendungen in Höhe von 0,8 Mio € (2014: 1,2 Mio €) aktiviert, die nicht in dieser Position ausgewiesen sind.

Die Gehälter und Zulagen der EZB-Mitarbeiter, einschließlich der Bezüge der Mitarbeiter in gehobenen Führungspositionen, 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 bei der EZB beschäftigte

<sup>45</sup> Die Angaben für 2014 beziehen sich auf die in den letzten zwei Monate des Jahres angefallenen Aufwendungen, da die EZB ab November 2014 die Verantwortung für die Bankenaufsicht übernahm.

Teilzeit-Mitglieder des Aufsichtsgremiums auch in Abhängigkeit von der Anzahl der Sitzungen, an denen sie teilgenommen haben, vergütet werden. 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 haben Direktoriumsmitglieder und Mitglieder des Aufsichtsgremiums, je nach persönlicher Situation, Anspruch auf eine Haushalts- sowie eine Kinder- und Ausbildungszulage. 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 2015 waren wie folgt:<sup>46</sup>

	2015 (in €)	2014 (in €)
Mario Draghi (Präsident)	385 860	379 608
Vitor Constâncio (Vizepräsident)	330 744	325 392
Peter Praet (Direktoriumsmitglied)	275 604	271 140
Jörg Asmussen (Direktoriumsmitglied bis Januar 2014)	–	4 912
Benoît Cœuré (Direktoriumsmitglied)	275 604	271 140
Yves Mersch (Direktoriumsmitglied)	275 604	271 140
Sabine Lautenschläger (Direktoriumsmitglied)	275 604	253 457
<b>Direktorium insgesamt</b>	<b>1 819 020</b>	<b>1 776 789</b>
<b>Aufsichtsgremium insgesamt (bei der EZB beschäftigte Mitglieder)<sup>47</sup></b>	<b>635 385</b>	<b>508 589</b>
<i>darunter:</i>		
Danièle Nouy (Vorsitzende des Aufsichtsgremiums)	275 604	271 140
<b>Insgesamt</b>	<b>2 454 405</b>	<b>2 285 378</b>

Des Weiteren belief sich die Vergütung der Teilzeit-Mitglieder des Aufsichtsgremiums auf 352 256 € (2014: 74 776 €).

Die an die Mitglieder beider Leitungsgremien gezahlten Zulagen und der für sie gezahlte Beitrag der EZB zur Kranken- und Unfallversicherung betragen insgesamt 625 021 € (2014: 674 470 €).

2015 wurden an die Mitglieder der Leitungsgremien keine Leistungen im Zusammenhang mit ihrer Ernennung bzw. ihrem Ausscheiden aus dem Dienst der EZB gezahlt (2014: 68 616 €).

Ehemalige Mitglieder des Direktoriums und des Aufsichtsgremiums können für einen befristeten Zeitraum nach Ende ihrer Amtszeit Übergangsgelder erhalten. 2015

<sup>46</sup> Es werden Bruttobeträge ausgewiesen, also vor Abzug von Steuern zugunsten der Europäischen Union.

<sup>47</sup> Mit Ausnahme des Gehalts von Sabine Lautenschläger, das zusammen mit dem der übrigen Mitglieder des Direktoriums ausgewiesen wird.

betragen die diesbezüglichen Aufwendungen, damit zusammenhängende Familienzulagen sowie die Beiträge der EZB zur Kranken- und Unfallversicherung ehemaliger Mitglieder beider Leitungsgremien 9 730 € (2014: 243 178 €). Die an ehemalige Mitglieder beider Leitungsgremien und deren Angehörige ausgezahlten Pensionen (inklusive Zulagen) sowie die Beiträge zur Kranken- und Unfallversicherung beliefen sich auf 783 113 € (2014: 599 589 €).

Ende 2015 beschäftigte die EZB 2 871 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente),<sup>48</sup> von denen 293 Führungspositionen bekleideten. Die Veränderung des Personalstands im Jahr 2015 stellt sich wie folgt dar:

	2015	2014
Stand zum 1. Januar	2 577	1 790
Neuaufnahmen/Änderungen des Vertragsstatus	648	1 458
Austritte	(299)	(681)
Nettoanstieg/Nettorückgang im Rahmen der jeweiligen Teilzeitregelungen	(55)	10
<b>Stand zum 31. Dezember</b>	<b>2 871</b>	<b>2 577</b>
<b>Durchschnittlicher Personalstand</b>	<b>2 722</b>	<b>2 155</b>

## 30 Verwaltungsaufwendungen

In dieser Position sind alle sonstigen laufenden Aufwendungen erfasst, insbesondere Mieten, Ausgaben für Gebäudeinstandhaltung, nicht aktivierungsfähige Ausgaben für Sachanlagen und Honorare. Hinzu kommen die mit der Einstellung und Weiterbildung von Mitarbeitern verbundenen Ausgaben, einschließlich der Umzugskosten.

## 31 Aufwendungen für Banknoten

Diese Aufwendungen ergeben sich vor allem aus dem grenzüberschreitenden Transport von Euro-Banknoten für die Lieferung von neuen Geldscheinen aus den Banknotendruckereien an die NZBen und für den Banknotentransfer zwischen den NZBen zum Ausgleich von Engpässen durch Überschussbestände. Diese Kosten werden zentral von der EZB getragen.

<sup>48</sup> Ohne Mitarbeiter im unbezahlten Urlaub. Mitarbeiter mit unbefristeten, befristeten oder Kurzzeitverträgen sowie die Teilnehmer am Graduate Programme der EZB sind eingerechnet. Ebenfalls erfasst sind Mitarbeiter, die langfristig krankgeschrieben sind oder sich im Mutterschutz befinden.



President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

10 February 2016

#### Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2015, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

#### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

#### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts 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. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

#### *Opinion*

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2015 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Victor Veger  
Certified Public Accountant



Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman Supervisory Board: StB Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otto H. Jacobs - Board of Management: WP/StB Georg Graf Waldersee, Chairman  
WP/StB Hubert Barth - WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer - WP/StB Gunther Ruppel  
dipl. WP Markus T. Schweizer - StB/CPA Mark Smith - CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert  
Registered Office: Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609



***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 Rat der Europäischen Zentralbank  
Frankfurt am Main

10. Februar 2016

Bestätigungsvermerk

Wir haben den Jahresabschluss der Europäischen Zentralbank geprüft, der die Bilanz zum 31. Dezember 2015, die Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2015, eine Zusammenfassung der Rechnungslegungsgrundsätze sowie sonstige Erläuterungen umfasst (siehe „Jahresabschluss“).

*Zuständigkeit des Direktoriums der Europäischen Zentralbank für den Jahresabschluss*

Das Direktorium ist für die Erstellung und eine den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Darstellung des Jahresabschlusses nach den vom EZB-Rat aufgestellten Grundsätzen zuständig; diese Grundsätze sind im Beschluss EZB/2010/21 über den Jahresabschluss der Europäischen Zentralbank, in der geänderten Fassung, dargelegt. Außerdem ist das Direktorium für eine interne Kontrolle verantwortlich, die nach seinem Ermessen für die Erstellung des Jahresabschlusses ohne wesentliche Fehlaussagen, sei es aufgrund von Betrug oder Fehlern, notwendig ist.

*Zuständigkeit des Rechnungsprüfers*

In unserer Zuständigkeit liegt es, einen Prüfbericht zum Jahresabschluss vorzulegen. Wir haben unsere Prüfung unter Beachtung der „International Standards on Auditing“ durchgeführt. Diesen Standards zufolge müssen wir ethischen Anforderungen genügen und haben die Abschlussprüfung so zu planen und durchzuführen, dass wir mit hinreichender Sicherheit beurteilen können, dass der Jahresabschluss keine wesentlichen Fehlaussagen enthält.

Bei der Abschlussprüfung werden die im Abschluss enthaltenen Zahlen und Angaben geprüft. Die Auswahl der hierzu angewandten Verfahren obliegt dem Rechnungsprüfer, einschließlich der Beurteilung der Risiken für wesentliche Fehlaussagen des Jahresabschlusses aufgrund von Betrug oder Fehlern. Im Zusammenhang mit diesen Risikobeurteilungen berücksichtigt der Rechnungsprüfer das interne Kontrollsystem, soweit es für die Erstellung und eine den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Darstellung des Jahresabschlusses von Bedeutung ist, um den Umständen entsprechende Prüfverfahren auszuarbeiten, nicht aber um eine Stellungnahme zur Wirksamkeit der internen Kontrolle der Institution abzugeben. Außerdem wird im Rahmen der Abschlussprüfung die Angemessenheit der angewandten Rechnungslegungsgrundsätze und die Plausibilität der vom Direktorium erbrachten Bilanzschätzungen sowie die Gesamtdarstellung des Jahresabschlusses beurteilt.

Wir sind der Auffassung, dass unsere Prüfung eine hinreichende und angemessene Grundlage für unsere Beurteilung bietet.

*Beurteilung*

Nach unserer Einschätzung vermittelt der Jahresabschluss gemessen an den vom EZB-Rat aufgestellten Grundsätzen, die im Beschluss EZB/2010/21 über den Jahresabschluss der Europäischen Zentralbank, in der geänderten Fassung, dargelegt sind, ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Europäischen Zentralbank zum 31. Dezember 2015.

Mit freundlichen Grüßen

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger  
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

# Erläuterungen zur Gewinnverteilung/Verlustabdeckung

Diese Erläuterungen sind nicht Bestandteil des Jahresabschlusses der EZB für das Jahr 2015.

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.

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.<sup>49</sup>

Der Jahresüberschuss der EZB belief sich im Jahr 2015 auf 1 081,8 Mio €. Nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rats wurde am 29. Januar 2016 eine Gewinnvorauszahlung in Höhe von 812,1 Mio € an die NZBen des Eurogebiets geleistet. Des Weiteren beschloss der EZB-Rat, den verbleibenden Gewinn von 269,7 Mio € an die NZBen des Eurosystems auszuschütten.

Gewinne werden an die NZBen entsprechend ihren eingezahlten Anteilen am gezeichneten Kapital der EZB ausgeschüttet. NZBen außerhalb des Euroraums haben weder Anspruch auf ausschüttbare EZB-Gewinne, noch müssen sie für Verluste der EZB aufkommen.

	2015 (in €)	2014 (in €)
Jahresüberschuss	1 081 790 763	988 832 500
Gewinnvorauszahlung	(812 134 494)	(840 719 787)
Jahresüberschuss nach Gewinnvorauszahlung	269 656 269	148 112 713
Ausschüttung des verbleibenden Gewinns	(269 656 269)	(148 112 713)
<b>Insgesamt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>49</sup> Gemäß Artikel 32.5 der ESZB-Satzung wird die Summe der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken unter den nationalen Zentralbanken entsprechend ihren eingezahlten Anteilen am Kapital der EZB verteilt.

# Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2015<sup>1</sup>

(in Mio €)<sup>2</sup>

AKTIVA	31. Dezember 2015	31. Dezember 2014
<b>1 Gold und Goldforderungen</b>	<b>338 713</b>	<b>343 630</b>
<b>2 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>307 115</b>	<b>270 250</b>
2.1 Forderungen an den IWF	80 384	81 298
2.2 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva	226 732	188 951
<b>3 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>31 109</b>	<b>27 940</b>
<b>4 Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>20 242</b>	<b>18 905</b>
4.1 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite	20 242	18 905
4.2 Forderungen aus der Kreditfazitat im Rahmen des WKM II	0	0
<b>5 Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>558 989</b>	<b>630 341</b>
5.1 Hauptrefinanzierungsgeschäfte	88 978	156 129
5.2 Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	469 543	473 285
5.3 Feinsteueringoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
5.4 Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
5.5 Spitzenrefinanzierungsfazitat	468	924
5.6 Forderungen aus Margenausgleich	0	2
<b>6 Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>107 863</b>	<b>59 942</b>
<b>7 Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>1 161 159</b>	<b>590 265</b>
7.1 Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere	803 135	217 242
7.2 Sonstige Wertpapiere	358 023	373 022
<b>8 Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	<b>25 145</b>	<b>26 715</b>
<b>9 Sonstige Aktiva</b>	<b>230 810</b>	<b>240 252</b>
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>2 781 145</b>	<b>2 208 238</b>

<sup>1</sup> Basierend auf vorläufigen nicht geprüften Zahlen. Alle NZBen werden ihren Jahresabschluss bis Ende Mai 2016 abschließen. Danach wird die endgültige konsolidierte Jahresbilanz des Eurosystems veröffentlicht.

<sup>2</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

PASSIVA	31. Dezember 2015	31. Dezember 2014
<b>1 Banknotenumlauf</b>	<b>1 083 539</b>	<b>1 016 616</b>
<b>2 Verbindlichkeiten in Euro aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>768 419</b>	<b>366 511</b>
2.1 Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	555 864	318 245
2.2 Einlagefazilität	212 415	48 266
2.3 Termineinlagen	0	0
2.4 Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
2.5 Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	140	0
<b>3 Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>5 202</b>	<b>4 635</b>
<b>4 Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>141 805</b>	<b>64 519</b>
5.1 Einlagen von öffentlichen Haushalten	59 295	36 738
5.2 Sonstige Passiva	82 510	27 781
<b>6 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>54 529</b>	<b>47 927</b>
<b>7 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>2 803</b>	<b>1 271</b>
<b>8 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>3 677</b>	<b>4 753</b>
8.1 Einlagen, Guthaben und sonstige Verbindlichkeiten	3 677	4 753
8.2 Verbindlichkeiten aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0
<b>9 Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	<b>59 179</b>	<b>56 211</b>
<b>10 Sonstige Passiva</b>	<b>218 618</b>	<b>219 328</b>
<b>11 Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	<b>346 172</b>	<b>331 398</b>
<b>12 Kapital und Rücklagen</b>	<b>97 201</b>	<b>95 070</b>
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>2 781 145</b>	<b>2 208 238</b>

## Statistikteil

1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen	S 2
2 Konjunkturentwicklung	S 14
3 Preise und Kosten	S 28
4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	S 35
5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	S 40

## Zusätzliche Informationen

Statistiken der EZB:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Methodische Definitionen sind im Abschnitt „General Notes“ des Statistikberichts enthalten:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Einzelheiten zu den Berechnungen können dem Abschnitt „Technical Notes“ des Statistikberichts entnommen werden:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Methodische Zusatzerläuterung

Angaben zum mehrjährigen Durchschnitt von Wachstumsraten beziehen sich auf das geometrische Mittel. Angaben zum mehrjährigen Durchschnitt sonstiger Indikatoren im Statistikteil beziehen sich auf das arithmetische Mittel.

## Abkürzungen und Zeichen

- Daten werden nicht erhoben/Nachweis nicht sinnvoll
- . Daten noch nicht verfügbar
- ... Zahlenwert Null oder vernachlässigbar
- (p) vorläufige Zahl

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.1 Leitzinsen der EZB

(Zinsniveau in % p. a.; Veränderung in Prozentpunkten)

Mit Wirkung vom: <sup>1)</sup>	Einlagefazilität		Hauptrefinanzierungsgeschäfte			Spitzenrefinanzierungsfazilität		
			Mengentender	Zinstender				
	Zinsniveau 1	Veränderung 2	Festzinssatz	Mindestbietungssatz		Zinsniveau 6	Veränderung 7	
			Zinsniveau 3	Zinsniveau 4	Veränderung 5			
1999	1. Jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4. Jan. <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22. Jan.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9. April	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. Febr.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17. März	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28. April	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9. Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28. Juni <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1. Sept.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6. Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11. Mai	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. Sept.	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. Dez.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7. März	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6. Juni	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6. Dez.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8. März	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15. Juni	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. Okt.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13. Dez.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14. März	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13. Juni	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9. Juli	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8. Okt.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9. Okt. <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15. Okt. <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12. Nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10. Dez.	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. März	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8. April	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13. Mai	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13. April	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13. Juli	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. Dez.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012	11. Juli	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013	8. Mai	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
	13. Nov.	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014	11. Juni	-0,10	-0,10	0,15	-	-0,10	0,40	-0,35
	10. Sept.	-0,20	-0,10	0,05	-	-0,10	0,30	-0,10
2015	9. Dez.	-0,30	-0,10	0,05	-	...	0,30	...

Quelle: EZB.

- 1) Für den Zeitraum vom 1. Januar 1999 bis zum 9. März 2004 gelten die Zeitangaben jeweils für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität. Zinsänderungen für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte waren ab dem ersten auf das angegebene Datum folgenden Geschäft wirksam. Die Änderung vom 18. September 2001 wurde am selben Tag wirksam. Seit dem 10. März 2004 gelten die Zeitangaben, soweit nicht anders angegeben, sowohl für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität als auch für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Zinsänderungen sind ab dem ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft, das auf den Beschluss des EZB-Rats folgt, wirksam).
- 2) Am 22. Dezember 1998 kündigte die EZB an, dass der Korridor zwischen den Zinssätzen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität vom 4. bis zum 21. Januar 1999 ausnahmsweise nur 50 Basispunkte betragen würde. Dies sollte den Marktteilnehmern die Umstellung auf das neue System erleichtern.
- 3) Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz entspricht dem Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.
- 4) Mit Wirkung vom 9. Oktober 2008 verringerte die EZB den Korridor für die ständigen Fazilitäten von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Mit Wirkung vom 21. Januar 2009 wurde dieser Korridor wieder auf 200 Basispunkte erweitert.
- 5) Am 8. Oktober 2008 gab die EZB bekannt, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 15. Oktober 2008 abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt würden. Durch diese Änderung wurde der vorherige (am selben Tag gefasste) Beschluss, den Mindestbietungssatz für die als Zinstender durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 50 Basispunkte zu senken, außer Kraft gesetzt.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.2 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Zuteilung im Tenderverfahren)<sup>1)</sup>

(in Mio €; Zinssätze in % p. a.)

### 1.2.1 Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte<sup>2),3)</sup>

Abwicklungstag	Bietungs- volumen	Zahl der Teilnehmer	Zuteilungs- summe	Mengentender	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
				Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>	Durchschnittssatz (gewichtet)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>									
2015	21. Okt.	65 908	123	65 908	0,05	-	-	-	7
	28. Okt.	68 451	129	68 451	0,05	-	-	-	7
	4. Nov.	61 468	114	61 468	0,05	-	-	-	7
	11. Nov.	62 532	120	62 532	0,05	-	-	-	7
	18. Nov.	60 527	113	60 527	0,05	-	-	-	7
	25. Nov.	73 774	123	73 774	0,05	-	-	-	7
	9. Dez.	69 094	111	69 094	0,05	-	-	-	7
	16. Dez.	68 571	113	68 571	0,05	-	-	-	7
	23. Dez.	72 908	115	72 908	0,05	-	-	-	7
	30. Dez.	88 978	149	88 978	0,05	-	-	-	7
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte<sup>5)</sup></b>									
2015	24. Juni <sup>6)</sup>	73 789	128	73 789	0,05	-	-	-	1 190
	25. Juni	17 269	102	17 269	0,05	-	-	-	98
	30. Juli	21 752	126	21 752	0,05	-	-	-	91
	27. Aug.	33 127	123	33 127	0,05	-	-	-	91
	30. Sept. <sup>6)</sup>	15 548	88	15 548	0,05	-	-	-	1 092
	1. Okt.	11 842	92	11 842	0,05	-	-	-	77
	29. Okt.	18 125	109	18 125	0,05	-	-	-	91
	26. Nov.	21 777	112	21 777	0,05	-	-	-	91
	16. Dez. <sup>6)</sup>	18 304	55	18 304	0,05	-	-	-	1 015
	17. Dez. <sup>7)</sup>	11 710	84	11 710	-	-	-	-	105

Quelle: EZB.

1) In jeder Kategorie werden nur die letzten 10 Geschäfte bis zum Jahresende 2015 dargestellt.

2) Seit April 2002 werden Ausgleichstender (d. h. Geschäfte mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden) als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert.

3) Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz ist der Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können. Am 8. Oktober 2008 gab die EZB bekannt, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 15. Oktober 2008 abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt würden. Am 4. März 2010 beschloss die EZB, die regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit beginnend mit dem am 28. April 2010 zuzuteilenden und am 29. April 2010 abzuwickelnden Geschäft wieder als Zinstender durchzuführen.

4) Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.

5) Bei den am 22. Dezember 2011 und am 1. März 2012 abgewickelten Geschäften hatten die Geschäftspartner die Option auf vorzeitige Rückzahlung nach einem Jahr (in beliebiger Höhe, jeweils im Rahmen der Abwicklung von Hauptrefinanzierungsgeschäften).

6) Gezieltes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft. Nähere Angaben finden sich auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Monetary Policy“ (unter „Instruments“ und dort unter „Open market operations“).

7) Bei diesem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft erfolgt die Zuteilung aller Gebote zu dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz aller Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit des Geschäfts (in dieser Darstellung auf zwei Dezimalstellen gerundet). Eine Erläuterung der genauen Berechnungsmethode findet sich in den „Technical Notes“.

### 1.2.2 Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäftes	Bietungs- volumen	Zahl der Teilnehmer	Zuteilungs- summe	Mengen- tender	Zinstender				Laufzeit (Tage)	
					Festzins- satz	Mindest- bietungssatz	Höchst- bietungssatz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>2)</sup>	Durch- schnittssatz (gewichtet)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014	9. April Hereinnahme von Termineinlagen	192 515	156	172 500	-	-	0,25	0,24	0,22	7	
	16. April Hereinnahme von Termineinlagen	153 364	139	153 364	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
	23. April Hereinnahme von Termineinlagen	166 780	139	166 780	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
	30. April Hereinnahme von Termineinlagen	103 946	121	103 946	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
	7. Mai Hereinnahme von Termineinlagen	165 533	158	165 533	-	-	0,25	0,25	0,23	7	
	14. Mai Hereinnahme von Termineinlagen	144 281	141	144 281	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
	21. Mai Hereinnahme von Termineinlagen	137 465	148	137 465	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
	28. Mai Hereinnahme von Termineinlagen	102 878	119	102 878	-	-	0,25	0,25	0,25	7	
	4. Juni Hereinnahme von Termineinlagen	119 200	140	119 200	-	-	0,25	0,25	0,24	7	
	11. Juni Hereinnahme von Termineinlagen	108 650	122	108 650	-	-	0,15	0,15	0,13	7	

Quelle: EZB.

1) In jeder Kategorie sind nur die letzten 10 Geschäfte bis zum Jahresende 2015 dargestellt.

2) Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.3 Renditen langfristiger Staatsanleihen

(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,8	4,5	2,8	3,0	2,4	1,7	0,8
Deutschland	3,3	4,3	1,9	1,5	1,6	1,2	0,5
Estland <sup>2)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Irland	4,6	4,4	4,9	6,2	3,8	2,4	1,2
Griechenland	7,5	4,8	11,3	22,5	10,1	6,9	9,7
Spanien	4,3	4,4	4,1	5,8	4,6	2,7	1,7
Frankreich	3,6	4,4	2,5	2,5	2,2	1,7	0,8
Italien	4,4	4,6	4,0	5,5	4,3	2,9	1,7
Zypern	5,4	5,3	5,6	7,0	6,5	6,0	4,5
Lettland	5,5	5,3	5,7	4,6	3,3	2,5	1,0
Litauen	5,3	5,2	5,4	4,8	3,8	2,8	1,4
Luxemburg	3,3	4,1	2,2	1,8	1,9	1,3	0,4
Malta	4,3	5,0	3,5	4,1	3,4	2,6	1,5
Niederlande	3,5	4,4	2,2	1,9	2,0	1,5	0,7
Österreich	3,6	4,4	2,4	2,4	2,0	1,5	0,7
Portugal	5,2	4,5	6,1	10,5	6,3	3,8	2,4
Slowenien	4,7	5,1	4,3	5,8	5,8	3,3	1,7
Slowakei	4,4	5,3	3,4	4,6	3,2	2,1	0,9
Finnland	3,5	4,4	2,2	1,9	1,9	1,4	0,7
Euroraum	3,9	4,4	3,1	3,9	3,0	2,0	1,2
Bulgarien	4,8	5,0	4,6	4,5	3,5	3,3	2,5
Tschechische Republik	3,7	4,6	2,8	2,8	2,1	1,6	0,6
Dänemark	3,5	4,5	2,1	1,4	1,7	1,3	0,7
Kroatien	5,4	5,1	5,6	6,1	4,7	4,1	3,6
Ungarn	7,0	7,3	6,6	7,9	5,9	4,8	3,4
Polen	5,7	6,6	4,7	5,0	4,0	3,5	2,7
Rumänien	6,7	7,3	6,3	6,7	5,4	4,5	3,5
Schweden	3,5	4,5	2,1	1,6	2,1	1,7	0,7
Vereinigtes Königreich	3,9	4,8	2,5	1,7	2,0	2,1	1,8
Europäische Union	4,0	4,6	3,2	3,7	3,0	2,2	1,4
Vereinigte Staaten	3,8	4,7	2,6	1,8	2,3	2,5	2,1
Japan	1,2	1,5	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4

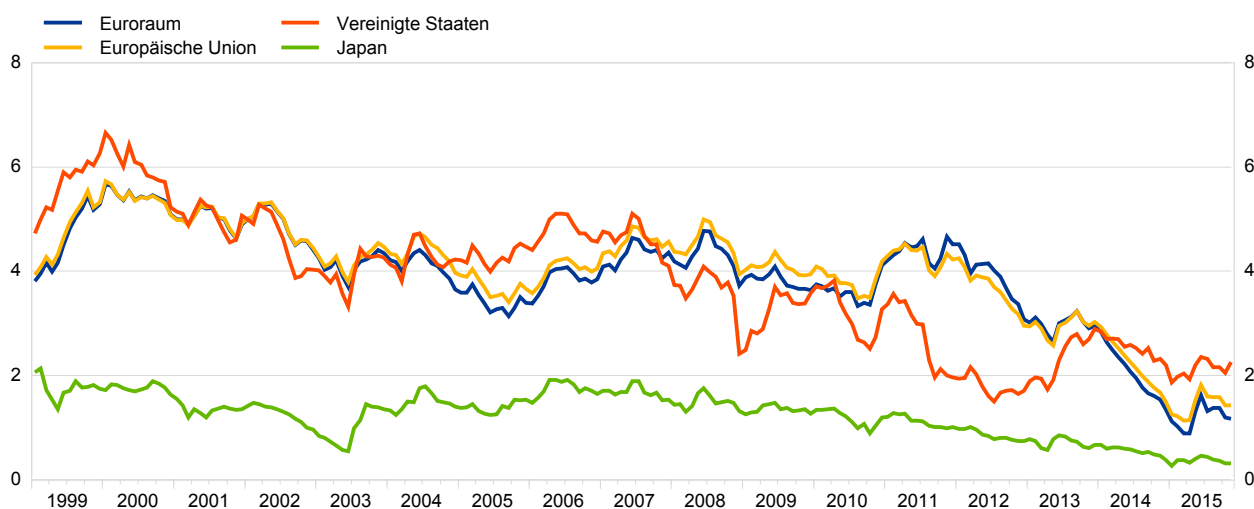
Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage der von den nationalen Zentralbanken gemeldeten Tageswerte. Die Angaben zu Japan und den USA stammen von Thomson Reuters.

1) Angaben zu Zypern, Lettland, Litauen, Malta, Slowenien, zur Slowakei, zur Tschechischen Republik, zu Ungarn und Polen liegen ab Januar 2001 vor, Angaben zu Bulgarien ab Januar 2003, Angaben zu Kroatien ab Dezember 2005 und Angaben zu Rumänien ab April 2005.

2) Es gibt keine estnischen Staatsanleihen, auf die die Definition langfristiger Renditen für Konvergenzzwecke zutrifft. Ein passender Ersatzindikator war nicht zu ermitteln.

Abbildung 1.3 Renditen langfristiger Staatsanleihen<sup>1)</sup>

(in % p. a.; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage der von den nationalen Zentralbanken gemeldeten Tageswerte. Die Angaben zu Japan und den USA stammen von Thomson Reuters.

1) Angaben zu Zypern, Lettland, Litauen, Malta, Slowenien, zur Slowakei, zur Tschechischen Republik, zu Ungarn und Polen liegen ab Januar 2001 vor, Angaben zu Bulgarien ab Januar 2003, Angaben zu Kroatien ab Dezember 2005 und Angaben zu Rumänien ab April 2005.



# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.4 Ausgewählte Aktienmarktindizes

(Veränderung in %)

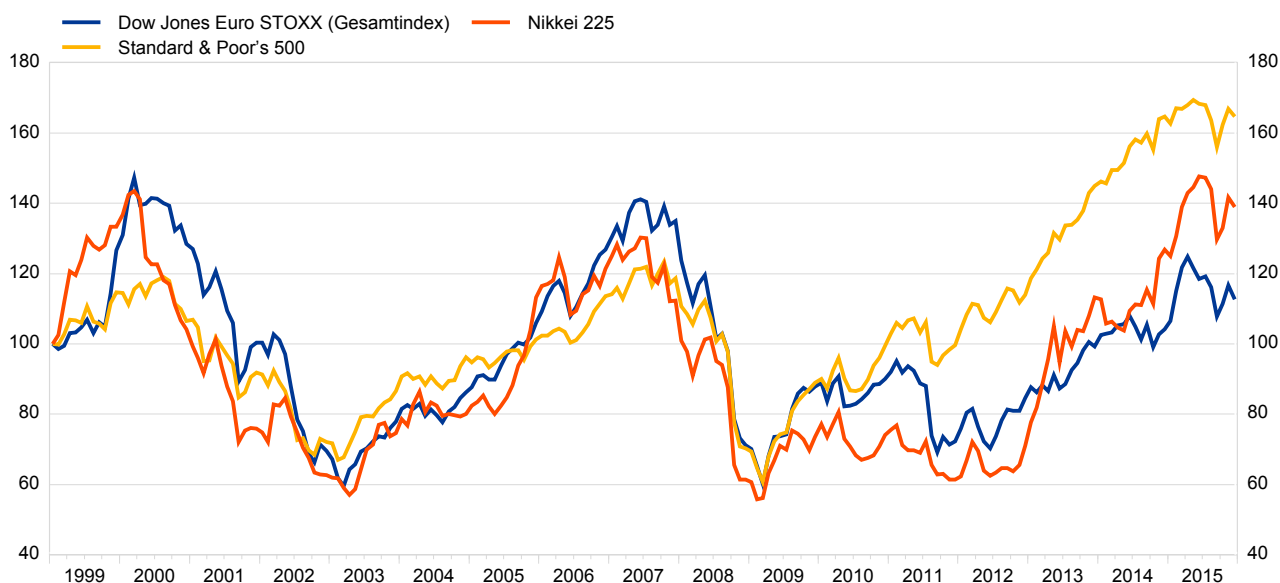
	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien – BEL-20-Index	10,8	-42,9	47,3	18,8	18,1	12,4	12,6
Deutschland – DAX-30-Index	54,4	-30,9	80,3	29,1	25,5	2,7	9,6
Estland – OMXT-Index	616,3	119,0	122,2	38,2	11,4	-7,7	19,1
Irland – ISEQ-Index	35,4	-53,3	128,3	17,1	33,6	15,1	30,0
Griechenland – ASE-Index	-88,9	-68,7	-71,3	33,4	28,1	-28,9	-23,6
Spanien – IBEX-35-Index	-18,0	-21,0	-20,1	-4,7	21,4	3,7	-7,2
Frankreich – CAC-40-Index	-22,2	-46,0	17,8	15,2	18,0	-0,5	8,5
Italien – FTSEMIB-Index	-49,7	-54,3	-7,9	7,8	16,6	0,2	12,7
Zypern – CSE-Index	-93,3	9,4	-95,8	-61,2	-10,1	-17,0	-20,9
Lettland – OMXR-Index	281,5	74,1	113,1	6,7	16,2	-11,3	45,7
Litauen – OMXV-Index	386,0	79,3	85,7	18,8	18,7	7,3	7,4
Luxemburg – LuxX-Index	-0,5	-29,8	1,4	9,9	16,1	4,9	-8,5
Malta – MSE-Index	35,2	-2,1	28,0	3,8	14,8	-9,6	33,0
Niederlande – AEX-Index	-34,2	-63,4	31,8	9,7	17,2	5,6	4,1
Österreich – ATX-Index	100,1	46,2	-4,0	26,9	6,1	-15,2	11,0
Portugal – PSI-20-Index	-55,6	-47,0	-37,2	2,9	16,0	-26,8	10,7
Slowenien – SBITOP-Index	-52,7	-42,0	-29,2	7,8	3,2	19,6	-11,2
Slowakei – SAX-Index	279,3	366,0	9,5	-10,8	2,9	12,4	31,5
Finnland – OMXH-Index	-41,0	-62,9	33,1	8,3	26,5	5,7	10,8
Euroraum – DJ-Euro-STOXX-Gesamtindex	-17,1	-46,5	25,6	15,5	20,5	1,7	8,0
Bulgarien – SOFIX-Index	331,8	236,0	7,9	7,2	42,3	6,2	-11,7
Tschechische Republik – PX-50-Index	95,3	75,3	-14,4	14,0	-4,8	-4,3	1,0
Dänemark – OMXC-20-Index	296,6	-3,1	201,2	27,2	24,1	20,9	36,2
Kroatien – CROBEX-Index	44,1	46,9	-15,7	0,0	3,1	-2,7	-3,2
Ungarn – BUX-Index	171,2	38,8	12,7	7,1	2,2	-10,4	43,8
Polen – WIG-Index	157,0	50,6	16,2	26,2	8,1	0,3	-9,6
Rumänien – BET-Index	1 461,6	546,8	49,3	18,7	26,1	9,1	-1,1
Schweden – OMXS-30-Index	20,7	-44,8	52,0	11,8	20,7	9,9	-1,2
Vereinigtes Königreich – FTSE-100-Index	-9,9	-36,0	15,3	5,8	14,4	-2,7	-4,9
Vereinigte Staaten – S&P-500-Index	39,1	-38,5	83,3	13,4	29,6	11,4	-0,7
Japan – Nikkei-225-Index	0,5	-53,2	80,5	22,9	56,7	7,1	9,1

Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage der Tageswerte von Thomson Reuters Datastream und Bloomberg.

1) Angaben zu Bulgarien und Lettland liegen ab 2000 vor, Angaben zu Zypern ab 2004, Angaben zu Kroatien ab 2002 und Angaben zu Slowenien ab 2007.

### Abbildung 1.4 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Index: Januar 1999 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage der Tageswerte von Thomson Reuters Datastream und Bloomberg.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.5 Geldmarkt: Interbankenzinsen (3 Monate)<sup>1)</sup>

(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Euroraum – EURIBOR	2,23	3,35	0,63	0,57	0,22	0,21	-0,02
Bulgarien – SOFIBOR	3,44	4,57	2,61	2,26	1,14	0,78	0,54
Tschechische Republik – PRIBOR	2,58	3,70	0,97	1,00	0,46	0,36	0,31
Dänemark – CIBOR	2,52	3,64	0,90	0,62	0,27	0,31	-0,12
Kroatien – ZIBOR	5,71	7,54	3,09	3,42	1,52	0,97	1,23
Ungarn – BUBOR	7,80	9,70	5,10	7,00	4,32	2,41	1,61
Polen – WIBOR	6,83	9,11	3,58	4,91	3,03	2,52	1,75
Rumänien – ROBOR	16,36	24,65	5,40	5,34	4,23	2,54	1,33
Schweden – STIBOR	2,52	3,44	1,14	2,00	1,19	0,66	-0,20
Vereinigtes Königreich – LIBOR	2,22	3,36	0,59	0,49	0,15	0,18	-0,02
Vereinigte Staaten – LIBOR	2,35	3,73	0,37	0,43	0,27	0,23	0,31
Japan – LIBOR	0,26	0,29	0,21	0,19	0,15	0,13	0,09

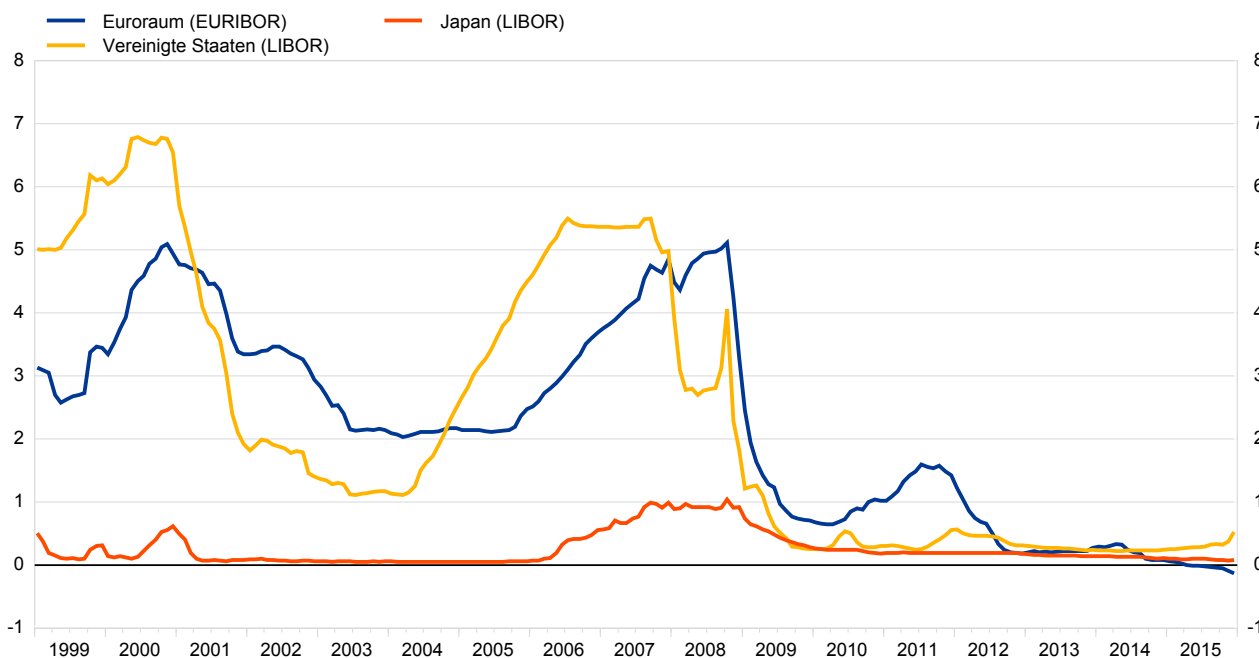
Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage der Tageswerte von Thomson Reuters und Thomson Reuters Datastream.

1) Interbankenzinsen für Beträge in der Währung des jeweiligen Referenzgebiets.

2) Angaben zu Bulgarien liegen ab 2003 vor.

### Abbildung 1.5 Geldmarkt: Interbankenzinsen (3 Monate)

(in % p. a.; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage der Tageswerte von Thomson Reuters.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.6 Kreditfinanzierungskosten (gewichtet)

(in % p. a.; Neugeschäft; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

### 1.6.1 Nichtfinanzielle Unternehmen<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,24	4,24	2,38	2,40	2,28	2,26	2,00
Deutschland	3,76	4,75	2,91	2,94	2,57	2,48	2,09
Estland	-	-	3,77	3,71	3,16	2,97	2,51
Irland	4,27	5,10	3,55	3,68	3,60	3,69	3,06
Griechenland	5,77	5,78	5,77	6,57	6,25	5,83	5,13
Spanien	3,69	4,21	3,24	3,59	3,58	3,36	2,63
Frankreich	3,21	4,11	2,43	2,59	2,17	2,10	1,74
Italien	4,14	4,90	3,50	4,13	4,00	3,56	2,59
Zypern	-	-	6,17	6,95	6,30	5,82	4,78
Lettland	-	-	-	-	-	3,51	3,33
Litauen	-	-	-	-	-	-	2,49
Luxemburg	2,99	4,03	2,09	1,99	1,77	1,65	1,38
Malta	-	-	4,52	4,50	4,48	4,26	3,94
Niederlande	3,34	4,30	2,52	2,52	2,36	2,32	1,84
Österreich	3,19	4,26	2,27	2,27	2,01	1,97	1,82
Portugal	5,25	5,34	5,17	6,25	5,64	5,00	3,96
Slowenien	4,56	4,36	4,74	4,97	4,85	4,39	3,12
Slowakei	-	-	2,96	2,82	2,62	2,66	2,41
Finnland	3,06	4,05	2,21	2,22	2,08	2,13	1,85
Euroraum <sup>2)</sup>	3,69	4,51	2,98	3,21	2,97	2,78	2,23

Quelle: MFI-Zinssatzstatistik der EZB.

1) Im gewichteten Indikator der Kreditfinanzierungskosten nichtfinanzieller Unternehmen werden die Zinssätze für sämtliche Unternehmenskredite (einschließlich der Zinsen für Überziehungskredite) abgebildet. Der Indikator wird von der MFI-Zinsstatistik abgeleitet.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

### 1.6.2 Wohnungsbaukredite an private Haushalte<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,24	4,24	2,38	3,63	3,45	3,17	2,51
Deutschland	3,76	4,75	2,91	3,07	2,76	2,50	1,96
Estland	-	-	3,77	2,96	2,72	2,52	2,30
Irland	4,27	5,10	3,55	3,36	3,42	3,44	3,42
Griechenland	5,77	5,78	5,77	3,21	2,81	2,93	2,63
Spanien	3,69	4,21	3,24	3,27	2,99	2,93	2,23
Frankreich	3,21	4,11	2,43	3,76	3,18	2,95	2,31
Italien	4,14	4,90	3,50	3,96	3,69	3,20	2,51
Zypern	-	-	6,17	5,18	4,88	4,42	3,63
Lettland	-	-	-	-	-	3,33	3,08
Litauen	-	-	-	-	-	-	1,87
Luxemburg	2,99	4,03	2,09	2,23	2,13	2,02	1,86
Malta	-	-	4,52	3,38	3,22	2,93	2,78
Niederlande	3,34	4,30	2,52	4,29	3,78	3,35	2,90
Österreich	3,19	4,26	2,27	2,72	2,39	2,29	2,01
Portugal	5,25	5,34	5,17	3,89	3,25	3,19	2,38
Slowenien	4,56	4,36	4,74	3,37	3,20	3,21	2,53
Slowakei	-	-	2,96	4,74	4,10	3,42	2,74
Finnland	3,06	4,05	2,21	1,97	2,01	1,81	1,36
Euroraum <sup>2)</sup>	3,69	4,51	2,98	3,47	3,07	2,80	2,26

Quelle: MFI-Zinssatzstatistik der EZB.

1) Im Indikator der Kreditfinanzierungskosten privater Haushalte werden die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte abgebildet. Der Indikator wird von der MFI-Zinsstatistik abgeleitet.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.7 Einlagesatz (gewichtet)

(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

### 1.7.1 Nichtfinanzielle Unternehmen<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,53	2,79	0,46	0,42	0,34	0,35	0,15
Deutschland	1,61	2,86	0,53	0,49	0,24	0,24	0,16
Estland	-	-	0,72	0,57	0,30	0,31	0,23
Irland	1,80	2,75	0,99	1,38	0,57	0,41	0,15
Griechenland	-	-	-	-	-	-	-
Spanien	2,13	2,90	1,48	1,90	1,55	0,80	0,36
Frankreich	1,88	2,89	1,02	1,35	0,81	0,74	0,31
Italien	2,07	2,88	1,37	1,81	1,80	1,22	0,88
Zypern	-	-	2,93	3,93	2,68	2,44	1,72
Lettland	-	-	-	-	-	-	-
Litauen	-	-	0,68	0,65	0,36	0,22	0,17
Luxemburg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Niederlande	-	-	-	0,46	0,19	0,17	0,06
Österreich	1,78	2,92	0,80	0,85	0,45	0,44	0,32
Portugal	2,25	2,97	1,63	1,79	1,57	0,96	0,46
Slowenien	-	-	1,46	2,21	1,66	0,72	0,27
Slowakei	-	-	0,61	0,64	0,44	0,39	0,24
Finnland	1,57	2,80	0,51	0,45	0,29	0,42	0,30
Euroraum <sup>2)</sup>	1,84	2,86	0,97	1,21	0,94	0,61	0,32

Quelle: MFI-Zinssatzstatistik.

1) Neueinlagen mit einer vereinbarten Laufzeit ohne täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

### 1.7.2 Private Haushalte<sup>1)</sup>

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,94	2,75	1,24	1,25	1,30	1,17	1,00
Deutschland	1,90	2,80	1,13	1,33	0,86	0,69	0,47
Estland	1,79	2,75	0,97	0,92	0,53	0,55	0,58
Irland	1,93	2,64	1,32	1,90	0,94	0,64	0,33
Griechenland	-	-	-	-	-	-	-
Spanien	2,38	2,89	1,94	2,60	1,83	0,99	0,46
Frankreich	2,48	2,89	2,12	2,44	2,18	2,19	1,68
Italien	1,94	2,07	1,83	2,98	2,14	1,59	1,20
Zypern	-	-	3,45	4,39	2,95	2,56	1,77
Lettland	-	-	1,33	0,90	0,49	0,50	0,56
Litauen	-	-	1,12	0,96	0,54	0,43	0,28
Luxemburg	-	-	-	0,68	-	-	-
Malta	-	-	2,13	2,42	2,26	1,83	1,33
Niederlande	-	-	-	3,01	2,33	2,09	1,92
Österreich	1,99	2,89	1,22	1,45	0,89	0,74	0,45
Portugal	2,40	2,67	2,16	3,13	2,16	1,59	0,75
Slowenien	-	-	2,01	2,70	2,25	1,25	0,58
Slowakei	-	-	1,94	2,40	1,71	1,67	1,68
Finnland	2,14	2,97	1,43	1,56	1,10	1,09	0,96
Euroraum <sup>2)</sup>	2,37	2,81	1,98	2,76	1,99	1,35	0,82

Quelle: MFI-Zinssatzstatistik.

1) Neueinlagen mit einer vereinbarten Laufzeit ohne täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.8 Absatz von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euroraum in allen Währungen

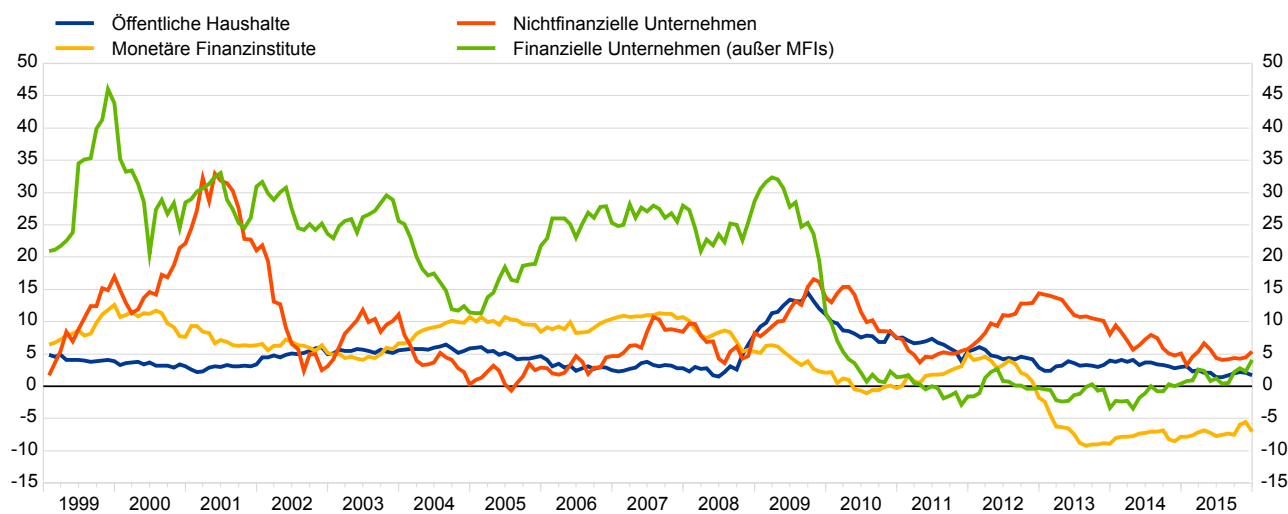
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,3	2,6	2,5	5,6	1,4	1,4	1,3
Deutschland	2,2	4,8	-1,5	-1,1	-4,1	-2,6	-0,6
Estland	-	-	7,8	30,8	9,9	10,4	-0,6
Irland	5,8	9,9	-1,6	-2,1	-3,0	-3,5	-0,5
Griechenland	4,9	12,6	-7,2	-9,0	-25,6	-11,4	-4,6
Spanien	9,0	15,6	-0,7	5,1	-4,1	-6,9	-4,5
Frankreich	6,4	8,4	3,4	6,7	0,1	2,7	0,7
Italien	4,4	6,4	0,7	6,5	1,5	-1,3	-3,8
Zypern	-	-	-2,9	-0,3	2,5	-5,6	-2,9
Lettland	-	-	22,1	48,0	34,4	34,9	9,1
Litauen	-	-	1,9	-	-	3,7	-2,1
Luxemburg	6,4	0,2	14,7	33,6	20,8	13,3	16,1
Malta	-	-	10,2	7,4	6,8	14,3	13,1
Niederlande	7,6	12,6	0,8	0,2	-0,8	-0,4	1,6
Österreich	5,0	9,6	-1,3	-0,3	-2,1	-1,8	-3,1
Portugal	7,2	10,4	0,1	-1,8	-2,0	-7,4	-6,5
Slowenien	-	-	10,5	-1,6	11,9	29,6	3,6
Slowakei	12,3	13,7	10,4	17,5	13,7	7,7	1,6
Finnland	5,2	3,6	6,6	11,4	8,5	7,2	-1,3
Euroraum	5,2	7,7	1,1	3,6	-0,6	-0,7	-0,5

Quelle: EZB.

## Abbildung 1.8 Absatz von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euroraum nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.9 Absatz börsennotierter Aktien durch Ansässige im Euroraum

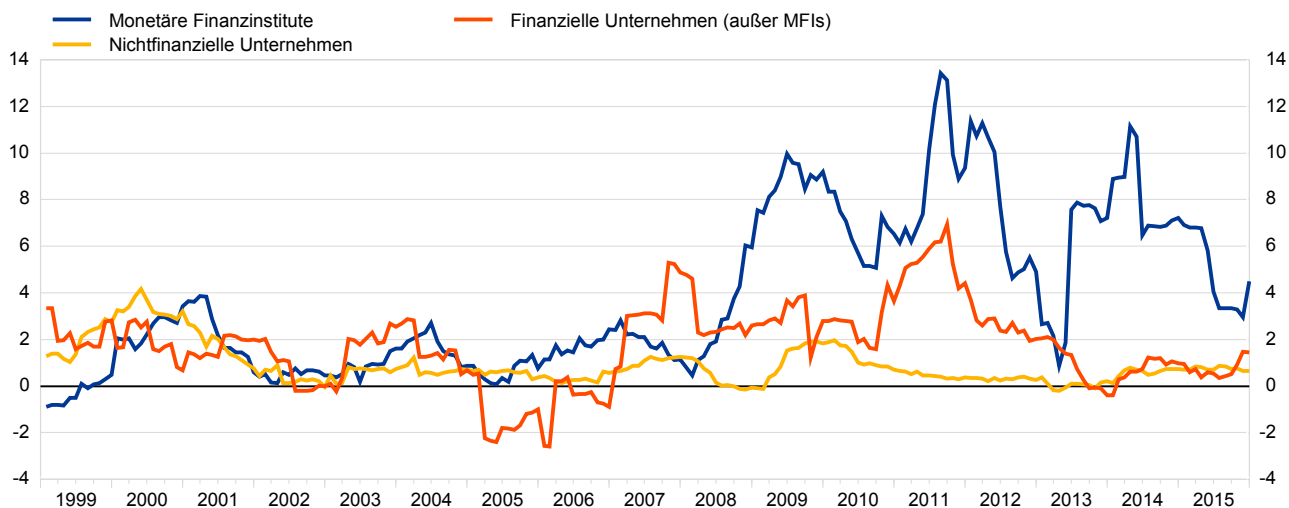
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	-0,3	-0,9	0,4	-0,7	1,0	1,3	1,0
Deutschland	1,3	1,4	1,0	0,9	0,3	0,7	0,9
Estland	-	-	-8,0	-5,8	-4,5	-3,8	-4,8
Irland	2,8	1,0	0,8	5,2	-6,1	-0,7	0,3
Griechenland	8,1	1,5	19,5	1,8	39,6	35,1	6,8
Spanien	1,2	1,1	1,3	1,1	0,8	0,3	2,5
Frankreich	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8
Italien	1,6	1,1	1,9	3,7	0,7	1,4	1,8
Zypern	-	-	16,0	13,8	9,3	13,8	23,1
Lettland	-	-	0,3	0,0	0,0	0,1	0,6
Litauen	-	-	-0,5	-	-	-0,7	-3,9
Luxemburg	5,3	5,7	5,5	4,7	1,2	5,8	4,2
Malta	-	-	4,1	0,4	2,2	5,1	8,0
Niederlande	0,3	0,3	0,3	-0,7	-0,6	0,7	0,0
Österreich	5,9	8,7	2,4	1,4	1,2	5,2	2,3
Portugal	2,4	2,3	2,5	4,0	2,3	3,2	3,4
Slowenien	-	-	1,0	0,6	2,8	1,1	0,5
Slowakei	-	-	0,6	4,0	-0,1	0,0	-0,1
Finnland	0,1	-0,5	1,1	0,9	1,4	2,3	0,9
<b>Euroraum</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>

Quelle: EZB.

## Abbildung 1.9 Absatz börsennotierter Aktien durch Ansässige im Euroraum nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.10 Geldmengenaggregate, Komponenten und Gegenposten<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in % zum Jahresende; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; saisonbereinigt)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
<b>Komponenten von M3</b>							
M3	5,3	7,5	2,2	3,5	1,0	3,8	4,7
M2	5,6	7,3	3,1	4,5	2,5	3,8	5,2
M1	7,5	7,8	7,1	6,5	5,8	8,1	10,7
Bargeldumlauf	7,5	9,0	5,5	2,4	5,3	6,4	6,7
Täglich fällige Einlagen	7,5	7,6	7,4	7,4	5,9	8,4	11,5
M2 - M1 (sonstige kurzfristige Einlagen)	3,3	7,1	-1,9	2,0	-1,8	-2,3	-3,5
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	2,5	10,3	-7,7	-2,1	-6,4	-5,4	-9,1
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	3,8	3,3	4,5	5,9	2,2	0,1	0,5
M3 - M2 (marktfähige Finanzinstrumente)	2,3	8,8	-6,2	-6,5	-16,1	4,0	-2,8
Repogeschäfte	0,1	6,2	-8,2	-11,4	-9,2	0,8	-35,1
Geldmarktfondsanteile	3,9	9,4	-3,5	-3,9	-10,4	2,6	11,9
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	-1,2	11,9	-17,2	-9,7	-38,0	18,7	-25,5
<b>Gegenposten zu M3<sup>2)</sup></b>							
Verbindlichkeiten der MFIs:							
Bestände des Zentralstaats	3,4	7,2	-1,8	-1,2	-14,7	-2,2	3,0
Längerfristige Finanzverbindlichkeiten gegenüber sonstigen Ansässigen im Euroraum							
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	3,3	5,8	-0,2	-6,1	-0,8	-5,2	-4,6
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	-2,7	-0,9	-5,3	-8,8	-13,5	2,2	-14,5
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	3,1	7,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,9	-8,4
Kapital und Rücklagen	6,7	7,4	5,7	7,1	3,4	4,6	4,3
Forderungen der MFIs:							
Forderungen an Ansässige des Euroraums	4,5	6,9	1,0	0,5	-2,0	-0,2	2,3
Forderungen an öffentliche Haushalte	2,8	0,6	5,9	5,8	-0,7	2,1	7,8
darunter: Buchkredite	0,5	-0,1	1,3	-0,3	-6,3	1,5	-1,9
Forderungen an den privaten Sektor <sup>3)</sup>	5,0	8,7	-0,1	-0,7	-2,3	-0,8	0,8
darunter: Buchkredite <sup>4)</sup>	4,8	8,4	0,0	-0,5	-2,4	-0,3	0,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

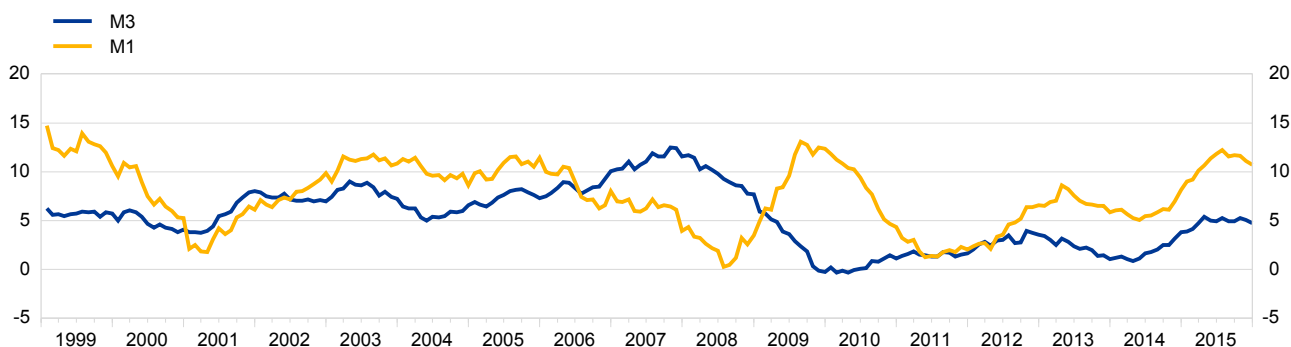
2) In der Tabelle sind nur ausgewählte Gegenposten von M3 dargestellt. Nicht enthalten sind Netto-Auslandsforderungen und „sonstige Gegenposten“ (Restgröße).

3) Der private Sektor umfasst alle Nicht-MFIs des Euroraums mit Ausnahme der öffentlichen Haushalte.

4) Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt.

## Abbildung 1.10 Geldmengenaggregate<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in % zum Monatsende; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.11 MFI-Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in % zum Jahresende; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; nicht saisonbereinigt)

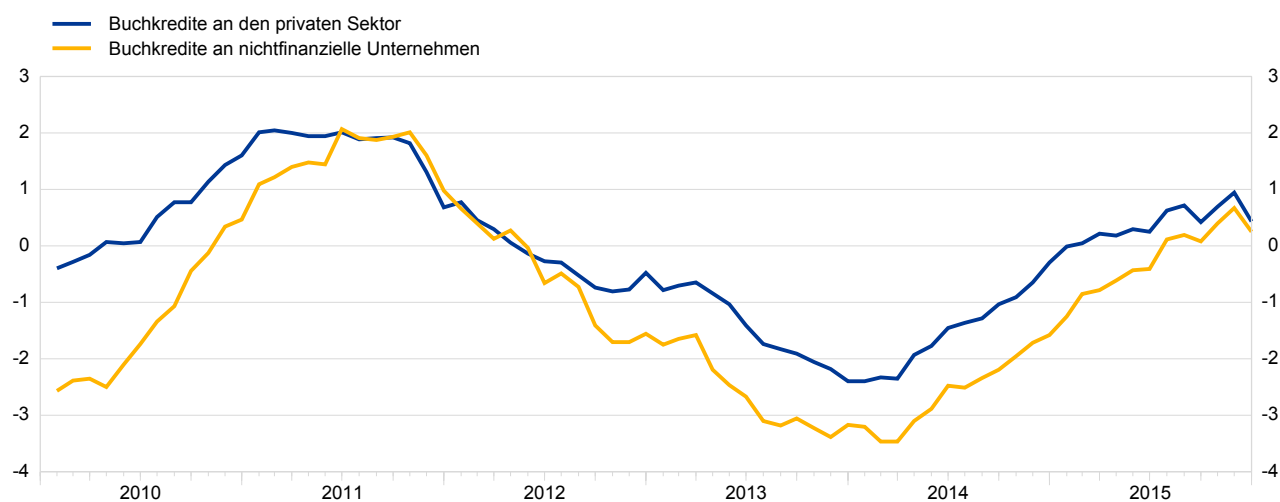
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgien	2,2	4,9	2,1	1,3	1,1	0,6	3,0
Deutschland	-0,2	-0,8	0,3	0,6	-1,9	-0,5	0,8
Estland	1,0	-5,1	-4,9	3,1	3,6	3,6	6,4
Irland	-5,2	-6,4	-2,4	-4,0	-5,7	-6,6	-6,0
Griechenland	-2,7	0,0	-2,4	-6,2	-3,2	-2,8	-1,3
Spanien	-5,0	-0,9	-4,0	-7,6	-10,1	-6,3	-1,0
Frankreich	2,2	1,5	4,7	1,3	-0,2	2,9	3,2
Italien	-1,0	2,1	2,5	-2,2	-5,5	-2,5	-0,5
Zypern	1,5	2,6	8,2	4,6	-5,7	-0,8	0,7
Lettland	-1,7	-	-5,3	3,3	-0,6	-6,7	1,1
Litauen	-1,4	-9,5	0,3	2,5	-3,2	-1,2	3,3
Luxemburg	-2,0	-6,8	-5,4	-7,5	-3,0	2,9	9,1
Malta	-3,5	-2,0	2,8	-1,7	-9,1	4,9	-14,7
Niederlande	-0,1	1,7	3,7	2,8	1,7	-5,0	-5,1
Österreich	1,3	1,9	3,8	0,5	-0,2	1,0	0,8
Portugal	-2,9	1,7	-2,7	-5,2	-3,0	-6,8	-1,3
Slowenien	-6,4	-0,1	-3,4	-4,8	-7,8	-13,9	-7,5
Slowakei	2,9	1,6	7,6	-2,3	1,7	1,9	7,3
Finnland	5,8	4,2	9,9	4,7	5,7	5,0	5,2
<b>Euroraum</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,2</b>
Bulgarien	2,9	2,7	6,0	5,4	1,4	2,4	-0,5
Tschechische Republik	3,4	1,7	6,3	2,4	2,4	1,7	6,3
Dänemark	-1,2	-1,9	-4,5	-2,0	1,1	0,5	-0,2
Kroatien	-4,7	-	-	-12,3	0,5	-3,4	-3,1
Ungarn	-3,2	-3,0	-5,9	-3,6	-1,3	1,8	-7,1
Polen	5,4	-1,2	14,0	5,8	1,5	5,1	7,9
Rumänien	1,3	9,4	9,9	1,2	-5,7	-3,5	-2,6
Schweden	3,1	3,4	6,6	2,3	1,0	2,6	2,8
Vereinigtes Königreich	-4,6	-7,1	-5,7	-5,1	-5,6	-3,4	-0,4

Quelle: EZB.

1) Die Angaben für die Euro-Länder beziehen sich auf die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum durch sonstige MFIs (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen). Die Angaben für die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums beziehen sich auf die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen im jeweiligen Land.

## Abbildung 1.11 MFI-Kredite an den privaten Sektor und an nichtfinanzielle Unternehmen<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in % zum Monatsende; saisonbereinigt; um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt)



Quelle: EZB.

1) Der private Sektor umfasst alle Nicht-MFIs des Euroraums mit Ausnahme der öffentlichen Haushalte.



# 1 Finanzielle und monetäre Entwicklungen

## 1.12 MFI-Kredite an private Haushalte<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in % zum Jahresende; Durchschnitte der Berichtszeiträume; nicht saisonbereinigt)

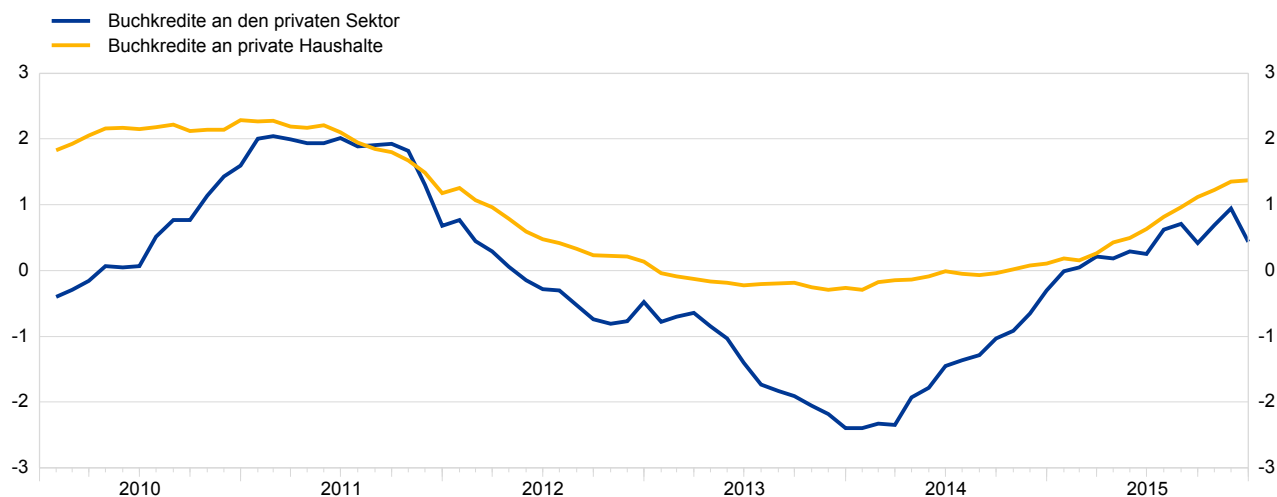
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgien	4,3	6,3	5,3	4,1	2,2	3,8	4,3
Deutschland	1,3	0,7	0,7	1,3	1,2	1,5	2,8
Estland	-0,1	-3,0	-2,2	-2,3	0,4	2,5	3,9
Irland	-4,0	-5,4	-3,8	-3,8	-3,9	-3,6	-3,6
Griechenland	-3,0	-0,6	-4,3	-4,2	-3,0	-3,0	-2,8
Spanien	-2,9	-0,1	-2,7	-3,8	-4,7	-3,8	-2,2
Frankreich	3,5	6,1	4,5	2,5	2,6	1,9	3,5
Italien	1,1	5,0	3,4	-0,5	-1,3	-0,5	0,8
Zypern	1,1	9,1	4,7	1,7	-4,6	-2,7	-1,0
Lettland	-4,5	-	-6,2	-5,3	-4,8	-3,9	-2,5
Litauen	-0,4	-5,2	-1,7	-1,5	0,0	1,5	4,9
Luxemburg	4,3	2,2	5,2	5,6	3,9	4,1	4,9
Malta	5,8	6,5	6,2	4,4	4,3	6,8	6,5
Niederlande	-0,3	1,6	0,8	-0,4	-1,7	-1,4	-0,7
Österreich	1,1	0,7	1,5	0,6	0,6	1,1	1,9
Portugal	-2,5	2,1	-2,2	-4,4	-4,1	-3,5	-2,6
Slowenien	0,7	8,0	1,7	-1,7	-2,8	-1,5	0,6
Slowakei	11,7	12,5	11,1	10,3	10,3	13,2	13,1
Finnland	3,9	6,1	5,6	4,9	2,1	1,9	2,7
Euroraum	0,8	2,3	1,2	0,1	-0,3	0,1	1,4
Bulgarien	-0,1	0,2	0,3	-0,3	0,4	-1,0	-0,3
Tschechische Republik	5,7	7,2	6,4	4,5	5,0	4,5	6,8
Dänemark	0,4	1,4	0,8	0,6	-1,6	0,2	0,8
Kroatien	-1,4	-	-	-1,5	-1,3	-1,0	-1,7
Ungarn	-8,7	-4,4	-16,7	-6,0	-5,8	-7,1	-12,0
Polen	5,4	10,3	2,7	7,0	3,9	4,1	4,6
Rumänien	1,5	3,6	4,6	-2,0	-1,4	0,3	4,1
Schweden	6,0	8,0	5,3	4,4	4,9	5,8	7,5
Vereinigtes Königreich	0,2	-5,6	-0,2	0,6	0,6	2,8	3,3

Quelle: EZB.

1) Die Angaben für die Euro-Länder beziehen sich auf die Kreditvergabe an private Haushalte im Euroraum durch sonstige MFIs (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen). Die Angaben für die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums beziehen sich auf die Kreditvergabe an private Haushalte im jeweiligen Land.

## Abbildung 1.12 MFI-Kredite an den privaten Sektor und an private Haushalte<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in % zum Monatsende; saisonbereinigt; um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt)



Quelle: EZB.

1) Der private Sektor umfasst alle Nicht-MFIs des Euroraums mit Ausnahme der öffentlichen Haushalte.

## 2 Konjunkturentwicklung

### 2.1 BIP

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,7	2,3	0,6	0,2	0,0	1,3	.
Deutschland	1,3	1,6	0,8	0,4	0,3	1,6	1,7
Estland	3,7	5,7	0,5	5,2	1,6	2,9	.
Irland	3,7	5,6	0,6	0,2	1,4	5,2	.
Griechenland	0,3	3,5	-4,8	-7,3	-3,2	0,7	.
Spanien	1,7	3,6	-1,3	-2,6	-1,7	1,4	.
Frankreich	1,4	2,0	0,5	0,2	0,7	0,2	1,1
Italien	0,2	1,2	-1,4	-2,8	-1,7	-0,4	.
Zypern	1,9	4,2	-1,9	-2,4	-5,9	-2,5	.
Lettland	3,8	6,6	-0,7	4,0	3,0	2,4	.
Litauen	3,8	6,1	0,5	3,8	3,5	3,0	1,6
Luxemburg	2,7	3,4	1,7	-0,8	4,3	4,1	.
Malta	2,4	2,4	2,3	2,9	4,0	4,1	.
Niederlande	1,5	2,5	0,1	-1,1	-0,5	1,0	1,9
Österreich	1,6	2,4	0,4	0,8	0,3	0,4	0,9
Portugal	0,5	1,6	-1,2	-4,0	-1,1	0,9	.
Slowenien	2,2	4,3	-1,2	-2,7	-1,1	3,0	.
Slowakei	3,6	5,0	1,3	1,5	1,4	2,5	.
Finnland	1,7	3,3	-1,0	-1,4	-0,8	-0,7	.
<b>Euroraum</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>.</b>
Bulgarien	3,0	4,8	0,1	0,2	1,3	1,5	.
Tschechische Republik	2,5	4,0	0,0	-0,9	-0,5	2,0	.
Dänemark	1,0	1,7	-0,3	-0,1	-0,2	1,3	.
Kroatien	1,5	3,7	-2,2	-2,2	-1,1	-0,4	.
Ungarn	2,1	3,4	-0,1	-1,7	1,9	3,7	.
Polen	3,7	4,2	2,9	1,6	1,3	3,3	.
Rumänien	3,3	5,4	0,0	0,6	3,5	3,0	.
Schweden	2,3	3,0	1,1	-0,3	1,2	2,3	.
Vereinigtes Königreich	2,0	2,6	1,1	1,2	2,2	2,9	2,2
<b>Europäische Union</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>.</b>
Vereinigte Staaten	2,1	2,6	1,4	2,2	1,5	2,4	2,4
Japan	0,8	1,1	0,3	1,7	1,4	0,0	.

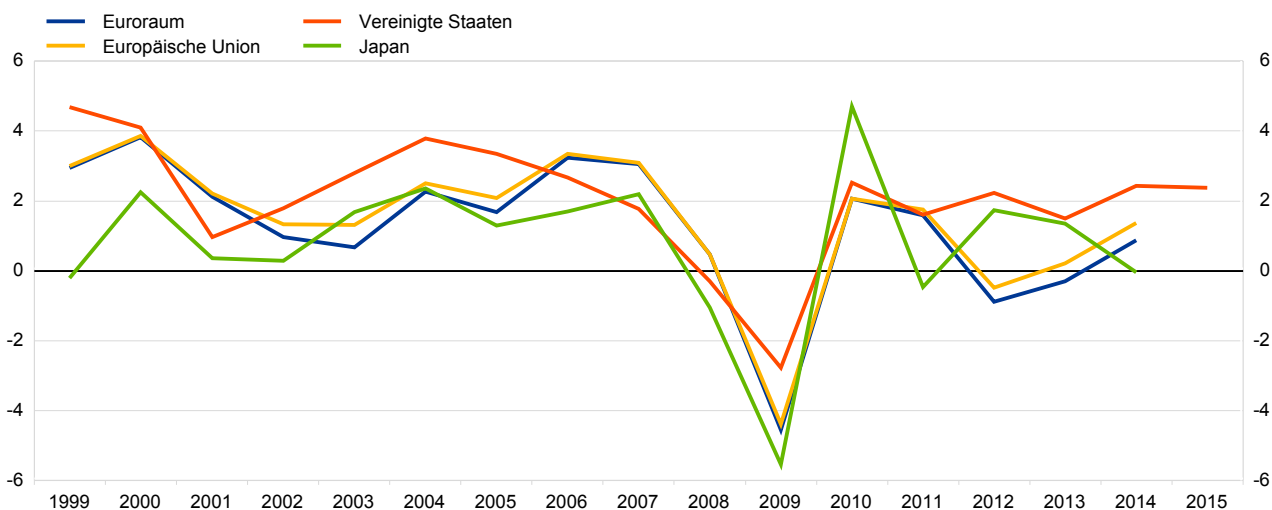
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.1 BIP

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Private Konsumausgaben

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,2	1,4	0,9	0,6	0,9	0,4	.
Deutschland	0,9	0,9	0,9	1,0	0,6	0,9	1,9
Estland	3,9	6,6	-0,5	4,4	3,8	3,5	.
Irland	3,1	5,5	-0,8	-1,0	0,1	2,1	.
Griechenland	0,4	3,7	-4,7	-8,0	-2,3	0,5	.
Spanien	1,3	3,3	-1,9	-3,5	-3,1	1,2	.
Frankreich	1,6	2,3	0,7	-0,2	0,4	0,6	1,4
Italien	0,2	1,0	-1,1	-3,9	-2,7	0,4	.
Zypern	2,7	5,4	-1,6	-0,8	-5,9	0,6	.
Lettland	3,9	6,5	-0,3	3,2	5,1	2,3	.
Litauen	4,6	8,1	-1,0	3,6	4,3	4,1	.
Luxemburg	2,2	2,3	2,0	2,7	0,9	3,7	.
Malta	1,6	1,7	1,5	-0,2	2,0	2,8	.
Niederlande	0,8	1,6	-0,4	-1,2	-1,4	0,0	1,6
Österreich	1,3	1,8	0,6	0,6	0,1	0,0	0,4
Portugal	0,7	2,0	-1,4	-5,5	-1,2	2,2	.
Slowenien	1,7	3,1	-0,7	-2,5	-4,1	0,7	.
Slowakei	2,9	4,6	0,1	-0,4	-0,8	2,3	.
Finnland	2,2	3,2	0,6	0,3	-0,5	0,6	.
Euroraum	1,0	1,8	-0,3	-1,2	-0,7	0,8	.
Bulgarien	4,6	7,3	0,2	3,3	-1,4	2,7	.
Tschechische Republik	2,1	3,3	0,2	-1,5	0,7	1,5	.
Dänemark	0,9	1,7	-0,3	0,4	-0,1	0,5	.
Kroatien	1,2	3,5	-2,4	-3,0	-1,8	-0,7	.
Ungarn	1,7	3,7	-1,5	-2,2	0,3	1,8	.
Polen	3,3	4,0	2,1	0,7	0,2	2,5	.
Rumänien	4,7	7,9	-0,5	1,2	0,7	3,8	.
Schweden	2,4	2,7	1,8	0,8	1,9	2,2	.
Vereinigtes Königreich	2,2	3,2	0,5	1,8	1,9	2,5	.
Europäische Union	1,4	2,2	0,0	-0,6	-0,1	1,3	.
Vereinigte Staaten	2,5	3,1	1,6	1,5	1,7	2,7	3,1
Japan	0,9	0,9	0,9	2,3	1,7	-0,9	.

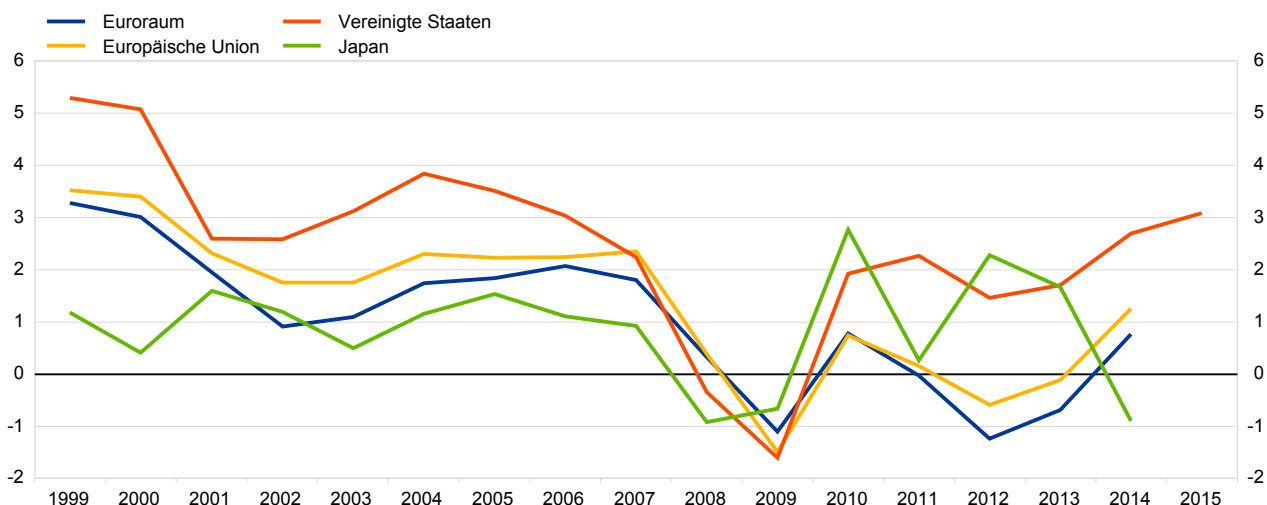
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.2 Private Konsumausgaben

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.3 Konsumausgaben des Staates

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,5	1,9	0,9	1,5	-0,1	0,6	.
Deutschland	1,3	1,0	1,7	1,3	0,8	1,7	2,8
Estland	2,2	3,0	1,0	3,6	1,5	3,0	.
Irland	2,8	5,3	-1,1	-1,2	0,0	4,0	.
Griechenland	0,6	3,5	-4,1	-6,0	-6,5	-2,6	.
Spanien	2,9	5,0	-0,4	-4,5	-2,8	0,0	.
Frankreich	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	1,5
Italien	0,7	1,4	-0,5	-1,4	-0,3	-0,7	.
Zypern	1,6	3,8	-2,0	-3,7	-4,1	-9,0	.
Lettland	1,1	2,8	-1,7	0,3	1,6	4,9	.
Litauen	0,8	1,4	-0,2	1,3	1,0	1,3	.
Luxemburg	3,4	3,3	3,4	3,6	3,9	4,5	.
Malta	2,7	2,8	2,7	6,3	0,2	7,8	.
Niederlande	2,3	3,4	0,6	-1,3	0,1	0,3	0,0
Österreich	1,3	1,7	0,7	0,2	0,6	0,8	1,0
Portugal	0,8	2,2	-1,4	-3,3	-2,0	-0,5	.
Slowenien	1,8	3,2	-0,5	-2,3	-1,5	-0,1	.
Slowakei	2,6	3,0	1,9	-2,6	2,2	5,9	.
Finnland	1,2	1,6	0,4	0,5	1,1	-0,3	.
Euroraum	1,5	2,0	0,6	-0,2	0,2	0,9	.
Bulgarien	2,2	4,5	-1,5	-0,5	2,3	0,1	.
Tschechische Republik	1,4	2,1	0,5	-1,8	2,4	1,8	.
Dänemark	1,4	2,0	0,4	0,0	-0,7	0,2	.
Kroatien	1,1	2,0	-0,4	-1,0	0,3	-1,9	.
Ungarn	1,5	1,9	0,8	-1,5	2,4	2,9	.
Polen	3,3	4,1	1,9	-0,4	2,2	4,9	.
Rumänien	0,4	1,2	-0,8	0,4	-4,6	0,3	.
Schweden	1,0	0,7	1,4	1,1	1,3	1,3	.
Vereinigtes Königreich	2,2	2,9	1,0	1,8	0,5	2,5	.
Europäische Union	1,6	2,1	0,7	0,1	0,3	1,1	.
Vereinigte Staaten	1,1	2,1	-0,3	-0,9	-2,5	-0,5	0,4
Japan	1,8	2,0	1,5	1,7	1,9	0,1	.

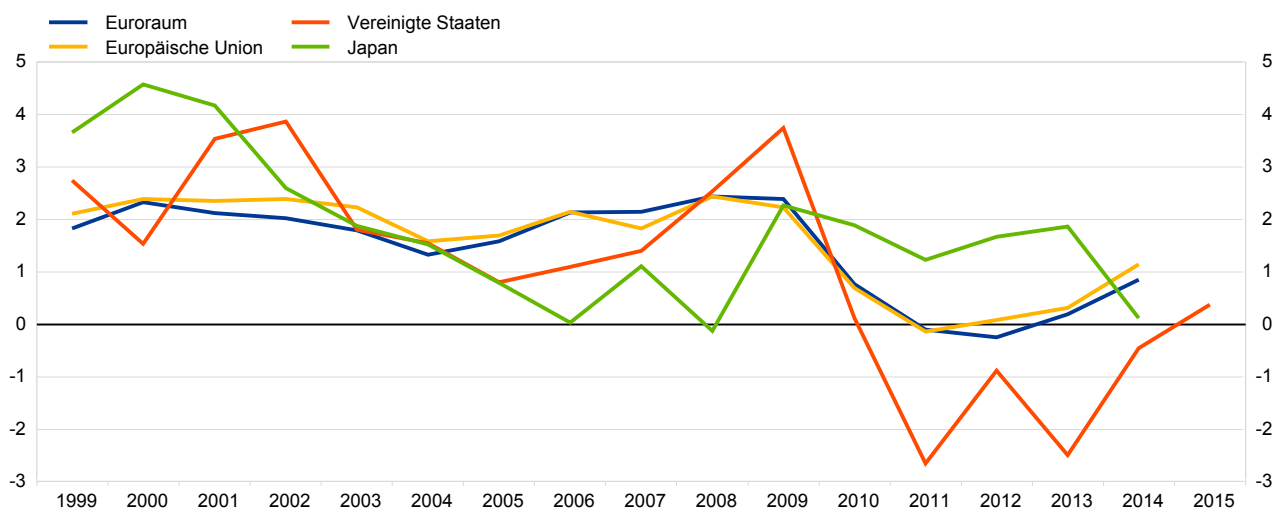
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.3 Konsumausgaben des Staates

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.4 Bruttoinvestitionen

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,9	3,6	-0,7	-3,5	-4,7	6,2	.
Deutschland	0,2	0,8	-0,5	-8,2	1,5	2,0	-0,5
Estland	4,7	7,7	-0,1	18,5	-0,8	5,9	.
Irland	2,4	5,1	-2,0	6,8	-5,1	16,5	.
Griechenland	-3,3	4,4	-14,9	-24,0	-10,8	9,9	.
Spanien	0,9	5,3	-6,1	-8,1	-3,6	4,8	.
Frankreich	1,6	3,4	-0,8	-2,5	0,4	-0,3	1,1
Italien	-0,9	2,4	-6,2	-14,9	-5,3	-4,1	.
Zypern	-0,1	8,3	-12,7	-16,2	-23,5	1,5	.
Lettland	3,8	11,1	-7,3	-1,1	-4,3	-5,5	.
Litauen	2,7	8,9	-6,7	-12,2	1,8	0,4	.
Luxemburg	2,9	4,3	1,2	-2,1	-3,0	10,0	.
Malta	0,0	0,9	-1,1	-4,4	1,1	4,9	.
Niederlande	0,6	2,3	-1,7	-6,2	-5,2	2,7	6,8
Österreich	0,6	1,7	-1,0	-0,3	-2,2	-1,6	-0,8
Portugal	-2,5	0,4	-7,2	-18,1	-5,1	5,5	.
Slowenien	0,5	6,9	-9,2	-17,5	2,7	5,7	.
Slowakei	0,9	3,6	-3,4	-14,0	1,5	2,6	.
Finnland	0,9	3,2	-2,8	-6,4	-4,9	-0,4	.
<b>Euroraum</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>-7,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>.</b>
Bulgarien	5,8	14,7	-7,6	2,5	-3,3	4,4	.
Tschechische Republik	2,2	5,4	-3,1	-4,1	-5,0	4,4	.
Dänemark	0,8	2,5	-2,0	1,6	0,4	4,6	.
Kroatien	1,3	7,9	-8,9	-6,5	-0,4	-4,7	.
Ungarn	0,2	2,2	-3,1	-7,2	3,8	11,3	.
Polen	3,5	4,7	1,6	-3,9	-5,8	12,6	.
Rumänien	5,5	12,2	-4,7	-4,8	0,5	3,2	.
Schweden	3,0	4,3	0,8	-5,0	1,6	8,0	.
Vereinigtes Königreich	1,7	1,1	2,8	2,1	8,4	6,7	.
<b>Europäische Union</b>	<b>0,8</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-6,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,7</b>	<b>.</b>
Vereinigte Staaten	1,6	1,9	1,6	6,9	2,7	4,3	4,4
Japan	-0,8	-0,7	-1,1	4,5	1,4	2,4	.

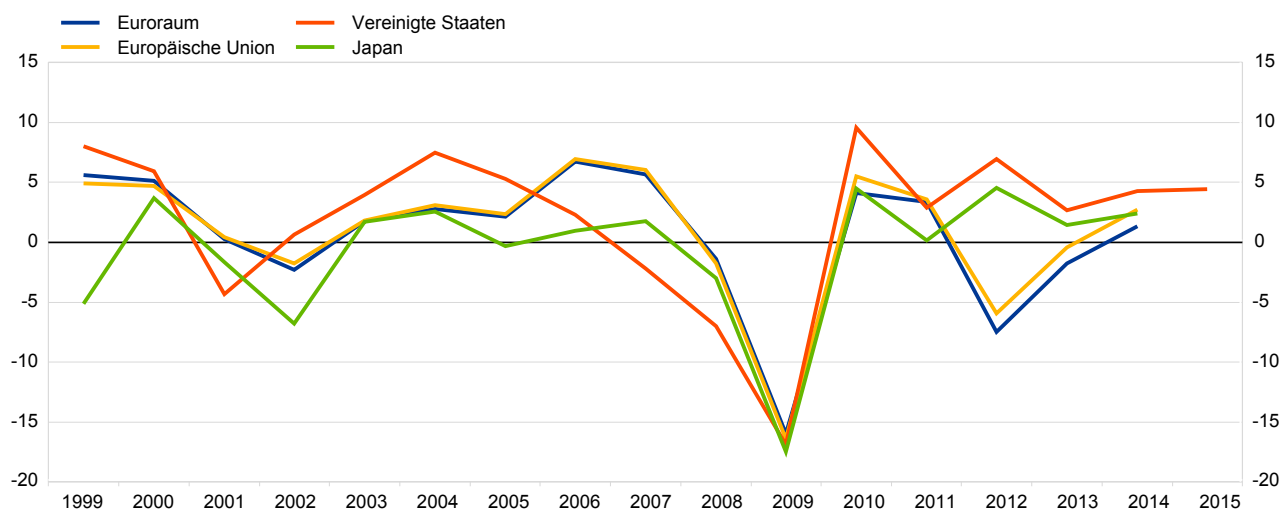
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.4 Bruttoinvestitionen

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.5 Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,8	4,6	2,5	1,8	1,6	5,4	.
Deutschland	5,4	7,2	2,8	2,8	1,6	4,0	5,4
Estland	6,5	7,0	5,6	6,2	4,7	1,8	.
Irland	6,5	8,0	3,9	2,1	2,5	12,1	.
Griechenland	4,3	7,5	-0,9	1,2	2,2	7,5	.
Spanien	3,7	4,5	2,5	1,1	4,3	5,1	.
Frankreich	3,2	3,8	2,3	2,5	1,7	2,4	5,9
Italien	2,0	2,9	0,4	2,3	0,8	3,1	.
Zypern	1,4	1,8	0,7	-1,1	1,8	-0,5	.
Lettland	6,7	8,4	4,0	9,8	1,1	3,1	.
Litauen	8,7	9,6	7,1	12,2	9,6	3,0	.
Luxemburg	4,8	6,8	2,3	0,2	6,9	6,8	.
Malta	4,7	6,2	2,7	6,7	0,8	0,0	.
Niederlande	4,3	5,3	2,7	3,8	2,1	4,0	4,2
Österreich	4,1	6,2	1,3	1,7	0,8	2,1	1,8
Portugal	4,0	4,4	3,2	3,4	7,0	3,9	.
Slowenien	5,9	8,8	1,2	0,6	3,1	5,8	.
Slowakei	9,5	12,6	4,4	9,3	6,2	3,6	.
Finnland	3,6	7,1	-2,1	1,2	1,1	-0,9	.
<b>Euroraum</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>4,1</b>	<b>.</b>
Bulgarien	3,8	3,7	4,0	0,8	9,2	-0,1	.
Tschechische Republik	8,7	11,4	4,3	4,3	0,0	8,9	.
Dänemark	3,7	5,7	0,6	0,6	0,9	3,1	.
Kroatien	4,2	6,5	0,5	-0,1	3,1	7,3	.
Ungarn	9,0	13,0	2,8	-1,8	6,4	7,6	.
Polen	7,4	8,8	5,1	4,6	6,1	6,4	.
Rumänien	9,8	10,9	8,2	1,0	19,7	8,6	.
Schweden	3,9	5,7	0,9	1,0	-0,8	3,5	.
Vereinigtes Königreich	3,1	4,4	0,9	0,7	1,2	1,2	.
<b>Europäische Union</b>	<b>4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>.</b>
Vereinigte Staaten	3,7	4,4	2,8	3,4	2,8	3,4	1,1
Japan	4,1	6,3	0,5	-0,2	1,2	8,3	.

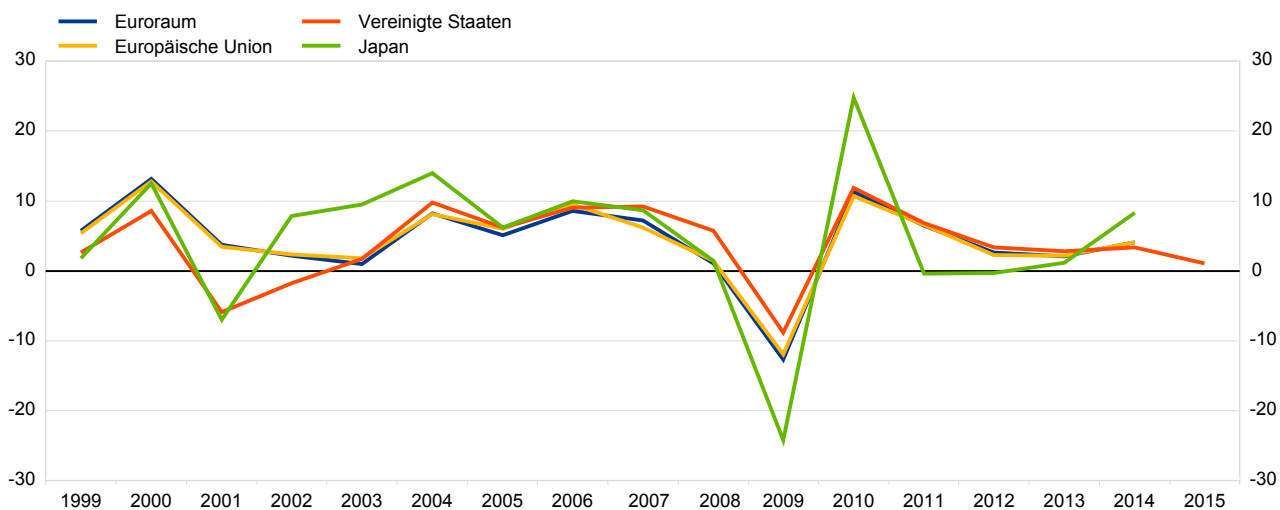
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.5 Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.6 Einfuhren von Waren und Dienstleistungen

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	3,7	4,4	2,5	1,4	0,8	5,9	.
Deutschland	4,5	5,6	3,0	-0,3	3,1	3,7	5,7
Estland	6,8	8,4	4,0	11,7	4,5	1,4	.
Irland	5,7	7,5	2,6	2,9	0,0	14,7	.
Griechenland	1,9	7,2	-6,5	-9,1	-1,9	7,7	.
Spanien	3,0	6,3	-2,4	-6,2	-0,3	6,4	.
Frankreich	4,1	5,2	2,5	0,7	1,7	3,8	6,4
Italien	1,6	3,5	-1,6	-8,1	-2,5	2,9	.
Zypern	1,7	4,6	-3,1	-4,4	-3,0	2,0	.
Lettland	5,4	8,8	-0,1	5,4	-0,2	0,8	.
Litauen	7,8	11,0	2,6	6,6	9,3	2,9	.
Luxemburg	5,3	7,2	2,7	1,5	5,7	8,0	.
Malta	4,0	5,6	1,9	5,2	-0,8	-0,1	.
Niederlande	4,1	5,3	2,4	2,7	0,9	4,0	4,9
Österreich	3,4	4,9	1,2	1,1	0,0	1,3	1,6
Portugal	2,2	4,0	-0,7	-6,3	4,7	7,2	.
Slowenien	4,7	8,4	-1,3	-3,7	1,7	4,0	.
Slowakei	7,2	10,2	2,3	2,5	5,1	4,3	.
Finnland	4,0	7,0	-0,7	1,6	0,5	0,0	.
<b>Euroraum</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>4,5</b>	<b>.</b>
Bulgarien	7,3	12,0	-0,2	4,5	4,9	1,5	.
Tschechische Republik	8,0	10,9	3,5	2,7	0,1	9,8	.
Dänemark	4,1	6,5	0,1	1,8	1,1	3,3	.
Kroatien	3,3	7,3	-3,1	-3,0	3,1	4,3	.
Ungarn	7,9	12,0	1,5	-3,5	6,3	8,5	.
Polen	6,0	7,9	2,8	-0,3	1,7	10,0	.
Rumänien	10,6	16,0	2,3	-1,8	8,8	8,9	.
Schweden	3,8	5,0	1,7	0,5	-0,1	6,3	.
Vereinigtes Königreich	3,5	5,0	1,2	2,9	2,8	2,4	.
<b>Europäische Union</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>4,7</b>	<b>.</b>
Vereinigte Staaten	3,9	5,1	2,1	2,2	1,1	3,8	5,0
Japan	3,3	3,8	2,4	5,3	3,1	7,2	.

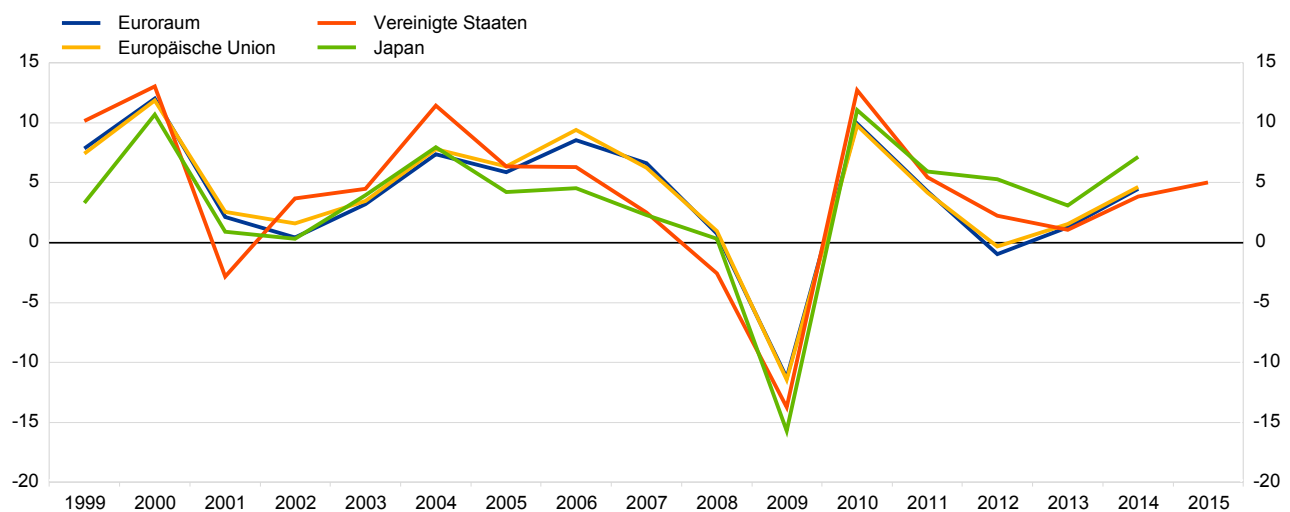
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.6 Einfuhren von Waren und Dienstleistungen

(verkettete Volumenangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.7 Nominales BIP

(in jeweiligen Preisen; in Mrd €)

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	327,2	296,2	379,0	387,4	392,7	400,6	.
Deutschland	2 476,0	2 283,0	2 751,6	2 754,9	2 820,8	2 915,7	3 026,6
Estland	12,8	10,2	17,1	18,0	19,0	20,0	.
Irland	159,6	150,0	175,5	174,8	179,4	189,0	.
Griechenland	192,7	186,3	203,3	191,2	180,4	177,6	.
Spanien	927,2	849,0	1 057,6	1 042,9	1 031,3	1 041,2	.
Frankreich	1 850,8	1 694,7	2 073,7	2 086,9	2 116,6	2 132,4	2 183,3
Italien	1 489,7	1 418,1	1 608,9	1 614,7	1 606,9	1 613,9	.
Zypern	15,6	13,8	18,7	19,5	18,1	17,4	.
Lettland	16,3	13,5	20,8	22,0	22,8	23,6	.
Litauen	24,8	19,3	32,6	33,3	35,0	36,4	37,2
Luxemburg	34,6	29,2	42,8	43,6	46,5	48,9	.
Malta	5,9	5,1	7,1	7,2	7,7	8,1	.
Niederlande	574,7	524,2	646,9	645,2	650,9	662,8	677,8
Österreich	272,1	242,9	313,7	317,1	322,9	329,3	337,1
Portugal	159,2	150,4	173,9	168,4	170,3	173,4	.
Slowenien	31,1	27,9	36,4	36,0	35,9	37,3	.
Slowakei	49,2	36,4	70,6	72,4	73,8	75,6	.
Finnland	172,2	158,3	195,5	199,8	202,7	205,2	.
<b>Euroraum</b>	<b>8 724,2</b>	<b>8 107,7</b>	<b>9 751,8</b>	<b>9 835,2</b>	<b>9 933,5</b>	<b>10 108,1</b>	.
Bulgarien	29,0	22,1	40,4	41,7	41,9	42,8	.
Tschechische Republik	121,7	100,6	156,8	160,7	156,9	154,7	.
Dänemark	219,6	202,8	247,8	252,9	255,2	260,6	.
Kroatien	38,4	34,6	44,2	43,9	43,5	43,0	.
Ungarn	86,0	77,9	99,6	99,1	101,3	104,2	.
Polen	312,1	257,9	375,3	389,6	394,7	410,8	.
Rumänien	96,0	72,8	134,6	133,5	144,2	150,2	.
Schweden	338,6	304,3	395,7	423,4	435,8	430,7	.
Vereinigtes Königreich	1 876,1	1 831,7	1 950,1	2 054,3	2 043,2	2 254,7	.
<b>Europäische Union</b>	<b>11 816,0</b>	<b>10 988,4</b>	<b>13 195,4</b>	<b>13 433,2</b>	<b>13 549,9</b>	<b>13 958,4</b>	.
Vereinigte Staaten	11 049,8	10 584,4	11 825,5	12 574,2	12 546,4	13 058,4	16 167,3
Japan	3 947,7	3 934,3	3 970,1	4 637,8	3 694,8	3 470,5	.

Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Kroatien, Luxemburg und Malta liegen ab 2000 vor; Angaben zu Polen ab 2002.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.



## 2 Konjunkturentwicklung

### 2.8 BIP pro Kopf

(in jeweiligen Preisen; in Kaufkraftparitäten<sup>1)</sup> in Tsd €)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	28,5	26,7	31,7	32,2	32,4	32,4	33,0
Deutschland	28,7	26,3	32,9	33,5	34,0	34,3	35,3
Estland	14,4	12,1	18,6	18,7	19,6	20,4	20,7
Irland	32,3	30,6	35,4	35,6	35,6	36,5	37,6
Griechenland	20,7	20,4	21,8	20,8	19,8	19,9	20,0
Spanien	23,3	22,1	25,8	25,4	25,2	25,4	25,6
Frankreich	26,2	24,7	28,8	29,1	29,1	29,3	30,0
Italien	25,6	24,8	27,3	27,7	27,3	27,1	27,0
Zypern	23,0	21,6	25,9	25,8	25,4	24,2	23,7
Lettland	12,8	11,3	15,6	15,1	16,3	17,2	17,6
Litauen	13,2	10,6	17,7	17,6	18,8	20,0	20,6
Luxemburg	62,4	57,3	69,8	70,9	71,1	72,7	75,0
Malta	19,9	18,3	22,8	22,6	23,0	23,9	24,1
Niederlande	32,3	30,3	36,2	36,2	36,2	36,4	36,7
Österreich	30,3	28,2	34,1	34,4	35,0	35,2	35,6
Portugal	18,8	17,5	21,2	21,0	20,6	21,6	21,9
Slowenien	20,7	19,8	22,5	22,2	22,2	22,4	23,1
Slowakei	13,6	10,2	19,7	19,6	20,1	20,7	21,4
Finnland	27,6	25,8	31,0	31,4	31,3	31,3	30,8
<b>Euroraum</b>	<b>25,9</b>	<b>24,3</b>	<b>28,9</b>	<b>29,1</b>	<b>29,1</b>	<b>29,3</b>	<b>29,8</b>
Bulgarien	9,3	7,7	12,1	12,2	12,4	12,5	12,8
Tschechische Republik	19,0	17,3	22,1	22,3	22,3	22,6	23,4
Dänemark	30,0	27,9	33,5	33,8	34,3	34,5	35,0
Kroatien	14,3	13,1	16,2	16,0	16,4	16,6	16,4
Ungarn	14,8	13,2	17,6	17,6	17,6	18,3	19,0
Polen	13,2	11,0	16,9	17,4	18,0	18,4	18,8
Rumänien	9,7	7,5	13,8	13,7	14,3	14,9	15,0
Schweden	30,1	28,1	33,7	34,1	34,2	34,8	34,8
Vereinigtes Königreich	27,8	26,9	29,5	28,5	29,3	30,2	30,6
<b>Europäische Union</b>	<b>23,9</b>	<b>22,2</b>	<b>26,9</b>	<b>26,9</b>	<b>27,1</b>	<b>27,5</b>	<b>28,0</b>
Vereinigte Staaten	36,4	34,7	39,4	38,8	40,0	41,0	41,9
Japan	25,4	24,4	27,1	26,8	27,8	28,2	28,0

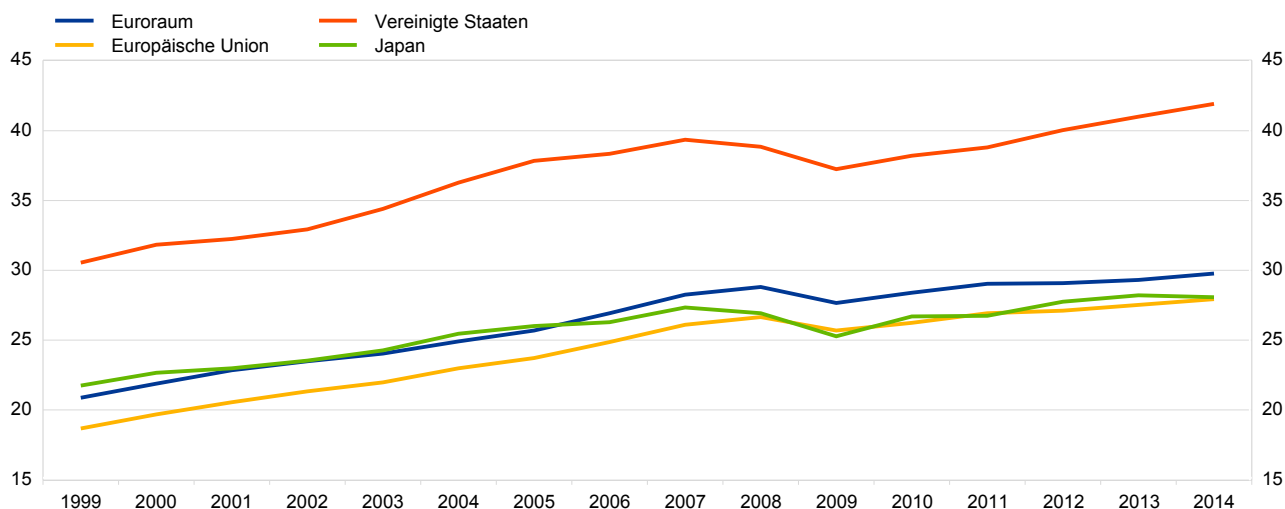
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) BIP in Kaufkraftstandards in €, berechnet auf der Grundlage der Kaufkraftparitäten relativ zum Euroraum (Euroraum-19 = 1).

2) Angaben zu Luxemburg und Kroatien liegen ab 2000 vor.

### Abbildung 2.8 BIP pro Kopf

(in jeweiligen Preisen; in Kaufkraftstandards<sup>1)</sup> in Tsd €)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) BIP in Kaufkraftstandards in €, berechnet auf der Grundlage der Kaufkraftparitäten relativ zum Euroraum (Euroraum-19 = 1).

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.9 Beschäftigung

(Zahl der Erwerbstätigen; Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	0,9	1,1	0,4	0,4	-0,4	0,3	.
Deutschland	0,7	0,6	0,7	1,2	0,6	0,9	0,8
Estland	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	0,8	.
Irland	1,4	3,4	-1,8	-0,6	2,4	1,7	.
Griechenland	-0,5	1,2	-3,3	-6,3	-3,6	0,1	.
Spanien	1,0	3,4	-2,8	-4,1	-2,9	0,9	.
Frankreich	0,7	1,1	0,1	0,3	0,0	0,3	.
Italien	0,5	1,3	-0,7	-0,3	-1,8	0,1	.
Zypern	1,1	2,7	-1,5	-3,2	-6,0	-1,1	.
Lettland	-0,4	1,7	-3,0	1,4	2,3	-1,3	.
Litauen	-0,8	-0,5	-1,3	1,8	1,3	2,0	.
Luxemburg	2,9	3,6	2,1	2,4	1,8	2,5	.
Malta	1,6	0,9	2,7	2,5	3,7	5,0	.
Niederlande	0,7	1,3	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	0,8
Österreich	1,0	1,1	0,7	1,1	0,5	0,9	.
Portugal	-0,5	0,4	-2,0	-4,1	-2,9	1,4	.
Slowenien	0,3	1,2	-1,2	-0,9	-1,4	0,6	.
Slowakei	0,3	0,6	-0,2	0,1	-0,8	1,4	.
Finnland	0,8	1,6	-0,4	0,9	-0,7	-0,9	.
Euroraum	0,4	1,1	-0,5	-0,4	-0,7	0,6	.
Bulgarien	-0,1	1,0	-1,7	-2,5	-0,4	0,4	.
Tschechische Republik	0,1	0,4	-0,3	0,4	0,3	0,6	.
Dänemark	0,2	0,8	-0,8	-0,6	0,1	0,8	.
Kroatien	0,8	3,0	-2,0	-3,7	-2,6	2,7	.
Ungarn	0,2	0,1	0,5	0,1	0,9	4,6	.
Polen	0,6	1,0	0,0	0,1	-0,1	1,7	.
Rumänien	-1,5	-1,6	-1,3	-4,8	-0,9	0,8	.
Schweden	0,9	1,1	0,6	0,7	1,0	1,4	.
Vereinigtes Königreich	0,9	1,0	0,6	1,1	1,2	2,3	.
Europäische Union	0,4	0,9	-0,3	-0,4	-0,3	1,0	.
Vereinigte Staaten	0,7	1,0	0,1	1,8	1,0	1,6	.
Japan	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,6	0,6	.

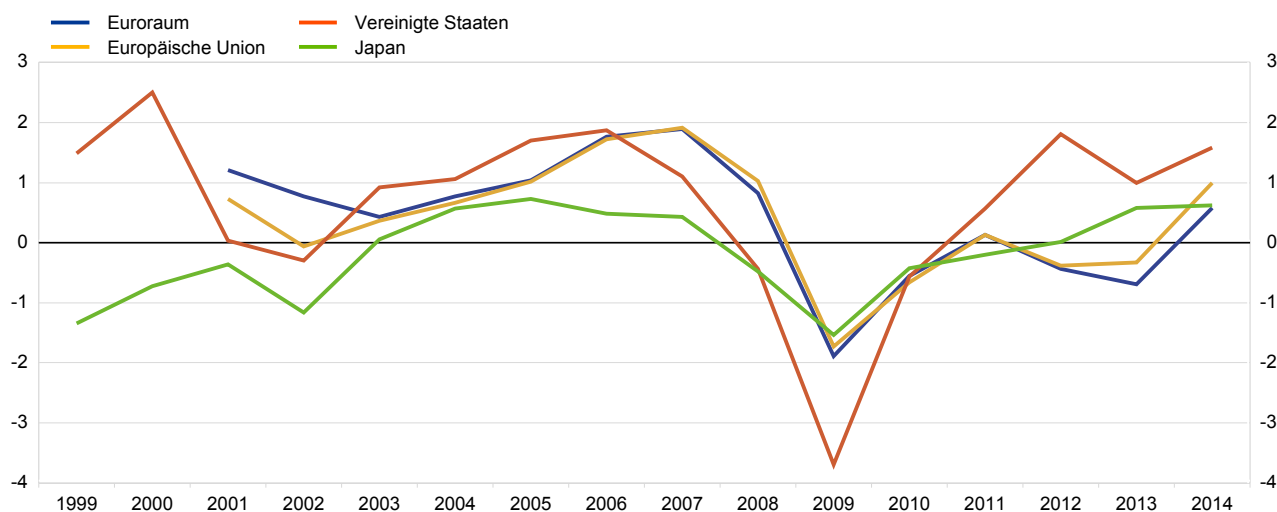
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zum Euroraum und zur EU sowie zu Ungarn, Lettland, Luxemburg und Polen liegen ab 2001 vor.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.9 Beschäftigung

(Zahl der Erwerbstätigen; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunkturentwicklung

### 2.10 Arbeitsproduktivität

(je Beschäftigten; Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	0,8	1,1	0,2	-0,2	0,4	1,0	.
Deutschland	0,6	1,0	0,1	-0,7	-0,3	0,7	0,9
Estland	3,7	5,1	1,5	3,4	0,3	2,1	.
Irland	2,3	2,2	2,4	0,7	-0,9	3,4	.
Griechenland	0,8	2,2	-1,6	-1,1	0,4	0,5	.
Spanien	0,7	0,1	1,6	1,5	1,3	0,4	.
Frankreich	0,7	1,0	0,3	-0,1	0,7	-0,2	.
Italien	-0,3	0,0	-0,7	-2,5	0,0	-0,5	.
Zypern	0,7	1,4	-0,4	0,8	0,1	-1,4	.
Lettland	4,2	5,5	2,4	2,5	0,7	3,8	.
Litauen	4,7	6,6	1,6	2,0	2,2	1,0	.
Luxemburg	-0,3	-0,2	-0,4	-3,2	2,5	1,5	.
Malta	0,6	1,2	-0,3	0,4	0,2	-0,9	.
Niederlande	0,8	1,2	0,2	-0,9	0,4	1,2	1,1
Österreich	0,7	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,5	.
Portugal	1,0	1,2	0,8	0,1	1,8	-0,5	.
Slowenien	1,9	3,1	0,1	-1,8	0,3	2,5	.
Slowakei	3,3	4,4	1,4	1,5	2,2	1,1	.
Finnland	0,8	1,7	-0,6	-2,3	-0,4	0,4	.
<b>Euroraum</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	.
Bulgarien	3,0	3,8	1,8	2,8	1,7	1,2	.
Tschechische Republik	2,4	3,6	0,3	-1,3	-0,8	1,4	.
Dänemark	0,8	0,9	0,6	0,6	-0,4	0,4	.
Kroatien	0,6	1,2	-0,2	1,5	1,6	-3,0	.
Ungarn	1,8	3,3	-0,6	-1,8	0,9	-1,1	.
Polen	2,8	2,6	2,9	1,4	1,3	1,6	.
Rumänien	4,9	7,1	1,3	5,7	4,4	2,2	.
Schweden	1,4	1,9	0,4	-1,0	0,3	0,9	.
Vereinigtes Königreich	1,1	1,5	0,3	0,1	1,0	0,6	.
<b>Europäische Union</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	.
Vereinigte Staaten	1,4	1,5	1,1	0,4	0,5	0,8	.
Japan	0,9	1,3	0,4	1,7	0,8	-0,6	.

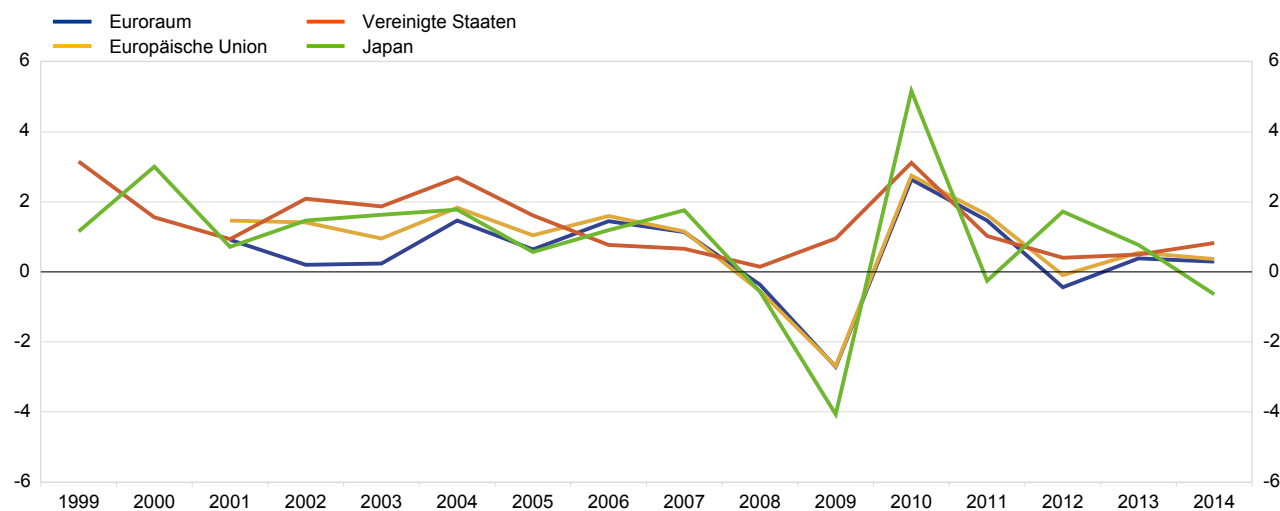
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zum Euroraum und zur EU sowie zu Kroatien, Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor; Angaben zu Polen ab 2003.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.10 Arbeitsproduktivität

(je Beschäftigten; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunkturentwicklung

### 2.11 Arbeitslosigkeit

(in % der Erwerbspersonen)

	1999-2015 <sup>1),2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	7,8	7,7	8,0	7,6	8,4	8,5	8,3
Deutschland	7,7	9,1	5,8	5,4	5,2	5,0	4,6
Estland	10,1	9,3	11,4	10,0	8,6	7,4	.
Irland	8,0	4,7	12,7	14,7	13,1	11,3	9,4
Griechenland	13,7	10,0	19,8	24,5	27,5	26,5	.
Spanien	15,5	10,7	22,4	24,8	26,1	24,5	22,1
Frankreich	9,2	8,9	9,8	9,8	10,3	10,3	10,4
Italien	9,0	8,2	10,3	10,7	12,1	12,7	11,9
Zypern	7,4	4,3	11,3	11,8	15,9	16,1	15,6
Lettland	12,3	10,9	14,4	15,1	11,9	10,8	9,9
Litauen	11,9	11,0	13,2	13,4	11,8	10,7	9,1
Luxemburg	4,3	3,6	5,4	5,1	5,9	6,0	6,1
Malta	6,7	7,0	6,3	6,3	6,4	5,8	5,3
Niederlande	5,0	4,4	6,0	5,8	7,3	7,4	6,9
Österreich	4,9	4,7	5,2	4,9	5,4	5,6	5,7
Portugal	9,8	7,3	13,5	15,8	16,4	14,1	12,6
Slowenien	7,1	6,1	8,5	8,9	10,1	9,7	9,1
Slowakei	14,9	16,0	13,3	14,0	14,2	13,2	11,5
Finnland	8,4	8,5	8,3	7,7	8,2	8,7	9,4
<b>Euroraum</b>	<b>9,5</b>	<b>8,6</b>	<b>10,8</b>	<b>11,4</b>	<b>12,0</b>	<b>11,6</b>	<b>10,9</b>
Bulgarien	11,6	12,4	10,6	12,3	13,0	11,4	9,4
Tschechische Republik	7,0	7,3	6,5	7,0	7,0	6,1	5,1
Dänemark	5,5	4,5	6,9	7,5	7,0	6,5	6,1
Kroatien	13,7	13,1	14,6	16,0	17,3	17,3	16,6
Ungarn	7,9	6,6	10,2	11,0	10,1	7,7	.
Polen	12,9	15,5	9,2	10,1	10,4	9,0	7,5
Rumänien	7,1	7,2	6,9	6,8	7,1	6,8	6,8
Schweden	7,1	6,5	8,0	8,0	8,0	7,9	7,4
Vereinigtes Königreich	6,1	5,2	7,5	7,9	7,6	6,1	.
<b>Europäische Union</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,9</b>	<b>10,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,2</b>	<b>9,4</b>
Vereinigte Staaten	6,2	5,0	7,8	8,1	7,4	6,2	5,3
Japan	4,5	4,6	4,3	4,3	4,0	3,6	3,4

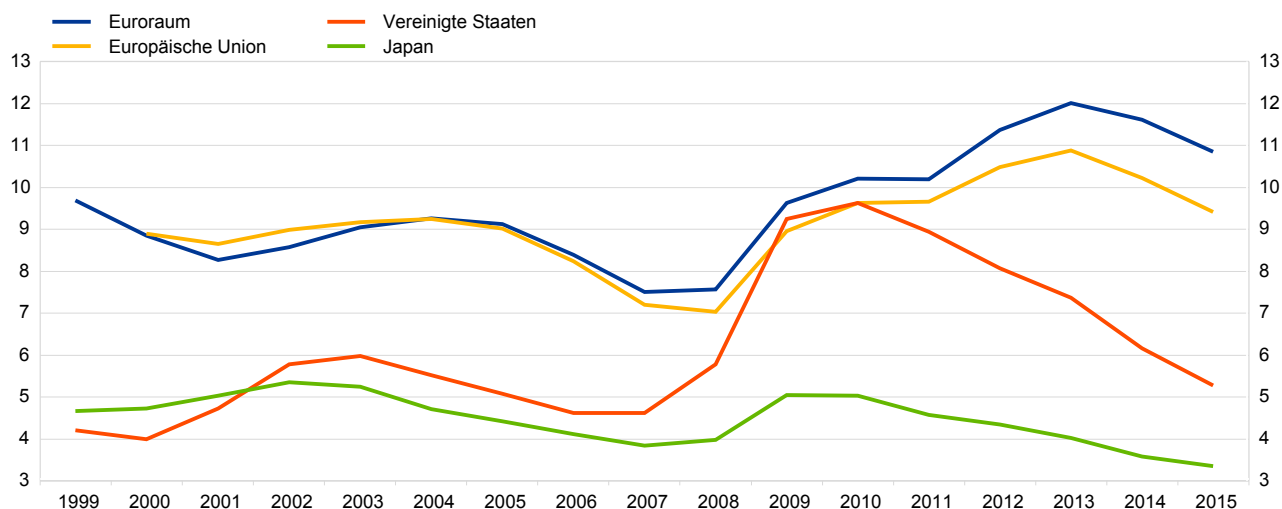
Quelle: Eurostat.

1) Angaben zu Bulgarien, Kroatien, Zypern, Estland und Malta sowie zur EU liegen ab 2000 vor.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 2.11 Arbeitslosigkeit

(in % der Erwerbspersonen)



Quelle: Eurostat.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.12 Verschuldung der privaten Haushalte<sup>1)</sup> (in % des BIP)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	46,3	41,4	54,5	54,1	55,2	56,2	58,4
Deutschland	63,5	67,3	57,3	56,9	56,4	55,5	54,4
Estland	33,2	25,4	46,1	45,6	42,1	39,8	38,9
Irland	87,2	76,6	101,3	102,7	99,3	93,8	83,8
Griechenland	40,8	28,3	61,6	63,7	64,6	65,2	63,5
Spanien	68,3	61,4	79,8	81,8	80,4	76,7	72,4
Frankreich	45,1	39,4	54,7	54,8	55,2	55,6	56,1
Italien	34,8	29,7	43,4	43,8	43,9	43,5	42,9
Zypern	97,8	83,0	122,4	122,4	124,8	125,8	128,6
Lettland	36,7	34,6	38,4	40,5	33,3	29,8	26,6
Litauen	23,1	19,6	25,9	25,8	23,7	22,4	21,5
Luxemburg	49,5	44,3	55,7	54,3	56,1	55,3	56,7
Malta	54,4	48,3	59,4	59,5	59,8	59,0	59,3
Niederlande	106,3	100,0	116,8	118,3	118,3	114,8	112,5
Österreich	50,2	48,6	52,8	53,5	52,1	51,2	51,4
Portugal	78,8	72,9	88,6	90,5	90,7	86,0	81,5
Slowenien	25,9	21,3	29,7	30,0	30,9	30,0	28,5
Slowakei	16,5	10,0	27,4	26,5	27,8	29,7	31,6
Finnland	49,2	41,2	62,5	61,3	63,6	64,2	65,5
Euroraum	58,3	55,1	63,8	64,2	63,9	62,7	61,9
Bulgarien	16,8	11,8	24,4	24,0	23,3	23,2	22,6
Tschechische Republik	20,4	14,4	30,3	30,1	31,1	31,5	31,3
Dänemark	117,6	105,9	137,2	138,8	136,6	134,6	132,3
Kroatien	34,1	29,0	40,9	41,5	41,2	40,4	40,4
Ungarn	24,0	18,3	33,5	37,6	31,8	28,2	25,9
Polen	26,6	18,8	34,3	35,1	34,1	35,1	35,6
Rumänien	12,7	7,9	20,7	21,5	20,6	19,2	18,1
Schweden	65,2	56,6	79,7	78,0	80,5	82,3	83,6
Vereinigtes Königreich	86,4	83,2	91,7	91,7	90,6	87,8	86,0
Europäische Union	-	-	-	-	-	-	-
Vereinigte Staaten	84,8	84,2	85,8	85,7	82,7	81,0	80,0
Japan	68,3	69,5	66,3	66,4	65,7	66,2	66,0

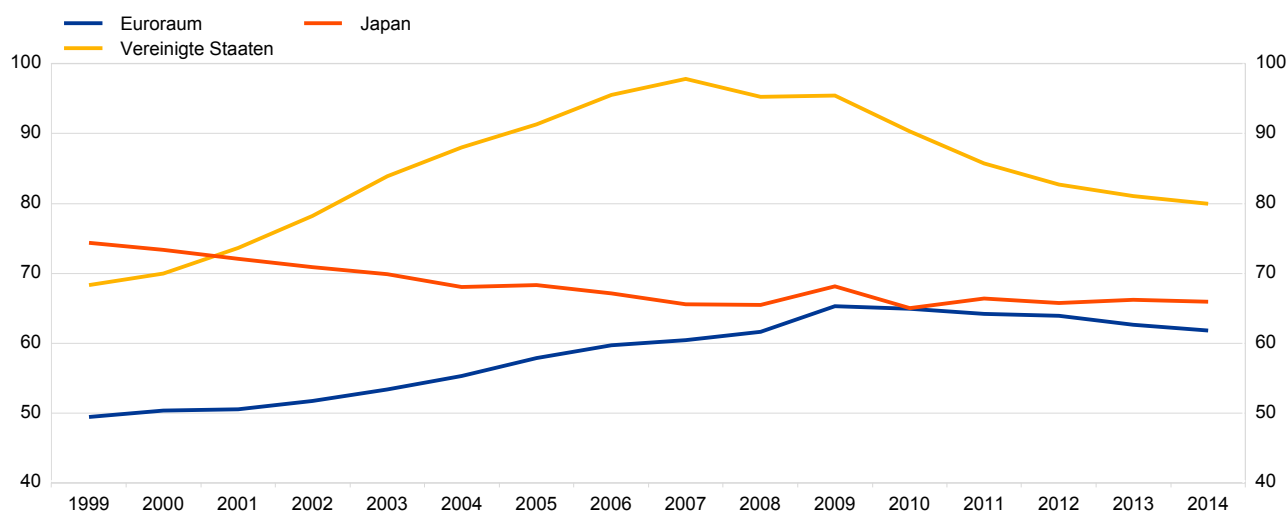
Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board und Bank of Japan.

1) Definiert als ausstehende Kredite an private Haushalte.

2) Zur EU liegen keine Angaben vor. Angaben zu Bulgarien liegen ab 2000 vor, Angaben zu Griechenland ab 1999, Angaben zu Kroatien ab 2001, Angaben zu Irland ab 2001, Angaben zu Litauen ab 2004, Angaben zu Luxemburg ab 2002, Angaben zu Malta ab 2004, Angaben zu Lettland ab 2004, Angaben zu Polen ab 2003 und Angaben zu Slowenien ab 2004.

### Abbildung 2.12 Verschuldung der privaten Haushalte

(in % des BIP)



Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board und Bank of Japan.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.13 Sparquote der privaten Haushalte

(in % des bereinigten verfügbaren Einkommens<sup>1)</sup>)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	15,3	16,0	14,1	13,6	13,5	12,3	12,6
Deutschland	16,3	16,1	16,6	16,5	16,4	16,4	16,8
Estland	4,3	1,1	9,5	10,2	7,1	8,9	8,2
Irland	7,5	6,8	8,8	8,4	8,3	6,1	5,0
Griechenland	-	-	-	-	-	-	-
Spanien	9,8	9,5	10,4	10,8	8,8	10,0	9,6
Frankreich	15,0	14,9	15,1	15,2	14,7	14,3	14,8
Italien	13,0	14,2	11,1	10,7	9,4	11,3	10,8
Zypern	5,4	7,9	1,3	5,4	0,6	-4,1	-10,8
Lettland	2,0	2,3	1,6	-3,2	-3,8	-3,0	-0,8
Litauen	3,3	2,8	3,6	4,8	1,6	1,8	0,1
Luxemburg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Niederlande	13,0	12,4	13,8	13,1	13,8	14,2	14,8
Österreich	15,0	15,6	14,1	13,3	14,5	12,9	13,3
Portugal	8,9	9,5	8,1	7,5	7,7	7,8	5,9
Slowenien	14,3	16,0	13,1	12,7	10,9	13,4	14,1
Slowakei	8,1	7,9	8,3	8,1	7,1	8,3	9,3
Finnland	8,5	8,5	8,6	8,1	7,8	8,4	7,0
<b>Euroraum</b>	<b>13,5</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>12,8</b>	<b>12,4</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>
Bulgarien	-8,4	-10,8	-3,7	-3,0	-8,2	-0,2	-
Tschechische Republik	11,4	11,3	11,6	11,1	11,3	10,8	10,9
Dänemark	6,1	5,3	7,4	7,8	7,5	7,9	4,4
Kroatien	9,6	7,9	11,6	11,7	12,1	10,5	11,8
Ungarn	9,5	9,6	9,4	9,7	8,2	9,3	10,2
Polen	5,0	6,8	3,0	1,5	1,5	2,5	1,9
Rumänien	-	-	-	-	-	-	-
Schweden	12,1	9,6	16,2	15,4	17,9	17,6	17,7
Vereinigtes Königreich	8,3	8,2	8,5	9,1	8,7	6,3	5,4
<b>Europäische Union</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>
Vereinigte Staaten	7,9	7,2	9,0	9,2	10,7	7,9	8,1
Japan	9,2	10,1	7,9	9,2	7,7	6,5	5,8

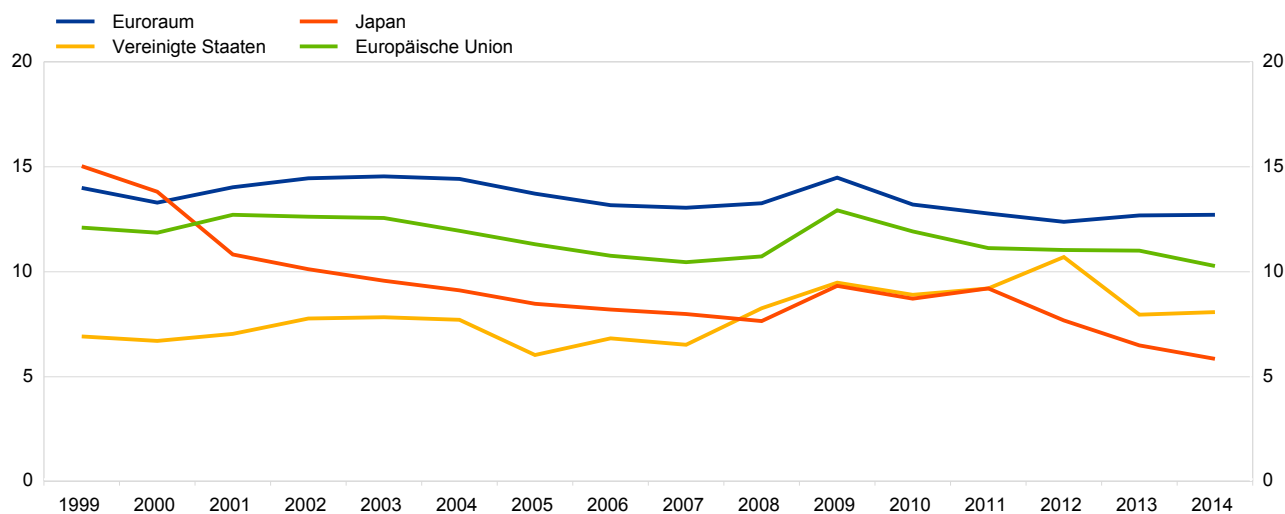
Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board und Bank of Japan.

1) Verfügbares Einkommen bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche.

2) Zu Griechenland, Malta, Luxemburg und Rumänien liegen keine Angaben vor. Angaben zu Kroatien liegen ab 1999 vor, Angaben zu Irland ab 1999, Angaben zu Litauen ab 1999, Angaben zu Polen ab 2002 und Angaben zu Slowenien ab 2005.

### Abbildung 2.13 Ersparnisse der privaten Haushalte

(in % des bereinigten verfügbaren Einkommens)



Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board und Bank of Japan.

## 2 Konjunkturentwicklung

### 2.14 Verschuldung der nichtfinanziellen Unternehmen<sup>1)</sup>

(in % des BIP)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	125,8	114,2	145,2	143,1	148,0	148,8	147,8
Deutschland	64,9	65,8	63,3	61,3	61,5	63,7	62,1
Estland	90,3	85,0	99,1	95,7	99,1	94,1	96,3
Irland	137,2	97,7	189,8	194,6	208,4	197,6	200,4
Griechenland	55,1	47,9	67,0	67,4	68,0	66,0	67,0
Spanien	106,1	94,4	125,6	132,4	125,8	119,9	112,3
Frankreich	107,4	101,1	117,9	116,8	120,8	120,5	124,8
Italien	76,4	70,5	86,3	85,4	87,7	85,5	84,4
Zypern	200,2	195,1	208,7	207,9	203,5	215,1	221,2
Lettland	78,2	66,7	87,8	91,3	84,9	79,6	73,9
Litauen	43,8	44,2	43,4	42,7	41,6	38,3	35,2
Luxemburg	310,8	266,0	363,1	354,9	368,4	364,6	346,9
Malta	140,4	121,5	156,2	160,9	159,3	153,8	157,4
Niederlande	121,6	119,2	125,6	127,0	125,3	123,8	128,2
Österreich	93,2	90,9	97,2	95,8	96,8	99,1	98,7
Portugal	112,5	101,3	131,3	131,9	139,6	135,2	127,0
Slowenien	82,7	71,8	91,8	95,3	93,7	89,4	81,6
Slowakei	44,7	43,4	47,0	47,5	46,6	48,2	46,5
Finnland	96,8	89,4	109,1	107,5	109,0	113,4	110,3
Euroraum	100,1	95,4	107,1	106,4	108,1	106,2	107,1
Bulgarien	85,9	66,3	115,5	110,7	112,3	119,7	114,8
Tschechische Republik	45,6	44,7	47,3	44,6	46,2	52,7	53,8
Dänemark	86,1	80,5	95,3	94,8	98,1	93,4	92,1
Kroatien	79,6	63,9	100,6	101,3	102,0	103,5	101,8
Ungarn	74,4	62,2	94,8	97,0	94,0	91,9	90,7
Polen	37,4	33,1	41,7	41,5	42,5	43,7	45,9
Rumänien	49,6	44,5	58,2	52,4	52,1	48,5	45,1
Schweden	133,5	122,5	151,8	150,2	149,9	150,5	152,3
Vereinigtes Königreich	117,8	114,9	122,6	129,1	130,1	109,8	123,6
Europäische Union	-	-	-	-	-	-	-
Vereinigte Staaten <sup>3)</sup>	66,0	64,9	67,8	66,1	66,7	67,8	69,2
Japan <sup>4)</sup>	109,3	111,7	105,3	105,2	103,7	103,9	104,9

Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board und Bank of Japan.

1) Definiert als ausstehende Kredite, Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

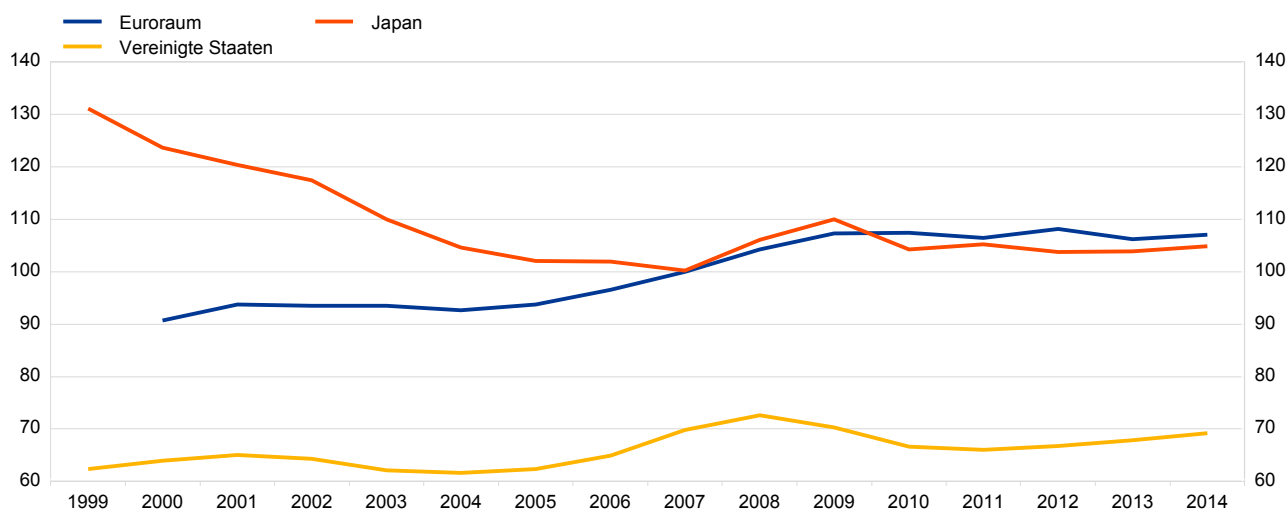
2) Zur EU liegen keine Angaben vor. Angaben zu Österreich liegen ab 1999 vor, Angaben zu Bulgarien ab 2000, Angaben zu Dänemark ab 1999, Angaben zu Kroatien ab 2001, Angaben zu Irland ab 2001, Angaben zu Litauen ab 2004, Angaben zu Luxemburg ab 2002, Angaben zu Lettland ab 2004, Angaben zu Malta ab 2004, Angaben zu Polen ab 2003 und Angaben zu Slowenien ab 2004.

3) Vereinigte Staaten: Kredite zwischen Unternehmen und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen sind in diesen Angaben nicht berücksichtigt.

4) Japan: Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen sind in diesen Angaben nicht berücksichtigt.

Abbildung 2.14 Verschuldung der nichtfinanziellen Unternehmen

(in % des BIP)



Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board und Bank of Japan.

## 3 Preise und Kosten

### 3.1 HVPI

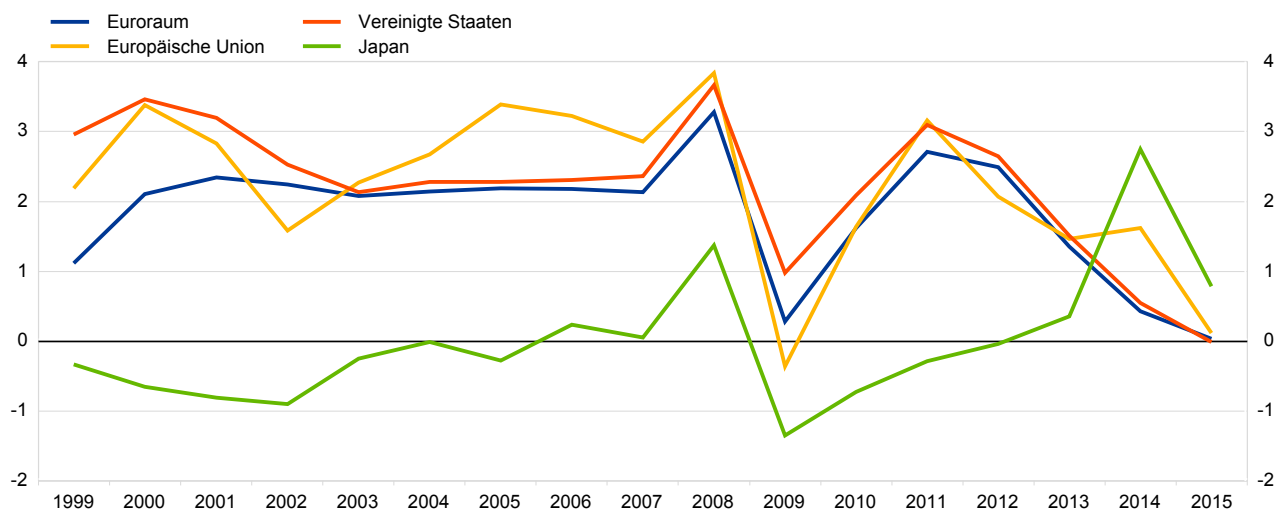
(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,9	2,2	1,5	2,6	1,2	0,5	0,6
Deutschland	1,5	1,7	1,2	2,1	1,6	0,8	0,1
Estland	3,7	4,6	2,3	4,2	3,2	0,5	0,1
Irland	2,0	3,4	0,1	1,9	0,5	0,3	0,0
Griechenland	2,3	3,3	1,0	1,0	-0,9	-1,4	-1,1
Spanien	2,4	3,2	1,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6
Frankreich	1,6	1,9	1,1	2,2	1,0	0,6	0,1
Italien	2,0	2,4	1,5	3,3	1,3	0,2	0,1
Zypern	2,1	2,7	1,1	3,1	0,4	-0,3	-1,6
Lettland	3,8	5,6	1,3	2,3	0,0	0,7	0,2
Litauen	2,4	2,7	1,9	3,2	1,2	0,2	-0,7
Luxemburg	2,4	2,8	1,7	2,9	1,7	0,7	0,1
Malta	2,2	2,6	1,8	3,2	1,0	0,8	1,2
Niederlande	2,0	2,4	1,5	2,8	2,6	0,3	0,2
Österreich	1,9	1,9	1,8	2,6	2,1	1,5	0,8
Portugal	2,1	2,9	1,1	2,8	0,4	-0,2	0,5
Slowenien	3,7	5,4	1,3	2,8	1,9	0,4	-0,8
Slowakei	4,2	6,2	1,5	3,7	1,5	-0,1	-0,3
Finnland	1,8	1,8	1,9	3,2	2,2	1,2	-0,2
<b>Euroraum</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
Bulgarien	4,4	6,7	1,3	2,4	0,4	-1,6	-1,1
Tschechische Republik	2,1	2,7	1,4	3,5	1,4	0,4	0,3
Dänemark	1,8	2,1	1,3	2,4	0,5	0,3	0,2
Kroatien	2,7	3,4	1,6	3,4	2,3	0,2	-0,3
Ungarn	5,1	6,7	2,9	5,7	1,7	0,0	0,1
Polen	3,1	3,9	2,0	3,7	0,8	0,1	-0,7
Rumänien	12,7	19,5	3,6	3,4	3,2	1,4	-0,4
Schweden	1,4	1,7	1,1	0,9	0,4	0,2	0,7
Vereinigtes Königreich	2,0	1,8	2,4	2,8	2,6	1,5	0,0
<b>Europäische Union</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>
Vereinigte Staaten <sup>1)</sup>	2,2	2,8	1,4	2,1	1,5	1,6	0,1
Japan <sup>1)</sup>	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,4	2,7	0,8

Quellen: Eurostat, BIZ (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.  
1) Die Angaben beziehen sich auf den Verbraucherpreisindex.

### Abbildung 3.1 HVPI<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, BIZ (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.  
1) Die Angaben zu Japan und den USA beziehen sich auf den Verbraucherpreisindex.



## 3 Preise und Kosten

### 3.2 HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,6	1,5	1,6	1,9	1,5	1,5	1,6
Deutschland	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1
Estland	2,9	3,8	1,5	2,8	1,9	1,3	1,2
Irland	1,7	3,0	-0,1	0,7	0,1	0,7	1,6
Griechenland	1,8	2,9	0,2	-0,3	-2,4	-1,5	-0,4
Spanien	1,9	2,7	0,8	1,3	1,3	-0,1	0,3
Frankreich	1,3	1,4	1,0	1,5	0,7	1,0	0,6
Italien	1,8	2,1	1,4	2,0	1,3	0,7	0,7
Zypern	1,0	1,3	0,6	1,7	-0,3	0,1	-0,4
Lettland	2,6	4,3	0,2	0,3	-0,1	1,7	1,5
Litauen	1,4	1,7	1,0	2,0	1,4	0,7	1,9
Luxemburg	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	1,3	1,7
Malta	1,7	2,1	1,2	2,5	0,1	1,5	1,5
Niederlande	1,7	1,9	1,5	2,2	2,5	0,6	0,9
Österreich	1,7	1,5	1,9	2,2	2,2	1,7	1,8
Portugal	1,9	2,7	0,7	1,2	0,1	0,2	0,6
Slowenien	2,5	4,3	0,5	0,7	0,9	0,6	0,3
Slowakei	3,5	5,1	1,4	3,0	1,4	0,5	0,5
Finnland	1,6	1,5	1,7	2,1	1,8	1,6	0,8
<b>Euroraum</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
Bulgarien	4,1	6,5	0,8	1,0	0,0	-1,6	-0,6
Tschechische Republik	1,3	1,9	0,5	1,6	0,3	0,5	0,7
Dänemark	1,5	1,8	1,2	1,6	0,6	0,6	1,2
Kroatien	1,6	3,2	0,9	1,1	0,9	0,5	0,8
Ungarn	3,4	4,3	2,5	3,5	2,3	1,4	1,7
Polen	2,6	3,5	1,3	2,2	0,7	0,2	0,4
Rumänien	6,2	9,3	3,2	3,2	2,3	2,3	1,6
Schweden	1,1	1,1	1,0	0,7	0,3	0,4	0,9
Vereinigtes Königreich	1,5	1,1	2,0	2,2	2,0	1,6	1,0
<b>Europäische Union</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Vereinigte Staaten <sup>2)</sup>	2,0	2,2	1,7	2,1	1,8	1,7	1,8
Japan <sup>2)</sup>	-0,3	-0,4	-0,1	-0,6	-0,2	1,8	1,0

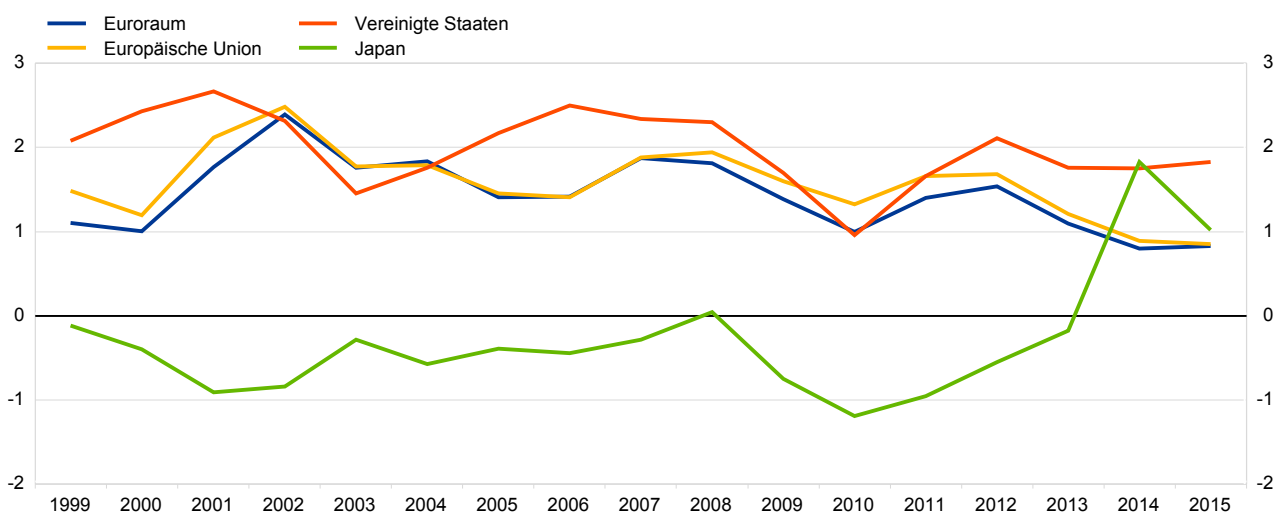
Quellen: Eurostat, BIZ (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zur Tschechischen Republik und zu Slowenien liegen ab 2000 vor, Angaben zu Ungarn und Rumänien ab 2002 und Angaben zu Kroatien ab 2006.

2) Die Angaben beziehen sich auf den Verbraucherpreisindex.

### Abbildung 3.2 HVPI ohne Nahrungsmittel und Energie<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, BIZ (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Die Angaben zu Japan und den USA beziehen sich auf den Verbraucherpreisindex.

## 3 Preise und Kosten

### 3.3 BIP-Deflator

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,7	1,9	1,5	2,0	1,3	0,7	.
Deutschland	1,1	0,8	1,6	1,5	2,1	1,7	2,1
Estland	5,1	6,6	2,6	2,7	4,0	2,0	.
Irland	1,7	3,0	-0,5	0,4	1,2	0,1	.
Griechenland	1,9	3,2	-0,2	-0,4	-2,5	-2,3	.
Spanien	2,3	3,6	0,1	0,1	0,6	-0,4	.
Frankreich	1,4	1,8	0,8	1,2	0,8	0,6	1,2
Italien	2,0	2,4	1,2	1,4	1,3	0,9	.
Zypern	2,3	3,3	0,6	2,1	-1,4	-1,3	.
Lettland	4,9	7,8	0,2	3,5	1,3	1,2	.
Litauen	2,5	3,3	1,4	2,8	1,2	1,2	0,5
Luxemburg	2,7	2,8	2,7	4,0	2,4	0,9	.
Malta	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,7	.
Niederlande	1,8	2,5	0,8	1,4	1,4	0,8	0,3
Österreich	1,6	1,6	1,6	2,0	1,5	1,6	1,5
Portugal	2,2	3,2	0,7	-0,4	2,2	0,9	.
Slowenien	3,4	5,0	0,9	0,3	0,8	0,8	.
Slowakei	3,0	4,6	0,4	1,3	0,5	-0,2	.
Finnland	1,7	1,5	2,0	3,0	2,6	1,6	.
Euroraum	1,7	2,0	1,0	1,2	1,3	0,9	.
Bulgarien	4,5	5,9	2,2	1,2	-0,5	0,2	.
Tschechische Republik	1,9	2,4	1,0	1,4	1,4	2,5	.
Dänemark	2,1	2,5	1,6	2,8	1,4	0,8	.
Kroatien	2,9	4,1	1,3	1,6	0,8	0,0	.
Ungarn	5,1	6,4	3,0	3,5	3,1	3,2	.
Polen	2,5	2,8	2,1	2,4	0,4	0,5	.
Rumänien	16,0	23,7	4,2	4,8	3,5	1,9	.
Schweden	1,6	1,8	1,4	1,1	1,1	1,6	.
Vereinigtes Königreich	2,3	2,4	2,1	1,6	2,0	1,8	.
Europäische Union	1,7	2,0	1,1	2,4	0,6	1,6	.
Vereinigte Staaten	2,0	2,3	1,4	1,8	1,6	1,6	1,0
Japan	-1,1	-1,3	-0,7	-0,9	-0,6	1,7	.

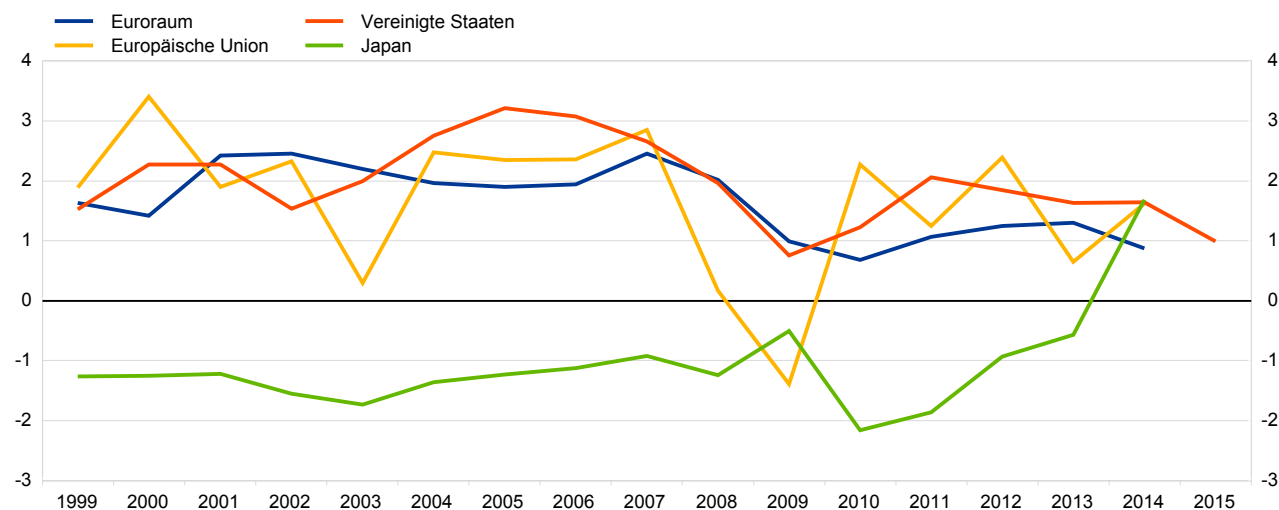
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Luxemburg, Kroatien und Malta liegen ab 2001 vor; Angaben zu Polen ab 2003.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 3.3 BIP-Deflator

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 3 Preise und Kosten

### 3.4 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1), 2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	2,0	3,4	0,1	3,5	0,6	-4,6	-4,2
Deutschland	1,5	2,4	0,2	1,7	0,0	-0,9	-1,8
Estland	3,2	4,7	1,9	3,4	9,9	-2,3	-2,8
Irland	1,6	4,0	0,6	3,1	1,5	-0,3	-4,4
Griechenland	3,0	4,7	0,6	4,9	-0,7	-0,8	-5,8
Spanien	2,4	3,3	1,1	3,8	0,6	-1,3	-2,1
Frankreich	1,5	2,4	0,3	2,8	0,3	-1,3	-2,2
Italien	1,8	3,0	0,0	4,1	-1,2	-1,8	-3,4
Zypern	2,8	4,8	0,6	8,1	-2,1	-3,1	-5,7
Lettland	5,0	8,4	1,7	5,3	1,1	0,1	-1,4
Litauen	2,6	4,8	-0,4	5,6	-0,3	-5,1	-9,2
Luxemburg	2,9	5,5	-0,6	3,6	1,3	-4,8	-0,5
Malta	4,2	5,2	3,0	2,3	0,9	-1,2	-3,2
Niederlande	2,4	4,7	-0,9	3,8	-1,3	-3,2	-7,4
Österreich	1,3	1,8	0,4	0,9	-1,0	-1,5	-2,1
Portugal	2,6	4,1	0,5	2,9	0,1	-1,2	-3,0
Slowenien	3,0	4,7	0,7	1,0	0,3	-1,1	-0,5
Slowakei	2,5	5,1	-1,1	3,8	-0,2	-3,6	-4,3
Finnland	1,8	2,6	0,8	2,3	0,9	-0,9	-2,2
<b>Euroraum</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,7</b>
Bulgarien	4,2	6,3	1,7	5,3	-1,3	-0,9	-1,7
Tschechische Republik	1,7	2,6	0,3	2,1	0,8	-0,8	-3,2
Dänemark	3,3	5,3	0,4	2,5	2,2	-2,3	-6,5
Kroatien	2,8	3,8	1,5	7,0	0,4	-2,7	-3,9
Ungarn	5,5	8,0	2,0	5,3	-0,5	-2,1	-3,0
Polen	2,6	3,5	1,7	3,6	-1,2	-1,4	-2,4
Rumänien	10,6	18,0	2,8	4,8	3,7	0,2	-1,8
Schweden	1,9	3,1	0,2	-0,3	-0,7	0,1	-1,1
Vereinigtes Königreich	2,8	4,3	0,7	2,2	1,0	-2,3	-7,5
<b>Europäische Union</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-3,2</b>
Vereinigte Staaten <sup>3)</sup>	2,3	3,1	1,3	1,9	1,2	1,9	-3,3
Japan <sup>4)</sup>	0,2	1,0	-0,9	-1,2	0,8	0,8	-3,5

Quellen: Eurostat, BIZ (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zu Bulgarien, Zypern, Polen, Malta und Rumänien liegen ab 2001 vor, Angaben zu Lettland ab 2002, Angaben zu Estland ab 2003 und Angaben zu Irland ab 2006.

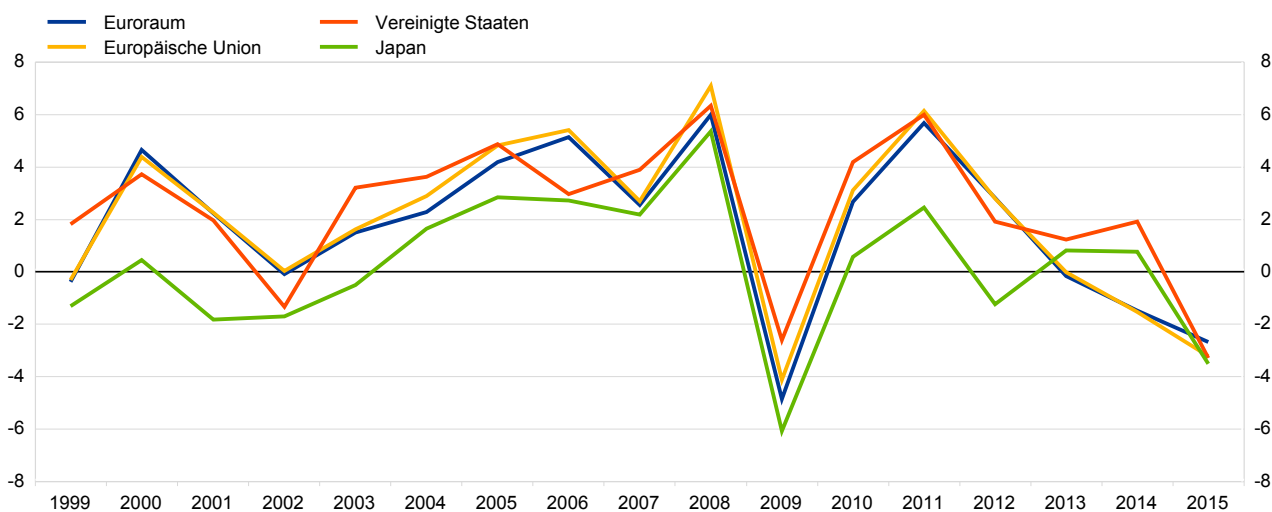
2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

3) Die Angaben beziehen sich auf Fertigerzeugnisse.

4) Die Angaben beziehen sich auf den Produktionspreisindex im verarbeitenden Gewerbe.

### Abbildung 3.4 Industrielle Erzeugerpreise<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, BIZ (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Die Angaben zu Japan beziehen sich auf den Produktionspreisindex im verarbeitenden Gewerbe; die Angaben zu den USA beziehen sich auf Fertigerzeugnisse.

## 3 Preise und Kosten

### 3.5 Lohnstückkosten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	1,8	1,8	1,8	3,4	2,2	-0,1	.
Deutschland	1,0	0,2	2,1	3,3	2,2	1,9	1,8
Estland	4,9	7,0	1,6	3,3	5,5	3,7	.
Irland	1,0	3,4	-3,0	-0,8	0,2	-1,6	.
Griechenland	1,9	3,6	-1,0	-2,0	-7,4	-2,6	.
Spanien	1,7	3,3	-0,9	-2,9	-0,4	-0,9	.
Frankreich	1,8	1,9	1,7	2,3	0,9	1,5	.
Italien	2,2	2,7	1,5	1,4	0,9	1,3	.
Zypern	2,0	3,1	0,1	0,0	-3,4	-3,3	.
Lettland	5,0	10,3	-1,6	3,5	4,3	4,6	.
Litauen	1,7	2,8	0,0	2,2	3,1	2,8	.
Luxemburg	3,2	3,6	2,7	4,9	1,1	1,4	.
Malta	2,6	2,6	2,6	3,2	1,1	1,5	.
Niederlande	1,9	2,0	1,7	3,0	1,5	0,8	.
Österreich	1,5	1,0	2,2	3,0	2,3	2,3	.
Portugal	1,4	2,6	-0,5	-3,2	1,8	-0,9	.
Slowenien	3,4	4,6	1,3	0,8	0,2	-1,3	.
Slowakei	2,8	3,6	1,4	1,1	0,3	0,7	.
Finnland	2,0	1,6	2,8	5,2	1,8	0,9	.
Euroraum	1,7	1,8	1,4	1,9	1,2	1,1	.
Bulgarien	5,4	5,1	5,9	4,8	7,0	4,4	.
Tschechische Republik	2,2	2,8	1,1	3,1	0,6	0,1	.
Dänemark	2,2	2,7	1,4	1,2	1,5	1,3	.
Kroatien	2,4	4,0	0,2	-1,3	-2,2	-2,4	.
Ungarn	4,4	6,1	1,6	4,0	0,9	2,0	.
Polen	1,1	0,9	1,3	2,1	0,3	0,0	.
Rumänien	13,1	21,6	0,3	3,5	-1,3	0,1	.
Schweden	2,1	2,2	2,1	4,1	1,7	1,3	.
Vereinigtes Königreich	2,2	2,8	1,3	1,6	0,4	-0,6	.
Europäische Union	1,2	1,3	1,2	2,9	0,2	1,4	.
Vereinigte Staaten	-0,4	-0,8	0,1	1,0	-0,5	1,4	1,3
Japan	-1,9	-2,2	-1,3	-1,7	-0,9	1,5	.

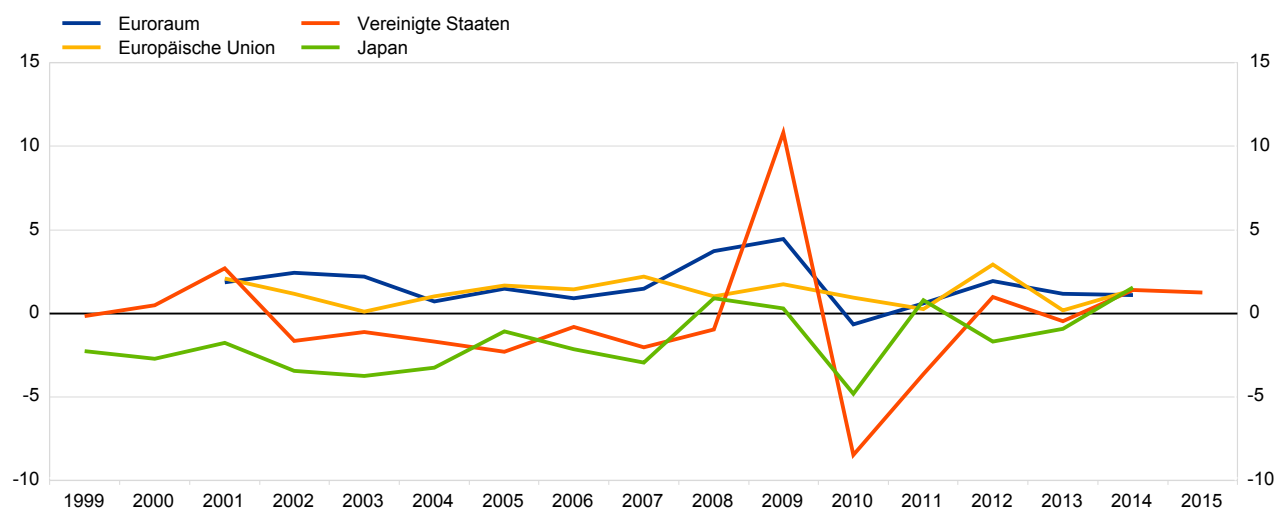
Quellen: Eurostat, BIZ (für die USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zum Euroraum und zur EU sowie zu Kroatien, Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor; Angaben zu Polen ab 2003.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 3.5 Lohnstückkosten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, BIZ (für Angaben zu den USA) und EZB-Berechnungen.

## 3 Preise und Kosten

### 3.6 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999-2015 <sup>1)2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015 <sup>2)</sup>	2012	2013	2014	2015
Belgien	2,6	2,9	2,1	3,2	2,6	0,9	.
Deutschland	1,6	1,2	2,2	2,5	1,8	2,6	2,7
Estland	8,9	12,4	3,1	6,8	5,9	5,9	.
Irland	3,3	5,7	-0,6	0,0	-0,7	1,8	.
Griechenland	2,7	6,0	-2,5	-3,0	-7,0	-2,1	.
Spanien	2,4	3,5	0,7	-1,5	0,9	-0,4	.
Frankreich	2,5	2,8	2,0	2,2	1,6	1,3	.
Italien	1,9	2,6	0,7	-1,1	0,9	0,8	.
Zypern	2,7	4,6	-0,3	0,8	-3,3	-4,7	.
Lettland	9,4	16,4	0,8	6,1	5,0	8,5	.
Litauen	6,5	9,6	1,6	4,2	5,4	3,9	.
Luxemburg	3,0	3,5	2,3	1,6	3,6	2,9	.
Malta	3,2	3,9	2,3	3,7	1,3	0,6	.
Niederlande	2,7	3,2	1,8	2,1	2,0	2,0	.
Österreich	2,2	2,3	1,9	2,7	2,2	1,7	.
Portugal	2,4	3,8	0,3	-3,1	3,6	-1,4	.
Slowenien	5,4	7,9	1,3	-1,0	0,6	1,1	.
Slowakei	6,2	8,2	2,8	2,6	2,6	1,8	.
Finnland	2,9	3,3	2,2	2,8	1,3	1,4	.
<b>Euroraum</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>.</b>
Bulgarien	8,6	9,1	7,8	7,7	8,8	5,6	.
Tschechische Republik	4,6	6,5	1,4	1,7	-0,3	1,5	.
Dänemark	3,0	3,7	2,0	1,7	1,2	1,8	.
Kroatien	3,0	5,3	0,0	0,2	-0,7	-5,3	.
Ungarn	6,3	9,6	1,0	2,1	1,8	0,9	.
Polen	3,9	3,5	4,2	3,6	1,7	1,6	.
Rumänien	18,6	30,2	1,6	9,4	3,0	2,3	.
Schweden	3,5	4,1	2,5	3,1	2,0	2,2	.
Vereinigtes Königreich	3,3	4,4	1,6	1,7	1,4	-0,1	.
<b>Europäische Union</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>.</b>
Vereinigte Staaten	3,0	3,6	2,1	2,2	1,5	2,8	.
Japan	-0,9	-1,0	-0,5	0,0	-0,2	0,9	.

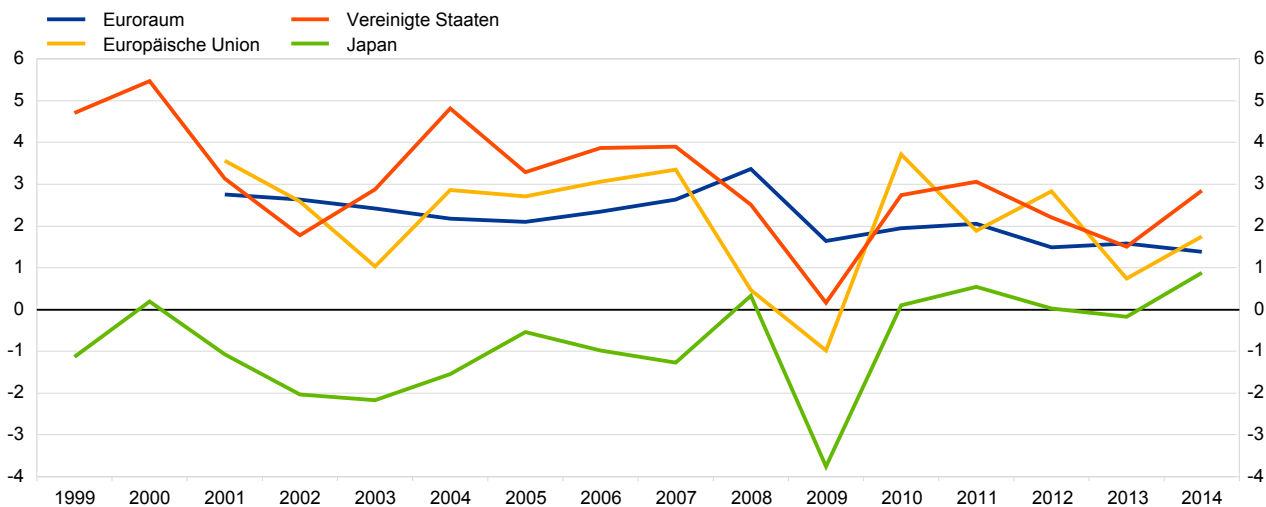
Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

1) Angaben zum Euroraum und zur EU sowie zu Kroatien, Luxemburg und Malta liegen ab 2001 vor; Angaben zu Polen ab 2003.

2) Wo noch keine Daten für 2015 verfügbar sind, wurden die Durchschnittswerte für den Zeitraum 1999-2014 bzw. 2009-2014 angegeben.

### Abbildung 3.6 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD (für Angaben zu Japan und den USA) und EZB-Berechnungen.

## 3 Preise und Kosten

### 3.7 Preise für Wohnimmobilien

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

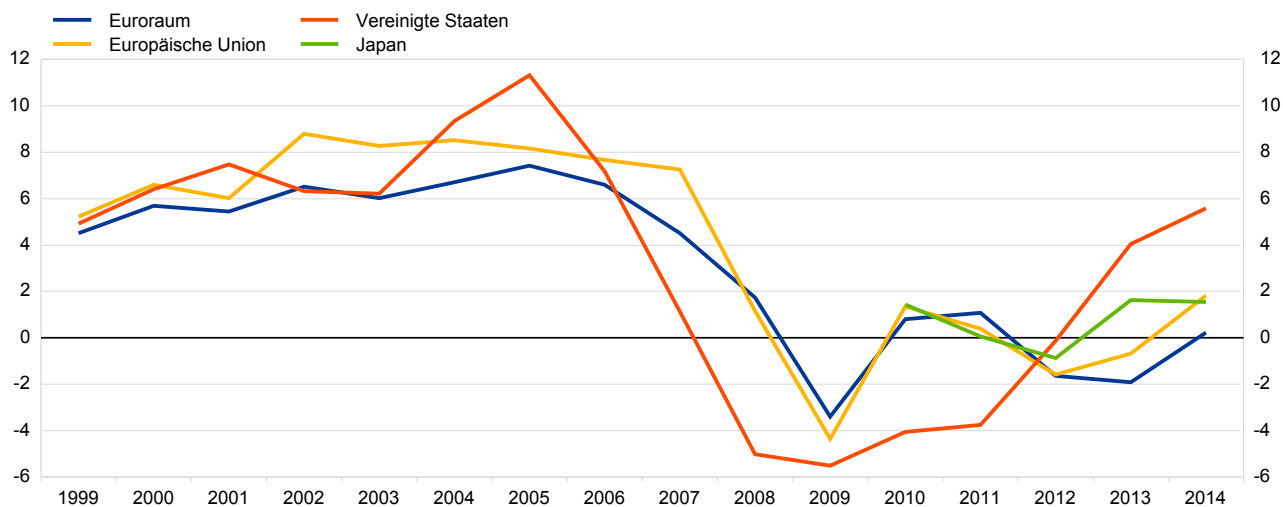
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	5,6	7,8	2,1	3,1	2,5	1,7	0,6
Deutschland	1,7	1,4	2,0	2,6	3,0	3,2	3,1
Estland	6,2	18,1	-1,1	9,9	8,0	10,7	11,0
Irland	3,5	10,8	-7,5	-13,9	-11,4	2,1	13,0
Griechenland	2,3	8,6	-7,4	-5,5	-11,7	-10,8	-7,5
Spanien	3,7	10,5	-6,8	-7,4	-13,7	-10,6	0,3
Frankreich	5,7	9,3	-0,2	5,9	-0,5	-2,1	-1,8
Italien	2,5	5,6	-2,4	0,8	-2,8	-5,7	-4,4
Zypern	0,4	19,5	-5,2	-4,1	-5,3	-6,8	-9,0
Lettland	-0,1	17,4	-5,4	10,4	3,0	6,8	6,0
Litauen	8,8	20,6	-6,8	1,3	-3,3	3,6	7,6
Luxemburg	3,5	3,3	3,6	3,7	4,2	5,0	4,4
Malta	4,7	6,9	1,1	1,3	0,4	2,1	7,0
Niederlande	3,2	7,4	-3,4	-2,4	-6,5	-6,5	0,9
Österreich	2,8	1,0	5,8	4,2	12,4	4,7	3,4
Portugal	-1,7	-	-1,7	-4,9	-7,1	-1,9	4,3
Slowenien	1,6	14,4	-4,3	2,7	-6,9	-5,2	-6,6
Slowakei	3,0	9,9	-3,6	-3,1	-1,1	-0,9	-0,8
Finnland	4,3	5,5	2,2	2,7	1,6	1,6	-0,6
<b>Euroraum</b>	<b>3,1</b>	<b>5,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,2</b>
Bulgarien	-3,8	-	-3,8	-5,5	-1,9	-2,2	1,4
Tschechische Republik	-0,8	-	-0,8	0,0	-1,4	0,0	2,6
Dänemark	3,8	10,0	-1,1	-1,7	-2,7	3,9	3,7
Kroatien	-3,1	-	-3,1	0,2	-1,6	-4,0	-1,6
Ungarn	-1,6	2,3	-2,2	-3,4	-3,8	-2,6	4,3
Polen	-1,6	1,9	-2,2	-1,3	-4,4	-5,5	1,8
Rumänien	-6,3	-	-6,3	-14,2	-6,5	-0,2	-2,3
Schweden	7,2	8,5	4,9	2,5	1,2	5,5	9,4
Vereinigtes Königreich	6,9	9,8	2,1	-1,0	1,7	3,5	10,0
<b>Europäische Union</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,8</b>
Vereinigte Staaten	3,1	5,4	-0,7	-3,8	-0,1	4,0	5,6
Japan	0,8	-	0,8	0,1	-0,9	1,6	1,6

Quellen: Nationale Quellen und EZB.

1) Daten für Litauen ab 2000 verfügbar; Daten für die Slowakei ab 2003; Daten für Deutschland und Dänemark ab 2004; Daten für Estland ab 2005; Daten für Slowenien ab 2006; Daten für Zypern, Lettland und Polen ab 2007; Daten für Ungarn und Luxemburg ab 2008; Daten für Kroatien, die Tschechische Republik, Japan und Portugal ab 2009; Daten für Bulgarien und Rumänien ab 2010.

### Abbildung 3.7 Preise für Wohnimmobilien

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Quellen und EZB.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### 4.1 Effektive Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index: Q1 1999 = 100)

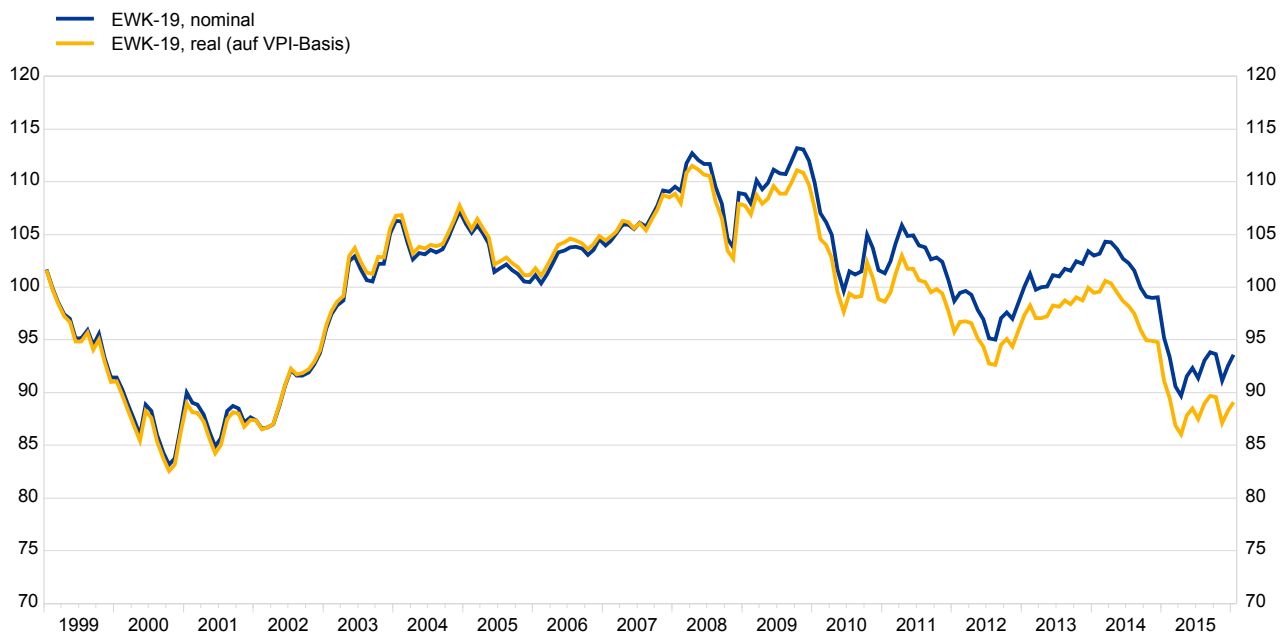
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
<b>EWK-19</b>							
Nominal	99,9	98,8	101,5	97,6	101,2	101,8	92,4
Real, auf VPI-Basis	98,7	98,8	98,6	95,0	98,2	97,9	88,4
Real, auf EPI-Basis	97,7	98,4	96,7	93,3	96,7	96,7	89,2
Real, auf BIP-Deflator-Basis	95,6	96,7	93,9	88,0	91,1	91,3	
Real, auf LSK/VG-Basis <sup>1)</sup>	102,3	99,4	107,0	99,8	102,0	102,2	
Real, auf LSK/GW-Basis	99,0	97,3	101,8	95,6	98,8	100,4	
<b>EWK-38</b>							
Nominal	107,1	103,7	112,0	107,0	111,9	114,7	106,5
Real, auf VPI-Basis	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9

Quelle: EZB.

1) Mit den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe (LSK/VG) deflationierte Zeitreihen sind nur für den Kreis der EWK-18-Handelspartner verfügbar.

### Abbildung 4.1 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index: Q1 1999 = 100)



Quelle: EZB.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### 4.2 Bilaterale Wechselkurse

(Einheiten der nationalen Währungen je Euro; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

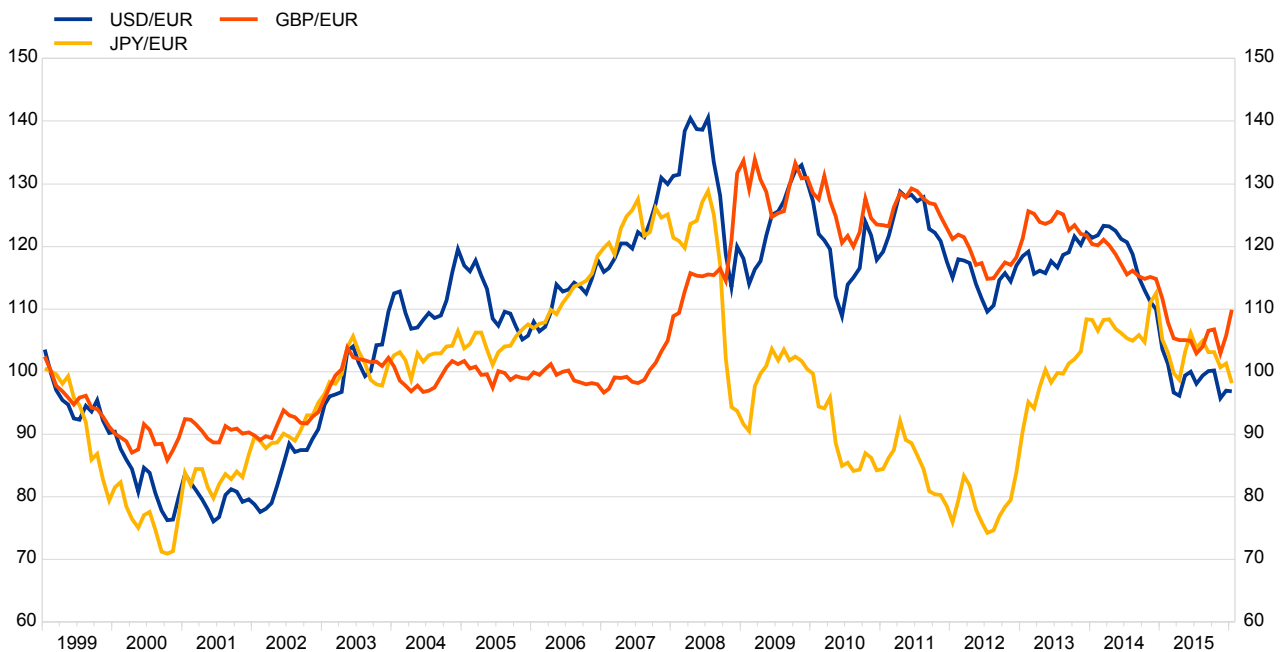
	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Chinesischer Renminbi	8,978	9,468	8,418	8,105	8,165	8,186	6,973
Kroatische Kuna	7,444	7,406	7,488	7,522	7,579	7,634	7,614
Tschechische Krone	29,069	31,193	26,036	25,149	25,980	27,536	27,279
Dänische Krone	7,448	7,446	7,451	7,444	7,458	7,455	7,459
Ungarischer Forint	268,989	253,282	291,429	289,249	296,873	308,706	309,996
Japanischer Yen	127,872	130,952	123,473	102,492	129,663	140,306	134,314
Polnischer Zloty	4,065	3,991	4,170	4,185	4,197	4,184	4,184
Pfund Sterling	0,738	0,674	0,830	0,811	0,849	0,806	0,726
Rumänischer Leu	3,634	3,132	4,351	4,459	4,419	4,444	4,445
Schwedische Krone	9,195	9,132	9,285	8,704	8,652	9,099	9,353
Schweizer Franken	1,435	1,555	1,263	1,205	1,231	1,215	1,068
US-Dollar	1,218	1,155	1,309	1,285	1,328	1,329	1,110

Quelle: EZB.

1) Angaben zum chinesischen Renminbi und zur kroatischen Kuna liegen ab 2001 vor.

### Abbildung 4.2 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index: Q1 1999 = 100)



Quelle: EZB.



## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### 4.3 Reale effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(mit Verbraucherpreisindizes deflationiert; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index: Q1 1999 = 100)

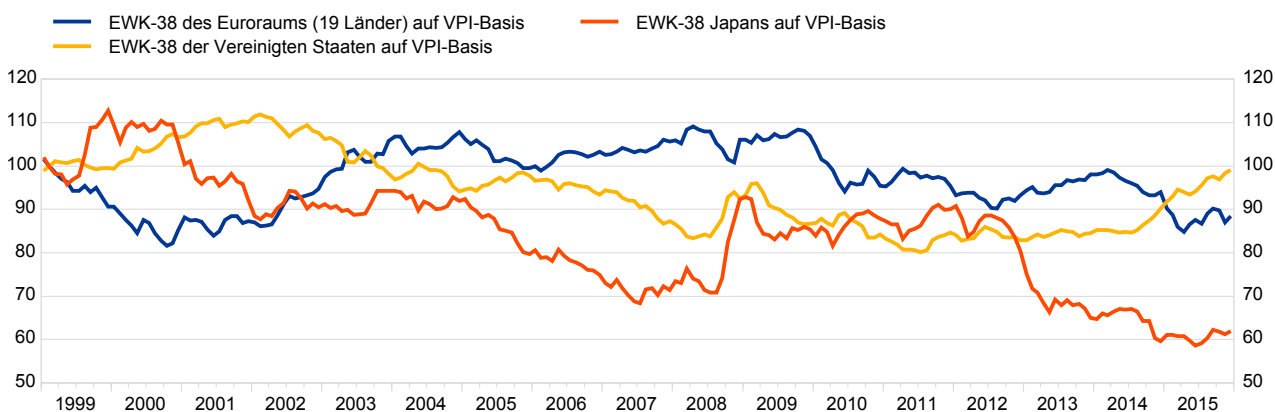
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgien	99,7	99,2	100,5	98,9	100,5	100,7	96,6
Deutschland	93,5	95,3	95,3	88,3	90,3	91,0	86,3
Estland	113,5	106,5	123,4	121,1	124,5	126,4	125,1
Irland	108,7	108,9	108,4	105,1	106,8	106,0	97,9
Griechenland	101,4	99,7	103,9	103,7	102,5	100,8	95,7
Spanien	106,3	104,8	108,4	107,0	108,7	108,1	102,8
Frankreich	96,6	97,6	95,2	93,3	94,4	94,7	90,5
Italien	100,1	100,2	99,8	98,3	99,8	99,9	95,1
Zypern	104,8	104,0	106,0	105,8	106,3	105,6	100,0
Lettland	109,0	104,7	115,0	113,9	112,5	113,9	113,2
Litauen	121,5	115,7	129,7	127,6	128,7	130,1	127,5
Luxemburg	106,1	104,4	108,5	107,6	109,0	109,2	104,7
Malta	105,9	105,1	107,1	104,9	106,7	106,7	101,4
Niederlande	101,7	102,5	100,4	97,6	100,7	100,7	95,3
Österreich	96,5	97,0	95,6	93,8	95,7	97,0	94,5
Portugal	102,9	103,1	102,5	102,2	102,2	101,6	99,2
Slowenien	100,1	99,4	101,1	99,6	101,1	101,4	97,7
Slowakei	161,1	139,4	192,1	190,7	193,2	193,4	187,2
Finnland	96,3	96,9	95,3	92,6	94,8	96,6	93,3
Euroraum	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9
Bulgarien	132,4	120,8	148,8	148,5	148,7	146,8	140,7
Tschechische Republik	132,3	122,4	146,5	149,1	146,2	138,1	134,5
Dänemark	99,1	99,4	98,5	96,5	97,1	97,7	93,8
Kroatien	104,9	103,7	106,6	103,9	105,5	105,0	100,6
Ungarn	129,2	125,3	134,8	135,7	134,4	129,1	123,5
Polen	117,7	117,4	118,1	117,1	117,6	118,1	113,3
Rumänien	132,8	127,4	140,5	135,9	141,4	142,8	137,7
Schweden	93,7	95,2	91,5	94,5	96,1	91,6	85,8
Vereinigtes Königreich	90,9	97,9	81,0	80,6	79,4	84,9	88,8
Europäische Union	-	-	-	-	-	-	-
Vereinigte Staaten	94,3	99,3	87,0	84,0	84,2	86,1	95,5
Japan	84,4	89,4	77,3	86,4	68,9	64,9	60,7

Quelle: EZB.

1) Für den Euroraum ist der reale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 Handelspartnern dargestellt. Für die einzelnen Euro-Länder zeigt die Tabelle die harmonisierten Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren gegenüber diesen 38 Handelspartnern sowie gegenüber den übrigen Euro-Ländern. Für Länder außerhalb des Euroraums zeigt sie den realen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 Handelspartnern. Ein steigender Indikator signalisiert sinkende preisliche Wettbewerbsfähigkeit.

### Abbildung 4.3 Reale effektive Wechselkurse

(mit Verbraucherpreisindizes deflationiert; Monatsdurchschnitte; Index: Q1 1999 = 100)



Quelle: EZB.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### 4.4 Zahlungsbilanz: Leistungsbilanz (netto)

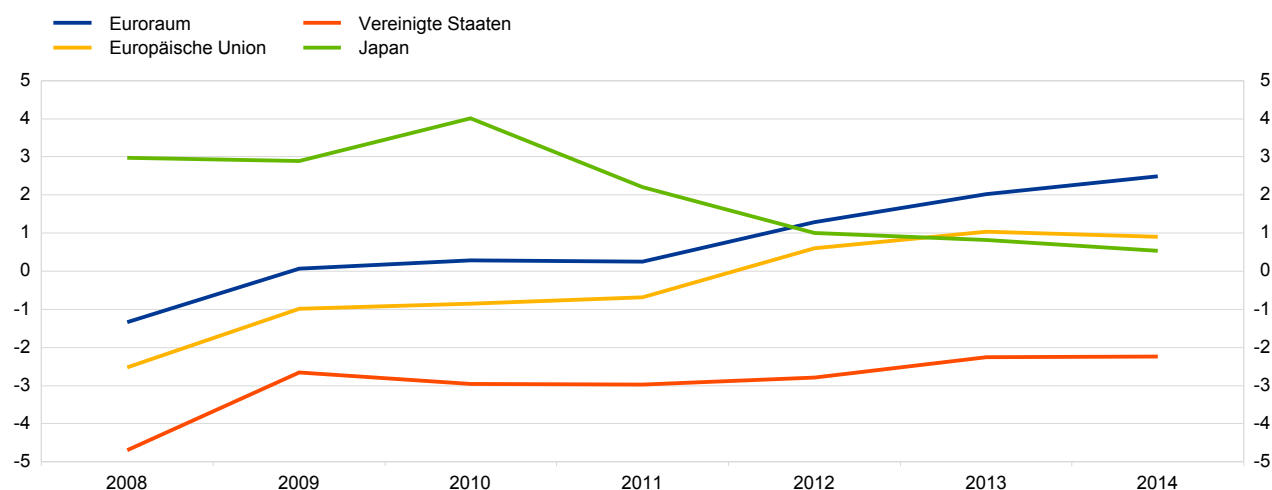
(in % des BIP; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; weder arbeitstäglich bereinigt noch saisonbereinigt)

	2008-2014	2008-2011	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	-0,3	-0,3	-0,2	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2
Deutschland	6,3	5,7	7,1	6,2	7,0	6,7	7,8
Estland	-0,6	-0,7	-0,5	1,4	-2,6	-0,1	1,2
Irland	-0,3	-1,8	1,8	0,9	-1,6	3,2	3,8
Griechenland	-7,3	-11,2	-2,2	-10,0	-2,4	-2,0	-2,0
Spanien	-2,6	-5,1	0,8	-3,2	-0,2	1,5	1,0
Frankreich	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,2	-0,8	-1,0
Italien	-1,3	-2,8	0,8	-3,1	-0,4	0,9	2,0
Zypern	-7,5	-9,4	-5,0	-4,0	-5,9	-4,6	-4,6
Lettland	-2,1	-1,6	-2,9	-3,0	-3,7	-2,7	-2,3
Litauen	-1,6	-4,0	1,5	-4,1	-1,3	1,7	4,0
Luxemburg	6,7	6,9	6,3	6,4	6,6	6,3	6,2
Malta	-0,7	-3,6	3,1	-2,4	1,4	3,8	4,2
Niederlande	8,5	6,6	11,1	9,1	11,0	11,3	11,0
Österreich	2,5	2,9	1,9	1,7	1,5	2,1	2,1
Portugal	-5,5	-9,6	0,0	-6,0	-2,0	1,4	0,6
Slowenien	1,4	-1,4	5,2	0,2	2,6	5,8	7,2
Slowakei	-2,4	-4,9	0,9	-5,0	1,0	1,6	0,1
Finnland	-0,2	0,9	-1,6	-1,8	-2,0	-1,8	-1,0
Euroraum	0,7	-0,2	1,9	0,2	1,3	2,0	2,5
Bulgarien	-3,7	-7,2	1,0	1,0	-0,3	2,0	1,3
Tschechische Republik	-1,6	-2,5	-0,5	-2,2	-1,6	-0,5	0,6
Dänemark	5,5	4,3	7,2	5,8	5,9	7,5	8,2
Kroatien	-2,0	-3,9	0,4	-0,8	-0,2	0,9	0,6
Ungarn	0,2	-1,7	2,7	0,8	1,8	4,0	2,2
Polen	-4,0	-5,3	-2,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1
Rumänien	-4,6	-6,4	-2,1	-4,8	-4,7	-1,2	-0,5
Schweden	6,9	6,7	7,1	7,4	7,4	7,6	6,3
Vereinigtes Königreich	-3,6	-2,8	-4,8	-1,7	-3,6	-4,8	-5,9
Europäische Union	-0,4	-1,3	0,8	-0,7	0,6	1,0	0,9
Vereinigte Staaten	-2,9	-3,3	-2,4	-3,0	-2,8	-2,3	-2,2
Japan	2,1	3,0	0,8	2,2	1,0	0,8	0,5

Quellen: EZB, BIZ und Eurostat.

### Abbildung 4.4 Zahlungsbilanz: Leistungsbilanz (netto)

(in % des BIP; weder arbeitstäglich bereinigt noch saisonbereinigt)



Quellen: EZB, BIZ und Eurostat.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### 4.5 Netto-Auslandsvermögensstatus

(in % des BIP; Durchschnitt am Ende des Berichtszeitraums)

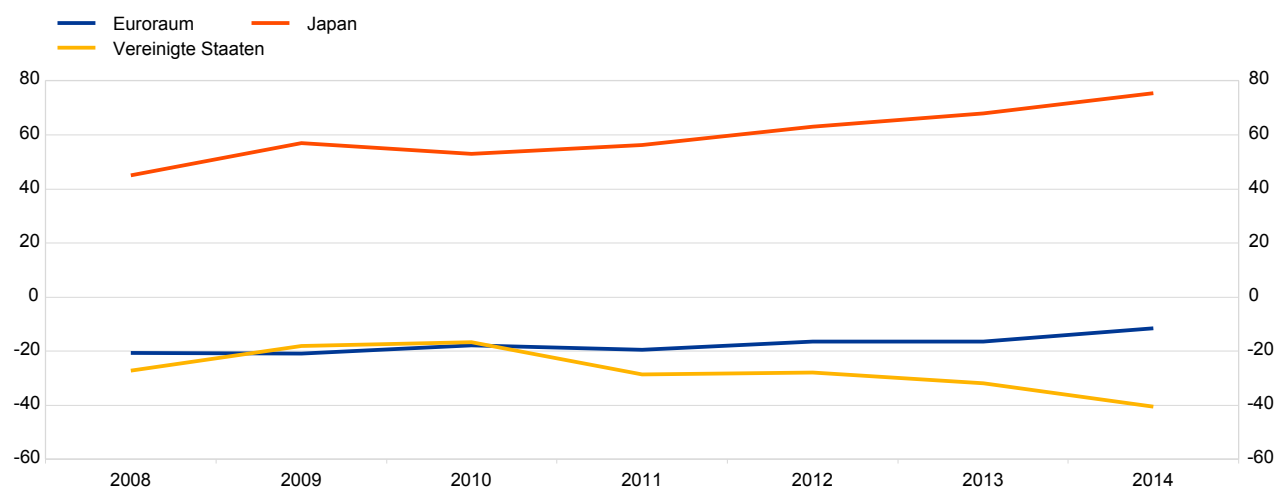
	2008-2014 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	58,0	58,5	57,2	62,1	53,9	54,7	63,0
Deutschland	29,0	23,0	36,9	23,6	29,5	36,4	44,9
Estland	-62,6	-70,4	-52,2	-57,6	-55,1	-52,7	-48,9
Irland	-104,2	-89,8	-123,5	-107,0	-133,1	-128,8	-108,6
Griechenland	-98,7	-84,8	-117,3	-85,9	-111,1	-120,9	-119,8
Spanien	-90,9	-88,5	-94,3	-92,0	-90,1	-96,8	-95,9
Frankreich	-13,5	-10,8	-17,1	-7,6	-13,2	-18,0	-20,3
Italien	-25,8	-23,3	-29,1	-22,2	-27,6	-30,3	-29,4
Zypern	-120,2	-106,2	-138,7	-134,6	-133,4	-140,3	-142,5
Lettland	-78,8	-82,6	-73,8	-79,7	-75,6	-74,9	-70,8
Litauen	-54,4	-55,1	-53,4	-55,3	-57,7	-51,4	-51,2
Luxemburg	16,5	-0,7	39,5	30,8	38,7	39,0	40,7
Malta	16,5	8,6	27,1	8,9	22,1	21,7	37,4
Niederlande	21,4	5,7	42,2	19,8	31,4	32,8	62,4
Österreich	-3,1	-5,5	0,2	-2,0	-3,2	1,4	2,3
Portugal	-107,6	-101,4	-115,9	-100,5	-113,5	-118,2	-115,9
Slowenien	-45,4	-43,8	-47,6	-45,7	-50,6	-47,2	-44,9
Slowakei	-64,5	-62,7	-67,0	-65,7	-63,9	-65,8	-71,3
Finnland	6,5	7,7	5,0	15,5	12,4	5,8	-3,3
<b>Euroraum</b>	<b>-17,7</b>	<b>-19,8</b>	<b>-14,9</b>	<b>-19,5</b>	<b>-16,5</b>	<b>-16,6</b>	<b>-11,6</b>
Bulgarien	-84,9	-91,2	-80,8	-89,2	-85,1	-79,2	-78,0
Tschechische Republik	-41,3	-42,3	-40,1	-44,3	-46,9	-39,3	-34,2
Dänemark	23,3	9,3	42,1	28,2	37,6	39,6	49,0
Kroatien	-87,1	-85,8	-88,7	-90,7	-90,0	-88,7	-87,5
Ungarn	-95,4	-104,5	-83,4	-95,2	-93,9	-84,4	-71,9
Polen	-62,2	-57,2	-68,8	-57,7	-67,7	-70,4	-68,2
Rumänien	-62,4	-59,4	-66,4	-66,7	-70,1	-66,9	-62,2
Schweden	-6,9	-2,2	-13,1	-11,1	-16,2	-16,8	-6,3
Vereinigtes Königreich	-13,2	-6,5	-22,1	-7,9	-22,8	-15,3	-28,2
<b>Europäische Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Vereinigte Staaten	-27,3	-22,7	-33,5	-28,7	-28,0	-32,0	-40,5
Japan	59,7	52,8	68,8	56,4	63,0	68,0	75,3

Quellen: EZB und BIZ.

1) Angaben zu Bulgarien liegen ab 2010 vor.

### Abbildung 4.5 Netto-Auslandsvermögensstatus

(in % des BIP)



Quellen: EZB und BIZ.

## 5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 5.1 Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)

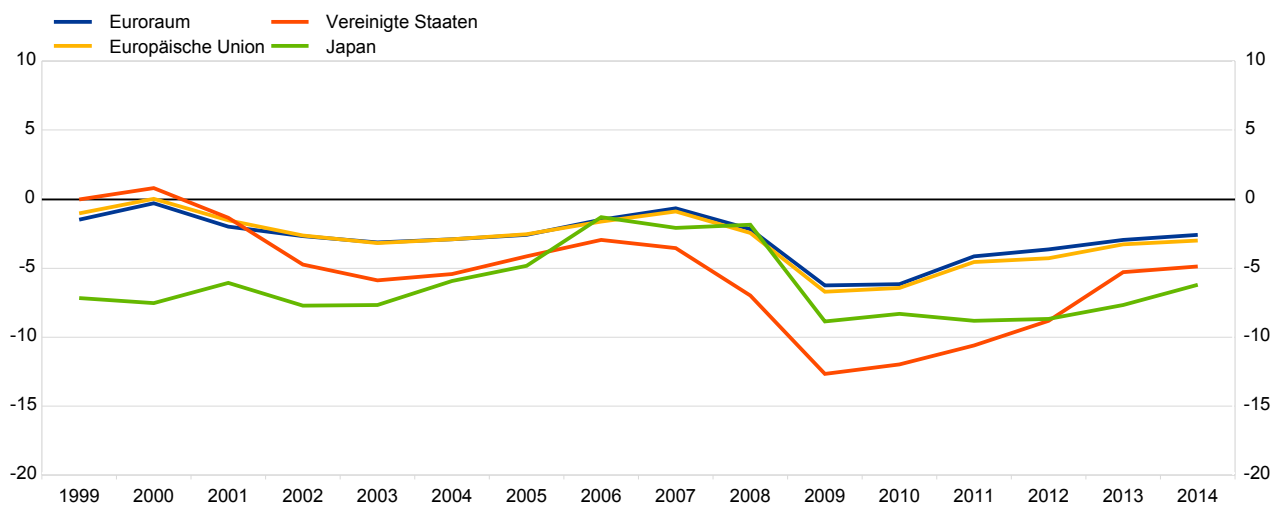
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	-1,8	-0,6	-3,9	-4,1	-4,1	-2,9	-3,1
Deutschland	-1,8	-2,1	-1,4	-1,0	-0,1	-0,1	0,3
Estland	0,3	0,6	-0,1	1,2	-0,3	-0,1	0,7
Irland	-7,0	-0,2	-12,7	-12,5	-8,0	-5,7	-3,9
Griechenland	-9,4	-7,6	-10,2	-10,2	-8,8	-12,4	-3,6
Spanien	-3,5	-0,3	-8,8	-9,5	-10,4	-6,9	-5,9
Frankreich	-3,6	-2,6	-5,3	-5,1	-4,8	-4,1	-3,9
Italien	-3,2	-2,9	-3,7	-3,5	-3,0	-2,9	-3,0
Zypern	-3,5	-2,1	-5,9	-5,7	-5,8	-4,9	-8,9
Lettland	-2,7	-1,9	-4,0	-3,4	-0,8	-0,9	-1,6
Litauen	-3,1	-1,9	-5,2	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7
Luxemburg	0,9	1,6	0,3	0,5	0,2	0,7	1,4
Malta	-3,0	-3,2	-2,9	-2,6	-3,6	-2,6	-2,1
Niederlande	-1,7	-0,5	-3,9	-4,3	-3,9	-2,4	-2,4
Österreich	-2,5	-2,1	-3,1	-2,6	-2,2	-1,3	-2,7
Portugal	-5,5	-4,2	-7,7	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2
Slowenien	-4,0	-2,2	-7,0	-6,6	-4,1	-15,0	-5,0
Slowakei	-4,9	-4,9	-4,8	-4,1	-4,2	-2,6	-2,8
Finnland	1,5	3,8	-2,4	-1,0	-2,1	-2,5	-3,3
<b>Euroraum</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,6</b>
Bulgarien	-0,6	0,6	-2,7	-2,0	-0,6	-0,8	-5,8
Tschechische Republik	-3,5	-3,6	-3,3	-2,7	-4,0	-1,3	-1,9
Dänemark	0,8	2,4	-1,8	-2,1	-3,6	-1,3	1,5
Kroatien	-4,7	-3,6	-6,0	-7,8	-5,3	-5,4	-5,6
Ungarn	-5,1	-6,0	-3,7	-5,5	-2,3	-2,5	-2,5
Polen	-4,4	-3,9	-5,1	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3
Rumänien	-3,6	-2,9	-4,7	-5,4	-3,2	-2,2	-1,4
Schweden	0,5	1,2	-0,8	-0,1	-0,9	-1,4	-1,7
Vereinigtes Königreich	-4,3	-2,1	-8,0	-7,7	-8,3	-5,7	-5,7
<b>Europäische Union</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,0</b>
Vereinigte Staaten	-5,5	-3,4	-9,0	-10,6	-8,8	-5,3	-4,9
Japan	-6,3	-5,2	-8,1	-8,8	-8,7	-7,7	-6,2

Quellen: ESZB und OECD.

1) Angaben zu Griechenland liegen ab 2006 vor, Angaben zu Kroatien ab 2002 und Angaben zu Luxemburg ab 2000.

### Abbildung 5.1 Öffentlicher Finanzierungssaldo

(in % des BIP)



Quellen: ESZB und OECD.

## 5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 5.2 Öffentlicher Primärsaldo<sup>1)</sup> (in % des BIP)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	2,8	4,7	-0,4	-0,5	-0,6	0,4	0,0
Deutschland	0,8	0,8	0,9	1,5	2,2	1,9	2,1
Estland	0,5	0,8	0,1	1,3	-0,1	0,0	0,8
Irland	-2,2	2,1	-9,3	-9,1	-4,0	-1,4	0,1
Griechenland	-4,4	-3,0	-5,0	-3,0	-3,7	-8,4	0,4
Spanien	-1,1	2,0	-6,2	-7,0	-7,5	-3,5	-2,5
Frankreich	-1,0	0,1	-2,9	-2,5	-2,2	-1,8	-1,8
Italien	1,9	2,4	1,0	1,2	2,2	1,9	1,6
Zypern	-0,7	0,9	-3,4	-3,5	-2,9	-1,8	-6,0
Lettland	-1,7	-1,3	-2,4	-1,6	0,8	0,6	-0,1
Litauen	-1,8	-0,8	-3,5	-7,1	-1,2	-0,9	0,9
Luxemburg	1,9	2,8	0,7	1,0	0,6	1,1	1,8
Malta	-0,7	-1,2	0,2	0,6	-0,6	0,3	0,8
Niederlande	0,5	2,1	-2,2	-2,5	-2,2	-0,9	-0,9
Österreich	0,6	1,2	-0,3	0,2	0,5	1,3	-0,2
Portugal	-2,2	-1,4	-3,5	-3,1	-0,8	0,0	-2,3
Slowenien	-2,1	-0,4	-4,9	-4,7	-2,1	-12,4	-1,9
Slowakei	-2,7	-2,4	-3,2	-2,6	-2,4	-0,8	-0,9
Finnland	3,2	5,8	-1,0	0,4	-0,7	-1,3	-2,1
Euroraum	0,3	1,3	-1,5	-1,2	-0,6	-0,2	0,1
Bulgarien	1,1	2,9	-2,0	-1,3	0,2	0,0	-4,9
Tschechische Republik	-2,4	-2,6	-2,0	-1,4	-2,5	0,1	-0,6
Dänemark	3,2	5,0	0,0	-0,1	-1,8	0,5	3,1
Kroatien	-2,3	-1,7	-2,9	-4,7	-2,0	-1,9	-2,1
Ungarn	-0,7	-1,5	0,7	-1,3	2,3	2,0	1,5
Polen	-1,8	-1,2	-2,7	-2,3	-1,0	-1,5	-1,4
Rumänien	-1,6	-0,8	-3,1	-3,8	-1,4	-0,4	0,3
Schweden	2,3	3,5	0,2	1,0	0,0	-0,6	-1,0
Vereinigtes Königreich	-1,9	0,1	-5,2	-4,5	-5,4	-2,8	-3,0
Europäische Union	0,0	1,1	-2,0	-1,6	-1,4	-0,6	-0,5
Vereinigte Staaten	-1,9	0,1	-5,3	-6,7	-5,0	-1,7	-1,4
Japan	-4,1	-2,9	-6,0	-6,7	-6,6	-5,6	-4,1

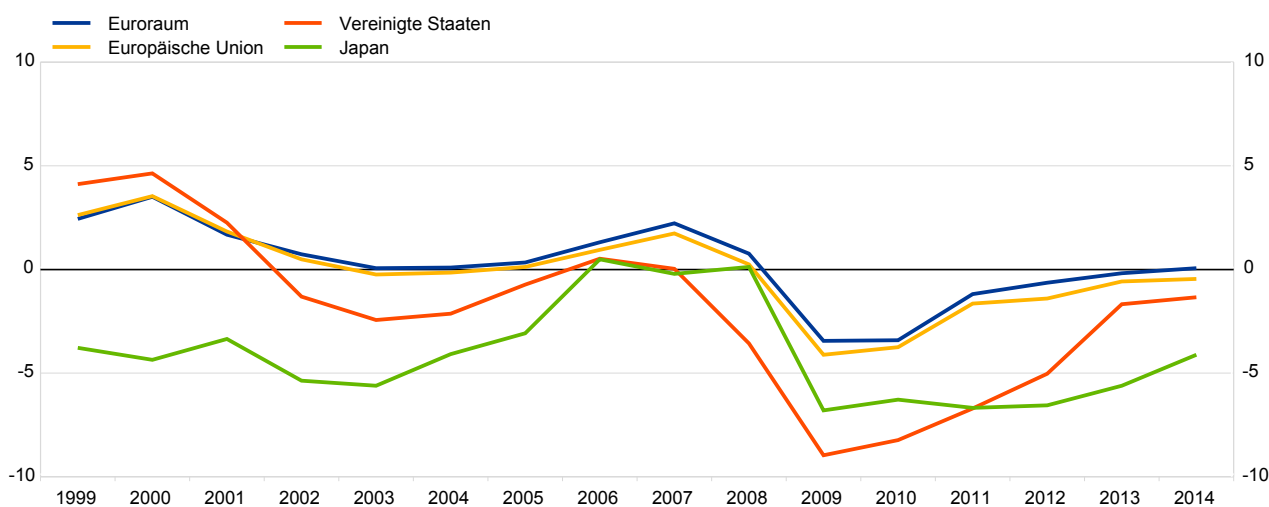
Quellen: ESZB und OECD.

1) Öffentlicher Finanzierungssaldo ohne Zinsausgaben.

2) Angaben zu Griechenland liegen ab 2006 vor, Angaben zu Luxemburg ab 2000 und Angaben zu Kroatien ab 2002.

### Abbildung 5.2 Öffentlicher Primärsaldo

(in % des BIP)



Quellen: ESZB und OECD.

## 5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 5.3 Ausgaben der öffentlichen Haushalte (in % des BIP)

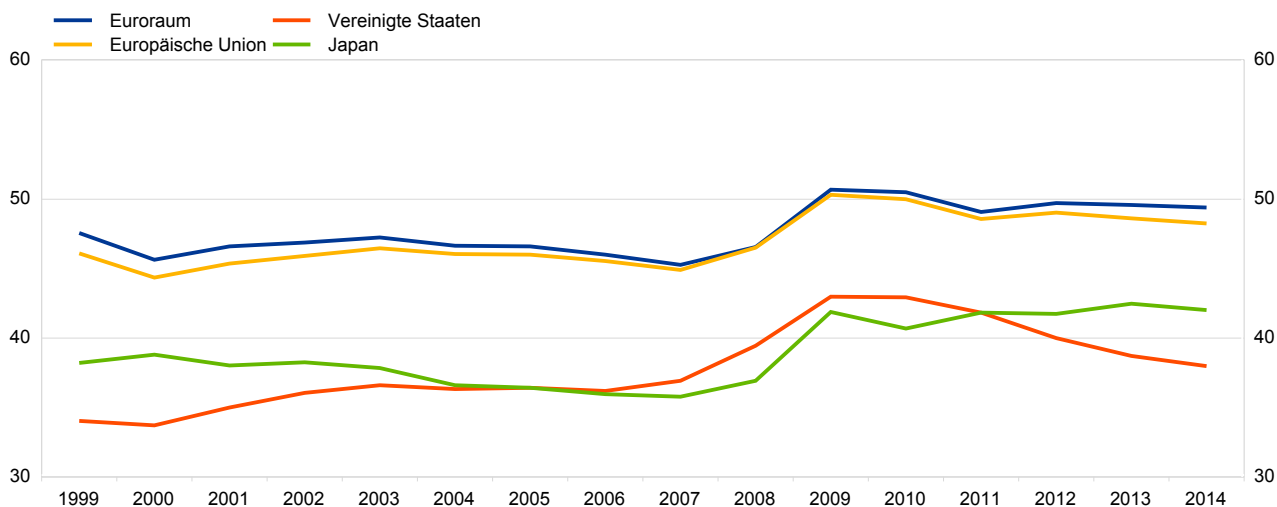
	1999-2014 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	51,5	49,6	54,7	54,4	55,8	55,6	55,1
Deutschland	45,7	45,8	45,5	44,7	44,4	44,5	44,3
Estland	37,4	35,9	39,9	37,4	39,1	38,3	38,0
Irland	38,7	34,1	46,3	45,5	41,8	39,7	38,2
Griechenland	52,2	47,7	54,4	54,2	55,2	60,8	49,9
Spanien	41,5	39,0	45,8	45,6	48,0	45,1	44,5
Frankreich	53,9	52,3	56,8	55,9	56,8	57,0	57,5
Italien	48,3	47,0	50,5	49,1	50,8	51,0	51,2
Zypern	39,7	37,5	43,3	42,5	41,9	41,4	49,3
Lettland	37,3	35,8	39,7	39,0	37,0	36,9	37,3
Litauen	37,4	36,2	39,4	42,5	36,1	35,6	34,8
Luxemburg	41,3	39,7	43,7	43,3	44,6	43,3	42,4
Malta	42,1	42,1	42,2	40,9	42,5	42,6	44,0
Niederlande	44,7	43,2	47,2	47,0	47,1	46,4	46,2
Österreich	51,3	50,8	52,1	50,8	51,1	50,9	52,7
Portugal	46,8	44,6	50,4	50,0	48,5	49,9	51,7
Slowenien	47,3	45,1	51,0	50,0	48,6	60,3	49,8
Slowakei	41,7	41,8	41,5	40,5	40,1	41,0	41,6
Finnland	51,4	48,6	56,0	54,4	56,1	57,6	58,3
<b>Euroraum</b>	<b>47,7</b>	<b>46,5</b>	<b>49,8</b>	<b>49,1</b>	<b>49,7</b>	<b>49,6</b>	<b>49,4</b>
Bulgarien	37,9	38,2	37,4	34,1	34,7	37,6	42,1
Tschechische Republik	42,5	42,2	43,2	42,9	44,5	42,6	42,6
Dänemark	54,0	52,1	57,2	56,8	58,8	57,1	56,9
Kroatien	46,7	45,9	47,7	48,8	47,1	47,8	48,2
Ungarn	49,4	49,2	49,7	49,7	48,6	49,5	49,9
Polen	43,9	44,2	43,6	43,6	42,6	42,4	42,1
Rumänien	36,7	36,1	37,6	39,1	36,5	35,2	34,9
Schweden	52,5	52,9	51,8	50,5	51,7	52,4	51,8
Vereinigtes Königreich	43,4	41,3	46,8	46,9	46,8	44,9	43,9
<b>Europäische Union</b>	<b>47,0</b>	<b>45,7</b>	<b>49,1</b>	<b>48,6</b>	<b>49,0</b>	<b>48,6</b>	<b>48,2</b>
Vereinigte Staaten	37,8	36,1	40,7	41,8	40,0	38,7	38,0
Japan	39,0	37,3	41,8	41,8	41,8	42,5	42,0

Quellen: ESZB und OECD.

1) Angaben zu Griechenland liegen ab 2006 vor, Angaben zu Luxemburg ab 2000 und Angaben zu Kroatien ab 2002.

### Abbildung 5.3 Ausgaben der öffentlichen Haushalte

(in % des BIP)



Quellen: ESZB und OECD.

## 5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 5.4 Öffentlicher Schuldenstand<sup>1)</sup> (in % des BIP)

	1999-2014 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgien	100,9	99,8	102,8	102,2	104,1	105,1	106,7
Deutschland	68,1	62,5	77,3	78,4	79,7	77,4	74,9
Estland	6,2	5,0	8,2	5,9	9,5	9,9	10,4
Irland	58,0	32,2	100,9	109,3	120,2	120,0	107,5
Griechenland	146,5	106,2	160,0	172,0	159,4	177,0	178,6
Spanien	58,4	47,3	76,8	69,5	85,4	93,7	99,3
Frankreich	72,2	63,1	87,2	85,2	89,6	92,3	95,6
Italien	109,8	102,8	121,4	116,4	123,2	128,8	132,3
Zypern	65,2	57,8	77,7	65,8	79,3	102,5	108,2
Lettland	23,5	12,8	41,4	42,8	41,4	39,1	40,8
Litauen	26,1	19,6	36,9	37,2	39,8	38,8	40,7
Luxemburg	12,6	7,4	20,4	19,2	22,1	23,4	23,0
Malta	66,5	65,3	68,5	69,8	67,6	69,6	68,3
Niederlande	54,7	49,6	63,3	61,7	66,4	67,9	68,2
Österreich	72,2	66,4	81,8	82,2	81,6	80,8	84,2
Portugal	80,3	60,8	112,8	111,4	126,2	129,0	130,2
Slowenien	36,1	25,3	54,1	46,4	53,7	70,8	80,8
Slowakei	42,1	39,3	46,7	43,3	51,9	54,6	53,5
Finnland	44,0	39,8	50,9	48,5	52,9	55,6	59,3
<b>Euroraum</b>	<b>74,9</b>	<b>67,8</b>	<b>86,8</b>	<b>86,0</b>	<b>89,3</b>	<b>91,1</b>	<b>92,1</b>
Bulgarien	30,0	38,1	17,9	15,3	17,6	18,0	27,0
Tschechische Republik	30,9	25,0	40,8	39,9	44,7	45,2	42,7
Dänemark	43,3	42,7	44,2	46,4	45,6	45,0	45,1
Kroatien	51,7	38,4	67,3	63,7	69,2	80,8	85,1
Ungarn	66,9	60,0	78,4	80,8	78,3	76,8	76,2
Polen	46,8	43,1	53,0	54,4	54,0	55,9	50,4
Rumänien	24,4	18,8	33,8	34,2	37,4	38,0	39,9
Schweden	44,6	47,7	39,5	36,9	37,2	39,8	44,9
Vereinigtes Königreich	55,8	40,9	80,6	81,8	85,3	86,2	88,2
<b>Europäische Union</b>	<b>68,4</b>	<b>60,6</b>	<b>81,4</b>	<b>81,0</b>	<b>83,8</b>	<b>85,5</b>	<b>86,8</b>
Vereinigte Staaten	68,5	55,3	90,5	90,9	94,3	96,4	96,5
Japan	179,8	156,2	219,0	219,1	225,8	232,5	236,4

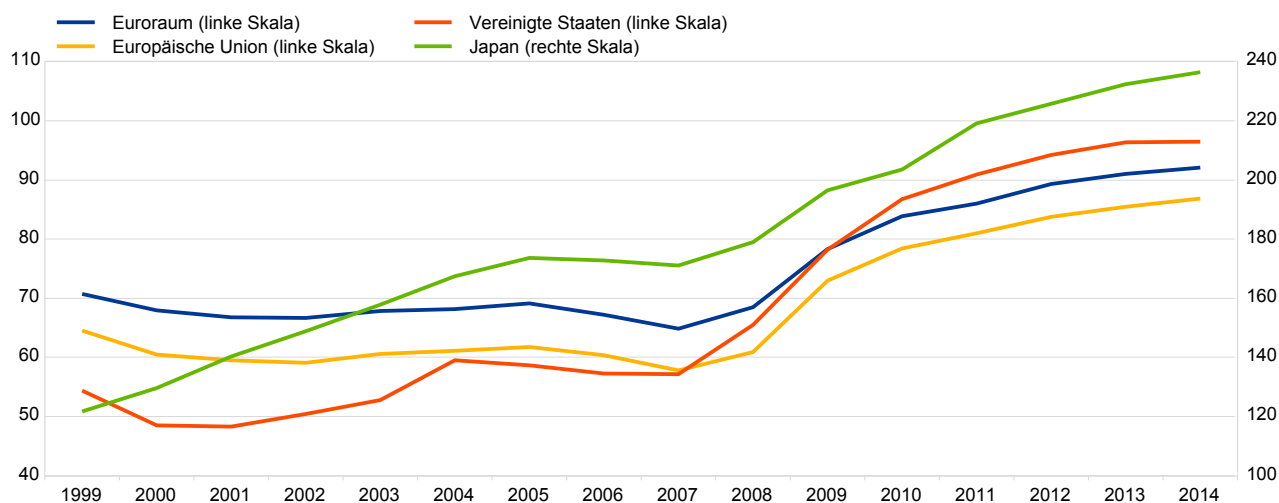
Quellen: ESZB und OECD.

1) Bruttoverschuldung (Bargeld, Einlagen, Schuldverschreibungen und Kredite). Mit Ausnahme der Angaben zu Japan sind die Daten der Teilsektoren der öffentlichen Hand konsolidiert.

2) Angaben zu Griechenland liegen ab 2007 vor, Angaben zu Luxemburg und Bulgarien ab 2000 und Angaben zu Kroatien ab 2002.

### Abbildung 5.4 Öffentlicher Schuldenstand

(in % des BIP)



Quellen: ESZB und OECD.

## Länderkürzel

### EU-Mitgliedstaaten

BE	Belgien
BG	Bulgarien
CZ	Tschechische Republik
DK	Dänemark
DE	Deutschland
EE	Estland
IE	Irland
GR	Griechenland
ES	Spanien
FR	Frankreich
HR	Kroatien
IT	Italien
CY	Zypern
LV	Lettland
LT	Litauen
LU	Luxemburg
HU	Ungarn
MT	Malta
NL	Niederlande
AT	Österreich
PL	Polen
PT	Portugal
RO	Rumänien
SI	Slowenien
SK	Slowakei
FI	Finnland
SE	Schweden
UK	Vereinigtes Königreich

### Andere Staaten

BR	Brasilien
CN	China
IN	Indien
ID	Indonesien
JP	Japan
MY	Malaysia
MX	Mexiko
RU	Russland
ZA	Südafrika
KR	Südkorea
TH	Thailand
TR	Türkei
US	Vereinigte Staaten

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.

### © Europäische Zentralbank, 2016

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Übersetzt von der Deutschen Bundesbank, der Oesterreichischen Nationalbank und der Europäischen Zentralbank. 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 12. Februar 2016.

Fotos Andreas Böttcher  
Thorsten Jansen

ISSN 1725-2849 (ePub-Version)  
ISSN 1725-2849 (html-Version)  
ISSN 1725-2849 (Online-Version)  
ISBN 978-92-899-2033-9 (ePub-Version)  
ISBN 978-92-899-2129-9 (html-Version)  
ISBN 978-92-899-1992-0 (Online-Version)  
DOI 10.2866/324055 (ePub-Version)  
DOI 10.2866/256388 (html-Version)  
DOI 10.2866/516389 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-AA-16-001-DE-E (ePub-Version)  
EU-Katalognummer QB-AA-16-001-DE-Q (html-Version)  
EU-Katalognummer QB-AA-16-001-DE-N (Online-Version)