

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte beziehen steigende Inflationsraten und weniger akkommodierende Geldpolitik in Bewertung ein*

An den internationalen Finanzmärkten bestimmten in den letzten Wochen sich verschärfende Inflationsssorgen und der Krieg gegen die Ukraine maßgeblich die Entwicklung. Die Renditen an den Anleihemärkten stiegen angesichts der höheren Inflationsraten und -erwartungen weltweit deutlich an, auch vor dem Hintergrund der durch wichtige Zentralbanken vorangetriebenen geldpolitischen Neuausrichtung. So haben die Zentralbanken des Vereinigten Königreichs und der USA mit wiederholten Leitzinserhöhungen ihren geldpolitischen Kurs weiter gestrafft.<sup>1)</sup> Zudem kündigte die Federal Reserve an, ab Juni 2022 ihre Wertpapierbestände zu reduzieren, die sie im Rahmen von geldpolitischen Ankaufprogrammen erworben hatte. Die Bank von Japan hielt hingegen an ihrer Steuerung der Renditen auf niedrigem Niveau fest. Der Krieg gegen die Ukraine verstärkte insbesondere durch erheblich gestiegene Energiepreise die zuvor schon bestehenden Inflationsssorgen der Marktteilnehmer und schürte letztlich auch die Erwartung einer schnelleren Anpassung der geldpolitischen Ausrichtung. Zudem erhöhte der Krieg die Unsicherheit über den konjunkturellen Ausblick. Steigende Finanzmarktvolatilitäten und ein scharfer, aber kurzer Einbruch der Aktienkurse waren die Folge. Deutlich stärker belastete das höhere Zinsniveau die Aktienbörsen. Insgesamt verloren die europäischen und US-amerikanischen Aktien seit Jahresbeginn spürbar an Wert. An den Devisenmärkten drückten die befürchteten ökonomischen Folgen des Krieges sowie die Erwartungen über das unterschiedliche Tempo der geldpolitischen Anpassungen in den großen Währungsräumen den Kurs des Euro.

### ■ Wechselkurse

Nachdem der Euro zu Jahresbeginn noch ohne klare Tendenz um einen Wert von 1,13 US-\$ ge-

schwankt hatte, änderte sich dies abrupt mit der russischen Invasion in die Ukraine. Zum einen stieg die Kursvolatilität an den Devisenmärkten spürbar an. Zum anderen gerieten tendenziell Währungen von Ländern unter Abwertungsdruck, die geografisch relativ nah am Kriegsgeschehen liegen oder über relativ enge Handelsverflechtungen mit Russland verfügen, etwa über den Import von Energieträgern wie Öl und Gas. So verlor auch der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert, weil erwartet wurde, dass die ökonomischen Auswirkungen des Krieges sowie der verhängten und im Raum stehenden Sanktionen gegen die Russische Föderation den Euroraum stärker treffen würden als die Vereinigten Staaten. Gleichzeitig profitierte der US-Dollar von seinem Status als sicherer Anlagewährung.

*Euro per saldo mit deutlichen Kursverlusten gegenüber US-Dollar, ...*

Im März stabilisierte sich der Kurs des Euro vorübergehend. Dabei erwiesen sich Signale von EZB-Vertretern als stützend, den Leitzins möglicherweise früher als erwartet anzuheben. Zudem profitierte die Gemeinschaftswährung von vagen Hoffnungen auf eine Verhandlungslösung im Ukrainekrieg. Die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats vom März beeinflussten den Euro-Dollar-Kurs indes nicht nachhaltig; zwar wurde ein Ende der Anleihekäufe für den Sommer in Aussicht gestellt, zugleich aber offen gehalten, wann eine mögliche Leitzinswende im Euroraum eingeläutet würde.

Im April sorgten Signale der Federal Reserve, den geldpolitischen Normalisierungsprozess in den Vereinigten Staaten zu beschleunigen, erneut für deutliche Kursverluste des Euro. Infolge damit einhergehender Spekulationen über ein zunehmendes Auseinanderdriften der geldpolitischen Ausrichtung dies- und jenseits des Atlantiks fiel der Euro auf ein Fünfjahrestief von unter 1,04 US-\$, stabilisierte sich zuletzt aber wieder. Bei Abschluss dieses Berichts notierte

<sup>1</sup> Zu den Maßnahmen des EZB-Rats, siehe S. 25.

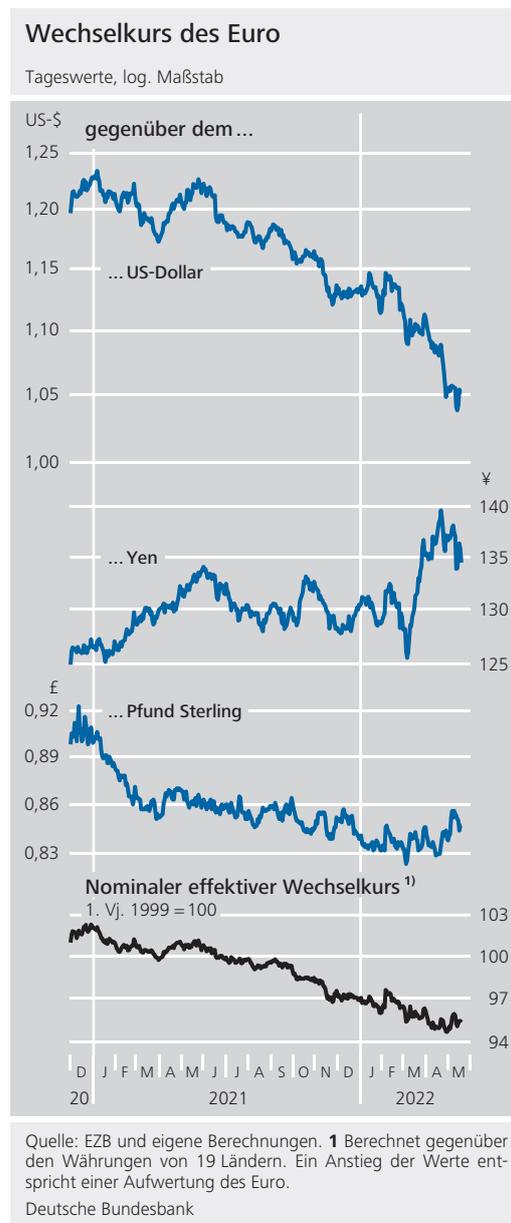
der Euro bei 1,05 US-\$. Seit Ende Dezember hat er damit zur US-Währung 7,1% an Wert verloren.

*... dagegen mit leichten Gewinnen gegenüber Pfund Sterling ...*

Trotz mittlerweile vier Leitzinsanhebungen im Vereinigten Königreich seit Dezember letzten Jahres verbuchte der Euro gegenüber dem Pfund Sterling per saldo leichte Kursgewinne. Diese resultierten maßgeblich aus der Marktreaktion auf die jüngste geldpolitische Sitzung der Bank von England. Zwar beschloss diese wie erwartet eine Leitzinsanhebung auf nunmehr 1%. Zugleich verwies sie aber auf einen mittelfristig aus der konjunkturellen Eintrübung resultierenden Rückgang der Inflationsrate, der nach ihrer Prognose höher ausfallen dürfte, als von den Marktteilnehmern erwartet. Dies erhöhte wiederum in deren Augen die Wahrscheinlichkeit eines weniger steilen Zinspfades, was das Pfund Sterling belastete. Zuletzt sorgte die Veröffentlichung robuster Arbeitsmarktdaten für das Vereinigte Königreich jedoch wieder für eine Gegenbewegung. Bei Abschluss des Berichts notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,85 Pfund Sterling und damit rund 0,8% stärker als Ende Dezember.

*... und merklich fester gegenüber Yen*

Der Yen verlor seit Jahresbeginn per saldo auf breiter Basis merklich an Wert, obgleich er zeitweilig von der hohen Unsicherheit an den Finanzmärkten profitierte. Der Euro erklomm zwischenzeitlich ein Fünfjahreshoch gegenüber dem Yen, der US-Dollar notierte ihm gegenüber gar auf dem höchsten Stand seit 20 Jahren. Ein zentraler Grund für die Verluste des Yen war das im März im Hinblick auf die geringeren heimischen Inflationsraten erneuerte Bekenntnis der Bank von Japan, dem geldpolitischen Kurswechsel anderer Zentralbanken nicht folgen, sondern an der ultralockeren geldpolitischen Ausrichtung festhalten zu wollen. Infolge der sich im Vergleich zu anderen großen Währungsräumen dadurch ausweitenden Zinsdifferenz gewann der Yen als Finanzierungswährung im Rahmen von „Carry Trade“-Geschäften weiter an Attraktivität, was seinen Wert generell schmälerte.<sup>2)</sup> Zuletzt notierte der Euro bei 134



Yen. Er lag damit rund 3,1% über seinem Wert von Ende Dezember.

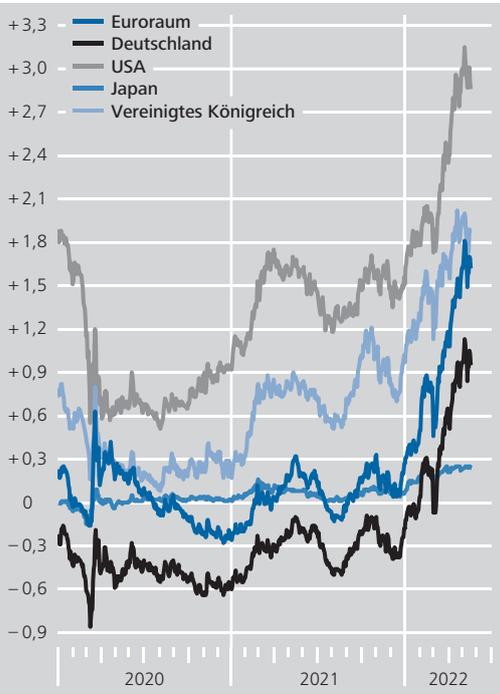
Der Euro wertete seit Ende Dezember im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner per saldo um 1,6% ab. Verluste wurden gegenüber dem US-Dollar und den Währungen mehrerer rohstoffexportierender Länder verzeichnet, die von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitierten. Dem standen Gewinne gegenüber Yen, Pfund Sterling und den Währungen einiger mittel- und osteuropäischer Staaten gegenüber, die noch

*Euro in effektiver Rechnung schwächer*

<sup>2</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014).

### Anleiherenditen\*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



Quelle: Bloomberg. \* Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren.

Deutsche Bundesbank

unmittelbarer als der Euroraum vom Krieg in der Ukraine betroffen sind. Im Ergebnis verbesserte sich damit im Berichtszeitraum die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-raums; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist ihre Wettbewerbsposition jedoch nach wie vor als neutral zu einzuschätzen.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

In den großen Währungsräumen zogen die nominalen Renditen von Staatsanleihen seit Jahresbeginn sehr deutlich an. Die Staatsanlei-hemärkte reagierten damit auf steigende Infla-tionszahlen, höhere Inflationserwartungen der Marktteilnehmer und die Aussichten auf eine weniger expansive Geldpolitik. Zu Beginn des Krieges in der Ukraine sanken die Renditen internationaler Benchmark-Anleihen zwar we-

*Renditen zehnjähriger Staatsanleihen weltweit gestiegen*

gen einer höheren Nachfrage nach sicheren Anlagen vorübergehend (Safe-Haven-Anlagen). Angesichts weltweit steigender Inflationszahlen knüpften sie jedoch wieder schnell an ihren Aufwärtstrend an. Die amerikanische Notenbank trug zu höheren Renditen insbesondere auf dem US-Anleihemarkt bei. Denn sie reagierte wiederholt mit geldpolitischen Straffungsmaßnahmen auf den Preisauftrieb. Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries stiegen vor diesem Hintergrund besonders deutlich um 135 Basispunkte auf 2,9 %. Analysen der Zinsstrukturkurve von US-Treasury Renditen zeigen, dass die Marktteilnehmer auch in den nächsten zwei Jahren einen deutlich steileren Zinspfad erwarten als zu Jahresbeginn. Darüber hinaus trugen auch höhere Terminprämien zum Anstieg der Renditen von US-Treasuries bei, die Anleger bei langfristigen Anleihen für die Übernahme von Kursänderungsrisiken verlangen. Aktuell dominieren hier vor allem die realen Terminprämien, in denen auch gestiegene Konjunkturrisiken zum Ausdruck kommen können.

Im Vereinigten Königreich stiegen die Renditen zehnjähriger Gilts um 90 Basispunkte auf 1,9 %. Die Bank von England setzte angesichts anhaltend hoher Inflationsraten die geldpolitische Straffung fort. Die Bank von Japan hielt hingegen weiter an ihrem stark akkommodierenden geldpolitischen Kurs und ihrem Renditeziel für zehnjährige Staatsanleihen von nahe 0 % fest und stemmte sich gegen den internationalen Zinstrend. Sie kündigte im Februar an, mit unbegrenzten Ankäufen ein Renditeniveau von höchstens 0,25 % sicherstellen zu wollen. Die Rendite zehnjähriger japanischer Anleihen stiegen deshalb vergleichsweise moderat um 17 Basispunkte auf 0,24 %, was dem oberen Rand des angestrebten Zinsbandes entspricht. Der Zinsabstand zu zehnjährigen Bundesanleihen ist deutlich gestiegen und so hoch wie zuletzt 2014. Gegenüber US-Treasuries ist der Renditeabstand japanischer Anleihen auf einem Dreijahreshoch.

*Staatsanleiherenditen im Vereinigten Königreich deutlich gestiegen, in Japan leicht*

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen legten im Berichtszeitraum ebenfalls deutlich zu

*Höhere zehnjährige Bundeswertpapier-Rendite wegen gestiegener Kurzfristzins-erwartungen und höherer Terminprämien*

(1,0 %, + 113 Basispunkte). Sie erreichten im Januar zum ersten Mal seit Mitte 2019 wieder positive Werte. Ein solch steiler Zinsanstieg war zuletzt im Frühjahr 2015 zu beobachten, als die zehnjährige Rendite von Bundeswertpapieren innerhalb weniger Wochen um etwa einen Prozentpunkt gestiegen war („Bund-Tantrum“). In einer Modellzerlegung der Zinsstrukturkurve von Bundeswertpapieren zeigt sich, dass zwei Ursachen zum Anstieg der Renditen beitrugen: Zum einen erhöhten sich die Terminprämien. Dies dürfte unter anderem auch eine Folge der geringeren Netto-Anleihekäufe des Eurosystems sein. Zum anderen erwarteten die Marktteilnehmer angesichts immer weiter steigender Inflationsraten vor allem kurz- bis mittelfristig höhere Kurzfristzinsen.

*Deutsche Zinsstrukturkurve deutlich nach oben verschoben und steiler*

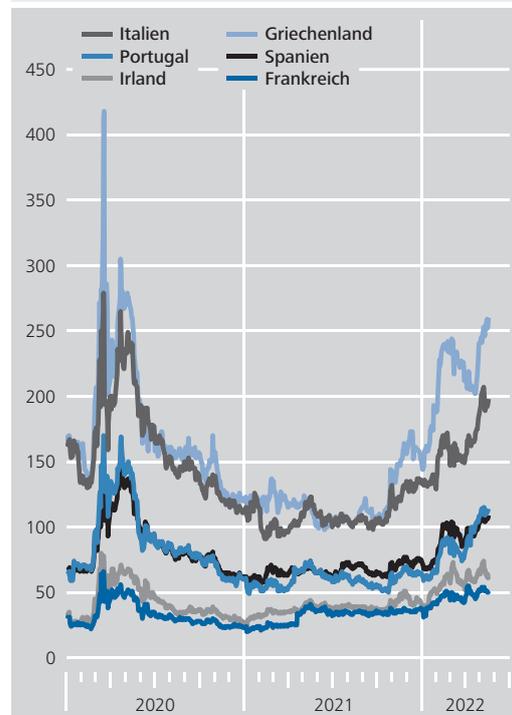
Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verschob sich im Berichtszeitraum deutlich nach oben und versteilte sich. Auch kurz laufende Anleihen rentierten zuletzt über dem Satz der Einlagefazilität von – 0,5 %. Ab dem zweijährigen Laufzeitbereich wies die Zinsstrukturkurve positive Renditen aus. Ende 2021 wurden nur Anleihen mit Restlaufzeiten von über 20 Jahren positiv verzinst. Der Renditeabstand zwischen Bundeswertpapieren und laufzeitgleichen Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau war bei Abschluss des Berichts höher als zum Ende des letzten Jahres (+ 20 Basispunkte auf 0,7 Prozentpunkte). Die Prämie, die die Marktteilnehmer für die besondere Liquidität der Bundeswertpapiere zahlten, weitete sich also seit Jahresbeginn aus. Angesichts der Neubewertung von Anleihen in einem Umfeld höherer Inflationsraten stieg auch die Volatilität der Renditen von Bundeswertpapieren. Damit lag die implizite Volatilität der Optionen auf Terminkontrakte von Bundesanleihen oberhalb ihres Fünfjahresdurchschnitts.

*Renditedifferenzen im Euroraum ausgeweitet*

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) weitete sich seit Jahresbeginn um 32 Basispunkte auf 1,0 Pro-

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

zentpunkte aus. Auch nach dem planmäßigen Auslaufen der Netto-Anleihekäufe unter dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) lag der Renditeunterschied weiterhin nur moderat über dem fünfjährigen Mittel (0,8 Prozentpunkte). Das Fünfjahreszeitfenster überdeckt zur Gänze einen Zeitraum, in dem das Eurosystem an den Anleihemärkten aktiv war.<sup>3)</sup> In diesem Umfeld allgemein niedriger Zinsen waren die privaten Anleger eher bereit, Anleihen mit einer niedrigeren Bonität zu erwerben, um eine etwas höhere Verzinsung zu erhalten („Suche nach Rendite“). Im aktuellen Anstieg des Spreads schlug sich nieder, dass sich mit der erwarteten Neuausrichtung der Geldpolitik auch die Relativpreise zwischen Anleihen unterschiedlicher Bonität wieder normalisieren werden. Die Renditeaufschläge der übrigen Mitgliedstaaten des

<sup>3</sup> Zwischen Januar 2019 und Oktober 2019 tätigte das Eurosystem im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) keine Nettokäufe, reinvestierte aber vollständig die auslaufenden Anlagen.

## Halterstruktur und Streubesitz von Bundeswertpapieren

Der Markt für Bundeswertpapiere spielt eine Schlüsselrolle auf dem internationalen Anleihemarkt. Deutsche Staatsanleihen haben sich aufgrund ihrer hohen Kreditwürdigkeit und Liquidität als wichtige Bezugsgröße (Benchmark) für die Kurse anderer Finanzmarktinstrumente im Euroraum durchgesetzt und prägen die Kassa- und Terminmärkte des Euro-Währungsgebietes. Die Investorenbasis von Bundeswertpapieren ist traditionell sehr breit. Nachgefragt werden deutsche Staatsanleihen sektorenübergreifend aus dem Inland sowie dem europäischen und nichteuropäischen Ausland. Bundeswertpapiere spielen dabei eine wichtige Rolle für die Währungsreserven ausländischer Zentralbanken.

Das Eurosystem begann im März 2015 aus geldpolitischen Gründen unter anderem, Bundeswertpapiere am Sekundärmarkt aufzukaufen, und zwar im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Hierdurch kam es zu Verschiebungen zugunsten des Eurosystems in der gewachsenen Halterstruktur. Bis Anfang 2020 fielen diese Verschiebungen vergleichsweise stark aus, da die Nettoemissionen des Bundes in dieser Zeit nahe null lagen. Die Bestandszunahme des Eurosystems führte daher saldenmechanisch dazu, dass andere Halter ihren Bestand entsprechend reduzierten.

Aufgrund der stark eingetrübten wirtschaftlichen Aussichten und der damit befürchteten Risiken für die Preisstabilität nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie beschloss der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) im März 2020 mit dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) ein zusätzliches

Kaufprogramm, das ebenfalls staatliche Schuldverschreibungen umfasste. Im Frühjahr 2020 ergriff die Bundesregierung zudem umfangreiche fiskalische Maßnahmen, die zum großen Teil über den Kapitalmarkt finanziert wurden. Im Ergebnis überstiegen seit Beginn der Pandemie die Nettoemissionen des Bundes die Netto-Kaufvolumina an Bundeswertpapieren durch das Eurosystem.

Diese Erläuterungen zeigen die Veränderungen in der Halterstruktur von Bundeswertpapieren auf.<sup>1)</sup> Dabei werden die aktuell verfügbaren Werte zur Halterstruktur (Dezember 2021) mit den Angaben vor Beginn des PSPP (Dezember 2014) und vor Ausbruch der Corona-Pandemie (Dezember 2019) verglichen. Es zeigt sich, dass sich die Halterstruktur unter den Ankaufprogrammen deutlich geändert hat. Der Bestand an frei handelbaren Anleihen, der Streubesitz, fiel zunächst sowohl in absoluter Betrachtung als auch relativ zum Umlauf. Seit Ausbruch der Pandemie hat sich das geändert. Während der Streubesitz in relativer Betrachtung weiter kontinuierlich auf zuletzt fast 30 % fiel, stieg der Streubesitz in absoluter Betrachtung zunächst wieder an und verharrt seitdem bei knapp über 500 Mrd. €.

### Datenbasis

Die Halterstruktur der Bundeswertpapiere lässt sich detailliert anhand der im Eurosystem erhobenen europäischen Wertpapierhalterstatistik (Securities Holdings Statistics by Sector, SHSS) untersuchen.<sup>2)</sup> Die SHSS erfasst sowohl die Wertpapiereigenbestände als auch die Kundenbestände aller mel-

<sup>1</sup> Vgl. zur Halterstruktur von Bundeswertpapieren auch: Deutsche Bundesbank (2018).

<sup>2</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015).

### Halterstruktur Bundeswertpapiere<sup>\*)</sup>

Bestand in Mrd €/%

Position	2014		2019		2021	
	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
<b>Geografische Unterteilung</b>						
Deutschland (mit Bundesbank)	123,1	10,4	393,0	33,4	767,5	46,3
Euroraum ohne Deutschland	220,1	18,5	173,6	14,8	222,5	13,4
Drittländer	669,2	56,3	512,0	43,5	621,5	37,5
Nicht erfasst	176,6	14,9	97,2	8,3	46,3	2,8
<b>Sektorale Unterteilung</b>						
<b>Privatsektor</b>						
Deutschland	70,5	5,9	50,6	4,3	44,6	2,7
Finanzielle Investoren	59,2	5,0	47,0	4,0	40,1	2,4
darunter: MFIs (Banken)	17,1	1,4	7,9	0,7	5,0	0,3
Investmentfonds	34,0	2,9	28,9	2,5	24,5	1,5
Versicherungen und Pensionskassen	7,4	0,6	9,9	0,8	10,5	0,6
Nichtfinanzielle Investoren	11,3	1,0	3,5	0,3	4,4	0,3
Euroraum ohne Deutschland	212,1	17,8	170,4	14,5	216,9	13,1
Finanzielle Investoren	207,7	17,5	168,6	14,3	214,2	12,9
darunter: MFIs (Banken)	36,2	3,0	-0,5	0,0	-0,9	-0,1
Investmentfonds	83,7	7,0	76,8	6,5	101,1	6,1
Versicherungen und Pensionskassen	83,4	7,0	92,0	7,8	113,0	6,8
Nichtfinanzielle Investoren	4,4	0,4	1,8	0,1	2,7	0,2
Drittländer	350,7	29,5	301,2	25,6	346,3	20,9
<b>Öffentlicher Sektor (Zentralbank und Staat)</b>						
Gesamt (alle Länder)	379,1	31,9	556,5	47,3	1 003,7	60,5
darunter: Bundesbank (PSPP und PEPP)	0,0	0,0	277,4	23,6	559,3	33,7
Gesamtumlauf	1 188,9	100	1 175,8	100,0	1 657,7	100,0

Quellen: ESZB (SHSS-Datenbank), Finanzagentur, eigene Berechnungen. \* Bestand zum Jahresende basierend auf Nominalwerten. Nicht enthalten sind die Papiere der FMS Wertpapiermanagement sowie der Extrahaushalte des Bundes. Die Zahlen zum „Euroraum ohne Deutschland“ enthalten keine Eigenbestände der EZB oder der Nationalen Zentralbanken aus dem Euroraum. Die Zahlen enthalten die Eigenbestände der Finanzagentur.

Deutsche Bundesbank

depflichtigen, depotführenden Institute im Euroraum. In der SHSS sind die Bestände der EZB oder der Nationalen Zentralbanken des Euroraums nicht enthalten. Zusammen mit den Beständen der Bundesbank, die aus dem internen Rechnungswesen der Bank vorliegen, waren Ende 2021 gut 97 % des gesamten Umlaufs an Bundeswertpapieren erfasst und dem Meldeschema entsprechend dem Sektor und dem Land des jeweiligen Halters zugeordnet.<sup>3)</sup> Anhand der Bestandsveränderungen der SHSS können Rückschlüsse gezogen werden, welche Investorengruppen netto am Markt als Käufer oder Verkäufer auftraten.<sup>4)</sup>

#### Halterstruktur

Die Bundesbank baute im Rahmen des PSPP bis Ende 2019 einen Bestand an Bundes-

wertpapieren von knapp 280 Mrd € auf. Durch die im PSPP weiterlaufenden und die zusätzlichen Ankäufe im Rahmen des PEPP stieg dieser Bestand bis Ende 2021 auf knapp 560 Mrd €, was etwa 34 % des gesamten Umlaufs entsprach. Da das Eurosystem Ankäufe nur am Sekundärmarkt tätigt, stellt sich die Frage, wer am Markt als Nettoverkäufer aufgetreten ist.<sup>5)</sup>

<sup>3</sup> Als Berechnungsgrundlage dienen sämtliche ausstehende Bundeswertpapiere von sechs- bzw. zwölfmonatigen Bubills bis zu 30-jährigen Bundesanleihen. Die Eigenbestände der Finanzagentur werden mit einberechnet.

<sup>4</sup> Da den Berechnungen Bestandsänderungen zugrunde liegen, sind die Begriffe Käufe und Verkäufe immer einschl. der Tilgung auslaufender Bundeswertpapiere zu verstehen.

<sup>5</sup> Vgl. zur Ausgestaltung der geldpolitischen Ankaufprogramme: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe>.

Die Daten der SHSS zeigen, dass Investoren aus Drittländern ihre Bestände an Bundeswertpapieren seit Ende 2014 um 48 Mrd € auf gut 620 Mrd € reduzierten. Dies entsprach einem prozentualen Rückgang am jeweiligen Umlauf um knapp 19 Prozentpunkte auf 37,5%.<sup>6)</sup> Private Investoren aus den USA und dem Vereinigten Königreich verkauften knapp 60 Mrd € an Bundeswertpapieren, was einem Anteilsrückgang um 9 Prozentpunkte am Gesamtumlauf gleichkam. Bei den Verkäufern handelte es sich vermutlich in erster Linie um Akteure aus dem Finanzsektor, für die vor allem die niedrige Rendite von Bundesanleihen eine Rolle bei ihrer Verkaufsentscheidung gespielt haben dürfte.<sup>7)</sup> Dagegen trat der öffentliche Sektor Chinas (Zentralbank und Staat) als Nettokäufer auf. Insgesamt kaufte er knapp 50 Mrd € an Bundeswertpapieren, was aufgrund des höheren Gesamtumlaufs jedoch einem leichten prozentualen Anteilsrückgang auf zuletzt knapp 13 % entsprach. Bemerkenswert dabei ist, dass der öffentliche Sektor Chinas zu Beginn des PSPP als Nettoverkäufer am Markt auftrat, während er nach 2019 seine Bestände wieder aufstockte.<sup>8)</sup> Anders als bei privaten Investoren dürften hierfür primär währungspolitische Überlegungen eine wesentliche Rolle gespielt haben.

Die privaten Investoren aus dem Euroraum verringerten seit Ende 2014 ihren Bestand an Bundeswertpapieren, und zwar um 21 Mrd €. Gemessen am Gesamtumlauf betrug der Rückgang rund 8 Prozentpunkte. Innerhalb des Sektors stellten die finanziellen Investoren die größte Investorengruppe.<sup>9)</sup> Investmentfonds und Banken aus dem Euroraum insgesamt reduzierten ihre Bestände um 41,5 Mrd € beziehungsweise um gut 6,5 Prozentpunkte bezogen auf den Anteil am Umlauf. Es fällt auf, dass Banken ihre Bestände fast vollständig auflösten. Im Euroraum ohne Deutschland bauten sie im Ag-

gregat zuletzt sogar eine kleine Netto-Leerverkaufsposition auf. Ähnlich wie bei den privaten Investoren aus den Drittländern dürfte hierfür die Renditeentwicklung deutscher Staatsanleihen ein entscheidender Treiber gewesen sein. Außerdem haben Banken aus dem Euroraum Zugang zur Einlagefazilität, die eine günstigere sichere Anlagealternative zu Bundeswertpapieren sein kann, die anderen Anlegern nicht offensteht. Eine weitere substanzielle Investorengruppe sind Versicherungen und Pensionskassen aus dem Euroraum. Anders als die anderen finanziellen Investoren stockten diese zwischenzeitlich ihre Bestände an Bundeswertpapieren auf, was nicht zuletzt mit regulatorischen Vorgaben zusammenhängen dürfte. Im Ergebnis blieb der Anteil am Umlauf von Bundesanleihen von Versicherern und Pensionskassen aus Deutschland und aus dem übrigen Euroraum seit Ende 2014 nahezu unverändert bei knapp 7,5 % (124 Mrd €). Versicherer und Pensionskassen bildeten zuletzt noch vor den Investmentfonds die größte Anlegergruppe innerhalb der finanziellen Investoren.

### Streubesitz

Streubesitz bezeichnet in der Regel den Bestand einer Emission, der grundsätzlich frei zum Handel zur Verfügung steht. Davon ab-

<sup>6</sup> Die dominante Rolle von Verkäufern aus Drittländern zeigt sich auch für das Aggregat der PSPP-Käufe. Vgl. hierzu: Kojien et al. (2021).

<sup>7</sup> Hinter den Zahlen im Vereinigten Königreich und den USA stehen auch die Finanzplätze London und New York, an denen viele institutionelle Investoren ansässig sind, die im Kundenauftrag deutsche Wertpapiere halten. In diesen Fällen lässt die SHSS keine Rückschlüsse auf den Endinvestor zu. Weitergehende Aufschlüsselungen, bspw. zwischen finanziellen und nichtfinanziellen Investoren, sind auf Basis der SHSS für Drittländer nicht möglich.

<sup>8</sup> Vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2017).

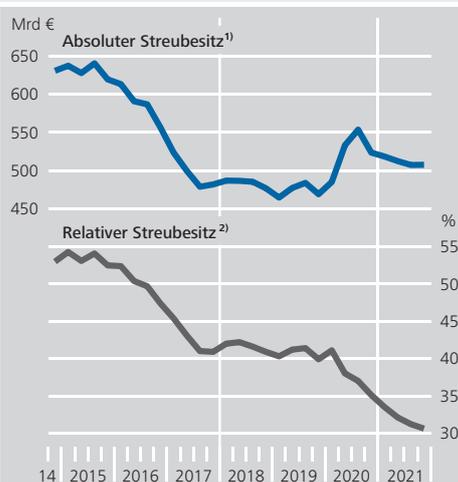
<sup>9</sup> Diese feinere sektorale Aufschlüsselung liegt nur für Investoren aus dem Euroraum vor (siehe Tabelle auf S. 43). Für Investoren aus den Drittländern ist nur eine Unterteilung in öffentlicher Sektor (Zentralbank und Staat) oder nicht öffentlicher Sektor möglich.

zugrenzen ist der Bestand, der sich in den Händen von Investoren befindet, die Anleihen erwerben und dann bis zur Endfälligkeit halten, sogenannte „buy and hold“-Anleger. Hierzu zählen beispielsweise Zentralbanken, Versicherer und Pensionskassen. Ein hoher Streubesitz von Anleihen erleichtert die Handelbarkeit und begünstigt, dass neue relevante Informationen unter Wettbewerbsbedingungen zeitnah eingepreist werden können. Die Höhe des Streubesitzes kann sowohl in absoluten Beträgen als auch als prozentualer Anteil des Gesamtumlaufs angegeben werden.

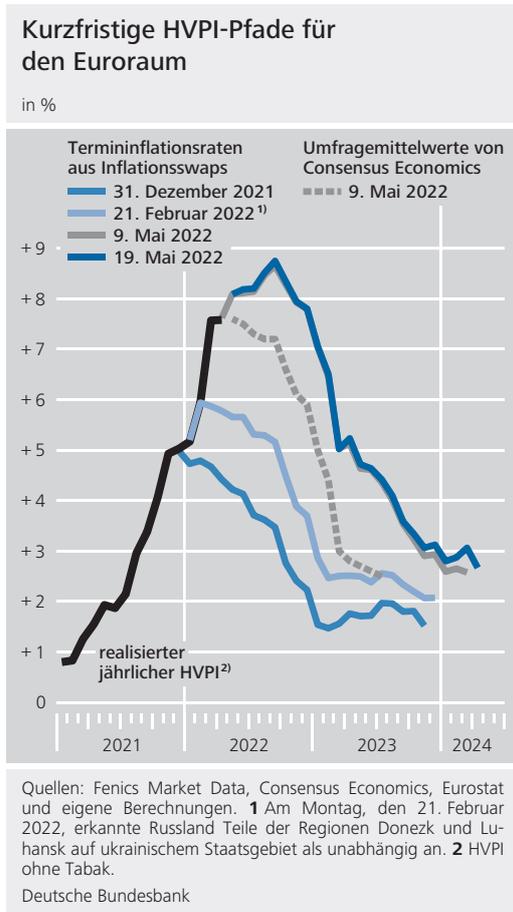
Zwar gibt es keine einheitliche Definition von Streubesitz; unter Berücksichtigung der verfügbaren Daten lässt sich dieser aber als Summe der Bestände des Privaten Sektors ohne Versicherer und Pensionskassen für die nachfolgende Analyse approximieren.

Der Bestand an frei handelbaren Bundeswertpapieren ging unter dem PSPP bis Ende 2019 sowohl absolut als auch anteilig zurück, und zwar um gut 160 Mrd € auf knapp 470 Mrd € beziehungsweise um gut 13 Prozentpunkte auf knapp 40 %. Das änderte sich nach dem Ausbruch der Pandemie. Durch die gestiegenen Nettoemissionen infolge der fiskalischen Maßnahmen sowie durch die ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen, entwickelten sich prozentualer und absoluter Streubesitz seit dem zweiten Quartal 2020 auseinander. Die hohe Emissionstätigkeit des Bundes während der Pandemie übertraf die Ankäufe von deutschen Staatsanleihen durch das Eurosystem. Dadurch nahm der prozentuale Anteil des Streubesitzes zwar weiter ab auf zuletzt rund 30 %. Gleichzeitig stieg aber das absolute Volumen im Streubesitz leicht um gut 38 Mrd € auf knapp über 500 Mrd € an.

### Bundeswertpapiere im Streubesitz<sup>1)</sup>



Quellen: ESZB (SHSS-Datenbank), Finanzagentur und eigene Berechnungen. \* Quartalsendwerte, basierend auf Nominalwerten. Nicht enthalten sind die Papiere der FMS Wertpapiermanagement sowie der Extrahaushalte des Bundes. **1** Summe der Bestände des Privaten Sektors ohne Versicherer und Pensionskassen. Es wird angenommen, dass der nicht von der SHSS erfasste Umlauf zu gleichen Teilen dem Streubesitz und den strategischen Investoren zugeschlagen werden kann. Diese Annahme orientiert sich an den Zahlen vor dem Beginn des PSPP, als ungefähr die Hälfte des Umlaufs dem Streubesitz zugerechnet werden konnte. **2** Streubesitz im Verhältnis zum gesamten Wertpapierumlauf inklusive der Eigenbestände der Finanzagentur.  
 Deutsche Bundesbank



Euroraums entwickelten sich dabei nicht einheitlich, sondern spiegelten unterschiedliche länderspezifische Risiken wider. So weiteten sich die Renditeaufschläge von Staaten mit niedrigerer Bonität insgesamt etwas überdurchschnittlich aus. Insbesondere die Renditedifferenz griechischer Staatsanleihen, die laut Standard & Poor's mit einem Rating von BB+ nicht als „Investment Grade“ eingestuft sind, stieg deutlich an (+108 Basispunkte). Sie lag damit aber weiterhin leicht unterhalb ihres fünfjährigen Mittels. Indikatoren der Marktliquidität zeigten zuletzt keine starke Anspannung am Markt für Staatsanleihen des Euroraums an.

*Marktteilnehmer erwarteten mittelfristig erhöhte Inflationsraten*

Die marktbasierenden kurzfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum auf Basis von Inflationsswaps lagen zum Ende des Berichtszeitraums über einen Horizont von zwei Jahren deutlich über der Stabilitätsnorm von 2%; sie wiesen zuletzt für September 2022 einen Höchstwert von über 8% aus. Zum Jahresende 2021 hatten Inflationsswaps noch angezeigt,

dass die Inflation von hohem Niveau aus zügig bis zum Ende des laufenden Jahres wieder auf 2% fallen würde. Mit dem jüngsten Anstieg verschob sich das Profil der marktbasierenden Inflationserwartungen für die nächsten zwei Jahre überaus deutlich nach oben. Dieser Prozess setzte mit der Veröffentlichung von überraschend hohen Inflationszahlen zu Beginn des Jahres ein und verstärkte sich mit Ausbruch des Krieges gegen die Ukraine (siehe auch S. 22). Besonders stark erhöhten sich die erwarteten Inflationsraten für 2023. Aber auch auf mittlere Frist gingen die Inflationserwartungen seit Jahresbeginn nach oben. Die Inflationsswaps wiesen zuletzt für April 2024, dem letzten Monat, für den derzeit detaillierte Informationen vorliegen,<sup>4</sup> eine Inflationsrate von über 2,5% aus. Im Jahresdurchschnitt erwarteten die Marktteilnehmer für das Jahr 2022 eine Rate von 7,7% und für das Jahr 2023 von 4,6%. Eine Periode, in der sich hohe Inflationserwartungen verfestigen, erhöht das Risiko, dass Haushalte und Unternehmen ihre Lohn- und Preissetzungen an Inflationserwartungen ausrichten, die über dem Inflationsziel von 2% liegen.

Die marktbasierenden Inflationserwartungen lagen auch deutlich oberhalb von Umfrageerwartungen und spürbar oberhalb der Projektionen der EZB-Experten vom März. Methodische und ökonomische Faktoren können bewirken, dass sich markt- und umfragebasierte Inflationserwartungen unterschiedlich entwickeln. Die in der Differenz zwischen markt- und umfragebasierten Werten zum Ausdruck kommende positive Inflationsrisikoprämie legt beispielsweise nahe, dass sich die Marktteilnehmer gegen Risiken aus künftig unerwartet hoher Inflation absichern. Dabei berücksichtigen sie in ihrer Bewertung auch kriegsbedingte Szenarien, die für die Energiepreisentwicklung gravierende Folgen haben können. Marktteilnehmer, die das Risiko

*Umfrage- und marktbasierende Inflationserwartungen wegen Risikoprämien unterschiedlich*

<sup>4</sup> Detaillierte Inflationsswaps liegen in monatlichen Horizontabständen für die nächsten 24 monatlichen Veröffentlichung vor. Darüber hinaus gibt es Inflationsswaps mit größeren, jährlichen Laufzeit-Abständen bis zu einem Horizont von zehn Jahren.

übernehmen, in risikobehafteten Situationen andere gegen hohe Inflation zu versichern, verlangen eine Prämie, sodass neben der Eintrittswahrscheinlichkeit einer hohen Inflation in den Swapsätzen auch das Risiko selbst bepreist ist.

*Langfristige Termininflationen im Euro-Raum deutlicher gestiegen*

Die Marktteilnehmer erwarteten auch langfristig merklich höhere Inflationsraten. Die in fünf Jahren beginnende Termininflation für die folgenden fünf Jahre, die ebenfalls aus Inflationsswaps hergeleitet wird, lag mit 2,3 % zuletzt 30 Basispunkte über dem Wert zum Jahresbeginn und 53 Basispunkte höher als vor dem russischen Angriff auf die Ukraine. Die umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren sanken dagegen im April leicht auf 1,9 %, verglichen mit 2,0 % im Januar 2022. Wie bei den oben genannten kurzfristigen Inflationserwartungen aus Inflationsswaps dürften zu dem starken Anstieg der langfristigen markt-basierten Indikatoren zusätzlich auch Risikoprämien beigetragen haben.

*Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen gestiegen*

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren stiegen seit Jahresbeginn deutlich an. Da die Renditen laufzeitgleicher Bundeswertpapiere im Ergebnis weniger stark an-zogen, weiteten sich die Renditeaufschläge europäischer finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen der Ratingklasse BBB gegenüber Bundesanleihen um 131 beziehungsweise 89 Basispunkte aus. Besonders stark stiegen die Renditen und Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen. Parallel dazu erhöhten sich die Kreditausfallprämien bonitätsschwacher Schuldner (ITraxx Crossover (fünf Jahre), + 235 Basispunkte). Der überwiegende Teil des Anstiegs erfolgte bereits vor dem Überfall der Russischen Föderation auf die Ukraine. Gemessen an den Renditeaufschlägen bewegten sich die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Kapitalmarkt zuletzt gut ½ Prozentpunkt oberhalb ihres fünfjährigen Durchschnitts.

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im ersten Quartal 2022 deutlich



über dem Wert des Vorquartals. Insgesamt be-gaben deutsche Emittenten Schuldverschrei-bungen für 433 ½ Mrd €, verglichen mit 354 Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berück-sichtigung der Tilgungen und Eigenbestands- veränderungen hat sich die Kapitalmarktver- schuldung inländischer Adressen um 87 ½ Mrd € erhöht. Der Umlauf von Schuldtiteln aus- läндischer Provenienz am deutschen Markt stieg im ersten Quartal um 48 ½ Mrd €. Im Er- gebnis weitete sich der Umlauf von Renten- papieren in Deutschland im Berichtsquartal da- mit um 136 Mrd € aus.

*Hohe Netto- emissionen deutscher Schuldverschrei- bungen*

Inländische Kreditinstitute erhöhten in den Monaten Januar bis März ihre Kapitalmarktver- schuldung per saldo um 43 ½ Mrd € (Vorquar- tal: Nettotilgungen von 4 Mrd €). Die Emis- sionen betrafen vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (33 Mrd €), in geringe- rem Umfang auch Hypothekenpfandbriefe (5 Mrd €) sowie flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (4 Mrd €).

*Gestiegene Kapitalmarkt- verschuldung der Kredit- institute*

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2021		2022
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	92,8	41,9	103,3
Kreditinstitute	10,9	- 27,9	12,0
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	- 4,2	- 15,0	12,3
Deutsche Bundesbank	54,6	58,3	40,5
Übrige Sektoren	27,3	11,5	50,8
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	- 13,0	8,4	15,0
Ausländer	28,1	- 42,9	32,7
<b>Aktien</b>			
Inländer	25,6	37,7	19,4
Kreditinstitute	3,6	2,3	- 1,3
darunter:			
inländische Aktien	2,6	- 0,1	- 0,7
Nichtbanken	22,0	35,4	20,6
darunter:			
inländische Aktien	1,7	26,2	11,3
Ausländer	8,9	- 7,5	- 9,2
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	23,9	56,7	31,8
Anlage in Publikumsfonds	9,4	11,6	3,9
darunter:			
Aktienfonds	4,3	2,7	0,0

Deutsche Bundesbank

*Nettoemissionen der öffentlichen Hand*

Die öffentliche Hand begab im ersten Quartal 2022 Schuldtitel für netto 26 Mrd €, nach 21½ Mrd € im Dreimonatszeitraum zuvor. Der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem 30-jährige Bundesanleihen und fünfjährige Bundesobligationen (16 Mrd € bzw. 14 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen unverzinslicher Schatzanweisungen von 13½ Mrd € gegenüber. Die Länder und Gemeinden begaben im Ergebnis Schuldverschreibungen für 3 Mrd €.

*Unternehmensanleihen per saldo emittiert*

Inländische Unternehmen emittierten im Berichtsquartal lebhaft und begaben Anleihen für netto 17½ Mrd €. Im Vorquartal hatten sie per saldo 8 Mrd € getilgt. Das Gros der Emissionen war auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen (11 Mrd €).

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

Erworben wurden Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2022 durch alle Investorengruppen. Insbesondere die inländischen Nichtbanken vergrößerten ihr Rentenportfolio um netto

51 Mrd €. Dabei überwogen ausländische Titel (36 Mrd €). Die Bundesbank erwarb – vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – Rentenwerte für per saldo 40½ Mrd €. Dabei handelte es sich zum größten Teil um inländische Papiere öffentlicher Emittenten. Ausländische Investoren kauften hiesige Schuldverschreibungen für netto 32½ Mrd €. Auch heimische Kreditinstitute vergrößerten ihr Rentenportfolio, und zwar per saldo um 12 Mrd €. Sie bevorzugten im Ergebnis ausschließlich ausländische Werte.

## Aktienmarkt

Die Kurse an den internationalen Aktienmärkten gaben seit Jahresbeginn spürbar nach. Entscheidend waren die in vielen Ländern gestiegenen Langfristzinsen. Sie lasteten über den Diskontfaktoreffekt während des gesamten Berichtszeitraums auf den Kursen. Zuletzt kamen auch Sorgen über die wirtschaftliche Entwicklung, nicht zuletzt infolge von Lockdowns in China im Zuge der dort verfolgten Null-Covid-Politik, auf. Der russische Einmarsch in die Ukraine führte zusätzlich zu abrupten, wenngleich überwiegend kurzlebigen Kursverlusten an den weltweiten Aktienmärkten. Relativ am stärksten betroffen in der Zeit unmittelbar nach Beginn des Krieges waren die Börsen in Europa. Hierin spiegelte sich wider, dass Länder, die näher an Russland und der Ukraine liegen, in der Regel auch enger mit diesen Ländern wirtschaftlich verflochten sind. Das gilt auch für Deutschland, dessen Wirtschaft bis Kriegsbeginn stark von russischen Rohstoffen abhängig war. Spiegelbildlich zu dem Kurseinbruch erhöhte sich die Unsicherheit am Aktienmarkt nach Kriegsbeginn vorübergehend sprunghaft. Mit dem Rückgang der Unsicherheit zogen die Kurse dann aber wieder etwas an. Gegen Ende des Berichtszeitraums löste sich das regional differenzierte Kursmuster weitgehend wieder auf. Im Ergebnis verzeichneten der US-amerikanische S&P 500 (-18,2%), der Euro Stoxx (-14,7%) und der CDAX (-17,3%) seit dem Jahresbeginn jeweils deutliche Verluste. Die Ein-

*Internationale Aktienmärkte mit Kursrückgängen*

bußen des japanischen Nikkei fielen moderater aus (– 8,3 %). Im Vereinigten Königreich schlossen die Märkte zum Ende des Berichtszeitraums nur mit einem geringen Kursverlust gegenüber dem Jahresanfang (FTSE 100: – 1,1 %). Ein Grund für diese bessere Performance ist, dass im FTSE-Index Unternehmen in größerem Umfang enthalten sind, die von den hohen Kursgewinnen des Rohstoffsektors profitierten.

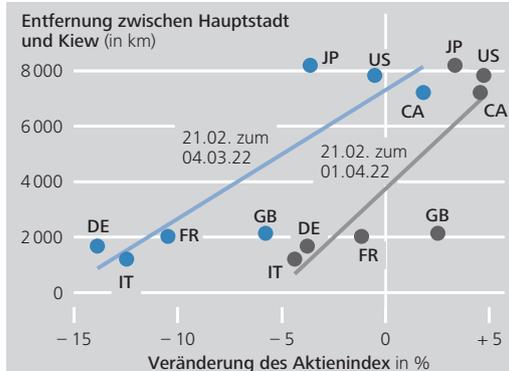
*Indikatoren des Bewertungsniveaus entwickelten sich uneinheitlich*

Analysten schätzten die Fundamentaldaten der Unternehmen in Europa (Euro Stoxx) und den USA (S&P 500) trotz des Krieges weiterhin als gut ein. Sie revidierten ihre Erwartungen über den Umsatz der kommenden Geschäftsjahre seit Jahresbeginn nach oben. Allerdings gingen Analysten auch davon aus, dass die Gewinne von der Kostenseite unter Druck kommen würden. Gemessen an der Gewinnrendite auf Basis der Geschäftsaussichten der nächsten zwölf Monate sind Aktien beiderseits des Atlantiks günstiger bewertet als zum Jahresbeginn. Im Unterschied dazu zeigten niedrigere implizite Eigenkapitalkosten,<sup>5)</sup> dass das Bewertungsniveau etwas höher liegt. Ausschlaggebend hierfür ist, dass die impliziten Eigenkapitalkosten auch mittelfristige Gewinnaussichten berücksichtigten, die von hohem Niveau aus rückläufig waren. Im historischen Vergleich bleiben Aktien in den USA insgesamt eher hoch und im Euroraum eher niedrig bewertet.

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt gering*

Deutsche Aktiengesellschaften nahmen in den ersten drei Monaten des Jahres 2022 per saldo 1½ Mrd € an neuen Mitteln auf (Vorquartal: 18½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 9 Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis allein von inländischen Nichtbanken (20½ Mrd €). Hingegen verringerten ausländische Investoren – wie häufig vor den anstehenden Dividendenterminen im zweiten Quartal – und heimische Kreditinstitute ihre Aktienportfolios um netto 9 Mrd € beziehungsweise 1½ Mrd €.

### Regionale Kurseffekte des Ukrainekriegs<sup>\*)</sup>



Quellen: Refinitiv, Luftlinie.org, Openstreetmap.org, Opendatacommons.org, © OpenStreetMap-Mitwirkende. \*) Prozentuale Veränderungen von MSCI-Indizes in lokaler Währung (Performanceindizes).

Deutsche Bundesbank

### Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im ersten Quartal 2022 einen Mittelzufluss von 35½ Mrd €, nachdem im Vorquartal in sehr hohem Umfang Investmentzertifikate begeben worden waren (68½ Mrd €). Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den Spezialfonds zugute (32 Mrd €), die institutionellen Anlegern vorbehalten sind. Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (14½ Mrd €), aber auch Rentenfonds, Offene Immobilienfonds (je 6 Mrd €) und Aktienfonds (4½ Mrd €) verzeichneten ebenfalls Mittelzuflüsse. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 4 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen im Ergebnis Anteilscheine für 40½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihre Fondsportfolios um netto 1½ Mrd €, während gebietsfremde Investoren ihr hiesiges Fondsengagement um per saldo 2 Mrd € verringerten.

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

<sup>5)</sup> Implizite Eigenkapitalkosten lassen sich mithilfe eines Dividendenbarwertmodells berechnen, siehe: Deutsche Bundesbank (2016).

## Beeinflussen Finanzsanktionen gegen russische Banken den Zahlungsverkehr? Evidenz aus der deutschen TARGET2-Komponente

Die Annexion der Halbinsel Krim durch Russland im März 2014 veranlasste die Europäische Union (EU) erstmals, Finanzsanktionen gegen Russland zu verhängen. Mitte 2014 beschloss sie gezielte Maßnahmen nicht nur gegen Privatpersonen, sondern auch gegen einzelne russische Kreditinstitute. Infolge der russischen Invasion in die Ukraine am 24. Februar 2022 verschärfte sie die Sanktionen und weitete sie aus. Auch viele andere Länder verabschiedeten Sanktionen gegen Russland oder weiteten bestehende Restriktionen aus.

Die vorliegende Studie versucht, mithilfe von Transaktionsdaten der deutschen TARGET2-Komponente (TARGET2-Bundesbank) zwischen dem 1. Februar 2022 und dem 30. April 2022 zu bewerten, ob Finanzsanktionen gegen russische Kreditinstitute, die seit Ende Februar 2022 neu implementiert oder verschärft wurden, tatsächlich die Finanzströme in der deutschen TARGET2-Komponente reduzierten und ob die gewählten Arten von Sanktionen dabei unterschiedlich wirkten.<sup>1)</sup> Die Untersuchung basiert ausschließlich auf Daten aus dem TARGET2-Komponenten-System der Bundesbank und konzentriert sich lediglich auf die Transaktionsklassen „Kundenzahlungen“ und „Interbankenzahlungen“.<sup>2)3)</sup> Daten von Drittanbietern werden im Folgenden nicht untersucht. Der Vorteil der verwendeten TARGET2-Daten liegt darin, dass sie auf Tagesbasis vorliegen. Außerdem kann der Effekt der Sanktionen ökonomisch sauber identifiziert werden, da der Datensatz sowohl sanktionierte als auch nicht sanktionierte russische Banken beziehungsweise Bankkonten enthält. Einschränkend ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die Unter-

suchung nur einen Ausschnitt des gesamten Zahlungsverkehrs von und mit Russland abbildet, da andere Zahlungskonzepte und TARGET2-Komponenten-Systeme unberücksichtigt bleiben.<sup>4)</sup> Ferner werden nur solche Transaktionen aus TARGET2-Bundesbank einbezogen, die von russischen Banken über Korrespondenzbanken in der EU in TARGET2 initiiert wurden beziehungsweise TARGET2-Zahlungen, die für russische Banken bestimmt waren. Grundsätzlich sind deshalb weitere Untersuchungen, unter anderem auch im Hinblick auf mögliche Umgehungen und unter Hinzunahme weiterer Datenquellen, notwendig, um allgemeine Aussagen zur Wirksamkeit von Finanzsanktionen auf die Finanzströme zu tätigen.

In der Untersuchung werden drei verschiedene Arten von Finanzsanktionen gegen russische Banken unterschieden. Hierbei

---

**1** TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) ist ein Zahlungssystem des Eurosystems zur sicheren und schnellen Abwicklung des elektronischen Individualzahlungsverkehrs innerhalb der EU. TARGET2 basiert auf einer einheitlichen technischen Plattform und gewährleistet den schnellen Austausch von Zentralbankliquidität in Echtzeit.

**2** Es werden nur Zahlungen berücksichtigt, die über die deutsche TARGET2-Komponente abgewickelt wurden. Zahlungen aus Russland, die bspw. über eine österreichische Bank in TARGET2 eingeleitet und z. B. für einen Empfänger in Frankreich bestimmt waren, sind nicht enthalten. Insoweit handelt es sich nur um einen Teilausschnitt aus der gesamten TARGET2-Geschäftsaktivität.

**3** Diese beiden Transaktionsklassen machen von der Anzahl der gesamten Beobachtungen ca. 95 % aus. Wertmäßig umfassen sie ca. 60 % der erfassten Kapitalströme. Für die übrigen Transaktionen in TARGET2-Bundesbank sind vorwiegend gruppeninterne Zahlungsvorgänge der Kreditinstitute verantwortlich.

**4** Wichtige russische Teilnehmer sind bspw. auch in der österreichischen und der französischen TARGET2-Komponente enthalten. Neben der Geschäftsaktivität in TARGET2 wickeln russische Kreditinstitute ihren Zahlungsverkehr auch über andere Zahlungsverkehrssysteme ab.

## Finanzsanktionen gegen russische Banken

Kapitalmarktsanktionen	SWIFT-Ausschluss	Bereitstellungs- und Verfügungsverbote
Verordnung (EU) Nr. 833/2014 vom 31.7.2014 und Verordnung (EU) 2022/328 vom 25.2.2022	Verordnung (EU) 2022/345 vom 1.3.2022	Durchführungsverordnung (EU) Nr. 826/2014 vom 30.7.2014, Durchführungsverordnung (EU) 2022/260 vom 23.2.2022 und Durchführungsverordnung (EU) 2022/581 vom 8.4.2022
Alfa Bank (ab 25.2.2022) Bank Otkritie (ab 25.2.2022) Bank Rossiya (ab 25.2.2022) Gazprombank (ab 31.7.2014)	Bank Otkritie (ab 14.3.2022) Bank Rossiya (ab 14.3.2022)	Bank Otkritie (ab 8.4.2022) Bank Rossiya (ab 23.2.2022)
Promsvyazbank (ab 25.2.2022) Rosselkhozbank (ab 31.7.2014)	Novikombank (ab 14.3.2022) Promsvyazbank (ab 14.3.2022)	Novikombank (ab 8.4.2022) Promsvyazbank (ab 23.2.2022)
Sberbank (ab 31.7.2014)		Russische Nationale Handelsbank (ab 30.7.2014)
Vnesheconombank (VEB) (ab 31.7.2014)	Sovcombank (ab 14.3.2022) Vnesheconombank (VEB) (ab 14.3.2022)	Sovcombank (ab 8.4.2022) Vnesheconombank (VEB) (ab 23.2.2022)
VTB Bank (ab 31.7.2014)	VTB Bank (ab 14.3.2022)	VTB Bank (ab 8.4.2022)
Deutsche Bundesbank		

handelt es sich um Kapitalmarktsanktionen, den SWIFT-Ausschluss<sup>5)</sup> sowie Bereitstellungs- und Verfügungsverbote (siehe oben stehende Tabelle).

Es gelten gegen neun russische Banken Kapitalmarktsanktionen (Spalte 1).<sup>6)</sup> Damit geht das Verbot für EU-Marktteilnehmer einher, von den sanktionierten Instituten emittierte übertragbare Wertpapiere und Geldmarktinstrumente unmittelbar oder mittelbar zu kaufen, zu verkaufen, Wertpapierdienstleistungen oder Hilfsdienste bei der Begebung zu erbringen oder anderweitig damit zu handeln. Somit können sich diese russischen Banken in der EU nicht mehr über Kapitalmarktinstrumente (je nach Beschränkung der Fristigkeit über Anleihen oder Geldmarktpapiere) refinanzieren. Diese Art der Finanzsanktionen dürfte – isoliert betrachtet – von allen Instrumenten relativ gesehen die mildeste Form von Beschränkungen darstellen, da andere Formen der Mittelaufnahme weiterhin möglich sind.<sup>7)</sup> Ferner stellt diese Maßnahme nicht auf den Zahlungsverkehr ab, sodass Zahlungen wei-

ter getätigt werden dürfen. Auch werden die betroffenen neun russischen Banken – zumindest laut diesen EU-Verordnungen – nicht daran gehindert, für Kunden Wertpapiere anderer Emittenten zu kaufen oder zu verkaufen.<sup>8)</sup>

Der SWIFT-Ausschluss (Spalte 2) wird in Verordnung (EU) 2022/345 geregelt: „Es ist ab dem 12. März 2022 verboten, spezialisierte Nachrichtenübermittlungsdienste für den Zahlungsverkehr, die für den Austausch von Finanzdaten verwendet werden, für die in Anhang XIV aufgeführten juristischen Personen, Organisationen oder Einrichtungen oder für in Russland niedergelassene juris-

<sup>5</sup> Die Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) betreibt ein besonders sicheres Telekommunikationsnetz, das weltweit von Banken bei der Abwicklung von Finanztransaktionen genutzt wird.

<sup>6</sup> Die Kapitalmarktmaßnahmen gelten auch gegen die Töchter der genannten Kreditinstitute mit Sitz außerhalb der EU.

<sup>7</sup> Art. 5 der Verordnung 833/2014 verbietet auch die Kreditvergabe an bestimmte russische Kreditinstitute.

<sup>8</sup> Seit dem 26. Februar 2022 gelten jedoch gegenüber einigen russischen Unternehmen allgemeine Beschränkungen auch im Wertpapierbereich (Art. 5e und 5f der Verordnung 833/2014).

tische Personen, Organisationen oder Einrichtungen, deren Eigentumsrechte zu mehr als 50 % unmittelbar oder mittelbar bei einer in Anhang XIV aufgeführten Organisation liegen, zu erbringen.“ Zu den aufgeführten Organisationen zählen sieben russische Banken. Diese Art von Finanzsanktionen wiegt erheblich schwerer als die Kapitalmarktsanktionen. Dennoch können die betroffenen russischen Institute weiterhin internationale Überweisungen über alternative Zahlungssysteme, so das chinesische Zahlungssystem CIPS, oder andere sichere Kommunikationswege, wie zum Beispiel sichere Telefax-Leitungen, tätigen. Da eine standardisierte Nachrichtenübermittlung über SWIFT nicht mehr möglich ist, dürfte dennoch die Anzahl und das Volumen der Transaktionen de facto erheblich sinken.

Gegen acht russische Banken besteht ein Bereitstellungs- und Verfügungsverbot (Spalte 3). Sämtliche Gelder und wirtschaftliche Ressourcen, die im Eigentum oder Besitz von in Verbindung mit diesen Instituten stehenden natürlichen oder juristischen Personen, Einrichtungen oder Organisationen sind oder von diesen gehalten oder kontrolliert werden, werden eingefroren. Den Betroffenen dürfen weder unmittelbar noch mittelbar Gelder oder wirtschaftliche Ressourcen zur Verfügung gestellt werden oder zugutekommen. Diese Art der Finanzsanktion dürfte im Vergleich zu den beiden vorher genannten Arten die härteste sein, weil diese Maßnahmen den Zahlungsverkehr direkt betreffen.<sup>9)10)</sup>

Die vorliegende Untersuchung beschränkt sich – wie erwähnt – auf die Transaktionsdaten von TARGET2-Bundesbank. Einbezogen wurden dabei Zahlungen, die – soweit anhand der Informationen erkennbar<sup>11)</sup> – von russischen Banken über Korrespondenzbanken in der EU in TARGET2-Bundesbank

initiiert wurden oder für russische Banken bestimmt waren.

Insgesamt umfasst der Datensatz geschäftstägliche Transaktionen für 518 russische Institute mit eigenem Business Identifier Code (BIC) und 62 TARGET2-Geschäftstage. 163 BIC unterliegen Kapitalmarktsanktionen, 50 BIC einem SWIFT-Ausschluss und 50 BIC einem Bereitstellungs- und Verfügungsverbot.<sup>12)</sup> Da gegen mehrere russische Banken unterschiedliche Sanktionen verhängt wurden, gibt es Überlappungen zwischen den betroffenen BIC.

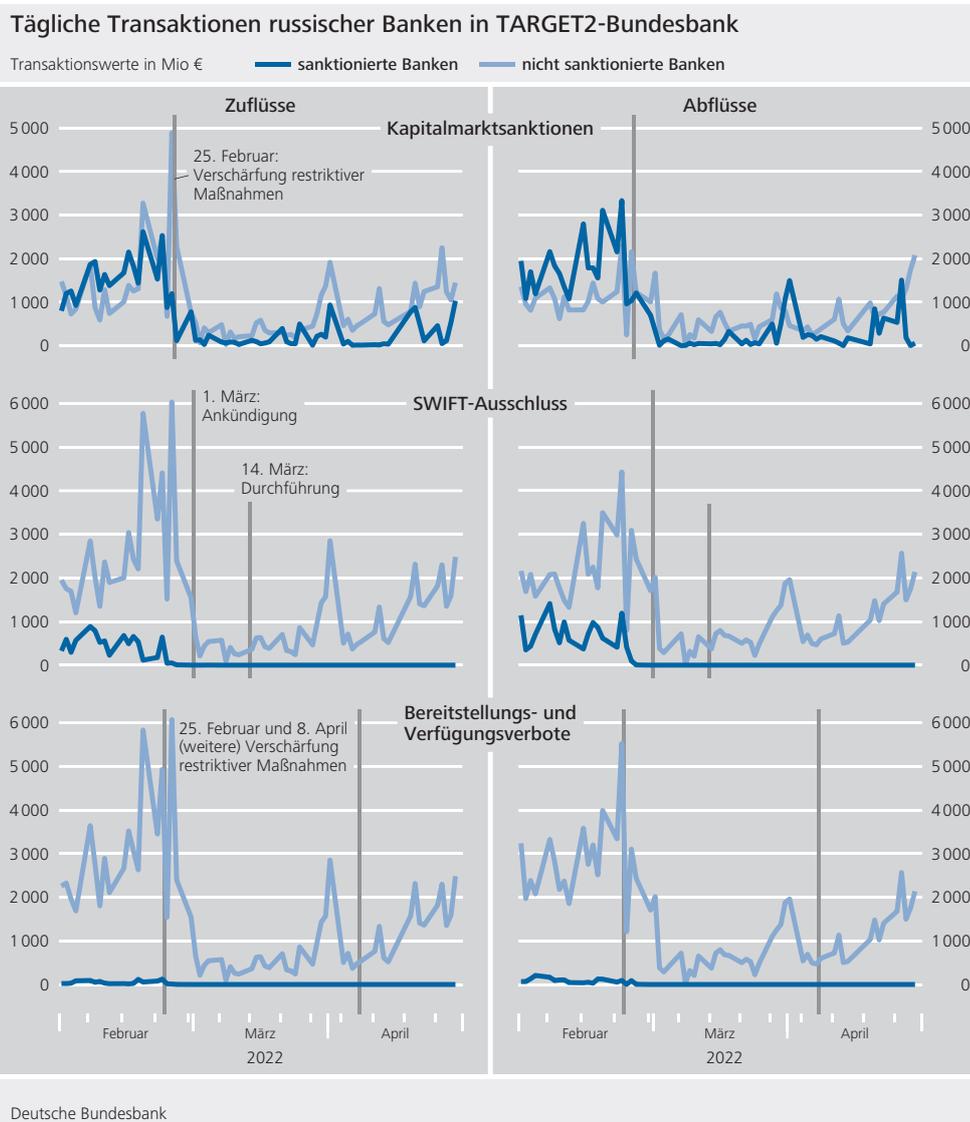
Der obere Teil des Schaubildes auf Seite 53 beschreibt die geschäftstäglich aggregierten Mittelzuflüsse und Mittelabflüsse in TARGET2-Bundesbank über die Konten nicht sanktionierter und sanktionierter russischer Banken aus Spalte (1) zwischen 1. Februar 2022 und 30. April 2022 (Kapitalmarktsanktionen). Bis einschließlich 24. Februar 2022 lag der geschäftstägliche Durchschnitt der Mittelzuflüsse (Mittelabflüsse) von nicht sanktionierten Bankkonten bei 1,5 (1,1) Mrd €. Anschließend sank der geschäftstägliche Durchschnitt der Mittelzuflüsse (Mittelabflüsse) auf 0,7 (0,7) Mrd €. Auch die Kapitalströme bei den Konten sanktionierter Banken verringerten sich. Der geschäftstägliche Durchschnitt der Mittelzuflüsse (Mittel-

**9** Bereitstellungs- und Verfügungsverbote wurden in der Vergangenheit häufig gegen bestimmte Individuen in sanktionierten Ländern verhängt.

**10** Je nach Geschäftsaktivität der russischen Bank kann im Einzelfall auch ein SWIFT-Ausschluss stärker wirken als ein Bereitstellungs- und Verfügungsverbot.

**11** Die Belegung der Nachrichtfelder in SWIFT ist nicht immer obligatorisch. Es gibt starke Anzeichen dafür, dass es zu einer Zunahme von Nachrichten im „free format“ kommt, wobei das Feld zwar belegt wird, aber nicht mit einem automatisch identifizierbaren BIC. In den TARGET2-Transaktionsdaten wird das entsprechende Feld dann leer ausgewiesen. Die Vermutung ist, dass russische Institute dadurch versuchen, ihre Transaktionen zu verschleiern.

**12** In der Regel besitzt ein einzelnes Kreditinstitut mehrere BIC. Deswegen ist die Anzahl der BIC höher als die Anzahl der sanktionierten russischen Banken.



abflüsse) betrug bis einschließlich 24. Februar 2022 1,6 (1,8) Mrd €. Anschließend sanken die Mittelzuflüsse (Mittelabflüsse) auf 221 (291) Mio €. Im Verlauf des April stiegen die Finanzströme beider Gruppen zum Teil wieder an.

Der mittlere Teil des oben stehenden Schaubildes illustriert die Kapitalströme in TARGET2-Bundesbank über die Bankkonten der sieben russischen Banken, die aus SWIFT ausgeschlossen wurden. Der Verlauf der Bruttoströme ist bei den Konten von nicht sanktionierten russischen Banken sehr ähnlich wie bei den Kapitalmarktsanktionen.

Auffällig ist, dass nach der russischen Invasion in die Ukraine am 24. Februar 2022 die Transaktionen stark einbrachen. Seit dem Beschluss des SWIFT-Ausschlusses am 1. März 2022 liegen die aggregierten täglichen Transaktionen der sanktionierten Bankkonten nahe null.

Der untere Teil des oben stehenden Schaubildes verdeutlicht die Kapitalströme von nicht sanktionierten und sanktionierten russischen Banken bei Bereitstellungs- und Verfügungsverboten. Diese Art der Sanktionen umfasst auch Beschränkungen im Zahlungsverkehr. Der Verlauf der Bruttoströme ist bei

den Konten der nicht sanktionierten russischen Banken wieder sehr ähnlich. Seit dem Beginn der Bereitstellungs- und Verfügungsverbote am 23. Februar 2022 sind die Kapitalströme bei den Konten sanktionierter Banken ebenfalls nahe null. Aber auch schon unmittelbar vor den Bereitstellungs- und Verfügungsverboten lagen die durchschnittlichen täglichen Bruttoströme bei den sanktionierten Banken auf einem niedrigen Niveau: 53 Mio € bei den Mittelzuflüssen auf russische Bankkonten und 93 Mio € bei den Mittelabflüssen von russischen Bankkonten (vom 1. Februar bis 22. Februar 2022).

Die deskriptiven Statistiken verdeutlichen, dass die Kapitalströme sowohl bei den Konten nicht sanktionierter Banken als auch bei Konten von sanktionierten Banken nach der Einführung beziehungsweise Verschärfung von strikten Maßnahmen gegenüber den russischen Banken stark eingebrochen sind. Beim SWIFT-Ausschluss sowie den Bereitstellungs- und Verfügungsverboten war der Effekt auf die Konten sanktionierter Banken schwerwiegender als bei den Kapitalmarktsanktionen.

Die deskriptive Analyse berücksichtigt allerdings keine allgemeinen makroökonomischen Entwicklungen oder eine generelle Zurückhaltung bei Transaktionen als Folge des Krieges, die alle russischen Banken gleichermaßen beeinflussen. Die nachfolgende ökonometrische Analyse schließt daher weitere Effekte ein, wie beispielsweise den Rückzug von multinationalen Unternehmen aus Russland, der ebenfalls negativ auf die Zahlungen gewirkt haben dürfte. Außerdem berücksichtigt die Untersuchung mögliche Interdependenzen, wenn russische Banken von mehreren Sanktionen betroffen sind.

Um den Effekt der Finanzsanktionen gegen die russischen Banken bewerten zu können,

nutzt die Studie einen Differenzen-in-Differenzen-Schätzer. Dieses Verfahren versucht, einen kausalen Effekt zu ermitteln. Hierfür wird eine Gruppe, welche eine bestimmte Intervention („Treatment“, hier Konten sanktionierter russischer Banken) erfährt, mit einer Kontrollgruppe (Konten nicht sanktionierter russischer Banken) verglichen. Da der Beginn des Krieges als ein exogenes Ereignis interpretiert werden kann, der die Einführung oder Verschärfung von Sanktionsmaßnahmen zur Folge hat, liegt ein „Treatment“ in der Zeit danach vor. Russische Bankkonten, die über TARGET2-Bundesbank Zahlungen ausführen, aber nicht von Sanktionen betroffen sind, dienen als Kontrollgruppe. Von Interesse sind nur die Effekte bei den sanktionierten Banken, die über die generellen Entwicklungen hinausgehen. Datenlücken werden mit Nullwerten aufgefüllt, sodass ein ausgeglichenes Panel vorliegt. Im Folgenden wird Gleichung (1) mithilfe von Pseudo-Poisson-Maximum-Likelihood (PPML) geschätzt, um nichtlineare Effekte berücksichtigen zu können:

$$(1) \text{ Kapitalströme}_{bt} = \alpha + \exp[\beta \text{Sanktionen}_{bt} + \gamma \text{Antizipation}_{bt} + \pi_b + \sigma_t] + \varepsilon_{bt}$$

wobei  $\text{Kapitalströme}_{bt}$  den jeweiligen Bruttostrom (Mittelzuflüsse/Mittelabflüsse) des russischen Kontos  $b$  (identifiziert anhand der BIC) an Tag  $t$  als Teil der deutschen TARGET2-Komponente darstellt.  $\text{Sanktionen}_{bt}$  ist eine binäre Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn das russische Konto  $b$  an Tag  $t$  von EU-Finanzsanktionen betroffen ist. Zu erwarten ist ein negativer Schätzkoeffizient von  $\beta$ . Als Grundlage für die sanktionierten BIC dienen die drei unterschiedlichen Arten von Finanzsanktionen aus der Tabelle auf Seite 55 (Kapitalmarktsanktionen, SWIFT-Ausschluss sowie Bereitstellungs- und Verfügungsverbote). Der Wert von  $\text{Sanktionen}_{bt}$  entspricht dem

### Effekte von Sanktionen gegen russische Banken

Position	Basisspezifikation		Unterscheidung nach Arten der Finanzsanktionen	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Mittelzufluss	Mittelabfluss	Mittelzufluss	Mittelabfluss
Sanktionen	- 1,271*** (0,344)	- 1,996*** (0,564)	.	.
Antizipation	.	.	- 4,949*** (1,080)	- 7,793*** (1,091)
Kapitalmarktsanktionen	.	.	- 1,177*** (0,196)	- 1,670*** (0,368)
SWIFT-Ausschluss	.	.	- 10,263*** (1,178)	- 12,134*** (1,062)
Bereitstellungs- und Verfügungsverbote	.	.	- 2,439*** (0,423)	- 3,750*** (0,264)
Beobachtungen	24 924	28 644	24 924	28 644
Adjustiertes R <sup>2</sup>	0,856	0,847	0,866	0,864

\*\*\* Signifikanz auf 1% Niveau, \*\* Signifikanz auf 5% Niveau, \* Signifikanz auf 10% Niveau. Bankkonten-spezifische und zeit-spezifische fixe Effekte werden berücksichtigt, aber nicht berichtet. Robuste Standardfehler (über Bankkonten geclustert) in Klammern.

Deutsche Bundesbank

Wert 1 für die betroffene BIC  $b$  ab dem jeweils ersten Tag, an dem eine erste Sanktion gegen die jeweilige Bank implementiert wurde.<sup>13)</sup> Beim SWIFT-Ausschluss nimmt die binäre Variable  $Sanktionen_{bt}$  ab dem 14. März 2022 den Wert 1 an. Da der SWIFT-Ausschluss aber schon am 1. März 2022 angekündigt wurde, berücksichtigt die Schätzung in der entsprechenden Regression zudem einen Antizipationseffekt. Die Variable  $Antizipation_{bt}$  nimmt den Wert 1 zwischen dem 1. März 2022 und 11. März 2022 an.  $\pi_b$  und  $\sigma_t$  umfassen bankspezifische und zeitspezifische fixe Effekte. Da nur russische Konten untersucht werden, spiegeln die zeitspezifischen fixen Effekte die allgemeine makroökonomische Entwicklung Russlands wider. Dieses Umfeld dürfte alle russischen Konten zeitgleich und in ähnlicher Weise betreffen. Die bankspezifischen fixen Effekte sollen für allgemeine Geschäftsbeziehungen kontrollieren, die sich über die Zeit nicht ändern.  $\varepsilon_{bt}$  ist der statistische Fehlerterm.

Eine Basisspezifikation unterscheidet nicht nach den unterschiedlichen Sanktionsarten: Die Sanktionsvariable nimmt den Wert 1 an, sobald eine Sanktion gegen die jeweilige russische Bank vorliegt, unabhängig davon, ob es sich um eine Kapitalmarktsanktion, den SWIFT-Ausschluss oder ein Bereitstellungs- und Verfügungsverbot handelt. Eine zweite Schätzung berücksichtigt anschließend mehrere binäre Sanktionsvariablen gleichzeitig, um zu bewerten, welche Art der Finanzsanktionen die Finanzströme besonders stark beeinflusst.

Die oben stehende Tabelle präsentiert die Schätzergebnisse von Gleichung (1). Nicht sanktionierte russische Banken dienen in allen Schätzungen als Kontrollgruppe. Somit sind die Resultate im Vergleich zu dieser Gruppe zu interpretieren. Die ersten beiden Spalten zeigen die Koeffizienten für Finanzsanktionen, die unabhängig von ihrer Art

<sup>13</sup> Da verschiedene russische Banken bereits vor dem Beginn des Schätzzeitraums Sanktionen unterlagen, spielen deren Transaktionen für die Schätzergebnisse letztlich keine Rolle.

gegen russische Banken verhängt wurden. Die Ergebnisse sind sowohl für die Mittelzuflüsse als auch die Mittelabflüsse statistisch signifikant. Der geschätzte Koeffizient von  $-1,271$  ( $-1,996$ ) bedeutet, dass die Mittelzuflüsse (Mittelabflüsse) allein aufgrund der Sanktionen und ungeachtet anderer Einflüsse um  $71,9\%$  ( $86,4\%$ ) bei den Konten von sanktionierten russischen Banken gesunken sind. In den Spalten (3) und (4) wird nach den Arten der Finanzsanktionen unterschieden: Alle drei binären Variablen werden in die Schätzung mit aufgenommen. Außerdem kontrolliert die Schätzung für Antizipationseffekte beim SWIFT-Ausschluss. Die Regressionsergebnisse sind ebenfalls negativ und statistisch hoch signifikant. Der Koeffizient von  $-1,177$  ( $-1,670$ ) bei den Mittelzuflüssen (Mittelabflüssen) für Kapitalmarktsanktionen bedeutet, dass die Bruttoströme bei den Konten von sanktionierten russischen Banken um  $69,2\%$  ( $81,2\%$ ) gesunken sind. Im Vergleich hierzu wirkte der SWIFT-Ausschluss stärker: Die Geschäfte sind nahezu vollständig zum Erliegen gekommen (jeweils  $-99,9\%$ ). Da die Implementierung des SWIFT-Ausschlusses erst einige Tage nach der Ankündigung erfolgte, lassen sich auch die Antizipationseffekte zwischen dem 1. März 2022 und 11. März 2022 erkennen. Laut den Schätzergebnissen brachen die Bruttoströme schon vor der tatsächlichen Umsetzung des Beschlusses fast komplett ein ( $-99,3\%$ ). Die Ergebnisse der Bereitstellungs- und Verfügungsverbote sind ebenfalls statistisch hoch signifikant und negativ. Die Mittelzuflüsse (Mittelabflüsse) gaben um  $91,3\%$  ( $97,6\%$ ) nach. Somit führen alle drei Arten der Finanzsanktionen zu einem Rückgang der Finanzströme in der deutschen TARGET2-Komponenten, wobei die Kapitalmarktsanktionen als mildeste Form betragsmäßig am schwächsten reagieren. Der SWIFT-Ausschluss sowie die Bereitstellungs- und Verfügungsverbote führen gemäß der Schätzergebnisse zu einer fast

kompletten Einstellung von Transaktionen in TARGET2-Bundesbank.<sup>14)</sup>

Die Resultate verdeutlichen, dass es nach dem 24. Februar 2022 zu einem generellen Rückgang der in der deutschen TARGET2-Komponente erfassten Transaktionen russischer Banken gekommen ist: Die Bruttoströme sowohl von Konten nicht sanktionierter als auch sanktionierter russischer Banken sind nach der Ausweitung und Verschärfung der Sanktionen als Folge der Invasion Russlands in die Ukraine gesunken. Kapitalmarktsanktionen, der SWIFT-Ausschluss sowie die Bereitstellungs- und Verfügungsverbote dürften gemäß Schätzergebnissen stark wirken. Auch die Antizipationseffekte vor der Umsetzung des SWIFT-Ausschlusses führten zu einem statistisch signifikanten Rückgang von Mittelzuflüssen und Mittelabflüssen. Mögliche Umgehungseffekte können allerdings per se nicht ausgeschlossen werden: Solche Transaktionen könnten über TARGET2-Konten in Komponentensystemen anderer Euro-Länder oder über alternative Zahlungswege und -systeme erfolgen.

---

<sup>14</sup> Zusätzliche Robustheitsuntersuchungen mit Interaktionstermen, welche weitere Interdependenzen der sanktionierten russischen Banken berücksichtigen, ändern diese Ergebnisse nicht. Somit scheinen mögliche Überschneidungen der Sanktionsmaßnahmen keine wesentliche zusätzliche Rolle zu spielen.

## ■ Direktinvestitionen

*Netto-Kapital-  
 exporte bei  
 den Direkt-  
 investitionen*

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im ersten Quartal 2022 zu Netto-Kapitalexporten von 38½ Mrd €. Auch bei den Direktinvestitionen ergaben sich per saldo Mittelabflüsse, wenngleich in deutlich geringerem Umfang (4½ Mrd €).

*Kapitalexporte  
 bei deutschen  
 Direktinvestitionen  
 im Ausland*

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten in den ersten drei Monaten dieses Jahres ihre Direktinvestitionen im Ausland im Ergebnis um 45 Mrd € aus (Vorquartal: 39 Mrd €). Dabei stockten sie ihr Beteiligungskapital an ausländischen Niederlassungen um 29 Mrd € auf. Gut zwei Drittel davon entfielen auf reinvestierte Gewinne. Außerdem stellten hier ansässige Firmen verbundenen Konzerneinheiten im Ausland 15½ Mrd € an zusätzlichen Krediten zur Verfügung, und zwar im Ergebnis ausschließlich über Handelskredite. Im ersten Quartal flossen deutsche Direktinvestitionsmittel in bedeutendem Umfang in das Vereinigte Königreich (14½ Mrd €) und nach China (7 Mrd €). Aus Schweden (5½ Mrd €) und Russland (3½ Mrd €) überwogen hingegen die Mittelrückflüsse durch Tilgungen zuvor gewährter Kredite.

*Kapitalzuflüsse  
 über ausländische Direkt-  
 investitionen in  
 Deutschland*

Umgekehrt erhöhten ausländische Unternehmen ihre Direktinvestitionen in Deutschland von Januar bis März 2022 kräftig (40 Mrd €, nach 6 Mrd € im vierten Quartal 2021). Das Beteiligungskapital an deutschen Töchtern weiteten sie um 4½ Mrd € aus. Deutlich mehr Finanzmittel flossen deutschen Unternehmen über den konzerninternen Kreditverkehr zu (35½ Mrd €). Dabei überwogen per saldo zusätzliche Finanzkredite. Besonders hohe Zuflüsse an Direktinvestitionen waren im ersten Quartal aus dem Vereinigten Königreich (21½ Mrd €), Frankreich (4½ Mrd €), der Schweiz und den Vereinigten Staaten (jeweils rund 4 Mrd €) zu verzeichnen. Größere Mittelabflüsse ergaben sich hingegen per saldo nach Estland (3 Mrd €) sowie in die Niederlande (2 Mrd €), und zwar durch Tilgungen konzerninterner Kredite.

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2021		2022
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj. P)
I. Leistungsbilanz	+ 75,0	+ 64,9	+ 52,3
1. Warenhandel	+ 57,2	+ 38,8	+ 34,3
2. Dienstleistungen	+ 3,3	- 1,2	- 2,5
3. Primäreinkommen	+ 31,8	+ 41,9	+ 36,9
4. Sekundäreinkommen	- 17,3	- 14,6	- 16,4
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,3	- 1,0	- 1,9
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 106,9	+ 86,3	+ 94,0
1. Direktinvestition	+ 32,0	+ 32,9	+ 4,7
Inländische Anlagen im Ausland	+ 51,0	+ 38,8	+ 44,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 19,0	+ 5,9	+ 40,1
2. Wertpapieranlagen	+ 28,4	+ 95,4	+ 38,4
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 65,1	+ 42,0	+ 59,7
Aktien <sup>1)</sup>	+ 13,0	+ 12,9	+ 7,2
Investmentfondsanteile <sup>2)</sup>	+ 16,7	+ 39,9	+ 4,0
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 8,4	+ 14,0	- 8,7
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	+ 2,6	- 10,4	+ 1,3
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	+ 32,8	- 0,4	+ 47,2
darunter:			
denominiert in Euro <sup>5)</sup>	+ 21,3	+ 4,2	+ 42,3
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 36,7	- 53,3	+ 21,3
Aktien <sup>1)</sup>	+ 8,5	- 7,6	- 9,2
Investmentfondsanteile	+ 0,2	- 2,8	- 2,2
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	+ 19,7	- 6,1	- 5,2
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	+ 8,4	- 36,8	+ 37,9
darunter: öffentliche Emittenten <sup>6)</sup>	- 1,5	- 32,9	+ 16,8
3. Finanzderivate <sup>7)</sup>	+ 20,3	+ 18,9	+ 10,6
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>8)</sup>	+ 25,8	- 61,1	+ 38,1
Monetäre Finanzinstitute <sup>9)</sup>	- 105,8	+ 99,4	- 126,3
Unternehmen und Privatpersonen <sup>10)</sup>	+ 53,9	- 44,5	+ 60,0
Staat	- 2,1	+ 1,0	- 5,2
Bundesbank	+ 79,8	- 117,1	+ 109,5
5. Währungsreserven	+ 0,4	+ 0,3	+ 2,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>11)</sup>	+ 32,2	+ 22,4	+ 43,5

<sup>1</sup> Einschl. Genussscheine. <sup>2</sup> Einschl. reinvestierter Erträge. <sup>3</sup> Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit von unter einem Jahr. <sup>4</sup> Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. <sup>5</sup> Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. <sup>6</sup> Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. <sup>7</sup> Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. <sup>8</sup> Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. <sup>9</sup> Ohne Bundesbank. <sup>10</sup> Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. <sup>11</sup> Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

## ■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2018), Der Markt für Bundeswertpapiere, Monatsbericht, Juli 2018, S. 15–39.

Deutsche Bundesbank (2017), Anleihekäufe des Eurosystems und der Wechselkurs des Euro, Monatsbericht, Januar 2017, S. 13–40.

Deutsche Bundesbank (2016), Bewertungsniveau am Aktienmarkt – Theoretische Grundlagen und Weiterentwicklung von Kennzahlen, Monatsbericht, April 2016, S. 15–30.

Deutsche Bundesbank (2015), Wertpapierhalterstatistiken zur Analyse des Wertpapierbesitzes in Deutschland und Europa, Monatsbericht, März 2015, S. 101–114.

Deutsche Bundesbank (2014), Wechselkurse und Finanzstress, Monatsbericht, Juli 2014, S. 15–29.

Koijen R. S. J., F. Koulischer, B. Nguyen, M. Yogo (2021), Inspecting the mechanism of quantitative easing in the euro area, *Journal of Financial Economics* 140 (1), 2021, S. 1–20.