

Peter Mooslechner\*)

# Das Geldvermögen privater Haushalte in Österreich

Die langfristig wachsenden Geldvermögensbestände machen das Veranlagungsverhalten der privaten Haushalte zu einem immer wichtigeren Bestimmungsgrund des Geschehens auf den Finanzmärkten. Gleichzeitig leiten sich aus dem damit verbundenen Wandel der Nachfrage nach Finanzdienstleistungen Anforderungen an das Dienstleistungsangebot von Finanzunternehmen ab, die alle auf diesen Märkten tätigen Anbieter vor eine ständige Herausforderung stellen. Diese Situation wird durch die Integration des österreichischen Finanzmarktes in den Finanzbinnenmarkt der EU verschärft. Vor allem ermöglicht die Liberalisierung der Marktbedingungen und des internationalen Kapitalverkehrs potentiellen internationalen Konkurrenten den uneingeschränkten Zugang zu bisher vielfach geschützten Heimmärkten.

Die zentrale gesamtwirtschaftliche Funktion der Finanzmärkte in den Industrieländern besteht darin, den Mitteltransfer von den Anlegern (den privaten Haushalten) zu den Mittelverwendern (dem Unternehmenssektor und dem Staat) effizient zu gestalten (Tobin, 1984). Bedingt durch die mit steigendem Einkommen wachsende Sparneigung der privaten Haushalte<sup>1)</sup> und durch den langfristig zunehmenden Grad an Finanzintermediation (Goldsmith, 1983) wachsen die Finanzvermögens- und Verschuldungspositionen in diesem Prozeß stärker als das Einkommen und das Realvermögen (Streissler, 1980).

Mit steigendem Einkommen und höheren Vermögensbeständen wandeln sich aber auch die Veranlagungsmotive (Ruda, 1988). Nicht mehr allein Liquidität, Vorsorge gegen unerwartete Einkommensausfälle und Ausgaben sowie höchstmögliche Sicherheit stehen im Mittelpunkt der Ver-

**Die österreichischen Privathaushalte verfügten Ende 1993 über ein durchschnittliches Geldvermögen von 660.000 S. Trotz dieses hohen Betrags nimmt Österreich damit im internationalen Vergleich nur die 9. Stelle unter 11 OECD-Ländern ein, während es nach dem Brutto-Inlandsprodukt pro Kopf zu Kaufkraftparitäten bereits den 4. Rang erreicht hat. Erstmals für Österreich können aus einer Primärerhebung bei mehr als 1.000 Wiener Haushalten private Veranlagungsstrukturen detaillierter untersucht werden. Die Ergebnisse zeigen vor allem, daß die Nutzung höherwertiger Anlageformen auf eine kleine Gruppe von Haushalten konzentriert ist. Erbschaften veranlassen jedoch auch eher konservative Anleger zu einem dynamischeren Anlageverhalten.**

anlagungsentscheidung. Optimaler Vermögensaufbau, langfristige Veranlagungshorizonte und Ertragsmaximierung werden zu immer wichtigeren Zielen im Anlegerverhalten. Für Banken und andere Anbieter von Finanzdienstleistungen dominiert dagegen die Aufgabe, unter rasch wechselnden Marktbedingungen die Wettbewerbsfähigkeit ihres Produktangebotes sicherzustellen<sup>2)</sup>. Insgesamt müssen die Finanzmärkte den differenzierten Präferenzen der Anleger laufend durch ein geeignetes Angebot an Finanzierungsinstrumenten Rechnung tragen.

Zwei Tendenzen sind es in erster Linie, die bereits heute und in Zukunft verstärkt die Nachfrage der privaten Haushalte nach Finanzdienstleistungen prägen: die zunehmende Rolle der *privaten Altersvorsorge* als Veranlagungsmotiv sowie die *Konsequenzen höherer Vermögensbestände* für die Spar- und Anlageentscheidung.

gen prägen: die zunehmende Rolle der *privaten Altersvorsorge* als Veranlagungsmotiv sowie die *Konsequenzen höherer Vermögensbestände* für die Spar- und Anlageentscheidung.

## Wandel der Anlegermotive als Herausforderung

Noch mehr als heute vielfach bewußt werden die Anlegerentscheidungen künftig vom Motiv der Altersvorsorge beeinflusst sein. Ausschlaggebend dafür sind Veränderungen der Bevölkerungsstruktur (Huijser, 1990), aus denen sich Probleme für die Finanzierung der gesetzlichen Altersversorgung ableiten. Aus diesem Grund zu erwartende Reformen werden diese Reaktionen noch verstärken (Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen, 1991). Damit wird Altersvorsorge für immer jüngere Altersgruppen zu einem wichtigen Spar- und Anlagemotiv (Diamond — Hausman, 1984).

\*) Die Aufbereitung der statistischen Daten betreute Ursula Glaufinger.

<sup>1)</sup> Ausführliche Analysen des Haushaltssparens in entwickelten Volkswirtschaften geben Steindl (1982), Sturm (1983), Elmeskov — Shafer — Tease (1991) und Koskela — Paunio (1992). Bei Fischer — Langhammer (1986) findet sich eine Übersicht über Probleme der Sparkapitalbildung in weniger entwickelten Ländern.

<sup>2)</sup> Aspekte der durch diese Tendenzen veränderten Wettbewerbssituation im Bankwesen werden von Frazer — Vitas (1982), Gardener — Molyneux (1990) und Conti — Hamai (1993) detaillierter behandelt.

Längere Ausbildungszeiten, ein früherer Pensionierungszeitpunkt und die höhere Lebenserwartung erfordern einerseits eine über den Zeitraum des Erwerbslebens höhere Sparleistung und andererseits eine Verschiebung der Veranlagungsstruktur zu entsprechenden Anlageformen (*Dicks-Mireaux — King, 1984*). Zusätzliche Effekte gehen von der steigenden Bedeutung der betrieblichen Pensionsvorsorge aus, die ebenfalls — direkt oder indirekt — auf den Finanzmärkten wirksam wird (*Davis, 1988, 1991*).

Das langfristige Wachstum der Finanzvermögensbestände privater Haushalte übt darüber hinaus auf deren Nachfrage nach Finanzdienstleistungen einen eigenständigen Einfluß aus<sup>3)</sup>. Das mit steigendem Einkommen überproportional wachsende Finanzvermögen macht reine Portfolioumschichtungen zu einem immer wichtigeren Faktor. Übersteigt etwa das Finanzvermögen das laufende Einkommen, so bringt eine um 1 Prozentpunkt höhere Nettorendite der Finanzanlagen dem Haushalt mehr Ertrag als eine Netto-Lohnerhöhung um 1%<sup>4)</sup>. Für die Anbieter von Finanzdienstleistungen bedeutet diese zunehmende Rentabilitätsorientierung höhere Anlegermobilität<sup>5)</sup> sowie einen steigenden Bedarf an qualifizierter Beratung und an Veranlagungs-Know-how.

Trotz der auch in Österreich rasch wachsenden Bedeutung dieser Fragen gab es bisher keine umfassende Untersuchung, die sich detailliert mit dem Anlageverhalten und den Veranlagungsstrukturen österreichischer Privathaushalte beschäftigt hätte. In der statistischen Erfassung wesentlicher Finanzmarktsegmente herrscht weiterhin Nachholbedarf. Während sich die Datenverfügbarkeit über Finanzinstitutionen und organisierte Finanzmärkte dem internationalen Standard nähert, besteht in bezug auf Primärstatistiken für die originären Anbieter und Nachfrager von Finanzierungsmitteln — für den Unternehmens- und den Haushaltssektor — noch ein deutlicher Rückstand (*Cohen, 1987*).

Im Rahmen einer Studie im Auftrag der Bank Austria (*Mooslechner, 1992, 1994*) nahm nun das WIFO — erstmals für Österreich — eine detaillierte empirische Erfassung und Analyse von Veranlagungsstruktur privater Haushalte vor. Wichtigstes Ziel war dabei die schwierige Erfassung der Veranlagungsvolumina. Die Ergebnisse der Studie verbessern die Informationsgrundlagen in einem wichtigen Bereich der Finanzmarktveranlagung wesentlich. Die vorliegende Arbeit gibt einen kurzen Überblick über einige Detailergebnisse der Gesamtstudie<sup>6)</sup>.

Der österreichische Haushaltssektor verfügte im Jahr 1993 über einen geschätzten Geldvermögensbestand von nicht ganz 2.100 Mrd S. Das entspricht einem Anteil am gesamten privaten Geldvermögen von etwa 65%. Für den durchschnittlichen Haushalt ergibt sich ein Geldvermögen

von rund 660 000 S. Dem steht eine Haushaltsverschuldung von etwas mehr als 260 000 S gegenüber; somit beträgt der Netto-Geldvermögensbestand je Haushalt ungefähr 400 000 S. Je Einwohner entspricht das einem durch-

## Haushaltsgeldvermögen im internationalen Vergleich

schnittlichen Geldvermögen von 264 000 S und einer Pro-Kopf-Verschuldung von 104 000 S.

Auf der Makroebene kann eine Einschätzung der finanziellen Position österreichischer Privathaushalte im internationalen Vergleich aus Daten der OECD Financial Accounts gewonnen werden. Für 10 OECD-Länder werden dort die Geldvermögens- und Verschuldungsbestände des privaten Haushalts- und Unternehmenssektors getrennt ausgewiesen.

Die Daten für Österreich basieren auf einer WIFO-Schätzung des Geldvermögens für den gesamten privaten Sektor, also für Haushalte und Unternehmen zusammen<sup>7)</sup>. Wegen anonymer Veranlagungsmöglichkeiten und mangels einer Bilanzstatistik für den Unternehmenssektor sind jedoch keine offiziellen statistischen Grundlagen zur Trennung der privaten Geldvermögensposition in einen Haushalts- und einen Unternehmensanteil verfügbar. Um eine dadurch bedingte Verzerrung des internationalen Vergleichs weitgehend auszuschalten, wurde für den Haushaltsanteil am Geldvermögen des privaten Sektors ebenfalls eine Schätzung vorgenommen<sup>8)</sup>. Keine wesentlichen Abgrenzungsprobleme gibt es für den internationalen Vergleich der Haushaltsverschuldung (*Brandner — Mooslechner, 1992, Mooslechner — Brandner, 1992*).

### Noch deutlicher Rückstand Österreichs in der Geldvermögenshöhe

Gemessen am Verhältnis des Geldvermögensbestands zum Brutto-Inlandsprodukt liegt die Ausstattung österreichischer Haushalte mit Geldvermögen im internationalen Vergleich noch deutlich zurück. Die höchsten Werte errechnen sich für die USA, Japan, Großbritannien und Italien. In diesen vier Ländern ist der Geldvermögensbestand bereits mehr als doppelt so hoch wie das Brutto-Inlandsprodukt (Übersicht 1). Als zweite Ländergruppe folgen Kanada, Frankreich, die BRD und Spanien mit Werten zwischen 100% und 200%.

In Österreich, Schweden und Finnland ist der Geldvermögensbestand der Haushalte niedriger als das Brutto-Inlandsprodukt. Während er allerdings in Österreich dessen Höhe nahezu erreicht, bleibt er in Schweden (84,8%) und

<sup>3)</sup> Ähnlich kommt dem steigenden Vermögensbestand als Determinante der Konsumnachfrage zunehmende Bedeutung zu (*Thury — Wüger, 1994*).

<sup>4)</sup> Dieser Effekt wird durch die vielfach geringere Besteuerung der Erträge aus Finanzanlagen noch verstärkt.

<sup>5)</sup> Ein spezifischer Gesichtspunkt ist hier die Internationalisierung des Anlegerverhaltens (*Winckler, 1991; Brandner, 1992*), die durch die Devisenliberalisierung (*Brandner, 1991*) ermöglicht wird.

<sup>6)</sup> Eine ausführliche Publikation der Gesamtergebnisse durch das WIFO ist in Vorbereitung.

<sup>7)</sup> Zum Konzept der Schätzung des privaten Geldvermögens vgl. *Mooslechner (1989)*.

<sup>8)</sup> Als Grundlage dafür dienten Daten aus *Mooslechner — Nowotny (1980)*, *Schicklgruber (1986)* und *Deutsche Bundesbank (1994)*. Ergänzt wurden sie durch eine aktuelle Einschätzung mehrerer österreichischer Großbanken über die Aufteilung des Geldvermögens zwischen Haushalten und Unternehmen in einzelnen Anlagekategorien.

## Finanzielle Position privater Haushalte im internationalen Vergleich

### Übersicht 1

		Geldvermögen		Verschuldung		Nettoposition	
		In % des BIP	Rang	In % des BIP	Rang	In % des BIP	Rang
USA	1991	269,5	1	72,0	3	197,5	1
Japan	1992	219,3	2	74,8	2	144,5	3
Großbritannien <sup>1)</sup>	1992	217,9	3	82,2	1	135,7	4
Italien	1993	200,7	4	28,9	11	171,8	2
Kanada	1992	193,9	5	68,9	4	125,0	5
Frankreich	1993	176,6	6	55,2	7	121,4	6
BRD	1993	120,8	7	52,8	8	68,1	7
Spanien	1992	117,3	8	59,8	5	57,5	9
Österreich <sup>1)</sup>	1993	98,7	9	38,9	10	59,8	8
Schweden	1992	84,8	10	58,7	6	26,1	10
Finnland <sup>2)</sup>	1992	60,1	11	46,6	9	13,5	11

		Pro Kopf in S		Pro Kopf in S		Pro Kopf in S	
		Rang	Rang	Rang	Rang	Rang	Rang
Japan	1992	709 955	1	242 153	1	467 802	2
USA	1991	704 425	2	188 197	2	516 227	1
Frankreich	1993	446 140	3	139 360	7	306 781	4
Großbritannien <sup>1)</sup>	1992	433 213	4	163 332	4	269 881	6
Kanada	1992	422 573	5	150 089	5	272 484	5
Italien	1993	406 526	6	58 586	11	347 940	3
BRD	1993	330 788	7	144 397	6	186 391	7
Schweden	1992	267 217	8	185 011	3	82 206	9
Österreich <sup>1)</sup>	1993	263 589	9	103 922	9	159 667	8
Spanien	1992	144 259	10	73 498	10	70 761	10
Finnland <sup>2)</sup>	1992	139 763	11	108 462	8	31 300	11

Q: OECD, Financial Accounts; Deutsche Bundesbank; WIFO — <sup>1)</sup> Schätzung —  
<sup>2)</sup> Unvollständige Erfassung des Geldvermögens

in Finnland (60,1%) deutlich zurück. Unter 11 Ländern liegt Österreich mit einer Relation des Geldvermögens zu Brutto-Inlandsprodukt von 98,7% nur an 9. Stelle, während es nach dem BIP pro Kopf zu Kaufkraftparitäten den 4. Rang einnimmt.

Der Vergleich der Verschuldungsposition des Haushaltssektors spiegelt im wesentlichen die Rangfolge der Geldvermögensausstattung auf niedrigerem Niveau wider. Großbritannien (82,2%), Japan (74,8%) und die USA (72,0%) weisen auch die höchsten Verschuldungsquoten auf<sup>9)</sup>. In keinem Land übersteigt die Haushaltsverschuldung das Brutto-Inlandsprodukt. In die zweite Ländergruppe fallen wieder Kanada, Spanien, Frankreich und die BRD (Verschuldungsquote zwischen 50% und 70%), aber auch Schweden (58,7%). Pro Kopf der Bevölkerung zählt die Haushaltsverschuldung in Schweden zu den höchsten aller Vergleichsländer.

Österreich rangiert mit Finnland und Italien unter den Ländern mit der niedrigsten Haushaltsverschuldung: Die am Brutto-Inlandsprodukt gemessene Verschuldungsquote von 38,9% unterschreitet nur Italien<sup>10)</sup>, sie ist dort mit 28,9% des Brutto-Inlandsproduktes besonders niedrig. Die Verschuldung der Haushalte liegt aber in Österreich z. B. deutlich unter dem Vergleichswert für Deutschland (52,8%).

Diese vergleichsweise geringe Haushaltsverschuldung verbessert Österreichs Rang in der Nettoposition des Haushaltssektors etwas (Geldvermögen minus Verschuldung). Mit 59,8% des Brutto-Inlandsproduktes nimmt es unter 11 Ländern nach Deutschland (68,1%) die 8. Stelle

ein. Unter diesem Wert liegen mit Schweden (26,1%) und Finnland (13,5%) die beiden skandinavischen Länder sowie Spanien (57,5%). In allen anderen Ländern übersteigt die Netto-Geldvermögensposition des Haushaltssektors das Brutto-Inlandsprodukt, in den USA erreicht sie mit 197,5% fast dessen doppelten Wert.

Wie Deutschland gehört Österreich zu den Ländern mit relativ zum Brutto-Inlandsprodukt unterdurchschnittlichem Geldvermögensbestand. In Italien und besonders in Großbritannien ist das Geldvermögen erheblich höher, als dem Einkommensniveau dieser Länder entsprechen würde. Schweden und Finnland weisen gemessen am Einkommensniveau eher niedrige Geldvermögensbestände auf, in Japan, Kanada und den USA korrespondiert hohes Geldvermögen mit hohem Einkommen. Diese Konstellation drückt auch die unterschiedliche Struktur der privaten Altersvorsorge in den einzelnen Ländern aus: In Ländern mit einem ausgebauten staatlichen Pensionssystem nach dem Umlageverfahren ist das private Geldvermögen niedriger, ein hoher Anteil privater Altersvorsorge nach dem Kapitaldeckungsverfahren bedeutet höhere private Geldvermögensbestände.

Im internationalen Vergleich der Finanzvermögensposition von Haushalten bezogen auf die Bevölkerungszahl verändert sich die oben erstellte Reihung der Länder nur wenig: Österreich liegt jeweils an 9. Stelle unter 11 Vergleichsländern. Wegen der relativ niedrigen Haushaltsverschuldung rückt es aber in der Nettoposition auf den 8. Rang vor. Nur in Spanien (73 500 S) und Italien (58 600 S) ist die Verschuldung je Einwohner geringer. Mit einem Nettovermögen von nicht ganz 160 000 S pro Kopf bleibt Österreich deutlich unter dem Wert für die BRD (186 000 S). In den USA ist die durchschnittliche Nettoposition mit rund 516 000 S mehr als dreimal so hoch.

Tendenziell besteht eine positive Beziehung zwischen dem am BIP pro Kopf zu Kaufkraftparitäten gemessenen Entwicklungsstand eines Landes und der Ausstattung seiner Haushalte mit Geldvermögen. Wie einfache lineare Regressionen zeigen, ist sie allerdings für das Verhältnis Geldvermögen zu BIP (adjustiertes  $R^2 + 0,40$ ) schwächer ausgeprägt als für das Geldvermögen pro Kopf in einheitlicher Währung (adjustiertes  $R^2 + 0,69$ ). Noch eindeutiger sind die Ergebnisse von Rangkorrelationen der Länder für diese Indikatoren mit +0,65 bzw. +0,74. Dabei zeigt sich die stärkste Abweichung der Geldvermögensposition vom Einkommensniveau für Großbritannien und Österreich. Während die Haushalte in Großbritannien über ein deutlich überproportionales Geldvermögen verfügen, ist der Rückstand des Geldvermögens gegenüber dem Einkommen in Österreich am größten.

Der deutliche Rückstand der Ausstattung österreichischer Haushalte mit Geldvermögen kann kaum durch Unterschiede im Einkommensniveau erklärt werden — die institutionellen Rahmenbedingungen und der Entwicklungsstand der Finanzmärkte müssen dazu wesentlich beitragen. Unabhängig davon kann die Situation in Ländern mit höherem Geldvermögensstand aber als Anhaltspunkt für

<sup>9)</sup> Die internationale Entwicklung der Haushaltsverschuldung illustrieren Davis (1986) und Jappelli — Pagano (1989).

<sup>10)</sup> Zu den spezifischen Problemen der Verschuldung privater Haushalte in Italien vgl. Guiso — Jappelli — Terlizzese (1991).

das weitere Wachstumspotential des Haushaltsgeldvermögens und der Haushaltsverschuldung in Österreich angesehen werden

### Starke Konzentration der Veranlagungsstruktur auf Bankeinlagen

Der Wandel der Veranlagungsmotive wird sowohl vom realwirtschaftlichen Entwicklungsstand eines Landes als auch von der Höhe der bereits erreichten Vermögensposition mitbestimmt. Dieser Einfluß wird in Österreich durch eher traditionell orientiertes Anlegerverhalten noch verstärkt. Wegen des relativ niedrigen Niveaus des Geldvermögens sind die Veranlagungsstrukturen in Österreich nicht direkt an den Portfoliostrukturen von Ländern mit höherem Vermögensniveau zu messen. Es überrascht deshalb nicht, daß sie — noch — signifikant von denen vieler Vergleichsländer abweichen.

Wie in der BRD ist aber in Österreich von einem langfristigen Aufholprozeß des Bestands an Geldvermögen auszugehen<sup>11)</sup>. In erster Linie dürfte der sichtbar gewordene Rückstand im Geldvermögensbestand gegenüber anderen Industrieländern die unterschiedlichen Veranlagungsstrukturen privater Haushalte in diesem Vergleich prägen.

Der Anteil der Bankeinlagen in der Veranlagungsstruktur österreichischer Haushalte ist mit rund zwei Dritteln des Geldvermögens außergewöhnlich hoch. In allen anderen Ländern liegt dieser Wert zum Teil erheblich niedriger. Die USA und Großbritannien weisen mit etwa einem Viertel die geringsten Anteile an Bankeinlagen auf. In diesen zwei Ländern verfügen freilich einerseits die Haushalte über hohes Geldvermögen, und andererseits gibt es eine ausgeprägte Tradition der Wertpapierveranlagung.

Allerdings geht der österreichische Rückstand in der Portfoliostruktur nicht in erster Linie, wie vielfach angenommen, auf festverzinsliche Wertpapiere zurück. Diese Anlagekategorie erreicht einen Anteil wie in der BRD, und er ist höher als in einer Reihe anderer Länder. Große Unterschiede bestehen hingegen in bezug auf die Aktienveranlagung und die Forderungen aus Lebensversicherungsverträgen. Der Anteil der Lebensversicherungsanlagen privater Haushalte liegt nur in Spanien unter dem in Österreich, der Aktienanteil ist der niedrigste unter allen Vergleichsländern<sup>12)</sup>.

Quantitativ bedeutender ist der Unterschied in der Veranlagung in Lebensversicherungen. Dazu trägt bei, daß diese Position in vielen Ländern Forderungen von Arbeitnehmern gegenüber betrieblichen und überbetrieblichen Pensionskassen und ähnlichen Einrichtungen der Altersvorsorge erfaßt (Davis, 1991). In Österreich haben die mit dem Pensionskassengesetz 1990 geschaffenen neuen Möglichkeiten der betrieblichen Altersvorsorge noch keine entsprechende Größenordnung erreicht. Freilich werden betriebliche Regelungen über Zusatzpensionen durch die

dafür erforderliche Wertpapierveranlagung von Unternehmen bereits heute indirekt auf den Finanzmärkten wirksam.

Wie innerhalb eines Landes zeigt sich auch zwischen Ländern unterschiedlichen Einkommensniveaus eine stärkere Ungleichheit der Vermögensposition als des Pro-Kopf-Einkommens. Während der Geldvermögensbestand pro Kopf in Österreich nur rund 37% des Wertes der USA und nicht ganz 80% von jenem der BRD erreicht, liegt das österreichische BIP pro Kopf zu Kaufkraftparitäten bei 80% des Einkommens in den USA und übertrifft heute das von Deutschland nach der Wiedervereinigung.

### Portfoliostrukturen privater Haushalte: Erhebung bei Wiener Privathaushalten

Erstmals für Österreich können einer aggregierten Makrodarstellung des privaten Geldvermögens detaillierte Analysen des individuellen Anlageverhaltens privater Haushalte gegenübergestellt werden. Die Grundlage dafür bietet eine Primärerhebung, die für ein repräsentatives Sample Daten über die finanzielle Position von Privathaushalten liefert. Befragt wurden mehr als 1.000 Wiener Haushalte nach ihrem Besitz an Anlageformen und der Höhe ihres Finanzvermögens in 15 Anlagekategorien<sup>13)</sup>. Das so ermittelte Bild der Finanzposition privater Haushalte wurde nach 13 wesentlichen sozioökonomischen Merkmalen der Haushaltsstruktur — vom Alter des Haushaltsvorstands über das Haushaltseinkommen bis zur Wohnungssituation — ausgewertet.

Aus der Fülle dieses Datenmaterials werden hier drei Teilaspekte herausgegriffen, die charakteristische Unterschiede der finanziellen Situation einzelner Haushaltsgruppen besonders beleuchten. Ausgehend von verschiedenen theoretischen Ansätzen werden 1. die finanzielle Position privater Haushalte in typischen Phasen des *Lebenszyklus*, 2. die Unterscheidung von *Haushaltsgruppen* nach ihrer Veranlagungsstruktur sowie 3. — als spezifischer Gesichtspunkt der Dynamik im Anlegerverhalten — der Einfluß von *Erbschaften* auf die Geldvermögensposition eines Haushalts dargestellt.

#### Höchster Geldvermögensbestand in Zweipersonenhaushalten über 50 Jahre

Das Lebenszyklusmodell des Sparverhaltens ist das dominierende Konzept zur Analyse der Einkommensallokationsentscheidung eines Haushaltes zwischen Konsum und Ersparnis (Modigliani, 1986, Graham, 1987). Es unterscheidet drei Lebensphasen, die durch unterschiedliche Konstellationen von Einkommen, Konsumausgaben, Sparen und Vermögen gekennzeichnet sind.

<sup>11)</sup> Für beide Länder ist dieser Aufholprozeß nicht zuletzt dadurch bestimmt, daß der Aufbau an Geldvermögen — anders als in den Vergleichsländern — nach Ende des Zweiten Weltkriegs praktisch bei Null begonnen hat.

<sup>12)</sup> Neben Bewertungsproblemen bilden die Unterschiede des Aktienanteils zwischen den Ländern vor allem divergierende Strukturen der Unternehmensfinanzierung ab.

<sup>13)</sup> Die Erhebung wurde 1990 vom Institut für empirische Sozialforschung (Ifes) durchgeführt. Eingeschränkt diesem Ansatz vergleichbare Ergebnisse finden sich bei Gallhuber (1969).

Die erste Phase reicht von der Geburt bis zum Eintritt ins Erwerbsleben. In ihr wird kein nennenswertes eigenes Einkommen bezogen. Dadurch erfolgt in dieser Lebensphase keine bedeutende Ersparnisbildung, die Höhe der Vermögensposition ist vernachlässigbar. Die zweite Lebensphase umfaßt den Zeitraum der Erwerbstätigkeit. In ihr übersteigt im allgemeinen das Einkommen die Ausgaben für Konsumzwecke, durch Sparen wird kontinuierlich Vermögen aufgebaut. Schließlich wird als dritter Lebensabschnitt der Zeitraum nach dem Ausscheiden aus dem Erwerbsleben unterschieden. Nach der Pensionierung wird kein Arbeitseinkommen mehr bezogen, konsumiert wird aus den Mitteln der öffentlichen und/oder privaten Altersvorsorge. Dieses Einkommen geht auf Vermögensbildung in der Vergangenheit zurück, wobei Beiträge zur öffentlichen Pensionsversicherung und private Veranlagungen zur Altersvorsorge funktionell gleichwertige Instrumente sind.

Das Lebenszykluskonzept stellt primär auf die Sparscheidung als Instrument der Altersvorsorge ab. Sparen dient als Ausgleichsmechanismus der Einkommenschwankungen über die Lebensdauer des Haushalts. Sicher kann die Altersvorsorge aber nicht als einziges Motiv für die Bildung von Geldvermögen angesehen werden, auch wenn sie im Spektrum der Anlegermotive langfristig an Bedeutung gewonnen hat und weiter gewinnen wird.

Tatsächlich ist von einem systematischen Motivwandel im Lebenszyklus auszugehen. Dominieren zunächst Liquiditäts- und Vorsichtsmotive im Sparverhalten — zur Absicherung gegenüber unerwarteten Einkommensausfällen und Ausgaben —, so werden in der Folge das Zweck- bzw. Zielsparen und Vermögensmotive immer wichtiger.

Dieser — von steigenden Haushaltseinkommen verstärkte — Motivwandel leitet direkt über zur Frage typischer Portfoliostrukturen. Die einzelnen Anlageformen entsprechen der sich wandelnden Motivstruktur des Anlegers im Lebenszyklus unterschiedlich gut. Tendenziell ist zu erwarten, daß sich die Veranlagungsstruktur zu den „höherwertigen“ Anlageformen verschiebt. Deren Merkmale sind vereinfacht längere Fristigkeit, höheres Ertrags- und Kapitalrisiko, höhere Rentabilität, stärkere Direktfinanzierung von originären Schuldnehmern (Wertpapierveranlagung)<sup>14)</sup> und mehr Beteiligungsfinanzierung.

Eine Ergänzung der Lebenszyklusvorstellung ist das Familienzykluskonzept der Kernfamilie. Es erweitert den eindimensionalen Ansatz des Lebenszyklus um wichtige sozioökonomische Haushaltscharakteristika, die aus dem typischen Entwicklungsmuster von Familien abgeleitet sind<sup>15)</sup> (Stutzer — Schwartz — Wingen, 1992).

Für die empirische Umsetzung dieses Ansatzes wurden folgende Haushaltstypen gebildet:

- Einpersonenhaushalte, Haushaltsvorstand ledig, bis 39 Jahre
- Zweipersonenhaushalte, Haushaltsvorstand verheiratet bis 39 Jahre

- Mehrpersonenhaushalte Haushaltsvorstand verheiratet, 30 bis 49 Jahre,
- Zweipersonenhaushalte Haushaltsvorstand verheiratet, über 50 Jahre,
- Einpersonenhaushalte, Haushaltsvorstand verwitwet oder geschieden, über 60 Jahre

Diese Abgrenzung nach Lebens- und Familienphasen erfaßt immerhin rund 68% aller in der Erhebung vertretenen Haushalte. Die wesentlichste Einschränkung dieser Typenbildung besteht darin, daß die Datenbasis einen Haushaltsquerschnitt zu einem bestimmten Erhebungszeitpunkt abbildet, also unterschiedliche Haushalte in unterschiedlichen Positionen des Lebens- bzw. Familienzyklus. Hingegen stellt das Lebenszykluskonzept eigentlich auf die individuelle Geschichte jedes Haushaltes bzw. einer möglichst homogenen Gruppe von Haushalten im Lebensverlauf und auf die damit verbundene Dynamik von Vermögenspositionen über die Zeit ab. Das macht eine besonders sorgfältige Interpretation der Daten notwendig. Es kann z. B. nicht erwartet werden, daß sich die heute „jungen“ Haushalte in ihrem Anlageverhalten später tatsächlich so verhalten werden, wie es dem heutigen Veranlagungsmuster „alter“ Haushalte entspricht<sup>16)</sup>.

Vereinfacht zusammengefaßt illustrieren die Ergebnisse der Studie recht gut die wesentlichen Unterschiede der Vermögensposition in unterschiedlichen Phasen des Lebenszyklus. Im Querschnitt wird ein langfristiger Vermögensaufbau im Haushalt sichtbar, der bei einem Alter des Haushaltsvorstands zwischen 50 und 60 Jahren seinen Höhepunkt erreicht. Der darauffolgende Vermögensabbau hängt mit der tendenziellen Auflösung der Familienstrukturen zusammen. Das durch eigene Haushaltsgründung bedingte Ausscheiden der Kinder aus dem Haushalt bzw. das Ausscheiden eines Elternteils durch Scheidung, Trennung oder Tod ist normalerweise mit einem Vermögensabfluß verbunden.

In der Nutzung von Anlageformen verschieben sich die Höchstwerte zu den jüngeren Haushaltstypen. Besonders ausgeprägt ist das für die Wertpapieranlagen: Jüngere Haushalte zeigen eine sichtlich höhere Bereitschaft zur Portfoliodiversifikation in Wertpapiere, also in üblicher Weise als höherwertig qualifizierte Anlageformen. Ebenso wird die Portfoliodiversifikation durch Mehrfachveranlagung in derselben Anlageform vor allem durch die Personenzahl im Haushalt und durch die steigende Bereitschaft jüngerer Haushalte zu stärkerer Streuung ihrer Anlageformen bestimmt. Weitere typische Anlegermerkmale hängen mit der Eignung einzelner Anlageformen zur Befriedigung bestimmter Anlagemotive zusammen. So erreicht das Bausparen als Anspar- und Wohnsparform seine größte Bedeutung früher im Lebenszyklus als die auf Familien- und Alterssicherung zielende Veranlagung in Lebensversicherungen.

Am prägnantesten bilden sich die Unterschiede zwischen den Haushaltstypen im Lebenszyklus in der Zusammen-

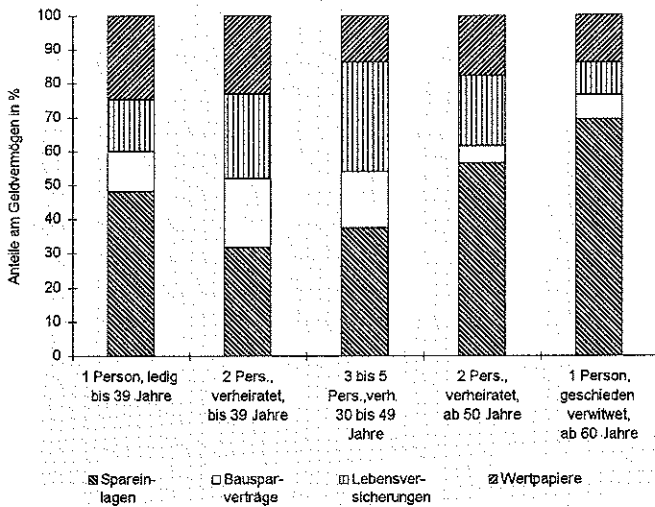
<sup>14)</sup> Ein spezielles Problem ist hier die Beurteilung des — für Universalbankensysteme typischen — hohen Intermediationsgrades der Wertpapiermärkte (Mooslechner — Nowotny 1980).

<sup>15)</sup> In etwas abgewandelter Form findet sich dieses Modell in der Haushaltstypisierung des Statistischen Bundesamtes wieder (Voit 1992).

<sup>16)</sup> Vgl. zu dieser Problematik im Detail King — Dicks-Mireaux (1982), Tachibanaki — Shimono (1986) und Ioannides (1992).

Zusammensetzung des Geldvermögens im Lebenszyklus

Abbildung 1



setzung des Geldvermögens ab (Abbildung 1). Zwar dominieren in allen Haushalten die Spareinlagen als zentrale Form der Mittelveranlagung, in älteren Haushalten machen sie jedoch mehr als zwei Drittel des gesamten Geldvermögens aus. Auch die jungen Einpersonenhaushalte veranlagen noch fast 50% des Geldvermögens in Spareinlagen. Nur in den Zweipersonenhaushalten bis 39 Jahre reicht das Wertpapiervermögen nahe an den Spareinlagenbestand heran.

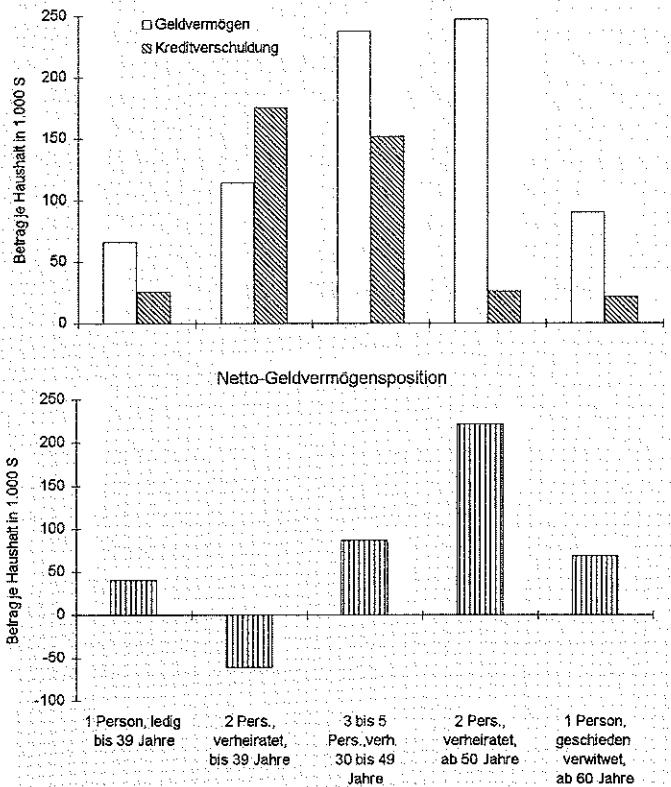
Das Bausparen verliert, wie die Veranlagung in Lebensversicherungsverträgen, für die älteren Haushalte an Bedeutung. Während im Bausparen die Beschränkung der Prämienbegünstigung durch die fixe Bemessungsgrundlage und abnehmendes Interesse an einer Darlehensfinanzierung dazu beitragen, sind es in der Lebensversicherung die mit dem Alter steigenden Prämien für neue Verträge sowie geringere Nutzungsmöglichkeiten der Steuerbegünstigung. In der Vermögenszusammensetzung profitieren davon aber nahezu ausschließlich die Spareinlagen, der Anteil der Wertpapiere steigt nur minimal.

Als intensive Kreditnehmer treten die jüngeren Zweipersonen- und die Mehrpersonenhaushalte auf. In diesen beiden Haushaltsgruppen stellen die Kreditnehmerhaushalte mit 72,2% bzw. 60,1% die Mehrheit. Im durchschnittlichen Kreditbetrag liegen sie ebenfalls voran. In allen anderen Gruppen nutzen jeweils weniger als ein Viertel der Haushalte die Möglichkeit einer Kreditfinanzierung, unter den ältesten Haushalten sinkt der Kreditnehmeranteil sogar auf 14%.

Nach den im Lebenszyklus abgegrenzten Haushaltstypen befindet sich nur eine einzige Gruppe in einer Netto-Verschuldungsposition (Abbildung 2). Erwartungsgemäß sind dies die Zweipersonenhaushalte bis 39 Jahre, in denen sich Familiengründung, Wohnraumschaffung und vergleichsweise niedriges Einkommens- und Vermögensniveau zu einem Überhang der Kreditverschuldung summieren<sup>17)</sup>. Über das höchste Netto-Geldvermögen verfügen

Netto-Geldvermögensposition nach Haushaltstypen

Abbildung 2



die Zweipersonenhaushalte mit einem Haushaltsvorstand über 50 Jahre. Sie haben ihre Verschuldung bereits erheblich abgebaut, außerdem ist in dieser Haushaltsgruppe der Anteil der Doppelverdiener hoch.

**Clusteranalyse: Höherwertige Anlageformen auf wenige Haushalte konzentriert**

Die Clusteranalyse typisiert die Haushalte direkt nach ihrer Geldvermögensposition und Veranlagungsstruktur. Grundprinzip ist die hierarchische Zuordnung der einzelnen Haushalte aus der Stichprobe zu ähnlich strukturierten Haushaltsgruppen (Clustern). Diese Gruppen können als statistisch bestmögliche (homogene) Zusammenfassung der Haushalte nach ihrer Veranlagungsstruktur angesehen werden. Entsprechend dem hierarchischen Konzept der Clusterbildung lassen sich größere Primärcluster in kleinere Subcluster weiter aufspalten.

Wichtigstes Ergebnis der Clusteranalyse ist die überwiegend geringe Portfoliodiversifikation österreichischer Haushalte. Es ergeben sich drei Primärcluster, von denen der Cluster 2 mit 85,9% den weitaus überwiegenden Teil der Haushalte umfaßt. Die Cluster 1 und 2 konnten in jeweils 2 Subcluster aufgespalten werden.

Inhaltlich bilden die identifizierten Cluster drei Grundtypen von Anlegerhaushalten ab: Haushalte mit Minimalausstattung an Anlageformen, Haushalte mit traditioneller Anlagestruktur und Anleger mit einem höheren Grad an Portfoliodiversifikation (Übersicht 2). Die Mehrheit der Haushalte

<sup>17)</sup> Nicht als Haushaltsverschuldung erfaßt wurden in der Erhebung die Darlehen der Wohnbauförderung.

### Haushaltstypisierung nach dem Anlageverhalten aus der Clusteranalyse

Übersicht 2

	Anteile in %
Cluster 1: Haushalte mit Minimalausstattung an Anlageformen	8,7
Cluster 1a: Haushalte mit Versicherungspräferenz	3,6
Cluster 1b: Haushalte mit Spareinlagendominanz	5,1
Cluster 2: Haushalte mit traditioneller Anlagestruktur	85,9
Cluster 2a: Haushalte mit Minimalbesitz an Wertpapieren	36,1
Cluster 2b: Haushalte mit Tendenz zu höherwertigen Anlageformen	49,7
Cluster 3: Haushalte mit ausgeprägter Portfoliodiversifikation	5,4

weist eine traditionell-konservative Veranlagungsstruktur auf

Auffälligstes Kennzeichen der Minimalanleger ist daß sie über keinerlei Wertpapiervermögen im Haushalt verfügen. Nur 39,3% dieser Haushalte besitzen ein Girokonto, und auch in bezug auf Spareinlagen liegen sie mit 45,9% deutlich zurück. 41% der Haushalte im Cluster 1 sind dem Subcluster 1a zuzurechnen, in dem die Veranlagungsstruktur lediglich aus Girokonto und Lebensversicherung besteht. Mit 96% bzw. 100% werden beide Formen allerdings in sehr hohem Maß genutzt. In den Haushalten im größeren Subcluster 1b sind nur Spareinlagen und das Bausparen als Anlageformen vertreten.

Die große Gruppe der Haushalte mit traditioneller Anlagestruktur nutzt zwar das gesamte Spektrum verfügbarer Anlageformen, die Verbreitung des Wertpapierbesitzes ist mit 11% jedoch gering. Die Haushalte in diesem Cluster sind aber nahezu vollständig mit Girokonten ausgestattet (99,5%); auch bezüglich der Spareinlagen (91,3%) liegt die Marktdurchdringung über dem Durchschnitt. Knapp 44% verfügen über eine Lebensversicherung, der Verbreitungsgrad des Bausparens ist mit 38,9% nur wenig niedriger.

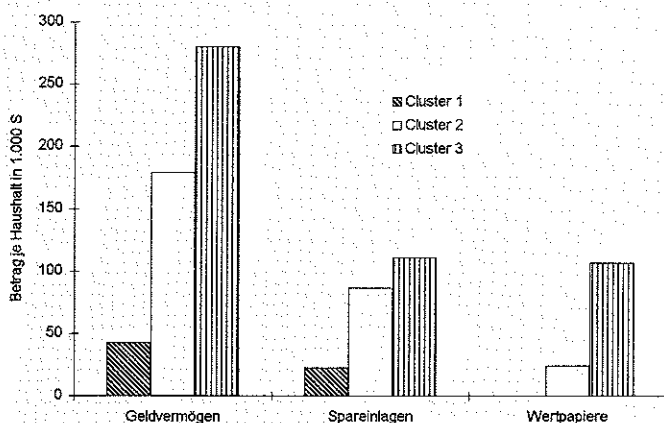
Im etwas kleineren Subcluster 2a wird auf die Nutzung der geförderten Anlageformen Bausparen und Lebensversicherung völlig verzichtet, und im Wertpapierportefeuille sind keine Aktien vertreten. Dieser Subcluster erfaßt somit tendenziell den Übergang von der Minimalausstattung der Haushalte im Cluster 1 zum Cluster 2. Dagegen kann die deutlich höhere Nutzung aller Wertpapierformen und der höherwertigen Spareinlagenformen im Subcluster 2b als Übergang zu den Haushalten mit höherwertigen Anlagestrukturen interpretiert werden.

Im Cluster 3 der Haushalte mit ausgeprägter Portfoliodiversifikation sticht der mit 84,2% besonders hohe Nutzungsgrad der Wertpapierveranlagung hervor. Aktien besitzen rund 29% dieser Haushalte. Fast jeder Haushalt dieser Gruppe verfügt über einen Bausparvertrag, unterdurchschnittlich ist hingegen — erwartungsgemäß — die Nutzung des Sparbuchs als Anlageinstrument.

Die Höhe des erfaßten Geldvermögens liegt bei durchschnittlich nicht ganz 41.000 S pro Haushalt im Cluster 1 und steigt mit der Ausweitung des Veranlagungsspektrums (Abbildung 3). Sie erreicht im Cluster 2 mehr als den vierfachen, im Cluster 3 nahezu den siebenfachen Wert des Clusters 1. Ebenso streut die Ausstattung mit

### Clusteranalyse: Intensität der Veranlagung

Abbildung 3



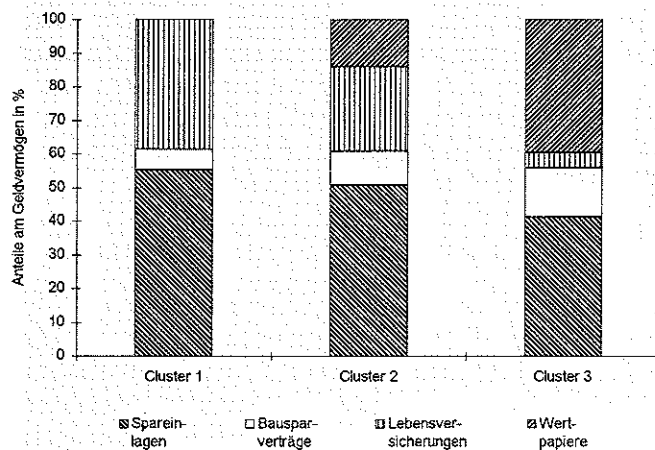
Geldvermögen zwischen den beiden Haushaltsgruppen im Cluster 2 stark: Sie macht im Subcluster 2a mit 68.000 S nur rund 40% des Clusterdurchschnitts aus. Im Subcluster 2b ist sie mit 244.000 S um mehr als 40% höher. Neuerlich verlaufen Portfoliostruktur und Geldvermögenshöhe parallel.

Der Anteil der Veranlagung in Spareinlagen macht in den ersten zwei Clustern mehr als die Hälfte des Geldvermögens aus, im Cluster 3 nur knapp über 40% (Abbildung 4). Ähnlich geht der Portfolioanteil der Lebensversicherung von 39% bis auf 4,5% zurück. Sowohl das Bausparen (geringe Streuung) als auch die Wertpapiere (Cluster 1 0%, Cluster 2 14,1%, Cluster 3 39,7%) erreichen hingegen mit steigender Diversifikation höhere Anteile am Geldvermögen.

Einen Schritt näher zu den Bestimmungsgründen für die Wahl bestimmter Anlageformen durch die Haushalte führen Logit-Schätzungen, die die Entscheidung für oder gegen eine Veranlagung von einer Reihe sozioökonomischer Haushaltsmerkmale abhängig machen<sup>18)</sup>. Diese Logit-Regressionen zeigen primär einen dominierenden Einfluß

### Portfoliozusammensetzung unterschiedlicher Typen von Anlegerhaushalten

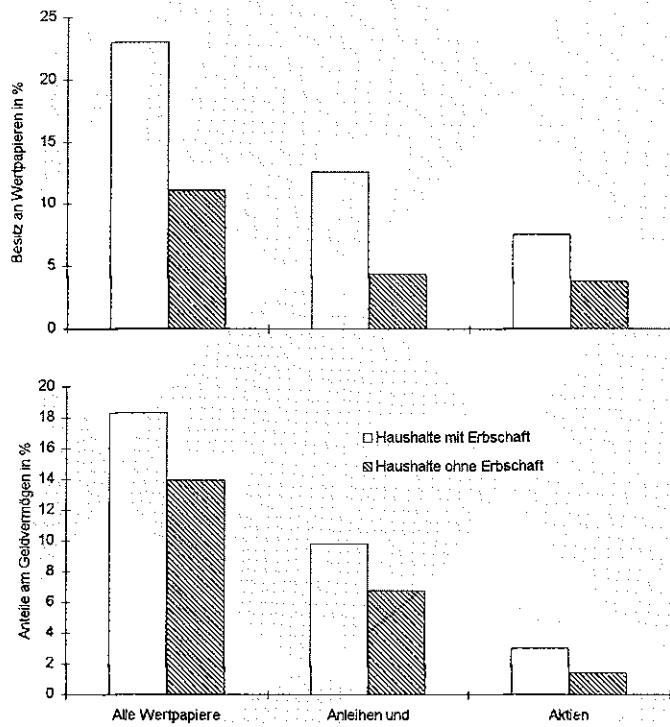
Abbildung 4



<sup>18)</sup> Eine ausführliche Darstellung der Logit-Analyse findet sich etwa bei Urban (1993).

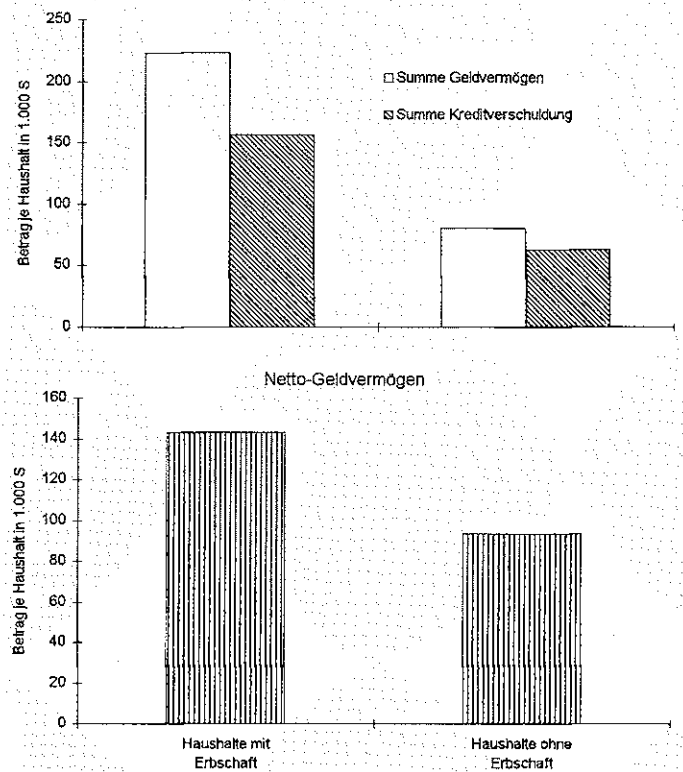
Der Einfluß von Erbschaften auf die Veranlagungsstruktur des Haushalts

Abbildung 5



Geldvermögensposition der Haushalte nach Erbschaften

Abbildung 6



des Haushaltseinkommens auf die Veranlagungsstruktur. In allen Logit-Gleichungen ist das Nettoeinkommen des Haushalts für den Besitz einer Anlageform hochsignifikant. So steigt der Besitz an Wertpapieren signifikant mit der Höhe des Einkommens, zusätzlich aber auch mit höherer Qualifikation des Haushaltsvorstands (Beruf), einer Erbschaft des Haushalts und dem Bestand an Wohnungseigentum. Am deutlichsten weicht der Aktienbesitz von diesem Erklärungsmuster ab: Für den Anleger in Aktien sind neben dem Nettoeinkommen das Alter, Wohnungseigentum bzw. Hausbesitz sowie ein Zweitwohnsitz charakteristisch. Eine höhere Personenzahl im Haushalt beeinflusst in erster Linie den Besitz an Lebensversicherungs- und Bausparverträgen.

Die Höhe der Veranlagung in den einzelnen Kategorien wird ebenfalls in erster Linie vom Nettoeinkommen bestimmt. Das Maß der Kreditverschuldung läßt sich aus dem Alter, dem Geschlecht des Haushaltsvorstands, dem Familienstand und dem Nettoeinkommen erklären. Neben der Höhe der Kreditverschuldung beeinflusst das Alter des Haushaltsvorstands auch das Veranlagungsvolumen in Lebensversicherungen und Spareinlagen.

### Dynamik der Veranlagungsstrukturen durch Erbschaften

Mit steigenden gesamtwirtschaftlichen Vermögensbeständen nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, daß durch Erbschaft vergleichsweise früh im Lebenszyklus beträchtliche Vermögenspositionen zur Verfügung stehen. Da heute bedeutende Erbschaften aus einem nach dem Zweiten Weltkrieg wiederaufgebauten Bestand an Finanzvermögen entstehen, werden die damit verbundenen Veränderungen im

Anlegerverhalten in Zukunft immer größere Bevölkerungsschichten betreffen. Solche Konsequenzen können hier durch einen einfachen Vergleich der Veranlagungsstrukturen zwischen Haushalten mit und ohne Erbschaft illustriert werden.

Die in der Stichprobe vertretenen Haushalte mit Erbschaften weisen eine durchwegs höhere Nutzungsintensität von Anlageformen auf. Sind die Unterschiede freilich in bezug auf Sparbücher und Lebensversicherungen eher klein, so sind Erbschaften signifikant mit höherem Wertpapierbesitz verbunden. Nur 11% der Haushalte ohne Erbschaft, aber 23% der Erben verfügen über Wertpapiervermögen (Abbildung 5). Besonders groß sind die Unterschiede für festverzinsliche Wertpapiere (12,6% gegenüber 4,4%), die Nutzungsintensität von Aktien ist unter den Erben etwa doppelt so hoch (7,5% gegenüber 3,8%). Bereinigt um den Einfluß aller anderen Faktoren ergibt sich aus den entsprechenden Logit-Regressionen eine um 54% überdurchschnittliche Wahrscheinlichkeit des Wertpapierbesitzes in Haushalten mit Erbschaft.

Wertpapiere machen auch einen wesentlich größeren Teil des Geldvermögens in den Erbenhaushalten aus (18,3% gegenüber 13,9%). Nicht überraschend sind die Haushalte nach einer Erbschaft besser mit Geldvermögen ausgestattet und verfügen über einen höheren Netto-Geldvermögensbestand (Abbildung 6).

Diese Ergebnisse unterstreichen, daß die steigende Zahl und zunehmende Höhe von Erbschaften — der Übergang in die Erbengeneration — einen wesentlichen Einfluß auf die Dynamik der Veranlagungsstrukturen ausübt. Die mit einer Erbschaft verbundene Notwendigkeit, oft erstmals



explizit substantielle Anlageentscheidungen zu treffen, bedingt einerseits einen besonderen Beratungsbedarf und erhöht andererseits die Bereitschaft des Anlegers, die Nutzung anspruchsvoller Anlageformen in Betracht zu ziehen. Gerade für traditionell-konservative Anleger-schichten gibt damit eine Erbschaft vielfach den unmittelbaren Anstoß für Veränderungen im Anlegerverhalten.

## Anlegerverhalten als Herausforderung für Banken und Wirtschaftspolitik

Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsstrukturen und das Anlage- und Finanzierungsverhalten privater Haushalte und Unternehmen sind kein ökonomisches Modethema, von dem sich das Interesse in kurzer Zeit wieder abwenden und anderen Fragestellungen zuwenden kann. Ganz im Gegenteil werden die Entwicklung der Finanzmärkte und das für sie bestimmende Nachfrage- und Angebotsverhalten mit zunehmendem Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft zu einem immer bedeutenderen Untersuchungsgegenstand. Heute schon hat die Abhängigkeit der realen Wirtschaftsentwicklung vom Geschehen auf den Finanzmärkten ein Ausmaß erreicht, welches das Wissen über diese Zusammenhänge in vielen Phasen zur entscheidenden Voraussetzung für die Wahl geeigneter wirtschaftspolitischer Optionen macht. Zinspolitik, Wechselkurspolitik sowie Staats- und Unternehmensfinanzierung sind nur einige der Bereiche, in denen der wirtschaftspolitische Gestaltungsspielraum unmittelbar von den Finanzmärkten mitbestimmt wird.

Die hier in geraffter Form präsentierte Studie des WIFO bewegt sich weitgehend in Neuland für die empirische Analyse in Österreich. Obwohl hier nur einige ausgewählte Fragestellungen angesprochen und illustriert werden konnten, ergibt sich bereits aus diesem ersten Ansatz eine Fülle wichtiger Perspektiven. Vor allem bedeuten die im raschen Wandel der Portfoliostrukturen sichtbar werdenden Verhaltensänderungen der Anleger gleichermaßen eine Herausforderung an Banken wie an die Wirtschaftspolitik. Vor diesem Hintergrund erscheint es auch in Österreich unumgänglich, entsprechende Forschungsansätze verstärkt weiterzuentwickeln und kontinuierlich fortzuführen.

## Literaturhinweise

- Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen: Soziale Sicherung im Alter. Wien 1991
- Brandner P. „Liberalisierung der österreichischen Devisenbestimmungen. Aspekte zu Kapitalbilanz und Geldpolitik.“ WIFO-Monatsberichte 1991 64(11)
- Brandner P. „Portfeuille-Diversifikation auf internationalen Rentenmärkten.“ WIFO-Monatsberichte 1992 65(5)
- Brandner P., Mooslechner P. „Ökonomische Bedeutung und Problematik der Verschuldung privater Haushalte.“ WIFO-Monatsberichte 1992 65(8)
- Cohen J. The Flow of Funds in Theory and Practice. Dordrecht-Boston 1987
- Conti V., Hamaui R. (Hrsg.) Financial Market Liberalisation and the Role of Banks. Cambridge 1993
- Davis E. „Portfolio Behaviour of the Non-Financial Private Sectors in the Major Economies.“ BIS Economic Papers 1986 (17)

- Davis E. „Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds.“ BIS Economic Papers 1988 (21)
- Davis E. „The Development of Pension Funds — An International Comparison.“ Bank of England Quarterly Bulletin 1991 (August)
- Deaton A., Muellbauer J. Economics and Consumer Behavior. Cambridge 1980
- Deutsche Bundesbank. „Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme in Deutschland im Jahre 1993.“ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 1994 47(1)
- Diamond P., Hausman J. „Individual Retirement and Savings Behavior.“ Journal of Public Economics 1984 23(February-March)
- Dicks-Mireaux L., King M. „Pension Wealth and Household Savings: Tests of Robustness.“ Journal of Public Economics 1984 23(1/2)
- Elmeskov J., Shafer J., Tease W. „Savings Trends and Measurement Issues.“ OECD Working Paper 1991 (105)
- Fischer B., Langhammer R. „Determinanten der Sparkapitalbildung in Entwicklungsländern.“ Konjunkturpolitik 1986 32(5)
- Frazer P., Vitas D. The Retail Banking Revolution. London 1982
- Gallhuber P. „Vermögensstruktur der privaten Haushalte.“ Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen. Vierteljahres-Schriftenreihe 1969 (4)
- Gardener E., Molyneux Ph. Changes in Western European Banking. London 1990
- Goldsmith, R. The Financial Development of India, Japan and the United States. New Haven 1983
- Graham J. „International Differences in Saving Rates and the Life Cycle Hypothesis.“ European Economic Review 1987 31(8)
- Guiso L., Jappelli T., Terlizzese D. „Why is Italy's Savings Rate so High?“. CEPR Discussion Paper 1991 (572)
- Huijser, A. „Capital Market Effects of the Ageing Population.“ European Economic Review 1990 (5)
- Ioannides, Y. „Dynamics of the Composition of Household Asset Portfolios and the Life Cycle.“ Applied Financial Economics 1992 (2)
- Japelli T., Pagano M. „Consumption and Capital Market Imperfections: An International Comparison.“ American Economic Review 1989 79(5)
- King M. „The Economics of Saving: A Survey of Contributions.“ in Arrow K., Honkapohja S. (Hrsg.) Frontiers of Economics. Oxford 1985
- King M., Dicks-Mireaux L. „Asset Holdings and the Life-Cycle.“ The Economic Journal 1982 92(June)
- Koskela E., Paunio J. (Hrsg.), „Savings Behavior: Theory, International Evidence and Policy Implications.“ The Scandinavian Journal of Economics 1992
- Modigliani F. „Life Cycle, Individual Thrift and the Wealth of Nations.“ American Economic Review 1986 76(3)
- Mooslechner P. Sozioökonomische Strukturen der privaten Geldvermögensbildung. Ein empirischer Orientierungsversuch anhand eines Vergleichs zwischen Österreich und der BRD. WIFO Wien 1989
- Mooslechner P. Die Geldvermögensposition privater Haushalte: Analyse und Illustrationen am Beispiel einer Erhebung bei Wiener Privathaushalten. Studie des WIFO im Auftrag der Bank Austria AG Wien 1992
- Mooslechner P. Die Geldvermögensposition privater Haushalte in Österreich: Ein Hochrechnungsszenario. Studie des WIFO im Auftrag der Bank Austria AG Wien 1994
- Mooslechner P. (Koordination), Brandner P. Ökonomische Aspekte der Verschuldung privater Haushalte. WIFO Wien 1992
- Mooslechner P., Nowotny E. „Gesamtwirtschaftliche Finanzierung und öffentliche Verschuldung.“ Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen. Dr.-Stigleitner-Schriftenreihe 1980 (20)
- OECD Financial Accounts of OECD Countries. Paris laufende Jahrgänge
- Ramser H. „Lebenszyklustheorie des Sparens: Zum Stand der Theorie.“ in Bombach G., Gahlen B., Ott A. (Hrsg.) Neuere Entwicklungen in der Theorie des Konsumentenverhaltens. Tübingen 1978
- Ruda W. Ziele privater Kapitalanleger. Wiesbaden 1988
- Schicklgruber W. „Österreichs Finanzmärkte aus ertragspolitischer Sicht.“ Länderbank-Report 1986 (Oktober)
- Steindl J. „The Role of Household Saving in the Modern Economy.“ Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 1982 (140)
- Streissler E. „Finanzmärkte bei steigendem Einkommen und Vermögen.“ Die Erste Wirtschaftsanalysen 1980 (4)
- Sturm P. „Determinants of Saving: Theory and Evidence.“ OECD Economic Studies 1983 (3)

- Stutzer E, Schwartz W, Wingen M, 'Ein Familienphasenkonzept auf Basis der amtlichen Statistik' *Allgemeines Statistisches Archiv* 1992 76(2)
- Suruga T, Tachibanaki T, 'The Effect of Household Characteristics on Saving Behaviour and the Theory of Savings in Japan' *Empirical Economics* 1991 (3)
- Tachibanaki T, Shimono K, 'Saving and the Life-Cycle: A Cohort Analysis' *Journal of Public Economics* 1986 31(1)
- Thury, G, Wüger M, 'Schätzung einer datenkonformen Konsumfunktion für nichtdauerhafte Konsumgüter und Dienstleistungen' *WIFO-Monatsberichte* 1994 67(12)
- Tobin, J, 'The Theory of Portfolio Selection' in Hahn F, Brechling F (Hrsg) *The Theory of Interest Rates* London 1965
- Tobin J, 'On the Efficiency of the Financial System' *Lloyds Bank Review* 1984 (July)
- Urban D, *Logit-Analyse* Stuttgart 1993
- Voit H, 'Haushalts- und Familientypen 1972 und 1990' *Wirtschaft und Statistik* 1992 (4)
- White B, 'Empirical Tests of the Life Cycle Hypothesis' *American Economic Review* 1978 68(4)
- Winckler G, 'Internationalisierung der österreichischen Finanzmärkte' in Winckler G (Hrsg) 'Geldvermögensstruktur 1980-2000' *Schriftenreihe des Österreichischen Forschungsinstitutes für Sparkassenwesen* Sonderband Wien 1991

## Financial Assets of Private Households in Austria

### Summary

The stock of financial assets owned by private households at the end of 1993 was estimated at almost Sch 2,100 billion. For the individual household this amounts to financial assets worth about Sch 660,000 on average, while indebtedness was slightly higher than Sch 260,000.

These amounts may seem high but the financial wealth of Austrian households is low in an international comparison. While in the U.S., Japan, and the United Kingdom financial assets are more than twice as high as nominal gross domestic product, financial wealth amounted to only 98.7 percent of GDP in Austria; this ratio puts Austria in ninth place among 11 OECD countries. In a ranking of per-capita GDP at purchasing power parities, Austria is, however, ranked as high as fourth. Even the household sector in Germany, despite the accession of the new Länder, has a markedly higher ratio of financial wealth to GDP.

On a per-capita basis, financial wealth was the highest in Japan and the U.S., exceeding Sch 700,000. With Sch 331,000 Germany is ranked ahead of Austria (Sch 264,000). On the other hand, indebtedness of households is very low in Austria. In relation to gross domestic product, it is lower only in Italy.

For the first time in Austria it was possible to go beyond the global data and to investigate the portfolio behavior of private investors on the basis of a survey of more than 1,000 households in Vienna. The main results of this study are that only a relatively small group of households take advantage of more sophisticated investment forms. Another

major result was that the financial position of households varies markedly over the life cycle.

With a share of 85.9 percent, by far the largest group within the household sector can be classified as traditional-conservative investors. 8.7 percent of all households hold only a minimal portfolio. Only 5.4 percent of households can be characterized as holding a more differentiated portfolio, i.e., taking advantage of a greater variety of investment instruments. The main feature of this small group of households is that 84.2 percent own securities. About 29 percent of these households hold shares in their portfolio.

If household types are formed according to the life cycle, only households with two married family members under 39 years of age are in a position of net indebtedness. For this type of household, establishing a family, investing in housing, and having a low income and wealth level occur in the same phase, resulting in an excess of liabilities over assets. Two-person households whose primary income earner is more than 50 years old have the highest net financial wealth. Long-term wealth accumulation as well as the repayment of debts account for the favorable position of this type of household.

The study reveals finally that households that have received bequests have a higher stock of financial assets. A significantly higher percentage of this group (23 percent versus 11 percent) owns securities. The rising number and volume of bequests thus turns out to be a crucial factor in fostering change in portfolio behavior.