

Indirekte Finanzveranlagungen der Haushalte in Österreich

Strukturanalyse anhand eines „Look-through-Ansatzes“ auf Basis von Einzelwertpapierdaten

Österreichs Haushalte besaßen Ende 2017 Investmentzertifikate, Ansprüche gegenüber Versicherungen und kapitalgedeckte Abfertigungs- und Pensionsansprüche in Höhe von rund 198 Mrd EUR, was rund 30% ihres gesamten Finanzvermögens entsprach. Während das direkte Kapitalmarktinvestment in Form von verzinslichen Wertpapieren bzw. börsennotierten Aktien (2017: 60 Mrd EUR) vom einzelnen Haushalt selbst gesteuert wird, obliegt die indirekte Veranlagung den institutionellen Investoren im In- und Ausland und ist damit für den einzelnen Haushalt nur mehr bedingt nachvollziehbar. Die Studie zeigt die Berechnungsschritte und die Ergebnisse der durchgerechneten Veranlagungen mithilfe des sogenannten Look-through-Ansatzes auf Basis von Einzelwertpapierdaten. Dabei wurde offenkundig, dass Haushalte im Rahmen des indirekten Investments das 3,4-Fache der direkt gehaltenen verzinslichen Wertpapiere im Besitz haben und sich der Aktienbesitz um das 1,6-Fache erhöhte. Damit verschiebt sich auch der Home-Bias im Finanzvermögen deutlich in Richtung Auslandsengagement. Diese hohen indirekten Anteile lassen sich anhand von Daten aus der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für den Durchschnitt der letzten zehn Jahre nachzeichnen.

Michael Andreasch,
Nina Eder, Matthias
Fuchs, Benjamin
Haschka, Thomas
Pöchel, Bianca Ullly,
Matthias Wicho,
Stefan Wiesinger und
Jun Zhan¹

Ausgehend von der Frage, inwieweit Haushalte selbst entscheiden, welche Finanzprodukte sie in ihrem Finanzvermögen haben und damit bestimmte Risiko-, Liquiditäts- und Ertragsüberlegungen anstellen, gibt es in der Literatur einige Ansätze, auf unterschiedlichem Aggregationsniveau unmittelbar veranlagtes Finanzvermögen (Einlagen, Anleihen, Aktien) mit indirekt veranlagtem Finanzvermögen (Investmentzertifikate, Vorsorgeprodukte wie z. B. Lebensversicherungen) mittels einer „Look-through-Betrachtung zu vergleichen und zu bewerten.“²

Aufbauend auf der Finanzmarktstabilitätsanalyse³ geht die vorliegende Analyse anhand der entwickelten Indikatoren zur Risikoexponierung der Frage für Österreich nach und vergleicht das direkte Engagement von privaten Haushalten in verzinslichen Wertpapieren und Aktien mit der Veranlagung, die indirekt aus Investmentzertifikaten, Ansprüchen gegenüber Versicherungen bzw. aus kapitalgedeckten Abfertigungs- und Pensionsansprüchen resultiert. Dabei wird – im Gegensatz zu bisherigen internationalen Untersuchungen – die Detailanalyse anhand des rezenten Datenbestands zu Einzelwertpapieren und auch zu einzelnen Investmentzertifikaten aus der Wertpapierdepot-Statistik, der Investmentfondsstatistik, der Versicherungsstatistik auf Basis von Solvency II sowie der Pensionskassenstatistik für den Ultimo 2017 vorgenommen.

Mit einer Analyse der Struktur des Finanzvermögens der Haushalte in Kapitel 1 wird die Bedeutung des indirekten Investments dokumentiert; am aktuellen Rand (Ultimo 2017) werden die Veranlagungen über die verschiedenen indirekten

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung Statistik – Außenwirtschaft, Finanzierungsrechnung und Monetärstatistiken, michael.andreasch@oenb.at, Nina.Eder@oenb.at, Matthias.Fuchs@oenb.at, Benjamin.Haschka@oenb.at, Thomas.Poechel@oenb.at, Bianca.Ullly@oenb.at, Matthias.Wicho@oenb.at, Stefan.Wiesinger@oenb.at, Junchao.Zhan@oenb.at.

² Siehe Oheix und Sejourne (2001), Boutillier et al. (2007) sowie darauf aufbauend Pavot (2017).

³ Siehe Beer und Waschiczek (2007).

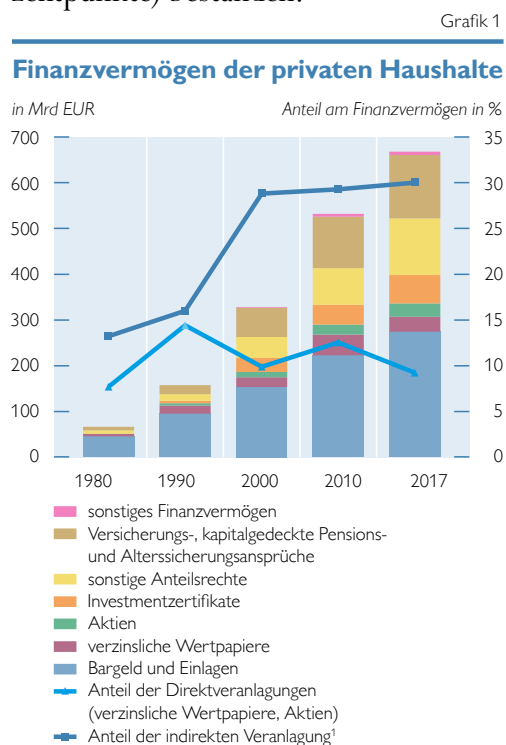
Investitionskanäle aufgezeigt. In Kapitel 2 werden die Veranlagungsstrategien der inländischen institutionellen Anleger mithilfe eines auf Einzelwertpapieren basierenden Look-through-Ansatzes untersucht, während in Kapitel 3 die direkten Kapitalmarktaktivitäten jenen aus dem indirekten Investment gegenübergestellt werden. Kapitel 4 enthält eine Zusammenfassung der Ergebnisse.

1 Struktur des Finanzvermögens der Haushalte

1.1 Finanzvermögen der Haushalte zwischen 1980 und 2017

Das Finanzvermögen der privaten Haushalte stieg zwischen 1980 und 2017 von 67 Mrd EUR auf 668 Mrd EUR⁴.

Bestand im Jahr 1980 das Geldvermögen in Höhe von 67 Mrd EUR zu fast 70% aus Einlagen und nur zu 8% aus Anleihen und Aktien sowie zu 13% aus indirekter Veranlagung, so verschoben sich die Anteile bis 2017 doch deutlich: Am aktuellen Rand setzte sich das Finanzvermögen zu 42% aus Bargeld und Einlagen, zu 9% aus direkt am Kapitalmarkt investierten Aktien und verzinslichen Wertpapieren, zu 17% aus sonstigen Anteilsrechten (besonders GmbH-Anteile) und zu rund 30% aus indirekten Veranlagungen zusammen, die aus Investmentzertifikaten (9 Prozentpunkte) bzw. Versicherungs-, kapitalgedeckten Pensions- sowie Alterssicherungsansprüchen aus der Abfertigung NEU (insgesamt 21 Prozentpunkte) bestanden.



In einem Langzeitvergleich muss berücksichtigt werden, dass die Datenbasis im Bereich der indirekten Veranlagungen vor 1995 von jener nach 1995 abweicht. Erst ab dem Berichtsjahr 1995 stehen Daten für kapitalgedeckte Pensionsansprüche der Haushalte gegenüber Unternehmen, Versicherungen und Banken zur Verfügung. Diese machten 1995 rund 15 Mrd EUR aus. Berücksichtigt man diese Niveauverschiebung auch für die Periode 1980 bis 1994, so erhöht sich der Anteil der indirekten Veranlagung für 1980 um 1 Prozentpunkt, für 1990 um 5 Prozentpunkte. Gleichzeitig sinkt dadurch der Anteil der direkten Veranlagungen für die Beobachtungsperiode 1980 bis 1994 um durchschnittlich 1 Prozentpunkt.

Grafik 1 macht aber auch deutlich, dass die Bedeutung der privaten Vorsorge, die in Form von Lebensversicherungen, kapitalgedeckten Pensions- und

⁴ Der Wert bezieht sich auf Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Davon entfielen Ende 2017 rund 655 Mrd EUR auf das Finanzvermögen der Haushalte im engeren Sinn (Konsumentenhaushalte und selbstständig Erwerbstätige). Die Detailanalysen beziehen sich auf Haushalte im engeren Sinn.

Alterssicherungsansprüchen abgedeckt wird, in den letzten 20 Jahren relativ konstant zur Gesamtentwicklung des gesamten Finanzvermögens mitwuchs. Innerhalb der Vorsorge gab es aber Verschiebungen von direkten Abfertigungs- und Pensionsvorsorgen der Arbeitgeber zu Pensionskassen und betrieblichen Vorsorgekassen. Dies gilt auch für die Anteile des direkt am Kapitalmarkt investierten Finanzvermögens in Form von verzinslichen Wertpapieren und Aktien.

Die Bedeutung der direkten Veranlagung in verzinslichen Wertpapieren und Aktien bzw. der indirekten Veranlagung im Zeitverlauf lässt sich auch in den transaktionsbedingten Zuwächsen des Finanzvermögens ablesen. Die Veranlagungen in der zweiten Hälfte der

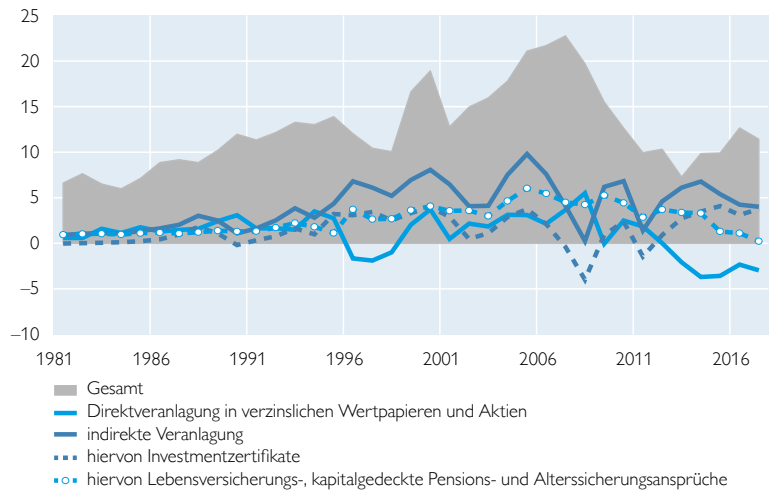
1990er-Jahre zeigten beim Erwerb von Kapitalmarktpapieren und Investmentzertifikaten erstmals eine deutlich gegenläufige Entwicklung. Die umfangreichen Verkäufe in den Jahren 1997 und 1998 betrafen neben Unternehmens- und Staatsanleihen vor allem Bankanleihen. Hatten 1995 Haushalte noch 28 % aller ausstehenden Bankanleihen in ihrem Portefeuille, so sank dieser Anteil zur Jahrtausendwende auf rund 12 % und verharrt bis 2018 auf diesem Niveau. Die Bankanleihen machten damit 4 % des gesamten Finanzvermögens aus. Gleichzeitig wurden deutlich mehr Prämien für Lebensversicherungen eingezahlt. Die gleiche gegenläufige Entwicklung zeichnet sich seit 2012 ab, da Haushalte im Besitz von Bankanleihen die ab 2012 getilgten Papiere nicht durch andere verzinsliche Wertpapiere, sondern durch Investmentzertifikate ersetzen. Der Anteil der Bankanleihen am Finanzvermögen sank auf 2,4 %. Dass dieser Rückgang nicht linear erfolgte, zeigt die Entwicklung der Jahre 2007, 2008 und 2011. Als unmittelbare Folge von Kapitalmarktunsicherheiten im Umfeld der Finanzkrise sowie vor der Änderung der KEST-Besteuerung im Jahr 2012 kauften österreichische Haushalte temporär verstärkt Bankanleihen.

Ansprüche aus Lebensversicherungen, kapitalgedeckte Pensionsansprüche und ab 2003 gegenüber betrieblichen Vorsorgekassen entstandene Ansprüche waren bis zur Finanzkrise eine konstante Größe im steigenden Vermögensaufbau. Deutliche Rückgänge waren ab 2015 durch den Nettoüberschuss der Auszahlungen gegenüber den eingezahlten Prämien für Lebensversicherungen zu beobachten.

Über die gesamte Beobachtungsperiode von 1981 bis 2017 bildeten die direkten Veranlagungen rund 9 % und die indirekten Veranlagungen rund 33 % der gesamten Geldvermögensbildung ab. Die Vermögensstruktur wurde damit sehr stark von den Transaktionen und weniger von Bewertungseffekten beeinflusst.

Finanzvermögensbildung der privaten Haushalte

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

1.2 Strukturinformationen aus der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung

Der Matrixaufbau der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) mit der Darstellung des Gläubiger-Schuldner-Verhältnisses („Von-wem-an-wen-Beziehung“) für jedes Finanzierungsinstrument ermöglicht eine Berechnung der direkt gehaltenen Veranlagungen bei inländischen und ausländischen Emittenten je Sektor. Die GFR beinhaltet damit auch Informationen über die Höhe der sogenannten indirekten Veranlagungen und eine Gliederung des gesamten Veranlagungsbestands der inländischen Investmentfonds, Versicherungen, Pensionskassen und betrieblichen Vorsorgekassen. Darüber hinaus enthält sie auch Informationen über Kapitalmarktveranlagungen von Unternehmen, die kapitalgedeckte Pensionsansprüche in der Bilanz ausweisen. Eine direkte Zuordnung der Ansprüche der Haushalte zu den Veranlagungsbeständen lässt sich allerdings nicht ablesen. Es ist aber eine aliquote Anteilsberechnung möglich, da insbesondere die Versicherungen den größten Teil für Lebensversicherungen von Haushalten bzw. die Pensionskassen und betrieblichen Vorsorgekassen den gesamten Deckungsstock für Ansprüche der Haushalte veranlagten. Darüber hinaus halten Haushalte, Versicherungen und Pensionskassen über direkte Veranlagungen in Summe rund die Hälfte des veranlagten Volumens inländischer Investmentfonds.

Für die aliquote Anteilsberechnung der indirekten Veranlagungen werden, zusätzlich zu den direkten Forderungen von Haushalten, die indirekten Werte aus

einzelnen Finanzierungsinstrumenten von Investmentfonds, Versicherungen und Pensionskassen aus der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung berechnet.

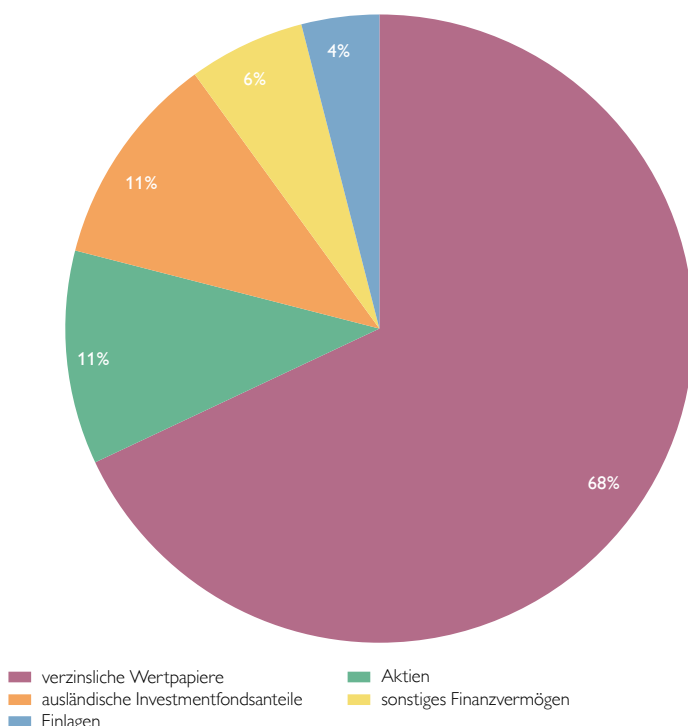
Dazu werden in einem ersten Schritt die Forderungen von Versicherungen und Pensionskassen – exklusive Fondsanteile an inländischen Investmentfonds – anhand des Anteils der Forderungen von Haushalten aus versicherungstechnischen Rückstellungen und Pensionsansprüchen dem Haushaltssektor zugeordnet, aufgeteilt nach Veranlagungs- bzw. Finanzierungsinstrumenten. Die Ansprüche der Haushalte machten zum Ultimo 2017 rund 55 Mrd EUR aus. Grafik 3 veranschaulicht, dass der Löwenanteil (68%) auf verzinsliche Wertpapiere entfiel. Davon machten ausländische Wertpapiere wiederum 48 Prozentpunkte aus.

In Grafik 4 sind die von Haushalten, Versicherungen und Pensionskassen gehaltenen inländischen Investmentzertifikate in Höhe von rund 90 Mrd EUR proportional auf die veranlagten Finan-

Grafik 3

Aufteilung der Ansprüche von Haushalten nach Veranlagungsinstrumenten der Versicherungen und Pensionskassen

in %, Ultimo 2017



Quelle: OeNB.

zierungsinstrumente der inländischen Fonds aufgeteilt dargestellt.

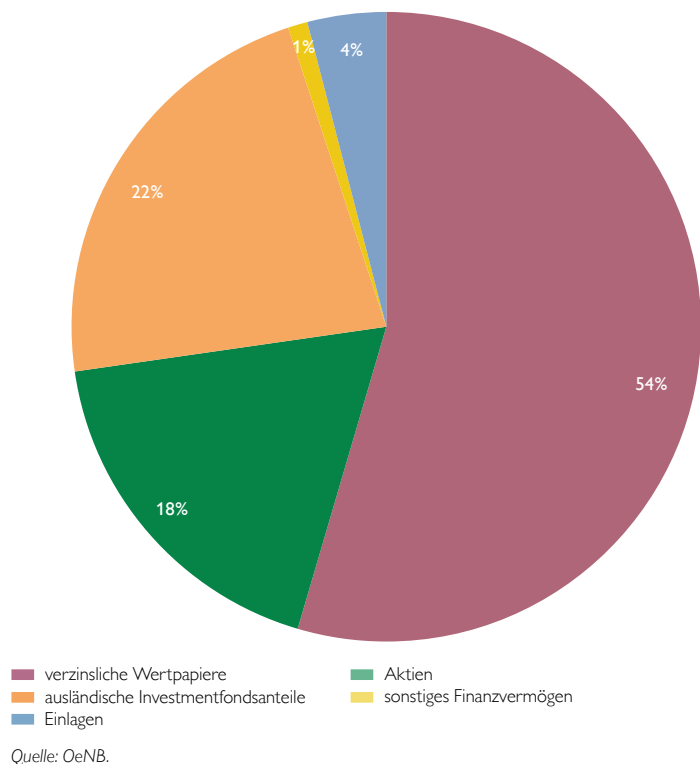
Aus Grafik 4 wird ersichtlich, dass auch inländische Fonds fast die Hälfte ihrer Finanzanlagen (ohne Immobilien und Finanzderivate) in verzinsliche Wertpapiere investieren. Somit können aus der unmittelbaren Randsummenberechnung 145 Mrd EUR von 198 Mrd EUR der indirekten Veranlagung den einzelnen Finanzierungsinstrumenten zugeordnet werden.

Die von Haushalten, Versicherungen und Pensionskassen aliquot für Haushalte direkt gehaltenen ausländischen Investmentzertifikate sowie die von inländischen Fonds gehaltenen „Fonds-in-Fonds-Veranlagungen“ ausländischer Emittenten können mithilfe dieser Randsummenberechnung nicht aufgeteilt werden. Das entsprechende Volumen Ende 2017 betrug rund 43 Mrd EUR und damit rund 6% des gesamten Finanzvermögens. Als Hilfsgröße wurden daher Daten aus der Investmentfondsstatistik sowie Spiegeldaten ausländischer Fonds herangezogen. Daraus ergeben sich indirekt ermittelte Vermögenswerte in Form von verzinslichen Wertpapieren in Höhe von rund 16,3 Mrd EUR und Aktien in Höhe von 26,6 Mrd EUR.⁵

Das Gesamtergebnis aus der aliquoten Berechnung auf Basis der Daten der GFR zeigt, dass durch die Berücksichtigung von indirekten Forderungen der Anteil der von Haushalten gehaltenen verzinslichen Wertpapiere deutlich ansteigt. Während die privaten Anleger im Jahr 2017 direkt verzinsliche Wertpapiere in Höhe von rund 31,5 Mrd EUR hielten, steigt das Volumen unter Berücksichtigung der indirekten Veranlagungen – inklusive des Anteils von über ausländische Fonds investiertem verzinslichen Vermögen – um 102 Mrd EUR auf knapp 133 Mrd EUR. Der Anteil am gesamten Finanzvermögen steigt nach dieser Berechnung von rund 5% auf 21% und wäre damit gleich hoch wie der Anteil der täglich fälligen Einlagen. Ein ähnliches Bild ergibt sich für Aktien. Der indirekte Anteil von 48 Mrd EUR erhöht das Volumen der direkt gehaltenen Aktien um das Ein- einhalbfache auf 76 Mrd EUR (11% des gesamten Finanzvermögens). Die proportionale Verschiebung der Anteile am Gesamtvermögen durch diese aliquote Randsummenberechnung ist in ihrer Dimension in den letzten zehn Jahren im Durchschnitt relativ konstant. In den folgenden Abschnitten wird das Ergebnis dieser ersten aliquoten Berechnung anhand von Einzelwertpapierdaten näher untersucht.

Aufteilung der von Haushalten, Versicherungen und Pensionskassen gehaltenen inländischen Investmentzertifikate nach veranlagten Finanzierungsinstrumenten

in %, Ultimo 2017



⁵ Details siehe Abschnitt 2.1.

2 Veranlagungsstrategien des indirekten Finanzinvestments im Detail

2.1 Veranlagungskanäle des indirekten Finanzinvestments

Die Detailstruktur, insbesondere der Versicherungen für den Lebensversicherungsbereich in Form von fondsgebundenen und nicht fondsgebundenen Kontrakten, der Wertpapierdepot-Statistik sowie der Investmentfondsstatistik nach Einzelwertpapieren bzw. Fondskategorien ermöglicht eine weitere Aufschlüsselung in indirekten Veranlagungen und damit „Look-through-Berechnungen“ anhand von Einzelwertpapieren. Grafik 5 verdeutlicht, über welche Kanäle die indirekten Veranlagungen der Haushalte laufen.

Ausgangspunkt der weiteren Überlegungen ist die Aufgliederung der indirekten Investments in die zwei Hauptbereiche:

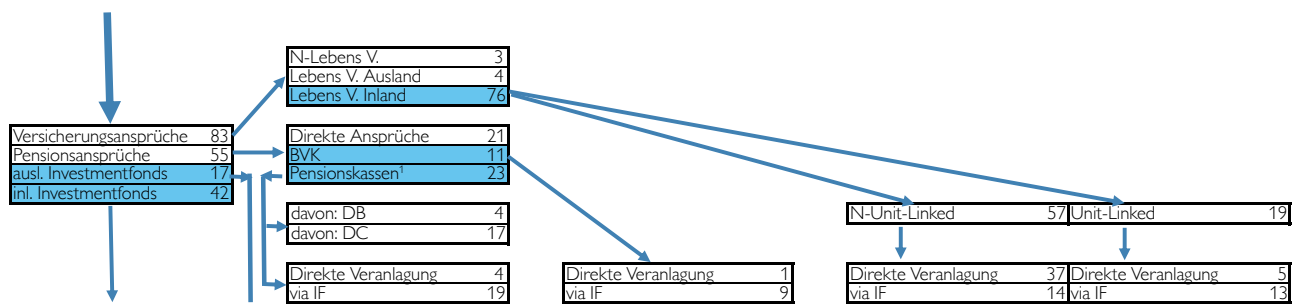
1. Direkte Veranlagung der Haushalte in Investmentfonds:

Der Haushalt bestimmt in Abhängigkeit von Ertrags-, Liquiditäts- und Risikoaspekten den Fondstyp, in den er investiert, während der Fonds die Ausgestaltung der Veranlagung vornimmt. Aus der Einzelwertpapierinformation jedes einzelnen Zertifikats kann man bei inländischen Fonds Details der Veranlagung erkennen. Das gilt auch für Fonds-in-Fonds-Veranlagungen, sofern es sich um inländische Fonds handelt. Das entsprechende Volumen Ende 2017 betrug 42 Mrd EUR. Für die Analyse von direkt von Haushalten gehaltenen ausländischen Fonds (17 Mrd EUR) ist eine andere Betrachtungsweise anzuwenden (Details siehe Abschnitt 2.2).

2. Indirekte Veranlagung über inländische Lebensversicherungen, Ansprüche gegenüber inländischen Pensionskassen und betrieblichen Vorsorgekassen: Der Haushalt bestimmt die Form der Absicherung⁶ bzw. der Arbeitgeber wickelt Abfertigungs-/Pensionsansprüche über die institutionellen Anleger ab. Während für Versicherungen derzeit schon getrennte Daten für fondsgebundene (unit-linked) Versicherungen und klassische, nicht fondsgebundene

Grafik 5

Indirekt vorgenommene Veranlagungen im Geldvermögen der Haushalte in Höhe von 198 Mrd EUR (30%) zum Ultimo 2017



Passive Veranlagungen, die mittels Look-through-Ansatzes in dahinter liegende Finanzierungsinstrumente aufgedgliedert werden können

Quelle: OeNB.

¹ Inklusive Pensionsansprüche aus der betrieblichen Kollektivversicherung der Versicherungen.

Anmerkung: IF = Investmentzertifikate, Lebens V = Lebensversicherungsansprüche, BVK = Betriebliche Vorsorgekassen, DB = leistungsorientierte Ansprüche, DC = beitragsorientierte Ansprüche, N-Unit-Linked = Nicht fonds- bzw. indexgebundene Lebensversicherungsansprüche, Unit-Linked = fonds- bzw. indexgebundene Lebensversicherungsansprüche.

⁶ Dies gilt auch für die Absicherung von endfälligen Fremdwährungskrediten, deren Rückzahlung über einen sogenannten Tilgungsträger erfolgt. Dabei wird vorwiegend in fondsgebundene Lebensversicherungen eingezahlt; mit der Ansparsumme wird am Ende der Kreditlaufzeit der Kredit getilgt.

(non unit-linked) Lebensversicherungen vorliegen, kann derzeit noch nicht zwischen beitragsorientierten (defined contribution, DC) und leistungsorientierten (defined benefit, DB) Pensionskassenansprüchen unterschieden werden. Sie werden daher in der vorliegenden Analyse gemeinsam betrachtet. Die institutionellen Anleger investieren den Deckungsstock für die Ansprüche der Haushalte entweder direkt in Form von Einlagen, Kapitalmarktpapieren, Realvermögen oder indirekt über Investmentfonds. Sofern es sich um Zertifikate inländischer Fonds handelt, kann, wie in Punkt 1 „Direkte Veranlagung der Haushalte in Investmentfonds“ beschrieben, vorgegangen werden. Das über diese Kanäle ermittelte indirekte Finanzinvestment erreichte zum Ultimo 2017 ein Volumen von 109 Mrd EUR. Für das indirekte Finanzinvestment in Form von ausländischen Lebensversicherungen bzw. kapitalgedeckten Pensionsansprüchen bei Arbeitgebern (Unternehmen, Banken, Versicherungen) liegen keine unmittelbaren Einzeldaten vor. Hier kann das Investment nur geschätzt werden.

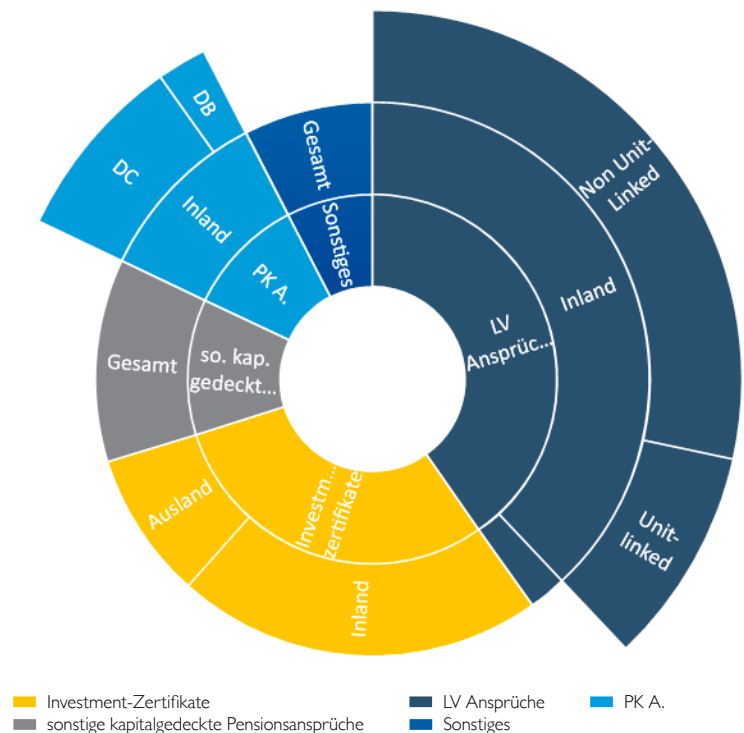
Knapp weniger als ein Viertel des gesamten Finanzvermögens privater Haushalte oder 152 Mrd EUR kann mittels des auf Einzelwertpapieren basierenden Look-through-Ansatzes auf dahinterliegende Finanzierungsinstrumente aufgegliedert werden. Daten für ausländische Investmentfonds, die direkt von inländischen Haushalten gehalten werden (17 Mrd EUR), können anhand der detailliert verfügbaren Daten für inländische Investmentfonds, die in ausländische Fonds investieren, in einem Analogieschluss auf dahinterliegende Finanzierungsinstrumente ermittelt werden. Damit können rund 170 Mrd EUR unmittelbar zugeordnet werden. Sowohl das Randsummenmodell aus den GFR-Daten als auch der auf einzelnen Wertpapierdaten basierende „Look-through-Ansatz“ können die Veranlagung aus den direkten kapitalgedeckten Pensionsansprüchen bei Arbeitgebern mangels Detaildaten nicht analysieren. Die Werte für Nichtlebensversicherungen sowie Lebensversicherungen im Ausland sind hinsichtlich ihres Volumens zu klein, um auf sie detailliert einzugehen.

2.2 Veranlagungen der inländischen Investmentfonds in Publikums- und Spezialfonds

Die inländischen Investmentfonds können zum einen gemäß ihrer Veranlagungsstrategie in Fondstypen (z. B. Aktien-, Renten-, Mischfonds etc.), zum anderen nach ihrer Zugänglichkeit für bestimmte Investorengruppen (Publikumsfonds und Spezialfonds) eingeteilt werden. Publikumsfonds sind für alle Investorengruppen

Grafik 6

Aufgliederung der indirekten Veranlagung der Haushalte 2017



Quelle: OeNB.

Anmerkung: LV Ansprüche = Lebensversicherungsansprüche, PK A. = Pensionskassenansprüche.

Veranlagungen inländischer Publikums- und Spezialfonds

Fonds-kategorie	Veranlagung	Publikumsfonds			Publikumsfonds für Großanleger			Spezialfonds		
		in Mio EUR	Zusammensetzung für Veranlagung je Fonds-kategorie	Anteil Fonds an Gesamtwert	in Mio EUR	Zusammensetzung für Veranlagung je Fonds-kategorie	Anteil Fonds an Gesamtwert	in Mio EUR	Zusammensetzung für Veranlagung je Fonds-kategorie	Anteil Fonds an Gesamtwert
Aktienfonds	Gesamt	17.423		20%	1.288		13%	10.335		12%
	Einlagen und Kredite	430	2%		22	2%		367	4%	
	Verzinsliche Wertpapiere	48	0%		554	43%		106	1%	
	Aktien	13.544	78%		712	55%		6.027	58%	
	Inl. F. i. Fonds	833	5%		0	0%		2.293	22%	
	Ausl. F. i. Fonds	2.562	15%		0	0%		1.460	14%	
	Sonstiges Vermögen	6	0%		0	0%		83	1%	
Rentenfonds	Gesamt	39.255		44%	3.953		41%	27.747		32%
	Einlagen und Kredite	1.143	3%		175	4%		683	2%	
	Verzinsliche Wertpapiere	35.402	90%		3.640	92%		21.535	78%	
	Aktien	7	0%		1	0%		1	0%	
	Inl. F. i. Fonds	1.886	5%		84	2%		2.701	10%	
	Ausl. F. i. Fonds	747	2%		52	1%		2.736	10%	
	Sonstiges Vermögen	71	0%		2	0%		90	0%	
Gemischte Fonds	Gesamt	23.827		27%	4.285		44%	48.014		55%
	Einlagen und Kredite	924	4%		107	2%		2.234	5%	
	Verzinsliche Wertpapiere	4.132	17%		389	9%		16.170	34%	
	Aktien	2.136	9%		734	17%		4.266	9%	
	Inl. F. i. Fonds	6.793	29%		890	21%		11.777	25%	
	Ausl. F. i. Fonds	9.811	41%		2.162	50%		13.532	28%	
	Sonstiges Vermögen	31	0%		2	0%		35	0%	
Sonstige Fonds	Gesamt	8.046		9%	119		1%	933		1%
	Einlagen und Kredite	1.395	17%		10	8%		92	10%	
	Verzinsliche Wertpapiere	734	9%		20	17%		7	1%	
	Aktien	0	0%		0	0%		0	0%	
	Inl. F. i. Fonds	188	2%		0	0%		0	0%	
	Ausl. F. i. Fonds	133	2%		64	53%		57	6%	
	Sonstiges Vermögen	341	4%		4	3%		293	31%	
Alle Typen	Gesamt	88.551			9.645			87.029		
	Einlagen und Kredite	3.892	4%		313	3%		3.375	4%	
	Verzinsliche Wertpapiere	40.315	46%		4.603	48%		37.818	43%	
	Aktien	15.687	18%		1.447	15%		10.295	12%	
	Inl. F. i. Fonds	9.700	11%		973	10%		16.771	19%	
	Ausl. F. i. Fonds	13.254	15%		2.278	24%		17.784	20%	
	Sonstiges Vermögen	449	1%		8	0%		501	1%	
Nachrichtlich	Ausl. F. i. Fonds	13.254			2.278			17.784		
	davon entfallen auf									
	Aktienfonds	8.000	60%					7.602	43%	
	Rentenfonds	5.020	38%					8.400	47%	
	Sonstige Fonds	234	2%					1.782	10%	

Quelle: OeNB, CSDB.

Anmerkung: F. i. Fonds = Fonds-in-Fonds-Veranlagung, Inl. = inländische, Ausl. = ausländische.

offen; ein Großteil ihrer Fondsanteile wird direkt von privaten Haushalten gehalten. Spezialfonds sind hingegen für einen beschränkten Kreis von Großanlegern konzipiert; der Investorenkreis besteht hauptsächlich aus institutionellen Anlegern wie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen. 64 % bzw. 18 Mrd EUR der von Versicherungen gehaltenen inländischen Fonds waren Spezialfonds, bei den Pensionskassen war der Vergleichswert 98 % bzw. 18 Mrd EUR.

Unter Berücksichtigung der indirekten Veranlagung lässt sich für die privaten Haushalte aufgrund ihrer Lebensversicherungs-, Alterssicherungs- und Pensionskassenansprüche ein indirekter Veranlagungsanteil an Investmentfondszertifikaten ableiten. Das Veranlagungsvolumen der inländischen Publikumsfonds betrug zum Ultimo 2017 98 Mrd EUR (davon entfallen 10 Mrd auf Publikumsfonds für Großanleger, die in der Regel nicht für private Haushalte konzipiert wurden) und für Spezialfonds 87 Mrd EUR.

Während die beiden Fondskategorien einen ähnlich hohen Anteil an verzinslichen Wertpapieren aufwiesen (46 % bzw. 43 %), hielten die Publikumsfonds mehr Aktien und Anteilsrechte in ihrem Portfolio (18 %) als die Spezialfonds (12 %). Zudem wiesen die Publikumsfonds im Vergleich zu den Spezialfonds einen deutlich höheren Auslandsanteil bei ihren direkt gehaltenen Aktien und Anteilsrechten auf (85 % bzw. 13 Mrd EUR gegenüber 79 % bzw. 8 Mrd EUR). Bei einem Vergleich der Veranlagungsstruktur zwischen den zwei Fondskategorien lässt sich zum Ultimo 2017 vor allem bei den Spezialfonds der höhere Bilanzstrukturanteil an gehaltenen Investmentfondszertifikaten hervorheben (bei den Publikumsfonds 26 % am Portfolio bzw. 22 Mrd EUR, bei den Spezialfonds 40 % am Portfolio bzw. 34 Mrd EUR).

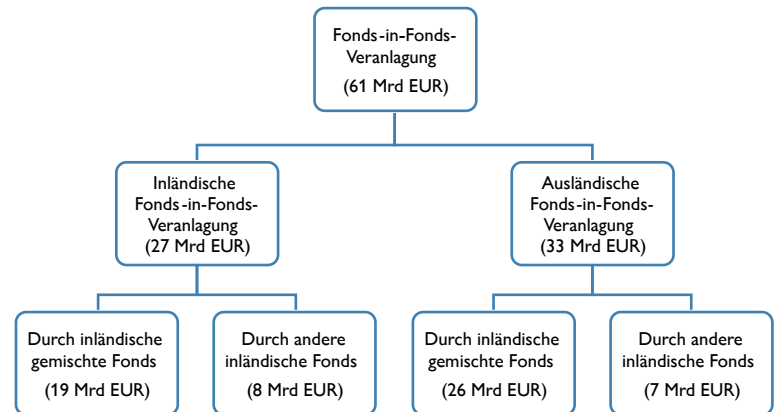
Bei näherer Betrachtung der gehaltenen Investmentfondszertifikate zeigt sich, dass der Auslandsanteil der Fonds-in-Fonds-Veranlagungen in beiden Fondskategorien stark ausgeprägt ist. Insgesamt wurden 45 % bzw. 27 Mrd EUR der Fonds-in-Fonds-Veranlagungen in inländischen und 55 % bzw. 33 Mrd EUR in ausländischen Fonds getätigt.

Dabei werden die Fonds-in-Fonds-Veranlagungen im In- und Ausland hauptsächlich von inländischen gemischten Fonds durchgeführt (19 Mrd EUR der oben genannten 27 Mrd EUR in inländischen Fonds und 26 Mrd EUR der oben genannten 33 Mrd EUR in ausländischen Fonds).

2.2.1 Look-trough bei inländischen Investmentfonds

Wenn man die Fonds-in-Fonds-Veranlagungen in inländischen Investmentzertifikaten „sichtet“, ergibt sich folgendes Bild:

Fonds-in-Fonds-Veranlagung



Quelle: OeNB.

Investitionsschwerpunkte inländischer Investmentfonds, nach Gläubigergruppe und Fondskategorie

Wertpapierinvestitionen je Fondskategorie	Fonds gehalten von				Fonds gesamt
	Sektor Haushalt	Versicherungen	Pensionskassen	Betriebliche Vorsorgekassen	
<i>in % je Fondskategorie</i>					
Rentenfonds					
Aktien	0	1	0	0	0
Investmentfondsanteile	4	4	32	4	5
Verzinsliche Wertpapiere	96	95	68	96	95
Verbriefte Finanzderivate	0	0	0	-	0
Aktienfonds					
Aktien	78	79	61	100	82
Investmentfondsanteile	22	19	39	0	17
Verzinsliche Wertpapiere	0	2	0	-	1
Verbriefte Finanzderivate	0	0	0	-	0
Hedgefonds					
Investmentfondsanteile	97	95	100	-	98
Verzinsliche Wertpapiere	3	5	0	-	2
Gemischte Fonds					
Aktien	15	13	13	12	16
Investmentfondsanteile	45	26	49	7	36
Verzinsliche Wertpapiere	40	61	38	81	48
Verbriefte Finanzderivate	0	0	0	0	0
Immobilienfonds					
Investmentfondsanteile	8	5	-	48	8
Verzinsliche Wertpapiere	92	95	-	52	92
Sonstige Fonds					
Investmentfondsanteile	2	-	-	-	1
Verzinsliche Wertpapiere	98	-	-	-	99

Quelle: OeNB.

- Gemischte Fonds investierten mit 62% ihrer Wertpapierinvestitionen am stärksten von allen Fondstypen in in- und ausländische Investmentzertifikate. Durch den Look-through ergibt sich folgendes Bild: Gemischte Fonds investieren mit 48% (34,7 Mrd EUR) am stärksten in verzinsliche Wertpapiere, davon 30,9 Mrd EUR in ausländische verzinsliche Wertpapiere. 16% entfallen auf inländische (1,7 Mrd EUR) sowie ausländische (9,6 Mrd EUR) Aktien. Weitere 36% werden in Investmentzertifikate investiert (25,9 Mrd EUR), wobei es sich fast ausschließlich um ausländische Investmentzertifikate handelt.
- Rentenfonds investieren direkt und indirekt 65 Mrd EUR in verzinsliche Wertpapiere (95% der Wertpapierinvestitionen; davon 56,3 Mrd EUR in ausländische und 8,7 Mrd EUR in inländische verzinsliche Wertpapiere).
- Aktienfonds investieren 82% (22,9 Mrd EUR) in inländische (3,5 Mrd EUR) und ausländische (19,4 Mrd EUR) Aktien.

2.2.2 Look-through bei ausländischen Investmentfonds

Die Veranlagung in ausländischen Fonds ist im Hinblick auf die Investitionskette interessant, insbesondere im Hinblick auf eine Evaluierung des indirekt gehaltenen Aktien- und Wertpapierbestands der privaten Haushalte im Ausland.

Der ausländische Anteil an Fonds-in-Fonds-Veranlagungen der Publikumsfonds (in Relation zum gesamten Veranlagungsvolumen) betrug etwa 16% bzw.

15 Mrd EUR, während der Vergleichswert für die Spezialfonds 20 % bzw. rund 18 Mrd EUR betrug.

Innerhalb der Kategorie Publikumsfonds entfielen 12 der insgesamt 15 Mrd EUR ausländischer Fonds-in-Fonds-Veranlagungen auf die gemischten Fonds, bei den Spezialfonds machten die ausländischen Fonds-in-Fonds-Veranlagungen 14 Mrd EUR aus.

Bei der Analyse der Investitionskette hinsichtlich ausländischer Fonds wird, da in diesem Bereich nur begrenzt Informationen verfügbar sind, angenommen, dass alle Fonds im Ausland im Wesentlichen ihrer Anlagekategorie entsprechend investieren (das heißt, dass etwa ein Aktienfonds vorwiegend in Aktien und Anteilsrechte investiert).

Eine weitergehende Counterpart-Analyse der Fonds-in-Fonds-Veranlagung zeigt, dass sich die ausländischen Fonds-in-Fonds-Investitionen österreichischer Fonds hauptsächlich auf ausländische Aktien- und Rentenfonds konzentrierten und sich damit dem indirekten Aktien- und Anleihebestand der privaten Haushalte im Ausland schätzungsweise zurechnen lassen.

Der Vergleich der Veranlagungsstruktur bei den ausländischen Fonds-in-Fonds-Veranlagungen zeigt, dass die Publikumsfonds zu einem substantiellen Anteil in ausländische Aktienfonds investieren (60 % bzw. 8 Mrd EUR der insgesamt 13 Mrd EUR ausländischen Fonds-in-Fonds-Veranlagungen), während die Veranlagungsstruktur der Spezialfonds hinsichtlich Aktien- vs. Rentenfonds ausgeglichener ist (43 % bzw. 7,6 Mrd EUR in ausländischen Aktienfonds und 48 % bzw. 8,4 Mrd EUR in ausländischen Rentenfonds von insgesamt 18 Mrd EUR ausländischen Fonds-in-Fonds-Veranlagungen). Dabei geht ein substantieller Anteil der Veranlagung in beiden ausländischen Fondskategorien auf die Investments von inländischen gemischten Fonds zurück.

2.2.3 Look-through bei inländischen Haushalten

Haushalte sind traditionell stark in inländischen Investmentzertifikaten veranlagt (36 %), da Investitionsentscheidungen nur beim Kauf/Verkauf des Investmentfonds getroffen werden müssen (und weitere Investitionsentscheidungen an den Fondsmanager ausgelagert sind) und diese Fonds den Vorteil einer Risikostreuung bieten (aufgrund des hohen Umlaufvolumens kann ein Fonds in viele Wertpapiere investieren, während ein Haushalt nur das ihm verfügbare Budget investieren kann). Ein Klumpenrisiko, wenn Haushalte etwa direkt und indirekt investieren, z. B. in Staatsanleihen des Euroraums, kann aber nicht ausgeschlossen werden.

Während rund 36 % (21,7 Mrd EUR) der direkt gehaltenen Anleihen und Aktien im Gesamtvolumen von 60 Mrd EUR von ausländischen Emittenten stammen, war das Auslandsengagement im Fall von Investmentzertifikaten deutlich höher. Rund 46 Mrd EUR von insgesamt 50 Mrd EUR, die in Kapitalmarktpapiere investiert wurden, entfielen auf ausländische Emittenten. Diese 46 Mrd EUR entfielen beinahe zu gleichen Teilen auf verzinsliche Wertpapiere und Aktien. Während bei Anleihen der Finanzsektor und der Staat bevorzugt wurden, dominierte bei Aktien der Unternehmenssektor (siehe Tabelle 3).

Inländische Haushalte investieren mit Beständen in Höhe von 14,8 Mrd EUR am stärksten in gemischte Fonds (43 % der Investitionen in inländische Investmentzertifikate), gefolgt von Rentenfonds (11,7 Mrd EUR, 27 %), Aktienfonds (7 Mrd EUR, 17 %) sowie Immobilienfonds (5,4 Mrd EUR, 13 %). Die Investitionen

Direkte und indirekte Veranlagung der Haushalte

Endstand zu Marktpreisen bewertet

	Direkt	Direkt in %	Indirekt	Indirekt in %	Direkt und indirekt gesamt	Direkt und indirekt in % von gesamt
Inländische Wertpapiere gesamt	80.158	68	4.014	11	41.715	37
hiervon Investmentzertifikate	42.456		65		65	
hiervon Bankanleihen	16.164		1.415		17.579	
hiervon Unternehmensaktien	9.534		634		10.168	
hiervon Staatsanleihen	1.066		1.380		2.446	
Ausländische Investmentzertifikate	17.063	14	9.799	27	26.862	24
hiervon Luxemburg	10.821		6.507		17.328	
hiervon Deutschland	2.689		387		3.076	
hiervon Irland	1.122		1.796		2.919	
Ausländische Unternehmensaktien	12.363	10	5.778	16	18.141	16
hiervon USA	4.330		1.896		6.226	
hiervon Deutschland	3.111		601		3.712	
hiervon Schweiz	1.726		289		2.015	
hiervon Großbritannien	793		387		1.180	
Ausländische Staatsanleihen	2.206	2	7.121	20	9.327	8
hiervon Euroraum	1.051		4.804		5.855	
hiervon Deutschland	717		878		1.595	
hiervon Frankreich	24		1.185		1.210	
hiervon Italien	4		1.103		1.107	
hiervon Spanien	3		736		739	
hiervon USA	415		536		951	
Sonstige ausländische Anleihen	3.724	3	8.376	23	12.101	11
hiervon Finanzsektor	0		5.730		5.730	
Sonstige ausländische Wertpapiere	2.388	2	1.348	4	3.736	3
Veranlagung gesamt	117.902	100	36.436	100	111.882	100

Quelle: OeNB.

in Geldmarktfonds, Hedge- und sonstige Fonds sind mit 108 Mio EUR vernachlässigbar gering.

Die im Besitz von inländischen Haushalten gehaltenen Rentenfonds bestanden per Ende 2017 zu 96 % aus verzinslichen Wertpapieren, wovon 80 Prozentpunkte von ausländischen Emittenten stammten. Es wurde dabei mit 4,2 Mrd EUR vorwiegend in Staatsanleihen investiert.

Inländische Aktienfonds, die von inländischen Haushalten gehalten werden, hatten per Ende 2017 78 % ihrer Wertpapierinvestitionen in Aktien investiert (5,3 Mrd EUR; davon 4,7 Mrd EUR ausländische Aktien, davon 3,8 Mrd EUR ausländische Unternehmensaktien).

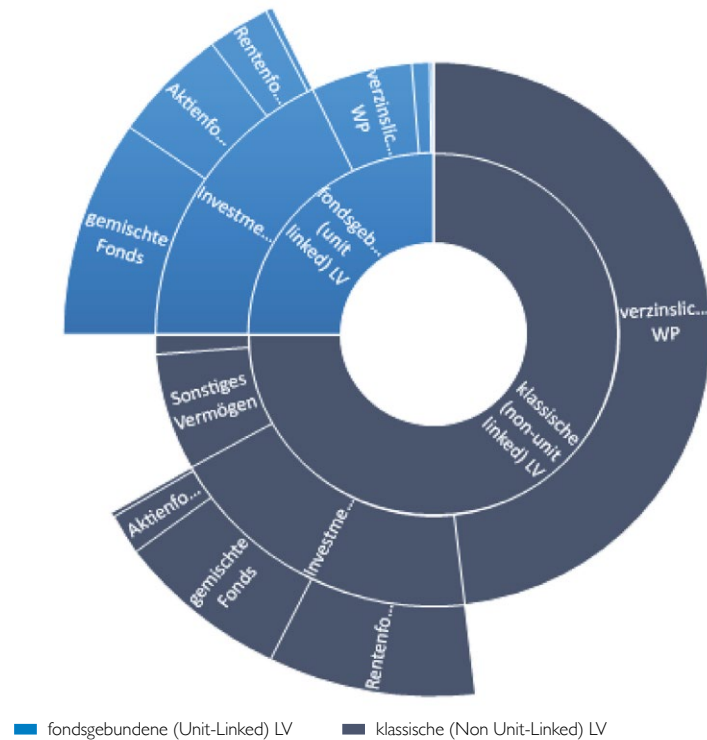
Die ausländischen Investmentzertifikate in Höhe von 27 Mrd EUR wurden zu 60 %⁷ in ausländischen Aktien und zu 38 % in ausländischen Renten veranlagt. Der Rest entfiel auf Einlagen und sonstige Vermögenswerte.

⁷ Dabei wird unterstellt, dass die Aufteilung auf Aktien und verzinsliche Wertpapiere für direkt gehaltene ausländische Investmentzertifikate dem Verhältnis der über inländische Fondsanteile gehaltenen ausländischen Investmentzertifikate entspricht.

2.3 Veranlagungen der inländischen Versicherungen für fondsgebundene und nicht fondsgebundene Lebensversicherungen

Bei Lebensversicherungen kann zwischen unit-linked (fonds- und indexgebundenen) Lebensversicherungen und non-unit-linked (klassischen, nicht fondsgebundenen) Lebensversicherungen unterschieden werden. Der Unterschied besteht in der Risikotragung. Bei der klassischen Lebensversicherung garantiert das Versicherungsunternehmen dem Versicherungsnehmer am Ende der Laufzeit das angesparte Vermögen. Bei der fonds- und indexgebundenen Lebensversicherung trägt hingegen der Versicherungsnehmer das Veranlagungsrisiko. Die Ansprüche inländischer Haushalte in Form von klassischen Lebensversicherungsprodukten machten Ende 2017 rund 57 Mrd EUR (75 %) und bei fonds- und indexgebundenen Lebensversicherungen 19 Mrd EUR (25 %) aus. Der überwiegende Teil davon (mehr als 90 %) wurde in verzinsliche Wertpapiere, Aktien und Investmentzertifikate investiert. Die Veranlagungsstrategie der Versicherungsunternehmen unterscheidet sich in Abhängigkeit davon, ob es sich um eine klassische oder eine fonds- und indexgebundene Lebensversicherung handelt.

Veranlagung von inländischen Versicherungen für Lebensversicherungen 2017



Quelle: OeNB.

Anmerkung: LV = Lebensversicherungsansprüche.

2.3.1 Klassische Lebensversicherung

Für klassische Lebensversicherungen veranlagten inländische Versicherungsunternehmen zu 70 % (36 Mrd EUR) in verzinslichen Wertpapieren und zu 27 % (14 Mrd EUR) in Investmentzertifikaten. Geringe Volumina wurden in Aktien und Anteilsrechten (2 % oder 0,9 Mrd EUR) und sonstigen Wertpapieren (1 % oder 0,7 Mrd EUR) veranlagt. Von den insgesamt 36 Mrd EUR, die in verzinslichen Wertpapieren veranlagt wurden, rangierten an erster Stelle mit 10 % bzw. 3,5 Mrd EUR inländische Staatsanleihen, gefolgt von inländischen Bankschuldverschreibungen mit 8 % bzw. 2,9 Mrd EUR. Mit 4 % bzw. 1,6 Mrd EUR sind Investments in inländische Unternehmensanleihen ebenso bedeutend. Bei den ausländischen Schuldverschreibungen dominierten französische Bankschuldverschreibungen mit 5 % bzw. 1,8 Mrd EUR vor belgischen (4 % bzw. 1,5 Mrd EUR) und französischen (3 % bzw. 1,1 Mrd EUR) Staatsschuldverschreibungen. Hervorzuheben sind auch Investitionen in amerikanische Unternehmen, die Kredit- und Versicherungshilfs-tätigkeiten ausführen, in Höhe von 1,2 Mrd EUR (3 %) sowie in luxemburgische sonstige finanzielle Unternehmen in Höhe von 1,1 Mrd EUR (3 %).

Indirekte Veranlagung von klassischen Lebensversicherungen durch inländische Investmentzertifikate

	Inland	Ausland	Gesamt
<i>Volumen 10,0 Mrd EUR, nach Finanzierungsinstrumenten, in %</i>			
01_Aktien	3	9	11
01_MFIs (exkl. GMF)	0	1	1
02_GMF + IFs	0	1	1
03_sonstige Finanzinstitutionen	0	0	0
04_Sektor Staat	0	0	0
05_nichtfinanzielle Unternehmen	2	7	9
02_Investmentfondsanteile	0	14	14
02_GMF + IFs	0	14	14
03_verzinsliche Wertpapiere	12	63	75
01_MFIs (exkl. GMF)	4	13	17
02_GMF + IFs	0	0	0
03_sonstige Finanzinstitutionen	0	16	16
04_Sektor Staat	6	21	26
05_nichtfinanzielle Unternehmen	2	13	15
04_verbriefte Finanzderivate	0	0	0
03_sonstige Finanzinstitutionen	0	0	0
04_Sektor Staat	0	0	0
05_nichtfinanzielle Unternehmen	0	0	0
Gesamt	15	85	100

Quelle: OeNB.

Bei Investmentfondszertifikaten dominierten Rentenfonds in Höhe von 6,8 Mrd EUR, die zu rund 90 % in Österreich begeben wurden. Danach folgten gemischte Fonds im Ausmaß von 5,7 Mrd EUR, die zu 95 % in Österreich begeben wurden und die wiederum zu 55 % in Aktien und zu 45 % in Rentenwerte investierten. Auch bei den Investitionen in Aktienfonds in Höhe von 1,4 Mrd EUR herrschten zu rund 80 % in Österreich begebene Investmentzertifikate vor.

Die Look-through-Auswertung der einzelnen Investmentzertifikate als Deckungsstock für die klassische Lebensversicherung von Haushalten zeigt, dass von den 14 Mrd EUR rund 12,8 Mrd EUR in Wertpapiere investiert wurden, die aufgrund von Einzelwertpapierdaten weiter aufgegliedert werden können. Von diesen 12,8 Mrd EUR entfielen rund 85 % auf Auslandstitel, davon 14 Prozentpunkte auf ausländische Fonds. Der überwiegende Teil der Veranlagungen erfolgte in Form von verzinslichen Wertpapieren (75 %) mit einer breiten Streuung der Emittentensektoren, wobei Staatsanleihen führend sind (26 %). Nur 11 % sind mittelbar in in- und ausländischen Aktien veranlagt.

2.3.2 Fonds- und indexgebundene Lebensversicherung

Für fonds- und indexgebundene Lebensversicherungen veranlagten Versicherungsunternehmen zu 70 % (13 Mrd EUR) in Investmentfondszertifikaten und zu 23 % (4 Mrd EUR) in verzinslichen Wertpapieren. Geringe Volumina wurden in sonstigen Wertpapieren (1 Mrd EUR, 6 %) und Aktien und Anteilsrechten (0,2 Mrd EUR, 1 %) veranlagt. Innerhalb der Investmentzertifikate investierten Versicherungen 7,3 Mrd EUR (54 %) in vornehmlich in Österreich begebene gemischte Fonds,

Tabelle 5

Indirekte Veranlagung fonds- und indexgebundener Lebensversicherungen durch inländische Investmentzertifikate

	Inland	Ausland	Gesamt
Volumen 12,8 Mrd EUR, nach Finanzierungsinstrumenten, in %			
01_Aktien	24	12	36
01_MFIs (exkl. GMF)	6	1	6
02_GMF + IFs	0	0	0
03_sonstige Finanzinstitutionen	2	2	3
04_Sektor Staat	0	0	0
05_nichtfinanzielle Unternehmen	17	9	26
02_Investmentfondsanteile	0	21	21
02_GMF + IFs	0	21	21
03_verzinsliche Wertpapiere	7	36	43
01_MFIs (exkl. GMF)	2	4	6
03_sonstige Finanzinstitutionen	0	5	5
04_Sektor Staat	5	24	28
05_nichtfinanzielle Unternehmen	0	3	4
04_verbriefte Finanzderivate	0	0	0
01_MFIs (exkl. GMF)	0	0	0
03_sonstige Finanzinstitutionen	0	0	0
04_Sektor Staat	0	0	0
05_nichtfinanzielle Unternehmen	0	0	0
Gesamt	31	69	100

Quelle: OeNB.

diese investierten wiederum zu 55% in Aktien sowie zu 45% in verzinsliche Wertpapiere. Innerhalb der Investmentzertifikate investierten Versicherungsunternehmen für fonds- und indexgebundene Lebensversicherungen 29% bzw. 3,9 Mrd EUR in Aktienfonds – davon mehr als zwei Drittel (2,6 Mrd EUR) in österreichische Aktienfonds, gefolgt von luxemburgischen Fonds mit Investments in Höhe von 0,9 Mrd EUR (23%). 15% bzw. 2,1 Mrd EUR wurden in Rentenfonds investiert, wobei auch hier mit mehr als zwei Dritteln bzw. 1,4 Mrd EUR österreichische vor luxemburgischen Rentenfonds (0,6 Mrd EUR bzw. 29%) dominierten. Insgesamt 16% bzw. 2,1 Mrd EUR der Veranlagungen für fonds- und indexgebundene Lebensversicherungen wurden in Anleihen getätigt: Nahezu 80% bzw. 1,6 Mrd EUR wurden in österreichische Bankschuldverschreibungen investiert.

Die Look-through-Auswertung bei fondsgebundenen Lebensversicherungen von Haushalten zeigt, dass – im Vergleich zur klassischen Lebensversicherung – fondsgebundene Versicherungen einen deutlich höheren Anteil an Investmentzertifikaten als Deckungsstock aufwiesen. Ein Veranlagungsvolumen von 13,5 Mrd EUR entfiel auf Investmentzertifikate, davon 10 Mrd EUR auf inländische Investmentfonds. Von dem in Wertpapieren investierten Vermögen aus Investmentzertifikaten waren rund 70% in Auslandstitel investiert, wovon 21 Prozentpunkte ausländische Investmentzertifikate darstellten. Von den verbleibenden rund 8 Mrd EUR wurde ein deutlich höherer Anteil in Form von Aktien (36%) veranlagt. Weitere 28% wurden in in- und ausländische Staatenleihen investiert.

2.4 Veranlagungen der inländischen Pensionskassen

Das für Haushalte in Veranlagungsgemeinschaften investierte Vermögen betrug gemäß den GFR-Daten zum Ultimo 2017 rund 21 Mrd EUR. Davon entfielen rund 4 Mrd EUR auf leistungsorientierte Ansprüche und 17 Mrd EUR auf beitragsorientierte Ansprüche. Pensionskassen veranlagten für die Veranlagungsgemeinschaften in inländische (18,7 Mrd EUR) und ausländische (3 Mrd EUR) Investmentzertifikate.

Für den Inlandsteil ermöglicht der Look-through-Ansatz folgende Aufgliederung: Von dem in Wertpapiere investierten Vermögen aus Investmentzertifikaten in Höhe von 17,4 Mrd EUR veranlagten Pensionskassen zu 95 % den Deckungsstock für die Haushalte im Ausland, davon entfielen 40 % auf ausländische Fonds. Daneben spielten die Veranlagungen in ausländischen Staatsanleihen und ausländischen Unternehmensaktien eine wesentliche Rolle. Darüber hinaus wurden von Versicherungen angebotene betriebliche Kollektivversicherungen, die Pensionsanspruchscharakter aufweisen, in Höhe von 2,3 Mrd EUR für Haushalte veranlagt.

Tabelle 6

Indirekte Veranlagung der Pensionskassen durch inländische Investmentzertifikate

	Inland	Ausland	Gesamt
<i>Volumen von 17,4 Mrd EUR, gegliedert nach Finanzierungsinstrumenten, in %</i>			
01_Aktien	1	16	17
01_MFIs (exkl. GMF)	0	1	1
03_sonstiger Finanzinstitutionen	0	2	2
04_Sektor Staat	0	0	0
05_nichtfinanzielle Unternehmen	1	13	14
02_Investmentfondsanteile	0	40	40
02_GMF + IFs	0	40	40
03_verzinsliche Wertpapiere	3	39	42
01_MFIs (exkl. GMF)	0	3	4
02_GMF + IFs	0	0	0
03_sonstige Finanzinstitutionen	0	6	7
04_Sektor Staat	3	24	26
05_nichtfinanzielle Unternehmen	0	5	6
04_verbriefte Finanzderivate	0	0	0
01_MFIs (exkl. GMF)	0	0	0
04_Sektor Staat	0	0	0
Gesamt	5	95	100

Quelle: OeNB.

2.5 Veranlagungen der inländischen betrieblichen Vorsorgekassen

Die Veranlagungen der inländischen betrieblichen Vorsorgekassen resultieren aus den Einzahlungen in die 2003 ins Leben gerufene Abfertigung NEU. Zum Ultimo 2017 betrug das für Veranlagungsgemeinschaften investierte Finanzvermögen 11 Mrd EUR. Anteilsmäßig ähnlich hoch wie die Pensionskassen veranlagten die betrieblichen Vorsorgekassen vor allem in inländischen Investmentzertifikaten, die zum Ultimo 2017 rund 9 Mrd EUR ausmachten. Davon entfielen auf inländische Emittenten nur 0,8 Mrd EUR in Form von verzinslichen Wertpapieren bzw. 7,1 Mrd EUR auf ausländische Wertpapiere. Der Großteil davon waren verzinsliche Wertpapiere (5,3 Mrd EUR), gefolgt von Aktien (1,2 Mrd EUR).

3 Gesamtergebnis für den Ultimo 2017

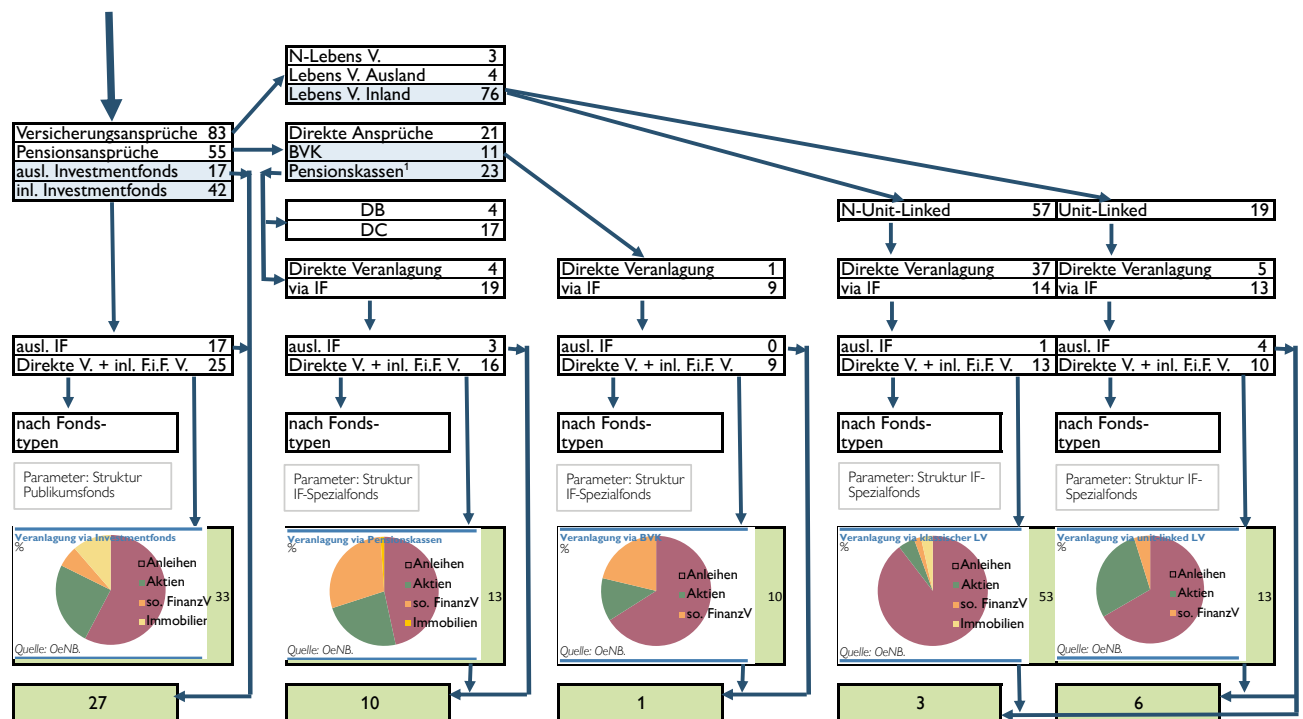
Das Finanzvermögen der Haushalte betrug zum Ultimo 2017 655 Mrd EUR, davon wurden 198 Mrd EUR dem gemanagten – indirekten – Finanzinvestment (aus der Veranlagung in Investmentzertifikate sowie den Haushalten zugerechneten Lebensversicherungs-, Pensions- und Alterssicherungsansprüchen) zugerechnet. Davon konnten 169 Mrd EUR auf Basis von Einzelwertpapierinformationen sowie Daten zum Anlageverhalten ausländischer Fonds analysiert werden. Grafik 9 gibt Aufschluss über das indirekte Finanzinvestment von Haushalten.

Von den 169 Mrd EUR können anhand von Daten zu direkten Veranlagungen bzw. über inländische Investmentfonds, sofern diese nicht in ausländische Fonds investierten, rund 122 Mrd EUR unmittelbar anhand von Einzelwertpapierinformationen analysiert werden.

Nach Finanzierungsinstrumenten gegliedert zeigte sich, dass insbesondere bei klassischen Lebensversicherungen der Anleihenanteil besonders hoch ist, während im Fall von Veranlagungen über Investmentfonds, bei Pensionskassen und fondsgebundenen Lebensversicherungen der Anteil der Aktien immerhin jeweils rund ein Viertel des veranlagten Volumens ausmachte. Dies spielt bei Risikoüberlegungen eine nicht unwesentliche Rolle.

Grafik 9

Indirekt vorgenommene Veranlagungen im Geldvermögen der Haushalte in Höhe von 198 Mrd EUR (30%) zum Ultimo 2017



Passive Veranlagungen, die mittels Look-through-Ansatzes in dahinter liegende Finanzierungsinstrumente aufgegliedert werden können

Quelle: OeNB.

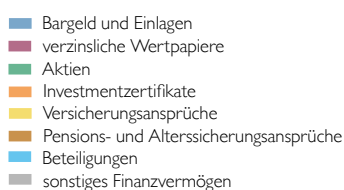
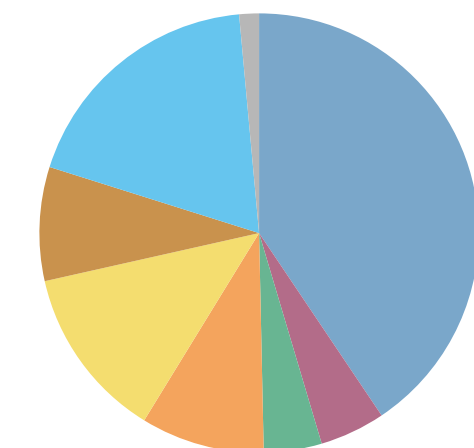
¹ Inklusive Pensionsansprüche aus der betrieblichen Kollektivversicherung der Versicherungen.

Anmerkung: IF = Investmentzertifikate, Lebens V = Lebensversicherungsansprüche, BVK = Betriebliche Vorsorgekassen, DB = leistungsorientierte Ansprüche, DC = beitragsorientierte Ansprüche, N-Unit-Linked = Nicht fonds- bzw. indexgebundene Lebensversicherungsansprüche, Unit-Linked = fonds- bzw. indexgebundene Lebensversicherungsansprüche, Direkte V. = Direkte Veranlagung, inl. Fi.F. V = inländische Fonds-in-Fonds-Veranlagung, So. FinanzV = Sonstiges Finanzvermögen.

Struktur des Finanzvermögens der Haushalte 2017

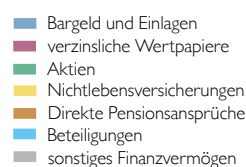
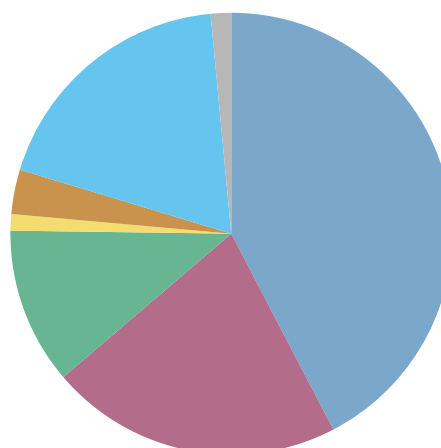
Direkterhebungen

Anteile in %



nach Look-through des gemanagten Finanzinvestments

Anteile in %



Quelle: OeNB.

Direkte Veranlagung in ausländischen Fonds sowie über inländische Fonds in Auslandsfonds investiertes Vermögen betrug 47 Mrd EUR. Für dieses Veranlagungsvolumen standen Informationen der inländischen Investmentfonds über die Fondskategorie sowohl für Publikumsfonds als auch für Spezialfonds zur Verfügung, die einen Rückschluss auf dahinterliegende Aktien bzw. Anleihen zulassen. Mit einem Blick auf die Gesamtstruktur des Finanzvermögens der Haushalte zum Ultimo 2017 gibt die Grafik einen Überblick über die Verschiebungen je Finanzierungsinstrument.

Dabei zeigt sich, dass der überwiegende Teil des analysierten indirekten Finanzinvestments schlussendlich in verzinslichen Wertpapieren mit einer starken Dominanz ausländischer Emittenten veranlagt wurden. Daneben befanden sich im dahinterliegenden Portfolio auch in deutlich höherem Ausmaß als bei den Direktveranlagungen ausländische Aktien. Haushalte hielten unmittelbar rund 9 % ihres Finanzvermögens in Form von Anleihen und Aktien. Inklusiv der indirekten Veranlagung infolge des indirekten Finanzinvestments stieg der Anteil auf 33 % und lag damit nur 9 Prozentpunkte unter dem Anteil des Bargeld- und Einlagenbestands. Die Wertpapierbestände erhöhten sich anhand dieser Berechnungen im Fall von verzinslichen Wertpapieren um das 3,5-Fache von knapp 32 Mrd EUR auf 138 Mrd EUR, im Fall von Aktien um das 1,6-Fache von knapp 28 Mrd EUR auf rund 74 Mrd EUR. War das Verhältnis zwischen direkt erworbenen verzinslichen Wertpapieren und Aktien ungefähr 1:1, so dominerten – durch die indirekten Veranlagungen – die verzinslichen Wertpapiere im durchgerechneten Vermögenbestand

mit 7:3 deutlich. Der Löwenanteil entfiel dabei auf ausländische Anleihen des Finanz- und Staatssektors (mit einem starken europäischen Bezug) aus dem indirekten Besitz über Investmentzertifikate und den direkten Deckungsstock der klassischen Lebensversicherungen sowie Unternehmensaktien, die sehr stark über inländische und ausländische Fonds indirekt erworben wurden.

Die Analyse anhand der den indirekten Finanzinvestments zugrunde liegenden Vermögenswerte macht die Verschiebung zwischen Inlands- und Auslandsveranlagungen deutlich. Die unmittelbar von Haushalten gehaltenen Wertpapiere inklusive Zertifikaten ausländischer Fonds sowie Einlagenbeständen bei ausländischen Banken in Höhe von 50 Mrd EUR (8 % des gesamten Finanzvermögens) stieg auf 188 Mrd EUR (29%). Rund zwei Drittel der Erhöhung sind auf ausländische Anleihen in Höhe von 87 Mrd EUR zurückzuführen.

Diese Ergebnisse bestätigen die Berechnungen auf Basis von Randsummen aus der GFR-Matrix wie sie in Abschnitt 1.2 beschrieben wurden. Basierend auf der weitgehenden Übereinstimmung kann der Zeitreihenvergleich, wie er in Abschnitt 1.2 vorgenommen wurde, als valide betrachtet werden.

4 Zusammenfassung

Der Wunsch von Haushalten, vorhandene Mittel neben Einlagen auch in Form von Wertpapierinvestitionen breiter zu streuen als es durch Direktveranlagungen möglich ist, die Absicht, langfristige Veranlagungen vorzunehmen, wie auch steuerliche Gründe, zudem die Notwendigkeit einer finanziellen Absicherung für die Zeit der Pension oder der Bedarf nach einem Tilgungsträger für endfällige Kredite, all dies veranlasste Haushalte, sogenannte indirekte Finanzinvestments (Investmentzertifikate, Lebensversicherungen, kapitalgedeckte Pensions- und Abfertigungsansprüche) zu tätigen.

Die vorliegende Analyse untersucht anhand einer Vielzahl von Einzelwertpapierinformationen, Daten zu Investmentzertifikaten nach Fondskategorien sowie weiterer Informationen aus den Veranlagungen der institutionellen Anleger wie Investmentfonds, Versicherungen, Pensionskassen und betrieblichen Vorsorgekassen das Veranlagungsverhalten, das dem indirekten Finanzinvestment zugrunde liegt.

Das ausstehende Volumen der indirekten Veranlagung betrug zum Ultimo 2017 rund 198 Mrd EUR und damit rund 30 % des gesamten Finanzvermögens privater Haushalte und determinierte die Geldvermögensbildung in den letzten zwanzig Jahren nachhaltig.

Dabei zeigt sich, nicht zuletzt aufgrund der Größe der österreichischen Volkswirtschaft und des Gedankens der Diversifikation, dass – erwartungsgemäß – ein Großteil der Veranlagung im Ausland stattfand. Gegliedert nach Finanzierungsinstrument lag das Verhältnis der auf dem Kapitalmarkt veranlagten Wertpapiere bei 7:3 zugunsten von Anleihen gegenüber Aktien, ein Umstand, der zu einem gewissen Grad dem Sicherheitsgedanken Rechnung trägt. Gleichzeitig stieg der Anteil der Kapitalmarktpapiere von 9 % auf 33 % des gesamten Finanzvermögens, während 42 % des Finanzvermögens in Form von Bargeld und Einlagen bestanden.

Literaturverzeichnis

- Beer, C. und W. Waschiczek. 2007.** Indikatoren zur Risikoexponierung von Unternehmen und Haushalten. In: Finanzmarktstabilitätsbericht Nr. 14. OeNB. 115–128.
- Boutillier, M., N. Lévy und V. Oheix. 2007.** Financial Intermediation in Developed Countries: Heterogeneity, Lengthening and Risk Transfer. In: EconomiX Working Papers 2007-22.
- Cardillo, A. und M. Coletta. 2017.** Household Investments Through Italian Asset Management Products. Bank of Italy. Occasional papers No. 409 (in Italian). English version: Journal of Economic Policy Vol. XXXIV. 2018. August.
- Oheix, V. und B. Sejourne. 2001.** European Fouseholds Portfolio: From Initial Choice to Final Destination. In: Revue d'économie financière (Englische Ausgabe) Nr. 64.
- Pavot, J. 2017.** The Final Destination of Household Financial Wealth. Banca d'Italia Conference 'How Financial Systems Work: Evidence from Financial Accounts'. Rome.

Anhang

Tabelle A1

Struktur des Finanzvermögens der Haushalte

Ultimo 2017

	Direkterhebungen in der GFR		Aufteilung des gemanagten Finanzinvestments		nach Look-through des gemanagten Finanzinvestments	
	in Mrd EUR	Anteil in %	in Mrd EUR	in Mrd EUR	Anteil in %	
Bargeld und Einlagen	265,6	41	9,5	275,1	42	
Verzinsliche Wertpapiere, Inland	25,6	4	20,0	45,6	7	
Verzinsliche Wertpapiere, Ausland	5,9	1	87,4	93,3	14	
Aktien, Inland	12,1	2	4,8	16,8	3	
Aktien, Ausland	15,8	2	41,8	57,6	9	
Investmentzertifikate, Inland	42,5	6				
Investmentzertifikate, Ausland	17,1	3				
Lebensversicherungen im Inland	75,5	12				
Lebensversicherungen im Ausland	4,4	1		4,4	1	
Nicht-Lebensversicherungen	3,4	1		3,4	1	
Kapitalgedeckte Pensionsansprüche bei Versicherung/PK	23,1	4				
Ansprüche bei betrieblichen Vorsorgekassen	10,6	2				
Kapitalgedeckte Pensionsansprüche bei Arbeitgeber	21,1	3		21,1	3	
Sonstige Anteilsrechte (Beteiligungen)	122,3	19		122,3	19	
Sonstiges Finanzvermögen	9,5	1	0,2	9,7	1	
Gesamtes Finanzvermögen	654,5		163,7	649,5	99	
hievon im Inland	603,1	92	34,6	461,3	70	
hievon im Ausland	51,4	8	129,2	188,2	29	
Immobilien, Sachanlagen			5,0	5,0	1	
Gesamtvermögen	654,5		168,7	654,5		

Quelle: OeNB.

Struktur des Finanzvermögens der Haushalte

Ultimo 2017

Aufteilung des gemanagten Finanzinvestments (indirekte Veranlagung)

	Gesamt		aus direkt gehaltenen Investmentzertifikaten	aus Lebensversicherungen	aus Pensionskassenansprüchen und betrieblicher Kollektivversicherung	aus Ansprüchen bei betrieblichen Vorsorgekassen
	<i>in Mrd EUR</i>	<i>Anteil in %</i>	<i>in Mrd EUR</i>	<i>in Mrd EUR</i>	<i>in Mrd EUR</i>	<i>in Mrd EUR</i>
Einlagen	9,5	6	1,8	1,7	3,7	2,2
Verzinsliche Wertpapiere	107,4	64	28,9	60,6	10,6	7,3
Inland	20,0	12	3,1	15,4	0,7	0,9
Finanzsektor	10,2	6	1,5	8,2	0,5	0,0
Staat	7,6	4	1,4	5,2	0,1	0,8
Unternehmen	2,3	1	0,3	1,9	0,0	0,0
Ausland	87,4	52	25,8	45,2	9,9	6,4
Finanzsektor	29,2	17	5,7	19,2	4,3	0,1
Staat	30,4	18	7,1	16,2	1,1	6,0
Unternehmen	8,4	5	2,6	5,8	0,0	0,0
Nicht zuordenbar	19,3	11	10,3	4,0	4,6	0,4
Aktien	46,6	28	24,9	11,3	8,6	1,8
Inland	4,8	3	0,8	3,8	0,1	0,0
Finanzsektor	1,3	1	0,2	1,0	0,1	0,0
Unternehmen	3,7	2	0,6	2,9	0,1	0,0
Ausland	41,8	25	24,1	7,5	8,5	1,8
Finanzsektor	2,5	1	1,3	0,5	0,6	0,0
Unternehmen	11,4	7	5,8	2,0	2,3	1,3
Nicht zuordenbar	27,9	17	16,9	4,9	5,6	0,5
Sonstiges Finanzvermögen	0,2	0	0,2	0,0	0,0	0,0
Immobilien	5,0	3	2,9	1,9	0,1	0,1
Gesamt	168,7		58,7	75,5	23,1	11,4
	<i>in %</i>					
Beitrag der einzelnen Finanzintermedationen			35	45	14	7

Quelle: OeNB.