

Entwicklung des liquiden Finanzvermögens der österreichischen Haushalte im Börsenjahr 2018

Bianca Ullly, Jun Chao Zhan¹

Das Börsenjahr 2018 war von Handelskonflikten zwischen den USA und China, US-Strafzöllen auf europäische Stahllexporte, der Fed-Zinserhöhung Ende September sowie dem Kursanstieg des US-Dollars geprägt. Besonders im vierten Quartal kam es zu hohen Kursverlusten, wodurch der Dezember 2018 als einer der verlustreichsten Monate in der Börsengeschichte seit den 1930er-Jahren gilt. Börsenturbulenzen, wie sie im Jahr 2018 zu beobachten waren, stellen einen großen Unsicherheitsfaktor für die betroffenen Haushalte in ihrer Finanzvermögensbildung dar. Vor diesem Hintergrund untersucht die vorliegende Analyse die daraus resultierenden Auswirkungen auf das liquide Finanzvermögen der Haushalte wie Bankeinlagen, Aktien, verzinsliche Wertpapiere sowie Investmentfondsanteile. Betrachtet werden sowohl die direkten Investitionen als auch die via Investmentfonds getätigten indirekten Veranlagungen (Look-through). Österreichische Haushalte gelten eher als risikoavers und delegieren ihre Anlageentscheidungen häufig an Fondsmanager weiter. Sie veranlagten über 50 % ihres direkten Wertpapierbestandes in in- und ausländische Investmentfondsanteile. Während inländische Haushalte in ihrer Veranlagungsstrategie einen „Home Bias“ aufweisen, zeigen die gesamten Investitionen (direkt und indirekt) eine deutliche Verschiebung hin zu ausländischen Wertpapieren. Dabei stellen Deutschland und die USA die zwei wichtigsten ausländischen Schuldnerländer für inländische Wertpapierinvestitionen dar. Österreichische Haushalte mussten im vierten Quartal 2018 Kursverluste in Höhe von 6,8 Mrd EUR bei ihren direkt gehaltenen Wertpapieren hinnehmen. Diese Verluste dürften aber nicht unmittelbar realisiert worden sein, da die Verkäufe in Relation zu den hohen Buchverlusten sehr gering ausfielen. Anfang 2019 war wieder ein Aufwärtstrend bemerkbar. Aktuelle Kursentwicklungen zeigen, dass Haushalte im Jänner Preis- und Wechselkursgewinne in Höhe von 1,2 Mrd EUR aus direkter Veranlagung verzeichnen konnten.

Einleitung

Das veranlagte Finanzvermögen der Haushalte lässt sich vor allem auf Basis der Liquidität des Finanzinstruments unterscheiden. Bankeinlagen, Bargeldbestand, (börsennotierte) Aktien, verzinsliche Wertpapiere sowie Investmentfondsanteile sind (relativ) liquide Veranlagungsformen und können innerhalb eines kurzen Zeitraums bei Bedarf in eine andere Form umgewandelt werden. Haushaltsbefragungen im Rahmen der dritten Welle des Household Finance and Consumption Surveys in Österreich zeigen, dass der Anteil jener Haushalte in Österreich, welche sogenannte liquide riskante Vermögenswerte (Aktien, Anleihen und Investmentzertifikate) halten, etwa 15 % betrug.² Dieser Anteil stieg zwar in den höheren Nettovermögensdezilen, doch selbst in diesen blieb der Anteil der Haushalte mit liquiden riskanten Vermögenswerten relativ niedrig (ca. 30 % im 90. Perzentil). Der Vermögensanteil, welcher von diesen Haushalten in riskante Assets investiert wird, ist über alle Vermögensdezile mit ca. über einem Drittel

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung Statistik – Außenwirtschaft, Finanzierungsrechnung und Monetärstatistiken, bianca.ully@oenb.at, junchao.zhan@oenb.at.

² <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2270~9c72a27c18.en.pdf?54ee6f400f6b2c613d300dc171d766bb>.

ihres Nettovermögens relativ stabil.³ Börsenturbulenzen, wie sie im Jahr 2018 zu beobachten waren, stellten daher einen großen Unsicherheitsfaktor für die betroffenen Haushalte in ihrer Finanzvermögensbildung dar.

Das veranlagte Finanzvermögen der Haushalte kann zusätzlich in einen direkten bzw. indirekten Anteil untergliedert werden. Untersuchungen für die österreichischen Haushalte haben ergeben, dass bei einer Anwendung eines „Look-through-Ansatzes“ unter Berücksichtigung aller indirekten Kanäle das letztlich dem Haushaltssektor zurechenbare Wertpapiervolumen jenes des direkt veranlagten Volumens deutlich übersteigt.⁴

Vor diesem Hintergrund untersucht die vorliegende Analyse das Volumen des liquiden Finanzvermögens österreichischer privater Haushalte⁵ als Reaktion auf die jüngsten Kursschwankungen an den internationalen Aktienmärkten im Jahr 2018. Anschließend wird unter Anwendung eines „Look-through-Ansatzes“ die indirekte Veranlagung der Haushalte über den Kanal der inländischen Investmentfonds im Detail beleuchtet.

Turbulentes Börsenjahr 2018

Während das Jahr 2017 durch eine Rekordralley auf den Aktienmärkten gekennzeichnet war (der Dow Jones Industrial Average Index verzeichnete 2017 einen der höchsten Jahreskursgewinne mit 24%), war das Börsenjahr 2018 von Handelskonflikten zwischen den Wirtschaftsmächten geprägt. Grafik 1 illustriert die Entwicklung verschiedener internationaler Aktienindizes über das Gesamtjahr bis zum ersten Quartal 2019.

Das Börsenjahr 2018 startete Anfang Februar auf allen großen Märkten mit einer Kurskorrektur gegenüber dem Jahresbeginn. Im März erlitten die Aktienmärkte einen zweiten starken Kurseinbruch im Zusammenhang mit dem schwebenden Handelskrieg zwischen den USA und China. Ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor stellte im März für die internationalen Aktienmärkte die Ankündigung eines generellen Importzolls in Höhe von 25% auf Stahl und Aluminium durch die Vereinigten Staaten dar.

Nach einer kurzen Erholungsphase drohten sich die Anspannungen zwischen den USA und China über den Sommer weiter zu verschärfen. Zusätzlich traten im Juni die Zölle auf europäische Stahlexporte offiziell in Kraft. Der deutsche Leitindex DAX zeigte bereits ab August einen Abwärtstrend, welcher bis zum Ende des Jahres anhielt, während sich an den anderen internationalen Märkten zwischen Juni und Mitte September eine kurze stabile Phase abzeichnete. Die gegenseitige Belegung mit Strafzöllen zwischen den USA und China im September die zeitnahe Fed-Zinserhöhung Ende September sowie die Ankündigung weiterer Zinserhöhungen im Jahr 2018 schickten die Kurse an allen internationalen Märkten auf eine

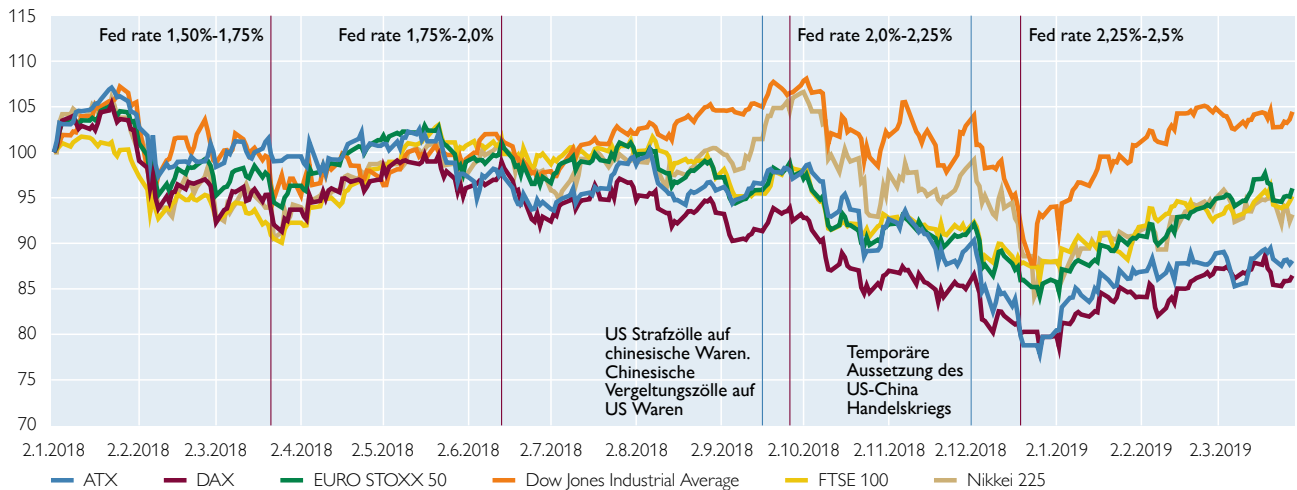
³ <https://www.hfcs.at/dam/jcr:6c798d62-f16a-4fc7-8555-9df9042fc836/hfcs-2017-austria-first-results.pdf>

⁴ https://www.oenb.at/dam/jcr:53d1c0b7-1230-4091-b2ec-fa421122c028/04_Sektorale-VGR_2018_Andreasch.pdf

⁵ *Konsumenten Haushalte und selbstständig Erwerbstätige als private Haushalte im Sinne von ESVG 2010 (S. 14).*

Entwicklung internationaler Aktienindizes

Preisindizes (2.1.2018=100)



Quelle: OeNB, Federal Reserve Board, Bloomberg.

Talfahrt, die das ganze vierte Quartal andauerte. Anfang Dezember einigten sich die USA mit China auf einen Waffenstillstand im Handelskrieg mit temporärer Aussetzung der Strafzölle bis März 2019. Unmittelbar nach der letzten Erhöhung des US-Leitzinssatzes im Dezember 2018 brachen die Aktienkurse weltweit noch einmal kräftig ein, womit der Dezember 2018 als einer der verlustreichsten Dezembermonate in die Börsengeschichte einging. Wechselkursschwankungen sind für österreichische Anleger, die in Fremdwährungswertpapiere investieren, eine zweite Quelle möglicher Unsicherheiten. Allen voran sind Wertpapiere in US-Dollar für bestimmte inländische Investoren eine beliebte Anlagekategorie. Ab April hat der US-Dollar gegenüber dem Euro trotz der heftigen ökonomischen Turbulenzen der zweiten Jahreshälfte aufgewertet.⁶ So lag der USD/EUR-Kurs zum Jahresultimo 2018 gegenüber dem Monatsultimokurs vom März desselben Jahres um 7% höher. Die Aufwertung des US-Dollars federte daher wiederum die Preisverluste der in US-Dollar veranlagten Investitionen in der Jahresbetrachtung ab.

Die Auswirkungen der Börsenturbulenzen 2018 haben die Haushalte aufgrund ihrer direkten Veranlagung in Aktien und Investmentfondsanteile zu spüren bekommen. Im folgenden Kapitel werden die direkte Veranlagung der Haushalte in Wertpapiere und die Auswirkungen der Kurseinbrüche je Finanzierungsinstrument erläutert, im darauffolgenden Kapitel zusätzlich die indirekte Veranlagung betrachtet.

Direkte Veranlagung der Haushalte in Wertpapieren

Das gesamte direkt kontrollierte liquide Finanzvermögen der Haushalte in Form von Wertpapieren, Bankeinlagen und Bargeldbestand betrug im Dezember 2018

⁶ Tägliche Referenzkurse der EZB: <https://www.oenb.at/isaweb/chart.do?lang=DE&report=2.14.9>.

382,6 Mrd EUR (davon 110,4 Mrd EUR als direkte Wertpapierveranlagung, 248,7 Mrd EUR als Bankeinlagen und 23,5 Mrd EUR als Bargeldbestand). Der Vergleichswert betrug per September 2018 381 Mrd EUR (davon 117,3 Mrd EUR als direkte Wertpapierveranlagung, 240,8 Mrd EUR als Bankeinlagen und 23,2 Mrd EUR als Bargeldbestand). Der Bestandsrückgang an gehaltenen Wertpapieren im letzten Quartal war fast ausschließlich auf Preiseffekte (−6,8 Mrd EUR) und nur zu einem sehr geringen Teil auf Transaktionen (−108 Mio EUR) zurückzuführen. Die Einlagen der Haushalte bei inländischen Banken verzeichneten im Oktober 2018 einen hohen Anstieg in der Höhe von ca. 5,1 Mrd EUR von 240,8 Mrd EUR auf 245,9 Mrd EUR, gefolgt von weiteren Erhöhungen in den beiden Folgemonaten (November: +1,7 Mrd EUR; Dezember: +1 Mrd EUR). Der Anstieg der Bankeinlagen im letzten Quartal war wesentlich von täglich fälligen Einlagen getrieben. Diese erhöhten sich von September auf Oktober 2018 von 145 Mrd EUR auf 150,4 Mrd EUR um rund 5,5 Mrd EUR (November: +1,93 Mrd EUR; Dezember: +1,57 Mrd EUR). Setzt man den direkten Wertpapierbestand zu den Bankeneinlagen und Bargeldbestand der Haushalte in Relation, so machten die Wertpapiere zum Jahresultimo 2018 etwa 29 % des liquiden Finanzvermögens der Haushalte aus. Der Septemberwert vor dem Börsencrash lag mit 31 % etwas höher.

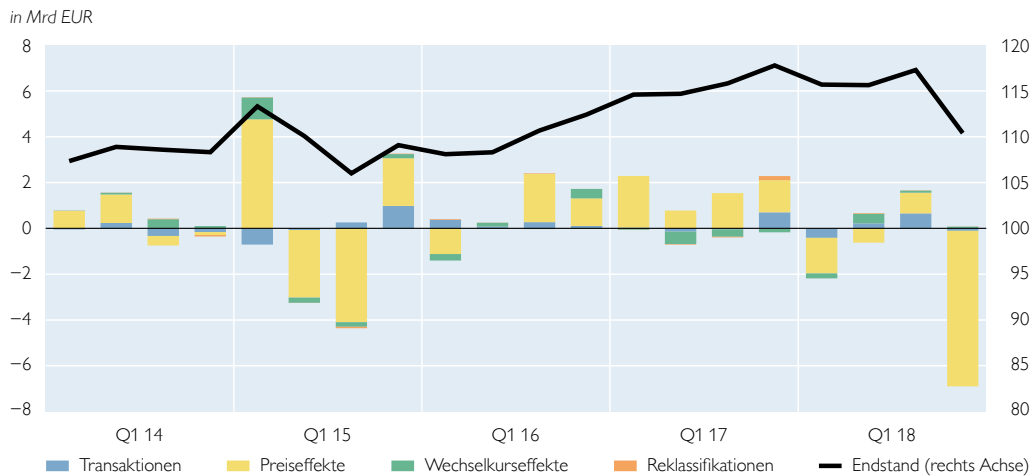
Inländische Haushalte gelten als eher risikoavers. Sofern überhaupt eine Investition in Wertpapiere vorlag, veranlagten Haushalte Ende 2018 über 50 % (57 Mrd EUR) ihres Wertpapierportfolios in in- und ausländische Investmentfondsanteile und 26 % (29 Mrd EUR) in verzinsliche Wertpapiere. Nur 20 % (24 Mrd EUR) wurden in als risikoreich geltende börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien veranlagt. Verbriefte Finanzderivate sind mit nicht einmal 1 % (0,1 Mrd EUR) vernachlässigbar, weshalb im Rahmen der Analyse nicht weiter darauf eingegangen wird.

Insgesamt betrug die buchmäßigen Preiseffekte der Haushalte im Jahr 2018 −8 Mrd EUR und die Wechselkurseffekte 0,4 Mrd EUR. Die Transaktionen für die gesamten Wertpapierveranlagungen beliefen sich 2018 auf 0,3 Mrd EUR.

Der Anteil an Investmentfondsanteilen hat sich in den letzten Jahren um 10 Prozentpunkte erhöht, während Haushalte weiterhin ihre Investitionen in verzinsliche Wertpapiere – bedingt durch die Niedrigzinsphase und dem bis 2017 anhaltenden Trend zur Bankbilanzverkürzung – netto abbauten. 2018 wurden Nettoverkäufe verzinslicher Wertpapiere in Höhe von 1,7 Mrd EUR verzeichnet. Die Bestände inländischer verzinslicher Wertpapiere beliefen sich zum Ultimo 2018 auf 23 Mrd EUR (21 % der direkten Veranlagung), jene ausländischer Wertpapiere auf 6 Mrd EUR (5 %). Ausländische Anleihen wurden im Gegensatz zu inländischen Anleihen (−2 Mrd EUR) leicht zugekauft (+0,3 Mrd EUR). Obwohl 2018 erstmals seit dem Jahr 2008 mehr inländische Bankanleihen emittiert als getilgt wurden, verkauften Haushalte insbesondere inländische Bankanleihen netto in Höhe von −1 Mrd EUR (davon im ersten Quartal −0,8 Mrd EUR). Ende 2018 betrug die Bestände an inländischen Bankanleihen 13,5 Mrd EUR (knapp 50 % der Bestände von in- und ausländischen Anleihen). Verkauft wurden auch Anleihen sonstiger inländischer Finanzinstitute (−0,7 Mrd EUR) sowie inländische Unternehmensanleihen (−0,4 Mrd EUR). Österreichische Staatsanleihen wurden leicht zugekauft (+0,2 Mrd EUR). Inländische Haushalte hielten insgesamt 2,2 Mrd EUR ausländische Staatsanleihen (8 % der Bestände an verzinslichen Wertpapieren), davon 0,7 Mrd EUR deutsche Staatsanleihen und 0,4 Mrd EUR

Grafik 2

Direkte Wertpapierveranlagung (in- und ausländische Aktien, Anleihen und Investmentfondszertifikate) 2014–2018



US-Staatsanleihen. Ebenfalls beliebt waren mit Beständen in Höhe von 1,4 Mrd EUR Unternehmensanleihen (davon 0,6 Mrd EUR deutsche Unternehmensanleihen) sowie mit 1,1 Mrd EUR Bankanleihen (davon 0,8 Mrd EUR deutsche Bankanleihen).

Im Gegensatz zu den Investitionen in börsennotierte Aktien und Investmentfondsanteile fielen die Kursverluste 2018 für verzinsliche Wertpapiere mit –0,6 Mrd EUR relativ gering aus (–2 % in Relation zum Ultimostand 2017).

Insgesamt betrachtet war 2018 für österreichische Haushalte kein gutes Jahr für die Entwicklung ihres Aktien- und Investmentfondsportfolios. Grafik 2 veranschaulicht die Entwicklung der Wertpapierbestände sowie Kurs- und Transaktionswerte der letzten 5 Jahre. Börsennotierte Aktien und Investmentfondsanteile verzeichneten die höchsten Kurseinbrüche in dieser Periode. Aufgrund der globalen Börsenturbulenzen mussten die Haushalte im vierten Quartal 2018 negative Preiseffekte für börsennotierte Aktien über 3 Mrd EUR bzw. –12 % für Investmentfondsanteile in Höhe von 3,4 Mrd EUR bzw. –6 % verbuchen (Veränderungen jeweils in Relation zum Vorquartalsendstand).

Insgesamt betrug die Preiseffekte für börsennotierte Aktien im Jahr 2018 knapp –3 Mrd EUR. Davon entfielen –1,3 Mrd EUR auf inländische Aktien und –1,7 Mrd EUR auf ausländische Aktien. Die größten Verluste in Höhe von –0,8 Mrd EUR entstanden durch den Bestand deutscher Unternehmensaktien. Positive Wechselkurseffekte in Höhe von 0,2 Mrd EUR – hauptsächlich durch den Bestand an USD-Wertpapieren – konnten den Einbruch nur leicht abfedern. Für USD-Aktien haben sich die Preiseffekte im Jahr 2018 insgesamt in Höhe von –223 Mio EUR (davon im vierten Quartal: –598 Mio EUR) und Wechselkurseffekte in Höhe von +182 Mio EUR (davon im zweiten Quartal +204 Mio EUR) nahezu aufgehoben. 2017 konnten Haushalte noch Preis- und Wechselkursgewinne in Höhe von 4,1 Mrd EUR verzeichnen. Über die letzten fünf Jahre (2014–2018) betrachtet, entwickelten sich allerdings die Aktieninvestitionen der Haushalte ins-

gesamt durchaus positiv, mit Preis- und Wechselkursgewinnen in Höhe von 3,9 Mrd EUR (+22 % im Vergleich zum Endstand 2013).

Transaktionsbedingt erhöhten inländische Haushalte 2018 ihre Bestände an ausländischen Aktien um 265 Mio EUR, während inländische Aktien in annähernd demselben Ausmaß (261 Mio EUR) verkauft wurden. Besonders beliebt waren deutsche Aktien mit Nettozukäufen in Höhe von 178 Mio EUR (davon 88 Mio EUR Unternehmensaktien und 65 Mio EUR Bankaktien). Ende 2018 besaßen Haushalte inländische börsennotierte Aktien in Höhe von knapp 9 Mrd EUR (8 % der direkten Wertpapierveranlagung) sowie ausländische Aktien in Höhe von 13,4 Mrd EUR (12 %) im Portfolio. Regional betrachtet hielten Haushalte deutsche Aktien in Höhe von 4,5 Mrd EUR (davon 3,6 Mrd EUR Unternehmensaktien), US-Aktien in Höhe von 3,5 Mrd EUR (davon 3,1 Mrd EUR Unternehmensaktien) sowie Schweizer Aktien in Höhe von 1,9 Mrd EUR (davon 1,4 Mrd EUR Unternehmensaktien).

Mit ihrer direkten Veranlagung in Investmentfondsanteile verloren Haushalte 2018 4,4 Mrd EUR (davon –3,4 Mrd EUR im vierten Quartal), während sie 2017 noch Gewinne in Höhe von 1,2 Mrd EUR verzeichnen konnten. Die positiven Wechselkurseffekte waren wie bei den börsennotierten Aktien mit 0,1 Mrd EUR überschaubar. Die höchsten Verluste entstanden durch inländische gemischte Fonds (Preis- und Wechselkurseffekte: –0,4 Mrd EUR bzw. –8 % in Relation zum Endstand 2017), inländische Aktienfonds (–1,1 Mrd EUR bzw. –16 %) sowie ausländische Aktienfonds (–0,8 Mrd EUR bzw. –10 %). Im Gegensatz zu den Investitionen in börsennotierte Aktien waren die Kursveränderungen der Investmentfondsanteile, in die Haushalte investierten, innerhalb der letzten 5 Jahre mit –1,2 Mrd EUR negativ.

Die Zukäufe von Investmentfondsanteilen im Jahr 2018 waren mit über 2 Mrd EUR die niedrigsten der letzten 5 Jahre, im vierten Quartal 2018 kam es sogar erstmals seit dem ersten Quartal 2012 zu Nettoverkäufen in Höhe von 157 Mio EUR. Am stärksten wurden im Jahr 2018 inländische Investmentfonds (+976 Mio EUR) sowie Investmentfonds aus Luxemburg (+825 Mio EUR) und Deutschland (+252 Mio EUR) zugekauft. Am stärksten verkauften Haushalte Investmentfonds aus Großbritannien (–182 Mio EUR). Mit –46 % in Relation zum Endstand 2017 waren das die mit Abstand höchsten Verkäufe britischer Fonds seit 5 Jahren. Zum Jahresultimo 2018 hielten Haushalte inländische Investmentfondanteile in Höhe von 40,4 Mrd EUR (37 % der direkten Wertpapierveranlagung) und ausländische Investmentfondsanteile in Höhe von 16,9 Mrd EUR (15 %).

Grafik 3 veranschaulicht die Entwicklung der von Haushalten gehaltenen börsennotierten Aktien sowie Investmentzertifikate im Zeitverlauf der letzten 5 Jahre. Die Einzelkomponenten zeigen, dass die Verkäufe trotz stark abfallender Kurse im vierten Quartal 2018 sehr gering ausfielen. Somit deutet dies auf eine eher beobachtende Haltung der österreichischen Haushalte beim jüngsten Börsencrash hin, wodurch die meisten erlittenen Verluste der Haushalte nicht unmittelbar realisiert wurden.

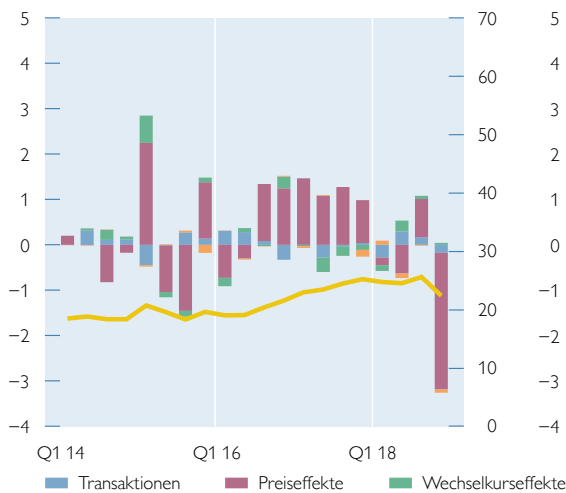
Insgesamt betragen die Bestände inländischer Investmentfondsanteile (ohne Fonds-in-Fonds-Investitionen) 129,1 Mrd EUR. Davon hielten Haushalte 31 % (40,4 Mrd EUR) sowie institutionelle Investoren 41 % (53,5 Mrd EUR). Vergleicht man Transaktionen und Preiseffekte bei inländischen Investmentfondszertifikaten je Gläubigergruppe (ohne Fonds-in-Fonds-Investitionen), so fällt auf, dass Haus-

Grafik 3

Direkte Veranlagung der Haushalte in in- und ausländische börsennotierte Aktien und Investmentfondsanteile

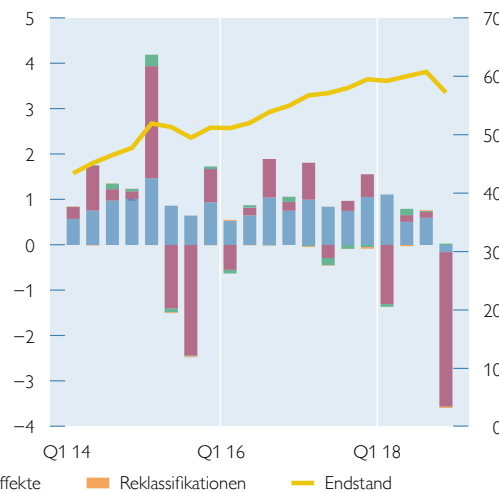
Börsennotierte Aktien

in Mrd EUR



Investmentfondsanteile

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

halte nicht nur mit ihren direkten Investitionen in inländische Investmentfondszertifikate, sondern auch mit ihren indirekten Veranlagungen durch institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen und betriebliche Vorsorgekassen von den Kurseinbrüchen im vierten Quartal 2018 stark betroffen waren. So ergaben sich für institutionelle Investoren im vierten Quartal 2018 buchmäßige Preisverluste in Höhe von 2,4 Mrd EUR. Grafik 4 zeigt die Verteilung der Preiseffekte und Transaktionen der Investmentzertifikate je Gläubigergruppe für das vierte Quartal 2018 und veranschaulicht, dass bei Berücksichtigung indirekter Veranlagung durch institutionelle Investoren die Auswirkung der jüngsten Börsenturbulenzen auf das gesamte Finanzvermögen der Haushalte noch stärker ausfallen würde.

Im folgenden Kapitel werden mittels „Look-through“ die Auswirkungen der Fondsinvestitionen auf die Haushalte näher beleuchtet. Strukturelle Informationen zu den direkten und indirekten Investitionen der Haushalte über alle indirekten Kanäle inklusive Versicherungen und Pensionskassen sind dem Artikel „Indirekte Finanzveranlagungen der Haushalte“⁷ zu entnehmen.

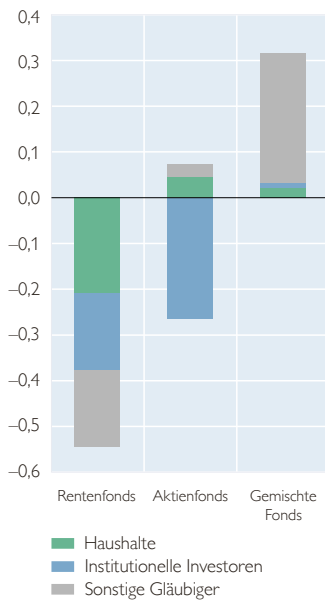
⁷ Andreasch et al. 2018. Indirekte Finanzveranlagungen der Haushalte in Österreich. Strukturanalyse anhand eines „Look-through-Ansatzes“ auf Basis von Einzelwertpapierdaten. In: Einkommen, Konsum und Vermögen der Haushalte – Sektorale Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung 1998-2017 (STATISTIKEN Sonderheft). OeNB. Verfügbar unter: https://www.oenb.at/dam/jcr:53d1c0b7-1230-4091-b2ec-fa421122c028/04_Sektorale-VGR_2018_Andreasch.pdf.

Grafik 4

Inländische Investmentfondszertifikate (ohne Fonds-in-Fonds) Q4 18

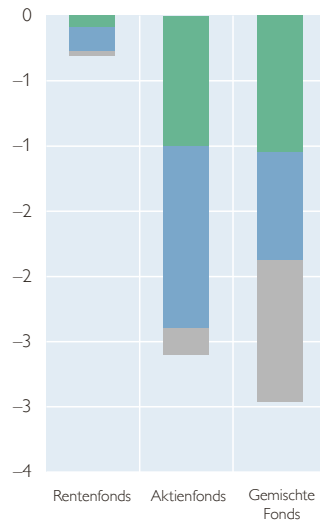
Transaktionen

in Mrd EUR



Preiseffekte

in Mrd EUR



Quelle: OeNB.

Indirekte Wertpapierinvestitionen der österreichischen Haushalte über inländische Investmentfonds

Der „Look-through-Ansatz“ ist eine Methodologie zur Berechnung der indirekten Wertpapierveranlagung des ursprünglichen Gläubigers mittels Kombination verschiedener Einzelwertpapiererhebungen.⁸ In der vorliegenden Analyse wird für die Haushalte durch den Kanal der gehaltenen inländischen Investmentfondsanteile „durchgeschaut“, um die indirekte Wertpapierveranlagung der Haushalte im vierten Quartal 2018 zu untersuchen. Im Falle einer inländischen Fonds-in-Fonds (F.i.F.)-Veranlagung wird ein zweites Mal der „Look-through-Ansatz“ angewendet, um die zugrunde liegenden indirekten Anleihen- und Aktienanteile auf der zweiten Ebene zu ermitteln.⁹ Nachfolgend soll ein konkretes Beispiel den „Look-through-Ansatz“ verdeutlichen.

Ein Fonds X wird zu 20 % von Haushalten gehalten. Dieser Fonds X investiert zu 70 % in Aktien und zu 30 % in einen anderen inländischen Fonds Y, welcher wiederum zu 60 % in Anleihen und 40% in Aktien investiert. In der ersten Stufe des „Look-through-Ansatzes“ werden zunächst die vom Fonds X gehaltenen Wertpapiere exklusive der inländischen F.i.F.-Veranlagung anteilig den Haushalten zugeordnet (d. h. $0,2 \cdot 0,7 = 14\%$ des Aktienvolumens des Fonds X). In der zweiten Stufe werden die gehaltenen Anleihen und Aktien vom Schuldnerfonds Y anteilmäßig über die Investitionskette den Haushalten zugewiesen (d. h. $0,2 \cdot 0,3 \cdot 0,6 = 3,6\%$ des Anleihe- und $0,2 \cdot 0,3 \cdot 0,5 = 3\%$ des Aktienvolumens des Fonds Y).

Österreichische Haushalte hielten zum Ultimo September 2018 42,5 Mrd und per Ende Dezember 2018 EUR 40,4 Mrd EUR an inländischen Investmentfondszertifikaten. Tabelle 1 zeigt das Ergebnis des „Look-through-Ansatzes“ für die indirekte Wertpapierveranlagung der Haushalte über den Kanal der inländischen Fonds nach Fondskategorien. Die Differenz zwischen den direkt gehaltenen Investmentzertifikaten der Haushalte und der Summe der unten dargestellten indirekten Wertpapierveranlagung nach „Look-through“ stellen die Kassenbestände, Immobilien und sonstige Vermögensgegenstände der inländischen Investmentfonds dar.

⁸ Umlaufvolumen der inländischen Investmentfonds, direkte Bestände der Gläubiger (z. B. inländische Haushalte) an inländischen Investmentfonds sowie direkte Bestände der inländischen Investmentfonds.

⁹ In der vorliegenden Analyse wird der „Look-through-Ansatz“ maximal bis zur zweiten Stufe einer inländischen Fonds-in-Fonds-Veranlagungskette angewendet (d.h. ein Rest an inländischen F.i.F.-Forderung bleibt bestehen, wenn der Schuldnerfonds einer F.i.F.-Veranlagung ein weiteres Mal in einen inländischen Fonds investiert). Assets der ausländischen Fonds können aufgrund fehlender Einzelmelderinformation nicht weiter aufgeschlüsselt werden und verbleiben als Forderung in Form von ausländischen Investmentzertifikaten.

Tabelle 1

Im vierten Quartal 2018 verringerte sich der indirekte Wertpapierbestand der von Haushalten gehaltenen inländischen Aktienfonds von 7,1 Mrd EUR auf 6,1 Mrd EUR. Ein Großteil der indirekten Aktienveranlagung der Haushalte wurde über inländische Aktienfonds getätigt, wobei sich deren Portfolio zu einem hohen Anteil aus US-Aktien zusammensetzte. Im September 2018 betrug die indirekte Aktienveranlagung der Haushalte durch die inländischen Aktienfonds insgesamt 5,6 Mrd EUR, wovon US-Aktien 1,6 Mrd EUR ausmachten. Im Gegensatz zum hohen Volumen der direkt von Haushalten in Deutschland investierten Aktien (5,1 Mrd EUR) betrug der Vergleichswert über die inländischen Aktienfonds lediglich 375 Mio EUR. Der gesamte indirekte Aktienbestand der von Haushalten gehaltenen Aktienfonds verlor im vierten Quartal in Folge der Börsenturbulenzen an den internationalen Märkten stark an Wert und ging im Dezember 2018 auf 4,8 Mrd EUR zurück. Allein im Dezember 2018 verloren die von Aktienfonds¹⁰ gehaltenen börsennotierten US-Aktien ca. 9 % gegenüber dem Vormonat. Ausländische Investmentzertifikate machten einen weiteren wesentlichen Teil der indirekten Veranlagung der Haushalte aus. Österreichische Haushalte hielten im September indirekt 1,5 Mrd EUR

an ausländischen Investmentzertifikaten über inländische Aktienfonds. Die ausländischen F.i.F.-Veranlagung der inländischen Aktienfonds besteht im Allgemeinen wiederum fast ausschließlich aus ausländischen Aktienfonds.¹¹ So bestanden in beiden Monaten volumenanteilig etwa 97 % aller ausländischen F.i.F.-Veranlagungen der inländischen Aktienfonds aus ausländischen Aktienfonds, wodurch sich die Börsenturbulenzen in der ausländischen F.i.F.-Veranlagung besonders stark niederschlugen.

Der indirekte Wertpapierbestand der Haushalte über inländische Mischfonds verringerte sich im vierten Quartal 2018, im Wesentlichen preis- und wechselkursbedingt, von 18 Mrd EUR auf 16,8 Mrd EUR. Neben den Aktienfonds sind

Indirekte Wertpapierveranlagung der Haushalte über inländische Investmentfonds („Look-through“)

Endstand zu Marktwerten bewertet		Sep. 18	Dez. 18	
Position		in Mio. EUR		
Aktienfonds	Gesamt	7.098	6.085	
	Verzinsliche Wertpapiere	25	26	
	Aktien u. Anteilsrechte	5.577	4.755	
	hiervon AT	579	459	
	hiervon EA (exkl. AT)	1.154	984	
	hiervon US	1.581	1.307	
	Inländische F.i.F. (Rest)	2	2	
	Ausländische F.i.F.	1.494	1.302	
	hiervon Aktienfonds	1.451	1.256	
	Mischfonds	Gesamt	17.942	16.754
Verzinsliche Wertpapiere		7.004	6.921	
Aktien u. Anteilsrechte		2.928	2.430	
hiervon AT		216	166	
hiervon EA (exkl. AT)		794	642	
hiervon US		1.158	969	
Inländische F.i.F. (Rest)		57	51	
Ausländische F.i.F.		7.954	7.352	
hiervon Aktienfonds		4.238	3.389	
hiervon Rentenfonds		3.120	3.468	
Rentenfonds	Gesamt	10.166	9.827	
	Verzinsliche Wertpapiere	9.764	9.444	
	hiervon AT	1.530	1.473	
	hiervon EA (exkl. AT)	4.255	4.171	
	hiervon US	1.249	1.117	
	Aktien u. Anteilsrechte	4	2	
	Inländische F.i.F. (Rest)	11	12	
	Ausländische F.i.F.	387	368	
	Immobilienfonds	Gesamt	837	845
		Verzinsliche Wertpapiere	781	789
Inl. F.i.F. (Rest)		-	-	
Ausl. F.i.F.		56	56	
Hedge, Geldmarktfonds & sonstige	Gesamt	105	99	
	Verzinsliche Wertpapiere	23	19	
	Inländische F.i.F. (Rest)	-	-	
	Ausländische F.i.F.	83	80	

Quelle: OeNB.

¹⁰ Population der inländischen Aktienfonds, welche inländische Haushalte als Gläubiger haben.

¹¹ Fast ausschließlich in luxemburgische und irische Fonds veranlagt.

Mischfonds ein weiterer wichtiger Kanal für die indirekte Aktienveranlagung der Haushalte. Im September 2018 betrug der indirekt über Mischfonds investierte Aktienbestand der Haushalte 2,9 Mrd EUR. Dieser Aktienbestand betrug im Dezember nach Kursverlusten nur mehr 2,4 Mrd EUR. Ein substanzieller Anteil der Assets der Mischfonds war in ausländischen Fonds veranlagt. Zum September 2018 besaßen österreichische Haushalte indirekt 8 Mrd EUR an ausländischen Investmentzertifikaten über gemischte Fonds. Dieses Volumen ging im Dezember auf 7,4 Mrd EUR zurück. Eine genauere Betrachtung der F.i.F.-Veranlagung für inländische Mischfonds zeigt, dass der Anteil von ausländischen Aktienfonds an der gesamten ausländischen F.i.F.-Veranlagung im September und Dezember 2018 etwa 53 % (4,2 Mrd EUR) bzw. 46 % (3,3 Mrd EUR) betrug. Ausländische Rentenfonds stellen die zweitgrößte Kategorie der F.i.F.-Veranlagung von Mischfonds mit einem Anteil von 39 % (3,1 Mrd EUR) bzw. 47 % (3,4 Mrd EUR) dar. Die geringere Aktienkonzentration der Mischfonds federte somit größere Kursverluste und Bestandsrückgänge ab.

Das Volumen der indirekten Anleiheveranlagung über inländische Renten- und Mischfonds betrug zum September 2018 insgesamt 16,7 Mrd EUR. Verglichen mit den stark gesunkenen Aktienkurswerten blieben die Rentenkurse im vierten Quartal relativ stabil, wodurch der indirekte Anleihebestand in den beiden Vergleichsmonaten fast konstant blieb (Dezember 2018: 16,3 Mrd EUR). Die indirekt gehaltenen Anleihen stammten hauptsächlich aus dem Inland (2,1 Mrd EUR), Frankreich (2 Mrd EUR), USA (1,7 Mrd EUR), sowie Deutschland (1,7 Mrd EUR). Immobilien-, Geldmarkt-, Hedge- und sonstige Fonds investierten kaum in Aktien und hielten erwartungsgemäß in Vergleich zu den Renten- und Mischfonds nur ein relativ geringes Volumen an Rentenwerten. Zusammenfassend über alle inländischen Fondskategorien ergab sich zum Jahresultimo 2018 ein Gesamtvolumen indirekter Wertpapierveranlagung in Höhe von 33,6 Mrd EUR. Der Vergleichswert für den September 2018 betrug 36,2 Mrd EUR.

Tabelle 2 zeigt das liquide Finanzvermögen der Haushalte in Form von Wertpapieren und Bankeinlagen für die Ultimos der beiden Vergleichsmonate im letzten Quartal 2018. Die Tabelle zeigt zunächst die wichtigsten Positionen der direkten Veranlagung nach Finanzierungsinstrument und Emittenteninformation. In der Tabellenspalte *Direkt und indirekt gesamt* wurde das Volumen der indirekt gehaltenen Wertpapiere über die inländischen Investmentfonds aus Tabelle 1 zum Volumen der direkt veranlagten Wertpapiere der Haushalte hinzugezählt, um eine Gesamtansicht über das Wertpapier-Portfolio der österreichischen Haushalte in den letzten Monaten eines turbulenten Börsenjahres 2018 zu erhalten.

Der Vergleich zwischen der direkten Veranlagung und der Gesamtansicht (Summe der direkten und indirekten Veranlagung über die inländischen Investmentfonds) in liquides Vermögen zeigt deutliche Unterschiede in den Dimensionen hinsichtlich der Veranlagungsform (Anleihen versus Aktien) sowie des Ursprungslandes des Emittenten. Während die Daten auf einen „Home-Bias“ in der direkten Investitionsentscheidung der Haushalte hindeuten, zeigt sich ein anderes Bild unter der Berücksichtigung indirekter Veranlagung durch die inländischen Investmentfonds, die deutlich stärker ausländische Wertpapiere bevorzugen. Die Struktur des gesamten Wertpapierbestandes der Haushalte blieb jedoch vor und nach den Kurseinbrüchen fast unverändert.

Tabelle 2

Direkte und indirekte Veranlagung der Haushalte

Endstand zu Marktpreisen bewertet	September 2018			Dezember 2018		
	Direkt	Indirekt (via inländische Investmentfonds)	Direkt und indirekt gesamt	Direkt	Indirekt (via inländische Investmentfonds)	Direkt und indirekt gesamt
<i>in Mio EUR</i>						
Inländische Wertpapiere exkl. Investmentfonds gesamt	35.066	3.834	38.900	33.568	3.584	37.152
hiervon Anleihen	23.282	2.966	26.248	23.161	2.895	26.055
hiervon Bankanleihen	14.911	1.300	16.211	13.470	1.262	14.732
hiervon Unternehmensanleihen	2.610	1.320	2.925	2.512	292	2.804
hiervon Staatsanleihen	1.157	1.320	2.477	1.249	1.306	2.555
hiervon Aktien	11.785	796	12.581	10.407	625	11.032
hiervon Unternehmensaktien	9.236	620	9.856	8.072	489	8.560
Ausländische Investmentzertifikate	18.297	9.974	28.271	16.890	9.158	26.048
hiervon Aktienfonds	8.263	5.697	13.960	7.197	4.651	11.848
hiervon Mischfonds	4.577	398	4.975	4.304	412	4.716
hiervon Rentenfonds	3.119	3.615	6.734	3.024	3.944	6.968
Ausländische Aktien und Anteilsrechte	15.329	7.712	23.041	13.495	6.563	20.058
hiervon Deutschland	5.139	729	5.868	4.502	604	5.106
hiervon Unternehmensaktien	4.102	602	4.703	3.582	492	4.074
hiervon Frankreich	435	498	932	382	387	769
hiervon Niederlande	785	222	1.007	698	197	895
hiervon Schweiz	2.014	376	2.390	1.879	328	2.207
hiervon Großbritannien	894	491	1.385	819	410	1.229
hiervon USA	4.115	2.741	6.856	3.526	2.276	5.802
hiervon Unternehmensaktien	3.665	2.276	5.941	3.137	1.910	5.047
Ausländische Staatsanleihen	2.183	6.575	8.758	2.228	6.678	8.906
hiervon Deutschland	713	887	1.600	713	914	1.627
hiervon Frankreich	15	1.028	1.043	19	1.017	1.036
hiervon Niederlande	250	150	400	250	167	417
hiervon Schweiz	195	3	198	225	3	228
hiervon Großbritannien	134	71	205	134	77	211
hiervon USA	434	549	983	443	527	970
Sonstige ausländische Anleihen	3.873	8.056	11.929	3.840	7.627	11.466
hiervon Deutschland	1.513	720	2.233	1.520	758	2.278
hiervon Frankreich	370	1.139	1.509	364	1.055	1.420
hiervon Niederlande	362	854	1.216	372	821	1.193
hiervon Schweiz	18	30	48	16	32	48
hiervon Großbritannien	241	731	972	203	686	889
hiervon USA	368	1.471	1.839	383	1.226	1.609
hiervon Unternehmensanleihen	252	805	1.057	264	669	933
Wertpapier-Veranlagung (exkl. inländische Investmentfonds) gesamt	74.749	36.151	110.899	70.021	33.610	103.630
Inländische Investmentfondszertifikate						
direkte Veranlagung der Haushalte	42.529	–		40.373	–	
indirekte Veranlagung der Haushalte ¹	–	70		–	64	
Nicht-Wertpapiervermögen der inländischen Fonds ²	–	6.309		–	6.698	
Wertpapier-Veranlagung gesamt	117.278			110.393		
Einlagen auf inländischen Banken	240.794			248.566		
hiervon täglich fällig	144.928			153.851		
Bargeld	23.180			23.511		

Quelle: OeNB.

¹ Indirekter inländischer Investmentfondsbestand nach 2 x Look-through.² Restgröße Einlagen, Immobilienvermögen und sonstiges Vermögen.

Die Gegenüberstellung der beiden Ansichten zeigt einen wesentlich höheren Anteil an ausländischem Wertpapierbesitz der Haushalte in der Gesamtansicht (mit 64 % zum Jahresultimo 2018) gegenüber dem Vergleichswert für die direkte Veranlagung (33 %). Die größte Konzentration in der Gesamtansicht des Wertpapierbestands im Ausland stellte Deutschland mit einem Volumen von 9 Mrd EUR in der Gesamtansicht dar. Zum Jahresultimo 2018 veranlagten österreichische Haushalte direkt 4,4 Mrd EUR in US-Wertpapieren (davon 3,1 Mrd EUR in US-Unternehmensaktien). Dieses Volumen verdoppelte sich nahezu auf 8,4 Mrd EUR (davon 5 Mrd EUR in US-Unternehmensaktien) in der Gesamtansicht. Somit stellten die USA in der vorliegenden Gesamtbetrachtung für die österreichischen Haushalte das zweitgrößte ausländische Schuldnerland hinter Deutschland dar. Unterschiede zwischen der direkten und indirekten Veranlagung machten sich ebenfalls bei niederländischen und französischen Banken- und Unternehmensanleihen bemerkbar.

Der zweite Aspekt, bei dem sich wesentliche Veränderungen nach dem „Look-through“ auftraten, betrifft die strukturelle Verteilung zwischen Aktien und Anleihen im Portfolio der Haushalte. Während der direkte Aktienanteil der Haushalte zum Jahresultimo 2018 lediglich 22 % (23 Mrd EUR) betrug, belief sich der Vergleichswert in der Gesamtansicht auf insgesamt 31 Mrd EUR und machte etwa 30 % des gesamten Wertpapierbestandes aus. Hierbei wurde der indirekt gehaltene Aktienbestand der Haushalte über die ausländischen Aktienfonds in der Gesamtansicht (ca. 12 Mrd. EUR) noch nicht berücksichtigt.¹² Der gehaltene Anleihewert in der Gesamtansicht belief sich zum Jahresultimo 2018 auf 46,4 Mrd EUR (September: 47 Mrd EUR). Das Volumen der gehaltenen ausländischen Rentenfonds, welches bei Berücksichtigung den Wert der gehaltenen Anleihen noch weiter erhöhen würde, betrug ca. 7 Mrd. EUR.

Entwicklungen zum Jahresbeginn 2019

Zum Jahresbeginn 2019 erholten sich die Aktienmärkte allmählich wieder von den beträchtlichen Kursverlusten des letzten Quartals. Grafik 1 veranschaulicht diesen Erholungsprozess an den internationalen Märkten, der sogleich nach dem Jahreswechsel einsetzte. Infolgedessen konnten Haushalte bereits im Jänner Preis- und Wechselkursgewinne aus direkter Veranlagung in Höhe von 1,2 Mrd EUR verzeichnen. Während der Dow Jones-Index in den ersten drei Monaten eine rasante Aufholjagd hinlegte und bereits im März das Niveau vor dem Börsencrash wiedererlangte, war eine vollständige Erholung an den meisten anderen internationalen Aktienmärkten zu diesem Zeitpunkt noch nicht abgeschlossen. Eine wesentliche Entlastung im ersten Quartal 2019 war die Aussetzung der gegenseitigen Strafzölle zwischen den Wirtschaftsmächten USA und China. Die Märkte reagierten positiv auf Fortschritte bei den laufenden Verhandlungsrunden der beiden Länder und antizipierten eine mögliche Normalisierung der Handelsbeziehungen. Zudem wurde auf der geldpolitischen Seite von der FED¹³ und EZB¹⁴ signalisiert, dass im

¹² Da Aktienfonds in der Regel fast ausschließlich in Aktien investieren, ergibt sich bei Berücksichtigung der ausländischen Aktienfonds ein Gesamtvolumen an direkt und indirekt gehaltenen Aktien von ca. 43 Mrd EUR.

¹³ Siehe Pressemitteilung der FED vom 20. März 2019: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190320a.htm>.

¹⁴ Siehe Pressemitteilung der EZB vom 24. Jänner 2019: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190124~5c00d09d5d.en.html>.

Jahr 2019 voraussichtlich keine weiteren Zinsanhebungen zu erwarten seien. Das vergleichsweise stabilere wirtschaftliche Umfeld im ersten Quartal 2019 wurde daher von vielen Unternehmen als eine Verbesserung des Geschäftsklimas empfunden.¹⁵ Einige Unsicherheiten verbleiben jedoch zum Jahresbeginn. Neben der aktuellen Brexit-Thematik stellen die laufenden Verhandlungen zwischen der EU und den USA im Zusammenhang mit Auto- und Stahlzöllen eine weitere Herausforderung dar.

¹⁵ <https://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Survey-Results/Business-Climate/Geschaeftsklima-Archiv/2019/Geschaeftsklima-20190325.htm>.