

Kreditintermediation des Nichtbanken-Finanzsektors

Jacob Wagner,
Matthias Wicho,
Jun Chao Zhan¹

Im Zuge der Finanzkrise konzentrieren sich Experten und Wissenschaftler zunehmend darauf, die Kreditintermediation des Nichtbanken-Finanzsektors bzw. den Schattenbankensektor („shadow banking“) zu analysieren. Basierend auf „Von-wem-an-wen-Daten“ aus der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) untersucht die vorliegende Analyse das Ausmaß der Kreditintermediation des Nichtbanken-Finanzsektors für ausgewählte Länder des Euro-raums. Der Begriff Schattenbanken wird in Anlehnung an die Definition vom Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board, FSB) näher beleuchtet. Die Untersuchung zeigt die relativ große Bedeutung des Nichtbanken-Finanzsektors für die Kreditintermediation in Belgien und den Niederlanden, wohingegen in Österreich und Deutschland weiterhin der traditionelle Bankensektor dominiert. Der Großteil des Intermediationsvolumens des österreichischen Schattenbankensektors entfällt auf offene Investmentfonds; andere Akteure des Nichtbanken-Finanzsektors spielen eine untergeordnete Rolle.

Die Kreditintermediation gehört zu den traditionellen Kernaufgaben der Banken. Im Zuge der Maßnahmen zur Eindämmung von Risiken nach der großen Finanz- und Wirtschaftskrise kam es im Euroraum zu einer Verschärfung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Banken und einer Intensivierung der Kreditüberwachung, sodass die Kreditintermediation des Nichtbanken-Finanzsektors vermehrt in den Fokus von politischen Entscheidungsträgern und Forschern rückte. Dies lag vor allem an der zunehmenden Bedeutung des Nichtbanken-Finanzsektors als alternative Investment- und Finanzierungsquelle.

In der Literatur wird die Kreditintermediation von Institutionen außerhalb des regulären Bankensystems oft „shadow banking“ (Schattenbankenwesen) genannt. Um den Begriff näher einzugrenzen, werden weitere Kriterien angeführt: Eine Institution wird dem Schattenbankensektor zugerechnet, wenn sie ein Zwischenglied in einer Inter-

mediationskette ist und nicht dem Konsolidierungskreis einer Bankengruppe angehört oder ähnlichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen wie eine Bank unterliegt. Zusätzlich müssen ihre Aktivitäten spezifische Risikotypen (z. B. Liquiditätsrisiko, Laufzeitenrisiko und unvollständige Kreditrisikotransformation) aufweisen. Einerseits ist das Finanzsystem durch die starke finanzielle Vernetzung zwischen Banken und Nichtbankintermediären zusätzlichen systemischen Risiken ausgesetzt, andererseits ermöglichen Schattenbanken den Endnutzern höhere Renditen durch alternative Finanzierungs- und Investmentmöglichkeiten sowie dem ursprünglichen Kreditgeber eine effizientere Risikodiversifizierung.²

Eine genauere Bestimmung von Schattenbanken wurde vom Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board, FSB) vorgeschlagen und umfasst eine erweiterte sowie eine enge Definition des Begriffs.³ Die erweiterte Definition basiert auf makroökonomischen Aggre-

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung Statistik – Außenwirtschaft, Finanzierungsrechnung und Monetärstatistiken, jacob.wagner@oenb.at, matthias.wicho@oenb.at und junchao.zhan@oenb.at

² Siehe OECD (2016).

³ Siehe FSB (2015).

gaten, den Sektoren der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR). Sie enthält neben den ESVG-Sektoren Investmentfonds⁴ und sonstige Finanzinstitute auch Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen. Deren vermehrte Aktivitäten außerhalb ihres klassischen Tätigkeitsprofils – wie direkte Kreditvergaben, Kreditversicherungstätigkeiten oder der Ankauf von Kreditportfolios – machen eine umfassendere Definition zur Beobachtung und Erfassung neuer Risikoquellen im Finanzsystem notwendig.

Die enge Definition des FSB basiert auf der Logik von ökonomischen Funktionen („economic function approach“) im Gegensatz zur sektorbasierten Definition aus der GFR. Dieser neue aktivitätsbasierte Ansatz hat den Vorteil, dass innerhalb eines ESA⁵-Sektors jene Einheiten exkludiert werden können, welche nicht in die oben genannten Risikotypen involviert sind. Die Zuordnung der Schattenbankenaktivitäten zu den ESA-Subsektoren ist jedoch keineswegs eindeutig, sondern unterliegt einer andauernden methodologischen Diskussion in Expertenkreisen. Diese wird ferner von der G-20-Data Gap-Initiative begleitet, welche unter anderem Empfehlungen⁶ für eine Verbesserung der Datenlage zur Analyse der Schattenbankenaktivitäten ausspricht.

Die vorliegende Analyse untersucht aus einer makroökonomischen Perspektive die Kreditintermediation des Nichtbanken-Finanzsektors von 2008 bis 2016 in sieben ausgewählten Ländern (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich und Spanien) in Anlehnung an die beiden Schattenbankdefinitionen des FSB. Im Gegensatz zur Methodologie des FSB werden

die relevanten institutionellen Einheiten unabhängig von ihrem Konsolidierungskreis den Schattenbanken zugeordnet. Das Ausmaß der Kreditintermediation von Banken und Nichtbankfinanzintermediären über die beiden wichtigsten Finanzierungskanäle (Kredite und verzinsliche Wertpapiere) wird mittels der „Von-wem-an-wen-GFR-Daten“ sowie der Daten aus der Moneytärstatistik beleuchtet. Im ersten Schritt werden monetäre Finanzinstitute inklusive Zentralbanken nicht exkludiert, um einen Gesamtüberblick über die Größe des Finanzsektors im jeweiligen Land zu bekommen. In einem zweiten Schritt wird der Bankensektor exkludiert und der Nichtbanken-Finanzsektor für ausgewählte Länder im Detail analysiert. Schließlich wird der vom FSB vorgeschlagene, auf ökonomischen Funktionen basierende Ansatz auf Österreich angewandt, um eine aktivitätsbezogene Sicht auf den österreichischen Schattenbankensektor zu gewinnen.

Kreditintermediation des gesamten Finanzsektors

Um ein allgemeines Bild über das Ausmaß der Kreditintermediation zu bekommen, wurden Daten aus der GFR verwendet. Die beiden wichtigsten Finanzierungskanäle der Kreditintermediation, Kredite und verzinsliche Wertpapiere, wurden für die ausgewählten Länder (AT, BE, DE, ES, FR, IT und NL) untersucht. Die Daten werden anhand der Beziehung zwischen Gläubiger- und Schuldnersektor dargestellt. Auf der Gläubigerseite wird das Volumen der Kreditintermediation des Finanzsektors betrachtet. Dieses wird weiter untergliedert in die Kategorien monetäre Finanzinstitute (Zentralbanken, Kredit-

⁴ Closed Funds und Equity Funds sind in dieser Definition ausgeschlossen.

⁵ European System of National and Regional Accounts (ESA).

⁶ Siehe IMF (2017). Recommendation II.5.

institute, Geldmarktfonds), Investmentfonds, sonstige (nichtmonetäre) Finanzinstitute (inklusive Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber), Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen. In der nachfolgenden Analyse wird der Gesamtfinanzsektor unterteilt in monetäre Finanzinstitute sowie einen Nichtbanken-Finanzsektor (d. h. Finanzsektor exklusive monetäre Finanzinstitute).⁷ Auf der Schuldnerseite wird keine weitere Sektorenuntergliederung vorgenommen, sie umfasst daher alle in- und ausländischen Schuldner.

Der Anteil der gehaltenen verzinslichen Wertpapiere und Kredite des gesamten Finanzsektors in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) hat sich seit 2008 im Großteil der betrachteten Länder kaum verändert. In Österreich ist er mit 221 % im Jahr 2016 im Vergleich zu 252 % im Jahr 2008 sogar rückläufig. In absoluten Zahlen ist er mit 770,8 Mrd EUR im Jahr 2016 gegenüber 736,7 Mrd EUR im Jahr

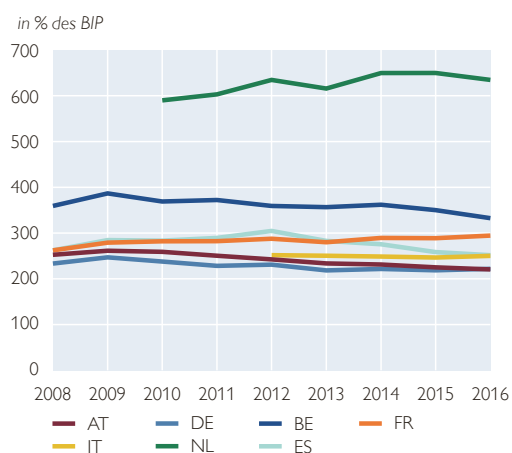
2008 jedoch angestiegen. In Deutschland ergibt sich mit einem Rückgang auf 222 % (2016) ausgehend von 233 % (2008) und entsprechendem Anstieg bei den absoluten Werten (von 5.976,4 Mrd EUR im Jahr 2008 auf 6.952,6 Mrd EUR im Jahr 2016) ein ähnliches Bild. In den anderen betrachteten Volkswirtschaften sind die Werte – soweit Daten ab 2008 vorhanden sind – auch in relativen Zahlen stabil geblieben, beziehungsweise weisen moderate jährliche Steigerungen auf. Den größten Zuwachs über den Beobachtungszeitraum ab 2008 (ohne die Niederlande und Italien) gab es in Frankreich mit einem Anstieg – ausgehend von 262 % im Jahr 2008 – auf 294 % im Jahr 2016. Gegenwärtig hat Belgien einen absoluten Stand von 1.401,9 Mrd EUR, Frankreich 6.552,2 Mrd EUR, Italien 4.181,6 Mrd EUR, die Niederlande 4.425,7 Mrd EUR und Spanien 2.802,8 Mrd EUR.

In Relation zur Kreditintermediation im klassischen Bankensektor (monetäre Finanzinstitute) ergibt sich im Beobachtungszeitraum eine zunehmende

Grafik 1

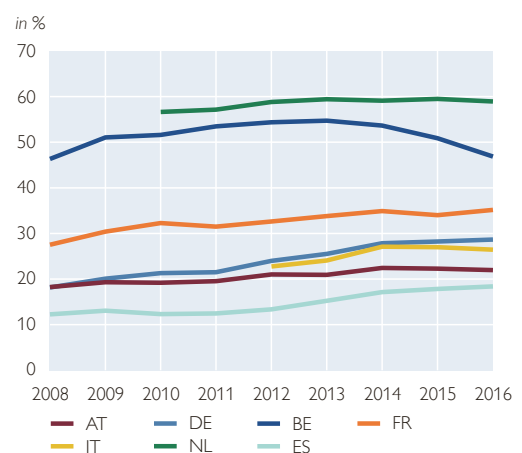
Relative Größe des Finanzsektors

Größe des Finanzsektors



Quelle: OeNB, Statistik Austria, EZB.

Anteil des Nichtbanken-Finanzsektors am Gesamtfinanzsektor



⁷ Siehe Eurostat (2017): Sektordefinition gemäß ESVG 2010.

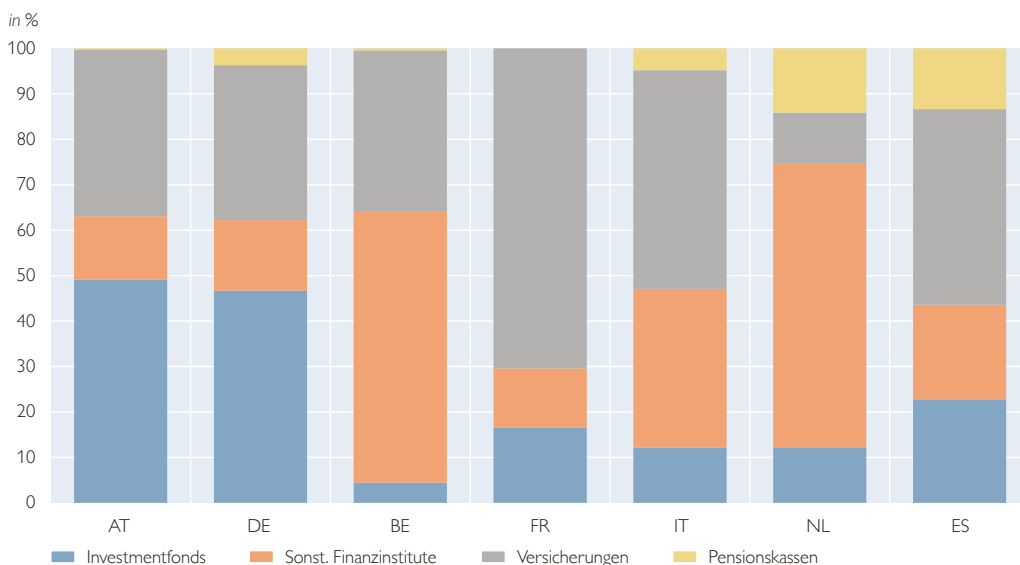
Bedeutung für den Nichtbanken-Finanzsektor (siehe Grafik 1, rechts). In allen untersuchten Ländern ist der Anteil an verzinslichen Wertpapieren und Krediten gegenüber in- und ausländischen Schuldern angestiegen. Über den gesamten Beobachtungszeitraum gab es in Belgien und Österreich die geringsten Steigerungen. Bis auf Belgien ist es in allen Volkswirtschaften nur zu einem moderaten, aber kontinuierlichen Anstieg der Bedeutung des Nichtbanken-Finanzsektors im Vergleich zum Bankensektor gekommen. Hingegen ist für Belgien seit 2015 ein Rückgang des Anteils festzustellen. Der Anteil des Nichtbanken-Finanzsektors ist in Belgien und in den Niederlanden deutlich größer als in den anderen untersuchten Ländern. In den Niederlanden macht dieser mit 59% einen wesentlich höheren Anteil als der Bankensektor mit 41% aus. Auch in Belgien war der Anteil des Nichtbanken-Finanzsektors zwischenzeitlich über 50%. Aktuell liegt dieser mit 47% auf

einem ähnlichen Niveau wie im Jahr 2008 (46%).

In der Struktur des Nichtbanken-Finanzsektors gibt deutliche Unterschiede zwischen den betrachteten Ländern (siehe Grafik 2): Der anteilmäßig (gemessen am BIP) größte Nichtbanken-Finanzsektor befindet sich in den Niederlanden. Die sonstigen Finanzinstitute sind im Jahr 2016 mit einem Anteil von 62% am gesamten niederländischen Nichtbanken-Finanzsektor und einem Volumen von 1.629,2 Mrd EUR deutlich relevanter als in allen anderen betrachteten Ländern. Auch in Belgien ist die Bedeutung der sonstigen nichtmonetären Finanzinstitute mit 60% beziehungsweise 392,3 Mrd EUR sehr groß. Die Pensionskassen spielen in den Niederlanden mit 14% und 369,2 Mrd EUR eine vergleichsweise große Rolle, während sie in anderen Ländern eher geringe Volumen aufweisen. Der traditionell hohe Anteil der Verbriefergesellschaften in den Niederlanden ist seit der Finanzkrise sukzessive

Grafik 2

Kreditintermediation Nichtbanken-Finanzsektor



Quelle: OeNB, EZB.

gesunken und wurde durch offene Investmentfonds ersetzt. Die niederländische Zentralbank geht davon aus, dass der Großteil der sonstigen Finanzinstitute nicht der engen Definition des FSB entspricht und daher nicht dem Schattenbankensektor zuzurechnen ist.⁸ Nur in Deutschland und Österreich haben die Investmentfonds den größten Anteil innerhalb des Nichtbanken-Finanzsektors, auch wenn das Gesamtvolumen in Österreich mit 169,4 Mrd EUR im Vergleich zu anderen Ländern deutlich geringer ausfällt. In allen untersuchten Ländern, ausgenommen die Niederlande, sind Versicherungen bedeutender als Pensionskassen. Insbesondere in Frankreich ist der Anteil der Versicherungen mit 70% an der Kreditintermediation des Nichtbanken-Finanzsektors und 1.621,7 Mrd EUR dominierend. Dies beruht auf dem Umstand, dass in Frankreich die freiwillige Säule der Altersvorsorge in Versicherungsgesellschaften angesiedelt ist.

Kreditintermediation des Nichtbanken-Finanzsektors

Die vorhandenen GFR-Daten gliedern monetäre Finanzinstitute nicht in die entsprechenden Unterkategorien (Notenbank, sonstige monetäre Finanzinstitute bzw. Geldmarktfonds) auf. Für die weitere Untersuchung ist es notwendig die Zentralbanken auszuschließen, da diese aufgrund der diversen Wertpapierankaufprogramme ein beträchtliches Volumen an verzinslichen Wertpapieren halten. Der GFR-Sektor für monetäre Finanzinstitute wird daher auf der Gläubigerseite durch Daten aus der Monetärstatistik ersetzt.

Eine zweite Datenbereinigung erfolgte mithilfe von Daten aus der Investmentfondsstatistik. Folgt man der Definition

des FSB, sind sowohl geschlossene Fonds als auch Aktienfonds nicht dem Schattenbankensektor zuzuordnen. Aktienfonds sind nicht direkt in die Kreditintermediation verwickelt, da sie kaum in verzinsliche Wertpapiere investieren. Geschlossene Fonds aller Art weisen nicht die typischen Risikomerkmale der Schattenbanken auf, da Investoren ihre Fondsanteile nicht unverzüglich verkaufen können und somit die Gefahr eines Fonds-Runs eingedämmt ist. Investmentfondsdaten auf der Gläubigerseite wurden daher durch Daten aus der gesondert erhobenen Investmentfondsstatistik zu offenen Fonds, bereinigt um Aktienfonds, ersetzt.

Auf der Schuldnerseite wurden die Daten für beide Finanzierungsinstrumente um alle monetären Finanzinstitute bereinigt. Somit werden Bankeinlagen und gehaltene Bankanleihen hier nicht untersucht.

Die Daten beinhalten die inländischen Nichtbanken-Finanzintermediäre auf der Gläubigerseite sowie alle Sektoren (mit Ausnahme der monetären Finanzinstitute) aus dem Inland und dem restlichen Euroraum auf der Schuldnerseite zum Ultimo 2016. Für Schuldnerländer außerhalb des Euroraums ist mangels Datenverfügbarkeit keine sektorale Gliederung möglich, weswegen in der nachfolgenden Analyse nicht näher auf sie eingegangen wird. Ebenso wenig sind Daten über die Aufgliederung der sonstigen Finanzinstitute verfügbar.

Für drei ausgewählte Länder (Deutschland, die Niederlande und Österreich) wird ein Chord-Diagramm dargestellt, um einen ersten Eindruck über die Verflechtungen der finanziellen Sektoren mit den Schuldnern des Euro-raums zu gewinnen. Deutschland wurde aufgrund seines wirtschaftlichen

⁸ Siehe Van der Veer et al. (2015).

Nahverhältnisses zu Österreich, die Niederlande aufgrund der zu Österreich stark unterschiedlichen Struktur des Schattenbankensektors ausgewählt.

Österreich

Grafik 3 zeigt die Verflechtungen zwischen den finanziellen Sektoren Österreichs mit den ESVG-Sektoren im Euroraum. Das Volumen der Forderungen und Verbindlichkeiten der ESVG-Sektoren findet sich am äußeren Rand der Grafik; die Aktivseite der ESVG-Sektoren wird mit den Finanzbeziehungen in der Farbe des jeweiligen Sektors dargestellt.

Die Bedeutung des österreichischen Bankensektors ist durch die Größe der ausgehenden Flüsse bzw. Forderungen ersichtlich. Die beiden Hauptschuldner des Bankensektors stellen die Unternehmen und privaten Haushalte des Euroraums dar. Ebenso zeigt sich die untergeordnete Rolle des österreichischen Nichtbanken-Finanzsektors im Vergleich zum österreichischen Bankensektor. Dennoch stellen österreichische Invest-

mentfonds und Versicherungen eine relativ bedeutende Finanzierungsquelle für den Sektor Staat im Euroraum dar.

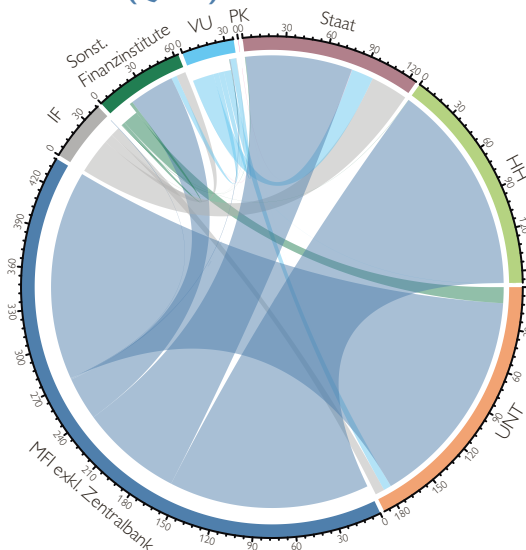
Das Intermediationsvolumen des Nichtbanken-Finanzsektors (88,6 Mrd EUR) ist in Relation zu jenem der Banken (438,4 Mrd EUR) in Österreich relativ gering. Der Sektor sonstige Finanzinstitute weist lediglich ein Gesamtvolumen von 15,2 Mrd EUR auf, wobei der Großteil der Forderungen (13,7 Mrd EUR) Kredite sind. Mit 12 Mrd EUR entfällt der größte Anteil auf die nichtfinanziellen Unternehmen, davon 5,8 Mrd EUR auf inländische Unternehmen. Die zweitgrößte Position umfasst die Intermediation gegenüber dem Sektor sonstige Finanzinstitute mit einem Volumen von 2,4 Mrd EUR (davon 1,4 Mrd EUR im Inland).

Offene Investmentfonds sind der wichtigste Teilsektor der Nichtbanken-Finanzinstitute mit einem Gesamtintermediationsvolumen von 42,4 Mrd EUR. Im Gegensatz zu den sonstigen Finanzinstitutionen handelt es sich hier ausschließlich um Schuldverschreibungen.

Grafik 3

Verflechtungen Österreich (Q4 16)

in Mrd EUR



Quelle: OeNB, EZB.

Anmerkungen: UNT=nichtfinanzielle Unternehmen; HH=private Haushalte inkl. private Organisationen; IF=offene Investmentfonds; VU=Versicherungsunternehmen; PK=Pensionskassen; Staat=Sektor Staat; MFI exkl. Zentralbank=monetäre Finanzinstitute ohne Zentralbank; Sonst. Finanzinstitute=Sektor sonstige monetäre Finanzinstitute.

Ein Großteil der Forderungen besteht gegenüber dem Staatssektor. Das Volumen ist im Inland mit 6,5 Mrd EUR deutlich geringer als mit 21,4 Mrd EUR im restlichen Euroraum. Weitere große Forderungspositionen von Investmentfonds sind Schuldverschreibungen von sonstigen Finanzinstituten (7,1 Mrd EUR) und nichtfinanziellen Unternehmen (7 Mrd EUR), wobei ausländische Schuldner wiederum den wesentlichen Anteil einnehmen.

Österreichische Versicherungen sind – gemessen am Intermediationsvolumen – neben den offenen Investmentfonds die zweitgrößten Akteure des Nichtbanken-Finanzsektors. Anders als bei Investmentfonds und sonstigen Finanzinstituten teilen sich die Forderungen der Versicherungen je nach Schuldnersektor und Schuldnerland sowohl in verzinsliche Wertpapiere als auch Kredite auf. Während Kredite bevorzugt im Inland vergeben werden, stammt ein Großteil der verzinslichen Wertpapiere von ausländischen Schuldnern im restlichen Euroraum. Der

Großteil der Kredite im Inland wird an Versicherungen mit 2,3 Mrd EUR vergeben; der Großteil der gehaltenen verzinslichen Wertpapiere wurde vom Sektor Staat emittiert. Davon sind 5 Mrd EUR dem Inland und 10,6 Mrd EUR dem restlichen Euroraum zuzurechnen.

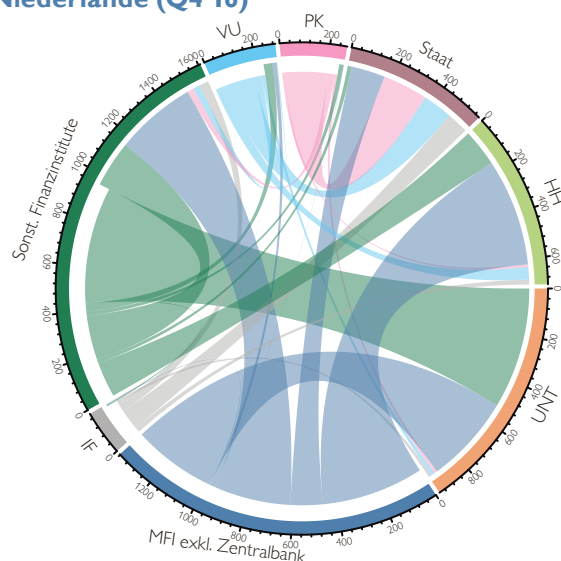
Die Niederlande

Grafik 4 zeigt die relativ große Bedeutung der sonstigen Finanzinstitute in den Niederlanden im Vergleich zu Österreich. Basierend auf unbereinigten Daten aus der GFR belief sich das aktivseitige Volumen der sonstigen Finanzinstitute auf 1.629 Mrd EUR (2016) im In- und Ausland. Werden monetäre Finanzinstitute als Schuldner exkludiert, so repräsentieren die sonstigen Finanzinstitute ein inländisches Intermediationsvolumen in der Höhe von 294 Mrd EUR (davon 275,6 Mrd EUR in Krediten) und von 666,4 Mrd EUR (davon 652 Mrd EUR in Krediten) gegenüber den anderen Ländern des Euroraums. Größter Schuldner des Sektors im

Grafik 4

Verflechtungen Niederlande (Q4 16)

in Mrd EUR



Quelle: EZB.

Anmerkungen: UNT=nichtfinanzielle Unternehmen; HH=private Haushalte inkl. private Organisationen; IF=offene Investmentfonds; VU=Versicherungsunternehmen; PK=Pensionskassen; Staat=Sektor Staat; MFI exkl. Zentralbank=monetäre Finanzinstitute ohne Zentralbank; Sonst. Finanzinstitute=Sektor sonstige monetäre Finanzinstitute.

Euroraum sind die nichtfinanziellen Unternehmen mit 455,2 Mrd EUR (451,7 Mrd EUR in Krediten). Dies entspricht rund 25% des Intermediationsvolumens des Bankensektors (1.155,8 Mrd EUR) im Inland und übersteigt jenes der Banken (206,7 Mrd EUR) im Euroraum um mehr als das Doppelte. Ferner weisen die niederländischen sonstigen Finanzinstitute ein hohes Intermediationsvolumen gegenüber den sonstigen Finanzinstituten der anderen Länder des Euroraums auf. Dies ist überwiegend auf direkte Kreditvergaben zurückzuführen, während Wertpapiere nur eine untergeordnete Rolle spielen. Die niederländischen sonstigen Finanzinstitute vergaben 163 Mrd EUR an direkten Krediten an die sonstigen Finanzinstitute der anderen Länder des Euroraums, während dieser Wert für die niederländischen Banken lediglich 51 Mrd EUR betrug. Der niederländische Bankensektor zeichnet sich durch die starke Verflechtung mit den inländischen sonstigen Finanzinstituten

mit einem Forderungsvolumen von 288,2 Mrd EUR (davon 148,4 Mrd EUR in verzinslichen Wertpapieren) aus.

Pensionskassen (54,4 Mrd EUR) und Versicherungen (41 Mrd EUR) investieren stärker als der Bankensektor (41,2 Mrd EUR) in inländische Staatsanleihen. Aufgrund von gehaltenen Staatsanleihen haben – neben Pensionskassen (139,1 Mrd EUR) und Versicherungen (87,4 Mrd EUR) – auch Investmentfonds (84,7 Mrd EUR) starke Verflechtungen mit den anderen Ländern des Euroraums. Diese sind stärker ausgeprägt als jene des Bankensektors (48,2 Mrd EUR).

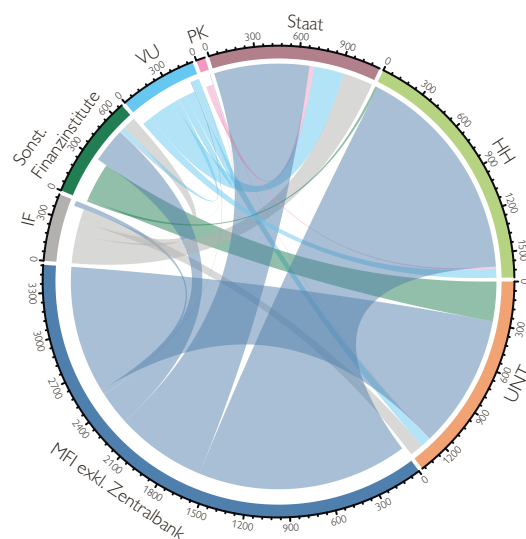
Deutschland

Grafik 5 zeigt die große Bedeutung des Bankensektors in Deutschland – ähnlich zur österreichischen Struktur. Das größte Volumen an Wertpapieren und Krediten in Deutschland halten nach dem Bankensektor (3.484,5 Mrd EUR) Versicherungen (448,5 Mrd EUR), gefolgt von Investmentfonds (407,2 Mrd EUR) und

Grafik 5

Verflechtungen Deutschland (Q4 16)

in Mrd EUR



Quelle: EZB.

Anmerkungen: UNT=nichtfinanzielle Unternehmen; HH=private Haushalte inkl. private Organisationen; IF=offene Investmentfonds; VU=Versicherungsunternehmen; PK=Pensionskassen; Staat=Sektor Staat; MFI exkl. Zentralbank=monetäre Finanzinstitute ohne Zentralbank; Sonst. Finanzinstitute=Sektor sonstige monetäre Finanzinstitute.

sonstigen Finanzinstitutionen (301,5 Mrd EUR). Insgesamt sind die Verflechtungen aller Sektoren im Inland (3.646,6 Mrd EUR) wesentlich größer als jene mit den anderen Ländern des Euroraums (1.048,3 Mrd EUR). Während bei Banken Kredite einen Großteil des Volumens ausmachen (3.012,2 Mrd EUR von 3.484,5 Mrd EUR), sind für den Nichtbanken-Finanzsektor Wertpapiere wichtiger.

Größter Gläubiger des Nichtbanken-Finanzsektors mit inländischen Schuldnern sind die Versicherungen, die insbesondere mit privaten Haushalten (66,1 Mrd EUR in Krediten), dem Staat (131,3 Mrd EUR, davon 82,3 Mrd EUR in Form von Krediten) und Versicherungen (53,3 Mrd EUR, davon 49,1 Mrd EUR in Krediten) stark verflochten sind. Die sonstigen Finanzinstitute weisen nur ein Gesamtvolumen von 91 Mrd EUR gegenüber inländischen Schuldnern auf. Der Bankensektor dominiert als Finanzintermediär im Inland mit Verflechtungen gegenüber nichtfinanziellen Unternehmen (827,8 Mrd EUR, davon 815,6 Mrd EUR in Krediten), Staat (538,7 Mrd EUR, davon 312,2 Mrd EUR in Krediten) sowie privaten Haushalten (1.565,8 Mrd EUR in Krediten).

Mit den anderen Ländern des Euroraums sind die Investmentfonds über ihre Wertpapierhaltung besonders stark mit nichtfinanziellen Unternehmen (69,8 Mrd EUR), Staat (143,6 Mrd EUR) sowie sonstigen Finanzinstituten (84,4 Mrd EUR) verflochten. Versicherungen halten Wertpapiere des Sektors Staat der anderen Euroraum-Länder in Höhe von 76,4 Mrd EUR. Die sonstigen Finanzinstitute in Deutschland haben in den anderen Ländern des Euroraums Kredite in Höhe von 209,5 Mrd EUR vergeben, womit das Volumen jenes des Bankensektors übertrifft (121 Mrd EUR). Mit einem Intermediations-

volumen an Krediten und verzinslichen Wertpapieren in der Höhe von lediglich 373,9 Mrd EUR an die anderen Ländern des Euroraums ist der deutsche Bankensektor somit relativ schwach mit dem Ausland verflochten.

Aktivitätsbezogene Perspektive auf den österreichischen Nichtbanken-Finanzsektor

Basierend auf der erweiterten Definition des FSB kann ein Überblick über das potenzielle Ausmaß des Schattenbankensektors im Euroraum gegeben werden. Dieser berücksichtigt jedoch die Heterogenität der Geschäftsaktivitäten der Akteure eines ESVG-Sektors nicht hinreichend und umfasst somit Einheiten, welche nicht die charakteristischen Kriterien von Schattenbanken aufweisen. Schattenbanken im engeren Sinne werden vom FSB im Hinblick auf das potenzielle Risiko der Geschäftsaktivitäten (z. B. Liquiditätsrisiko, Laufzeitentransformation und unvollständige Kreditrisikotransformation) definiert, sodass eine direkte Ableitung aus den ESVG-Sektoren nicht erfolgen kann. Eine eindeutige Identifikation der Schattenbanken würde eine Beschreibung der Geschäftsaktivitäten aller institutionellen Einheiten erfordern. Näherungsweise können ESVG-Einheiten identifiziert werden, deren Geschäftsaktivität eine der in Tabelle 1 angeführten fünf ökonomischen Funktionen von Schattenbanken erfüllt.

Die fünf ökonomischen Funktionen von Schattenbanken werden mit unterschiedlichen Risikotypen (Liquiditätsrisiko, Laufzeitenrisiko, unvollständige Kreditrisikotransformation, exzessiver Leverage) assoziiert. Das Liquiditätsrisiko bezieht sich auf die Möglichkeit, im Falle eines kurzfristigen Liquiditätsengpasses, durch Vermögensliquidation oder alternative Finanzierungsquellen, den operativen Betrieb zu erhalten. Dieses Risiko ist besonders relevant für

die Akteure im Schattenbankensektor, da sie keinen Zugang zu Zentralbankgeld haben. Unter Laufzeitenrisiko sind unterschiedliche Fristigkeiten von Finanzierung und Investition zu verstehen, beispielsweise die kurzfristige Finanzierung einer langfristigen Investition. Offene Investmentfonds sind besonders anfällig für die obigen beiden Risikotypen, da sie im Falle eines Runs gezwungen wären, ihre langfristig angelegten Assets unter großen Preisabschlägen zu veräußern, wodurch wiederum ein Abwärtstrend der Wert-

der vom FSB vorgeschlagenen typischen ESVG-Einheiten, die jeweils einer der fünf Kategorien zugeordnet sind. Für die Analyse wurde das vierte Quartal 2016 als Referenzzeitpunkt gewählt.⁹

Der österreichische Schattenbankensektor wird von Akteuren, die sich dem Management kollektiver Anlageinstrumente widmen (EF 1) dominiert; in den Kategorien EF 3 (Broker-Dealers) und EF 5 (finanzielle Mantelkapitalgesellschaften) sind derzeit keine Akteure tätig. Die erste Kategorie (EF 1) besteht typischerweise aus offenen Renten-,

Tabelle 1

Klassifizierung von Schattenbanken nach ökonomischen Funktionen gemäß FSB

Ökonomische Funktion („economic function“)	Definition	Typische Einheiten	Risiken	Kreditintermediation in Österreich (in Mrd EUR, Q4 16)
EF 1	Management kollektiver Anlageinstrumente mit der Gefahr eines plötzlichen Kapitalabzugs der Investoren	Offene Investmentfonds (Rentenfonds, Mischfonds, Hedgefonds, Immobilienfonds)	Liquiditätsrisiko, Laufzeitenrisiko	69,7
EF 2	Kreditgeschäfte mit kurzfristiger Refinanzierung	Finanzierungsgesellschaften, Finanzleasing, Factoringgesellschaften, Konsumkreditgesellschaften	Laufzeitenrisiko	10,9
EF 3	Intermediation basierend auf kurzfristiger Refinanzierung oder Refinanzierung durch besicherte Wertpapiere	Broker-dealers	Liquiditätsrisiko	0
EF 4	Unterstützung der Kreditvergabe	Kreditversicherungsgesellschaften, Garantiegesellschaften, Anleiheversicherer	Unvollständige Kreditrisikotransformation, exzessiver Leverage	0,05
EF 5	Verbriefungsbasierte Kreditintermediation	Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften	Exzessiver Leverage, Laufzeitentransformation, unvollständige Kreditrisikotransformation	0

Quelle: OeNB, EZB.

papierpreise angestoßen werden könnte.

In Anlehnung an die FSB-Klassifizierung wird im nachfolgenden Abschnitt die Kreditintermediation des österreichischen Schattenbankensektors untersucht. Die Einteilung erfolgte gemäß

Misch-, Hedge- sowie Immobilienfonds. Die Kreditintermediation dieser Kategorie beläuft sich auf 69,7 Mrd EUR bzw. 86 % der gesamten Schattenbanken-Kreditintermediation im Jahr 2016. Die Kreditintermediation

⁹ Aufgrund der Datenverfügbarkeit wurde für die ökonomische Funktion 4 (EF 4) die Referenzperiode Q4 2015 ausgewählt.

der Investmentfonds (EF 1) erfolgt im Wesentlichen mittels Schuldverschreibungen; an direkten Krediten wurden nur 0,2 Mrd EUR vergeben. Der größte Anteil der Kreditintermediation der offenen Investmentfonds wird von offenen Rentenfonds mit einem Gesamtvolumen von 51,7 Mrd EUR abgewickelt, gefolgt von den Mischfonds. Immobilien- und Hedgefonds tragen nur wenig bei.

Grafik 6 zeigt, in welche verzinslichen Wertpapiere des Euroraums die offenen Rentenfonds investiert haben: Während im Jahr 2008 noch 59 % aller verzinslichen Wertpapiere in Staatsanleihen von Euroraum-Ländern gehalten wurden, sank dieser Anteil auf 39 % im letzten Quartal 2016. Gleichzeitig stieg der Anteil an Unternehmensschuldverschreibungen in diesem Zeitraum von 5 % auf 10 %. Des Weiteren zeigen die Daten eine Umschichtung von verzinslichen Wertpapieren aus dem Euroraum hin zu Wertpapieren, die außerhalb des Euroraums emittiert wurden. Deren Anteil stieg von 29 % auf 41 %.

Die typischen Finanzierungseinheiten der zweiten Schattenbanken-kategorie gemäß FSB-Definition wiesen ein Kreditvolumen von etwa 10 Mrd EUR aus, wovon die Finanzleasinggesellschaften mit etwa 8,6 Mrd EUR den wesentlichen Anteil einnehmen. Die Kreditvergaben der Finanzleasinggesellschaften an Unternehmen mit einem Volumen von 5,3 Mrd EUR stellen eine alternative Finanzierungsquelle zu traditionellen Bankkrediten dar.

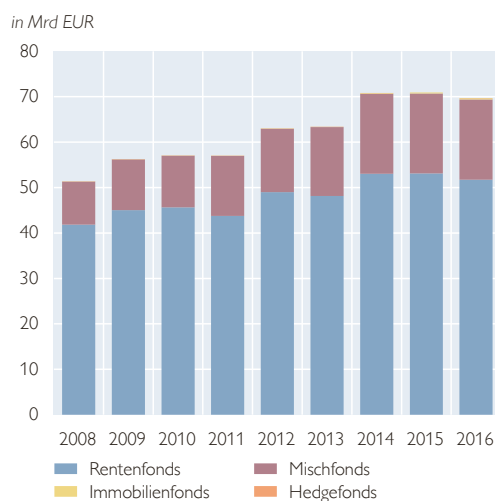
Gesellschaften, die Kreditgarantie- und Versicherungstätigkeiten ausüben, werden der vierten Kategorie zugeordnet und weisen ein geringes Intermediationsvolumen auf. In Österreich werden diese häufig vom Staat zur Förderung lokaler Wirtschaftsinteressen gegründet. Neben ihrer Funktion als Garantiegeber bieten sie den Unternehmen Finanzierungsmöglichkeiten im Austausch gegen eine stille Beteiligung an.¹⁰

Finanzielle Mantelkapitalgesellschaften werden zur Durchführung von Verbriefungen gegründet. Verbriefungen

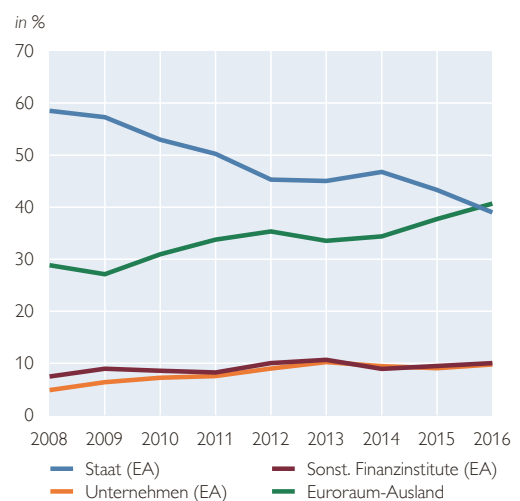
Grafik 6

Österreichischer Schattenbankensektor: Management kollektiver Anlageinstrumente (EF 1)

Kreditintermediation durch Investmentfonds



Gehaltene Schuldverschreibungen der offenen Rentenfonds



¹⁰ Siehe <http://www.noebeg.at/Produkte-NOe-Beteiligungsmodell-Wachstumsfinanzierung>.

Tabelle 2

gelten als ein typisches Instrument der Schattenbanken der Kategorie fünf. Dabei wird oft zwischen einer traditionellen und synthetischen Verbriefung unterschieden. Während bei einer traditionellen Verbriefung das Eigentum inklusive Risiko übertragen wird, wird bei der synthetischen Verbriefung nur das Kreditrisiko mittels einem Derivat oder ähnlichem transferiert. In Österreich gibt es derzeit keine finanzielle Mantelkapitalgesellschaften; der Großteil der 3.721 Mantelkapitalgesellschaften des Euroraums sind in Luxemburg (1.023) und Irland (810) ansässig¹¹.

Anzahl und Art finanzieller Mantelkapitalgesellschaften (Q4 16)

	Traditionell ¹	Synthetisch ²	Sonstige ³	Nicht zuordenbar	Gesamt
Österreich	0	0	0	0	0
Deutschland	42	11	0	0	53
Belgien	14	0	2	0	16
Frankreich	312	4	18	1	335
Italien	457	1	35	93	586
Niederlande	432	11	5	2	450
Spanien	322	0	0	0	322

Quelle: OeNB, EZB.

¹ Eigentumsübertragung inklusive Risiko

² Kreditrisikoübertragung mittels Derivaten

³ Versicherungsverbriefung und sonstige

Literaturverzeichnis

- Eurostat. European system of accounts.** <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925693/KS-02-13-269-EN.PDF/44cd9d01-bc64-40e5-bd40-d17df0c69334>.
- IMF. 2017.** Second Phase of the G-20 Data Gaps Initiative (DGI-2). First Progress Report. <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/090216.pdf>.
- OECD. 2016.** How to capture relevant developments in the financial world within the systems of National Accounts. [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=COM/STD/DAF\(2016\)5&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=COM/STD/DAF(2016)5&docLanguage=En).
- Van der Veer, K., E. Klaaljsen und R. Roerink. 2015.** Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system. Occasional Studies 13/7. https://www.dnb.nl/en/binaries/Shedding%20a%20clearer%20light%20on%20financial%20stability%20risks%20in%20the%20shadow%20banking%20system_tcm47-335296.pdf.

¹¹ https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/money/fvc/FVC_Overview.pdf?a5862b4d096ace691c2fa86170d790cb