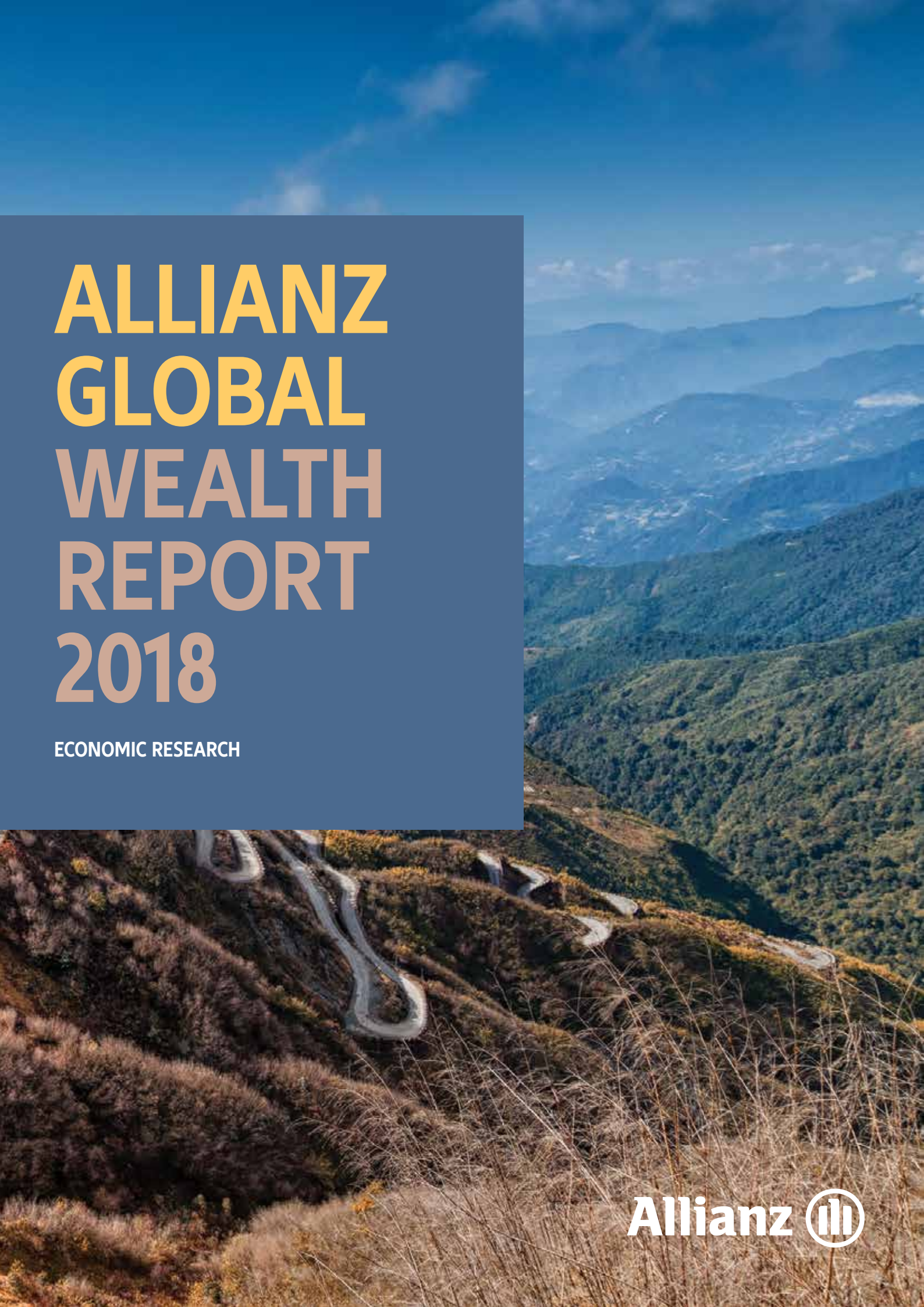
ALLIANZ GLOBAL WEALTH REPORT 2018

ECONOMIC RESEARCH



Allianz

Kathrin Brandmeir
Dr. Michaela Grimm
Dr. Michael Heise
Dr. Arne Holzhausen

VORWORT

600 Millionen Aufsteiger in die globale Vermögensmittelklasse in den letzten beiden Jahrzehnten. 2,5 Milliarden Menschen, die nach Abzug der Schulden mindestens über ein Geldvermögen von knapp EUR 3.000 verfügen, d.h. über zehnmal mehr als um die Jahrtausendwende. Nie zuvor in der Geschichte hat sich der materielle Wohlstand so vieler Menschen in so kurzer Zeit so radikal verbessert. Nie zuvor hatten so viele Menschen wie heute Aussicht auf ein selbstbestimmtes Leben, Chancen auf Bildung und Selbständigkeit, Hoffnung auf Gesundheit und ein langes Leben. Der vorliegende „Allianz Global Wealth Report", die umfassende Analyse der globalen Vermögenssituation der privaten Haushalte, bestätigt dies eindrucksvoll.

Der Schlüssel für diese enorme Wohlstandsmehrung liegt in offenen Märkten und freiem Handel. Die Integration Chinas und der ehemaligen Ostblockstaaten in die internationale Arbeitsteilung vor gut 30 Jahren war die Initialzündung. Diese Entwicklung lässt sich mit einem Begriff zusammenfassen: Globalisierung. Ohne Globalisierung wäre die Welt heute eine viel ärmere. Die letzten Jahrzehnte standen im Zeichen von weltumspannender Prosperität und Partizipation. Dennoch ist Globalisierung in jüngster Zeit zu einem Schimpfwort geworden. Sie gilt als Ursache vieler Übel, vor allem aber eines: der wachsenden Ungleichheit. Tatsächlich ist in vielen Industrieländern, nicht zuletzt in den USA, die Kluft zwischen Arm und Reich größer geworden. Auch davon gibt der vorliegende Bericht Zeugnis ab. Die Lösung sollen nun vermeintlich zwei andere P's bringen: Populismus und Protektionismus.

Doch lässt sich die Verteilung des Wohlstands gerechter gestalten, wenn seine Quellen zum Versiegen gebracht werden? Für die Verteilung von Vermögen, Einkommen und Chancen trägt jede Gesellschaft selbst Verantwortung. Für die notwendigen Rahmenbedingungen, um Vermögen, Einkommen und Chancen überhaupt erst zu schaffen, tragen wir alle gemeinsam Verantwortung. Gemeinsam müssen wir uns der Zerstörung der Grundlagen unseres Wohlstands entgegenstellen. Dies gilt für unsere natürliche Umwelt ebenso wie für die geschaffene freiheitliche Wirtschaftsordnung. Intelligente Globalisierung eröffnet Chancen für viele, Protektionismus sichert Privilegien für wenige und Populismus erzeugt nur Feindbilder, liefert aber keine nachhaltigen Lösungen.

Die neunte Ausgabe unseres „Allianz Global Wealth Reports" erscheint zu einem Zeitpunkt, in dem die Grundlagen dieses Wohlstands mehr denn je bedroht sind. Die Allianz ist einer der führenden globalen Finanzdienstleister. Wir sind uns unserer Verantwortung für eine offene und nachhaltige Wirtschaft bewusst. Unser Tun und Handeln ist darauf ausgerichtet, die Bedingungen für Prosperität und Partizipation weltweit zu erhalten. Dies sind wir unseren Kunden, Mitarbeitern und Aktionären schuldig.

Oliver Bäte
Vorstandsvorsitzender der Allianz SE

INHALT

08 Zusammenfassung

15 Entwicklung des globalen Geldvermögens:
Ein außergewöhnliches Jahr

32 Box: Die Rückkehr der Inflation

37 Entwicklung der globalen Verbindlichkeiten:
Schuldenschraube weiter gelockert

50 Box: Ist die Verschuldung der Haushalte noch tragfähig?

55 Vermögensverteilung: Ein neuer Indikator

70 Box: Berechnung des Allianz Wealth Equity Indicator (AWEI)

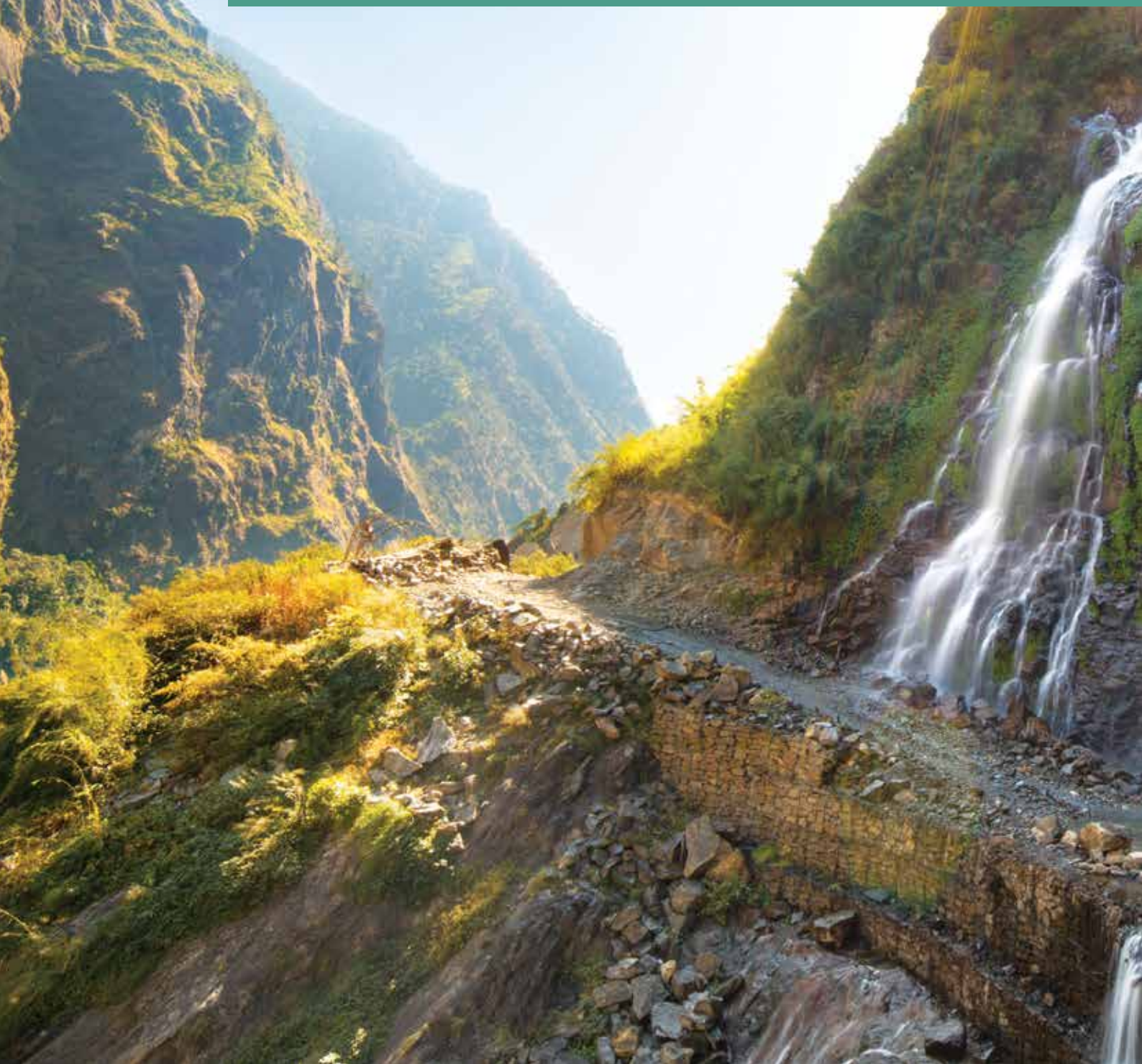
74 Box: Verteilungswirkungen der Geldpolitik

78 Regionale Unterschiede:
Das Geldvermögen in den einzelnen Regionen

154 Literatur

156 Appendix

ZUSAMMENFASSUNG



Ein außergewöhnliches Jahr

Trotz zunehmender politischer Spannungen war 2017 ein nahezu perfektes Jahr für die Anleger: Die wirtschaftliche Erholung nach der Finanzkrise kulminierte in einem synchronen Aufschwung rund um den Globus und die Finanzmärkte zeigten eine starke Performance, allen voran die Aktienmärkte. Die Geldvermögen der Haushalte wuchsen daher kräftig: Mit 7,7% lag der Zuwachs noch einmal einen halben Prozentpunkt über dem bereits sehr guten Vorjahreswert. Das globale Brutto-Geldvermögen kletterte damit auf EUR 168,3 Bill.

Comeback des Wertpapiersparens

Im Anlageverhalten kam es 2017 zu einer bemerkenswerten Wende: Erstmals seit der Finanzkrise flossen frische Gelder wieder im nennenswerten Umfang in Aktien und Investmentfonds. Im Kontext der boomenden Börsen führte dies dazu, dass Wertpapiere 2017 das mit Abstand stärkste Wachstum aller Vermögensklassen zeigten: Insgesamt legten sie um 12,2% zu und vereinigten Ende 2017 über 42% der gesamten Ersparnisse auf sich. Damit sind sie nicht nur die bei weitem beliebteste Vermögensklasse, sondern haben erstmals auch wieder das Vorkrisen-Niveau übertroffen. An zweiter Stelle folgen Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionen mit einem Anteil von 29% am Vermögensportfolio und einem Zuwachs von 5,2% im letzten Jahr.

Ende der Liquiditätspräferenz?

Spiegelbildlich zur Wiederentdeckung der Kapitalmärkte verloren Bankeinlagen rund um den Globus in der Gunst der Haushalte: Nur noch 42% der Neuanlage wurde zu den Banken gelenkt; im Jahr zuvor lag dieser Wert noch bei 63%. In absoluten Zahlen bedeutete dies einen Rückgang von über EUR 390 Mrd.; das Wachstum ging um zwei Prozentpunkte auf 4,3% zurück. Die Abkehr von Bankeinlagen vor allem in den „alten" Industrieländern ging dabei einher mit der Rückkehr der Inflation: Die Preissteigerungsrate verdreifachte sich in diesem Länderkreis 2017, wenn auch auf niedrigem Niveau. Die Verluste, die die Geldentwertung den Privatanlegern beschert, wenn sie ihre Ersparnisse zinslos bei Banken parken, schnellten damit ebenso in die Höhe, auf schätzungsweise EUR 400 Mrd. allein im Jahr 2017.

Industrieländer holen auf

Die Nachkrisenjahre waren hauptsächlich von einem schwachen Vermögenswachstum in den Industrieländern geprägt. Auch dies hat sich 2017 geändert. Die Wachstumsbeschleunigung beruhte allein auf der Entwicklung in den Industrieländern: Während in den Industrieländern das Wachstum um mehr als einen Prozentpunkt auf 6,5% zulegte, ging es in den Schwellenländern um drei Prozentpunkte auf 12,9% zurück. Mit 6,5 Prozentpunkten fiel die Wachstumsdifferenz zwischen diesen beiden Ländergruppen damit so gering wie zuletzt 2005 aus; im Durchschnitt der vorangegangenen Dekade lag sie mit 13 Prozentpunkten doppelt so hoch.

USA überholt China – Asien bleibt aber an der Spitze beim Wachstum

Maßgeblich verantwortlich für die unterschiedliche Entwicklung beim Wachstum der Geldvermögen sind die jeweiligen Schwergewichte in Nordamerika und Asien, die USA (Beschleunigung von 5,8% auf 8,5%) und China (Verlangsamung von 18,3% auf 14%). Dadurch haben die USA bei den absoluten Zuwächsen China wieder überholt: 2017 gingen rund 44% des globalen Zuwachses im Brutto-Geldvermögen der Haushalte auf das Konto der USA – und nur rund 25% auf das Konto Chinas. Im Durchschnitt der vorangegangenen drei Jahre lautete diese Relation noch 26% vs. 35% – zugunsten Chinas. Dennoch blieb auch 2017 die gesamte Region Asien (ex Japan) Wachstumsspitzenreiter. Besonders deutlich wird der atemberaubende Aufholprozess in Asien im langfristigen Vergleich, selbst wenn dabei das Bevölkerungswachstum und die Inflation berücksichtigt werden: Das reale Vermögenswachstum pro Kopf lag in der letzten Dekade in Asien (ex Japan) bei 10,5%, doppelt so hoch wie in Lateinamerika (5,3%) und beinahe dreimal höher als in Osteuropa (3,8%). Die Industrieländer fallen in dieser Betrachtung weit zurück: 2% Wachstum seit 2007 in den USA, 1,3% in Westeuropa und 1,1% in Japan.

Schuldenwachstum zieht weiter an

2017 legten die Verbindlichkeiten der Haushalte weltweit um 6% zu; die Zuwachsrate lag damit leicht über dem Vorjahresniveau von 5,5% und deutlich über dem langfristigen jährlichen Mittelwert von 3,9%. Dank des starken Wirtschaftswachstums erhöhte sich die globale Schuldenstandsquote (Verbindlichkeiten in Prozent des BIP) aber nur minimal auf 64,3%. Hinter diesen globalen Durchschnittswerten verbergen sich naturgemäß große Unterschiede. In einigen Ländern – beispielsweise in Norwegen und Australien unter den Industrieländern oder in Thailand und China unter den Schwellenländern – erreichten Schuldenhöhe und -dynamik in den letzten Jahren kritische Werte. Ein Vergleich mit der Entwicklung in den USA kurz vor Ausbruch der Subprime-Krise zeigt jedoch: Noch befinden sich diese Länder (knapp) vor der „Todeszone".

Osteuropa auf dem letzten Platz

Aus der Differenz von Brutto-Geldvermögen und Verbindlichkeiten errechnet sich das Netto-Geldvermögen, das Ende 2017 ein neues Rekordhoch von EUR 128,5 Bill. weltweit erreichte. Dies bedeutet ein Plus von 8,3% gegenüber dem Vorjahr. Trotz Aufholprozess sind die Diskrepanzen zwischen den Vermögen der Haushalte in den reicheren und jenen in den ärmeren Regionen der Erde noch immer gewaltig. Nordamerika ist nach wie vor die reichste Region der Welt, das mittlere Pro-Kopf-Vermögen belief sich hier nach Abzug der Schulden Ende 2017 auf EUR 160.400. In Westeuropa lag dieser Wert bei EUR 61.060, in Osteuropa, der ärmsten Region, hingegen nur bei EUR 4.500.

Mehr Partizipation dank Globalisierung

Die letzten beiden Jahrzehnte der stürmischen Globalisierung ließen eine neue globale Vermögensmittelklasse entstehen, zu der Ende 2017 nahezu 1,1 Milliarden Menschen zählten. Um die Jahrtausendwende gehörten noch weniger als eine halbe Milliarde dazu, wobei knapp die Hälfte von ihnen aus Westeuropa, Nordamerika oder Japan kam; heute macht dieser Länderkreis nur noch ein Viertel der globalen Vermögensmittelklasse aus. Der Anteil Chinas dagegen schnellte in diesem Zeitraum von knapp 30% auf über 50% nach oben. Die Zahlen, die diese Erfolgsgeschichte untermalen, sind imposant: Rund 500 Millionen Chinesen gelang seit dem Jahr 2000 der Aufstieg in die globale Vermögensmittelklasse; noch einmal mehr als 100 Millionen können sich heute sogar schon der globalen Vermögensoberklasse zurechnen.

Extreme globale Vermögenskonzentration – aber abnehmend

Die globale Vermögenskonzentration (Anteil des reichsten Bevölkerungsdezils am gesamten Netto-Geldvermögen) lag 2017 bei knapp 79%. Dies ist extrem hoch. Allerdings stand dieser Wert im Jahr 2000 noch bei über 90%. Mit Ausnahme des reichsten und ärmsten Dezils – wo die Verschuldung weiter stieg – konnten alle anderen Bevölkerungsdezile in diesem Zeitraum ihren Anteil am globalen Vermögenskuchen steigern; besonders kräftig gelang dies den Dezilen sechs, sieben und acht – der oberen Mittelklasse –, wo sich die Werte mehr als verdreifachten. Auch mit Blick auf das globale Median-Netto-Geldvermögen pro Kopf geht die Entwicklung zumindest in die richtige Richtung: Es erreichte Ende 2017 EUR 2.810 – gegenüber einem Wert von nur EUR 340 im Jahr 2000. Das Median-Vermögen ist seitdem also pro Jahr mit durchschnittlich 13,3% gewachsen – deutlich schneller als das Durchschnittsvermögen (+5,1 Prozent).

Mehr Ungleichheit in den Industrieländern

Der Vergleich der Entwicklung von Median- und durchschnittlichem Netto-Geldvermögen im nationalen Kontext zeigt ein sehr heterogenes Bild. In vielen Ländern hat sich die Vermögensverteilung demnach seit der Jahrtausendwende verbessert, in vielen hat sie sich aber auch verschlechtert. Zur letzteren Gruppe gehören nicht zuletzt zahlreiche Industrieländer, von den USA über die Eurokrisenländer bis hin zu Deutschland und Japan. Die Wahrnehmung, dass in den letzten Jahrzehnten vor allem die „alten" Industrieländer unter einer wachsenden Kluft zwischen Arm und Reich leiden, scheint also in vielen Fällen durchaus der Realität zu entsprechen. Allerdings hat sich in einigen dieser Länder – z.B. Deutschland und Italien – die Entwicklung seit der Finanzkrise wieder gedreht.

Ein neuer Indikator für die nationale Vermögensverteilung

Um ein differenziertes Bild der nationalen Verteilungsfrage im internationa-

len Kontext zu zeichnen, führen wir in diesem Bericht einen neuen Indikator ein, den Allianz Wealth Equity Indicator (AWEI). Die Ergebnisse sind teilweise überraschend: Neben den „üblichen Verdächtigen" USA, Südafrika, Indonesien oder Großbritannien gehören auch Dänemark, Schweden und Deutschland zu den Ländern mit einer relativ stark verzerrten Vermögensverteilung. In Skandinavien dürfte dafür in erster Linie die hohe Verschuldung weiter Teile der Bevölkerung verantwortlich sein; in Deutschland spielen die späte Wiedervereinigung sowie das weitgehende Fehlen einer kapitalgedeckten Altersvorsorge eine entscheidende Rolle. Auf der anderen Seite finden sich unter der Gruppe der Länder mit einer relativ ausgeglichenen Vermögensverteilung viele europäische Länder aus Ost und West – auch Eurokrisenländer wie Italien, Spanien und Griechenland. Auch wenn die letzten Jahre der Krise und Austerität vor allem in den beiden letztgenannten zu mehr Ungleichheit geführt haben dürften, zehren sie noch immer von ihrer relativ guten Ausgangsbasis, der traditionell recht breiten Verteilung von Vermögen in diesen Ländern – nicht zuletzt auch mit Blick auf Immobilienvermögen. Vor schnellen und verallgemeinernden Schlüssen zur Vermögensverteilung sei also gewarnt. Bis auf die USA entspricht kaum ein Land dem Klischee einer Vermögensverteilung, die bereits extrem verzerrt ist – und sich dennoch immer weiter verschlechtert.

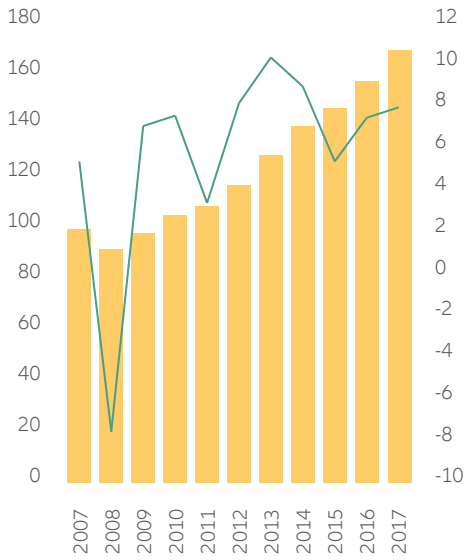
ENTWICKLUNG DES GLOBALEN GELDVERMÖGENS: EIN AUSSERGE-WÖHNLICHES JAHR

2017 war ein nahezu perfektes Jahr für die Anleger: Die wirtschaftliche Erholung nach der Finanzkrise kulminierte in einem synchronen Aufschwung rund um den Globus und die Finanzmärkte zeigten eine starke Performance, allen voran die Aktienmärkte, die weltweit um 20% in die Höhe schossen. Darüber hinaus ging dieser Boom einher mit niedriger Volatilität und war unterfüttert von starken Unternehmensgewinnen.

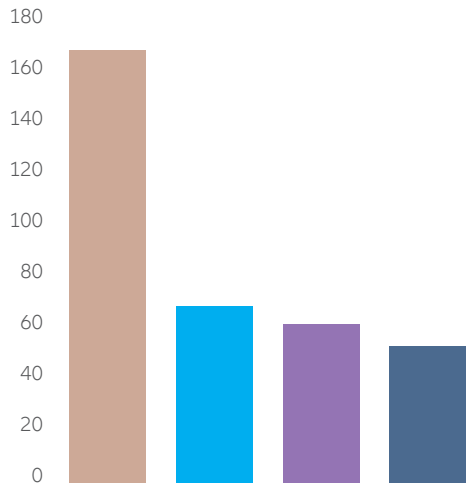
Außergewöhnlich war diese Entwicklung vor allem vor dem Hintergrund steigender politischer Spannungen. In den USA ließ Präsident Trump keinen Zweifel an seinen Absichten, das freie, regelbasierte Handelssystem aus den Angeln zu heben und die Globalisierung zurückzudrehen. In Europa herrschte weiterhin politische Lähmung angesichts des bevorstehenden Austritts der Briten aus der EU, der ungelösten Flüchtlingskrise sowie der divergierenden Vorstellungen zur Reform der Eurozone. Und weltweit nahmen die geopolitischen Spannungen weiter zu, vor allem im Nahen Osten und um Nordkorea, aber auch zwischen China und seinen Nachbarn. Aber der Aufschwung der Weltwirtschaft – und die Zu-

Vermögenswachstum (noch) im Aufwind

Entwicklung des globalen Brutto-Geldvermögens



Ersparnisse der Haushalte im Vergleich (2017, in Bill. Euro)



Brutto-Geldvermögen, in Bill. Euro (l.A.)
Jährliche Veränderungsrate, in % (r.A.)
Globales Brutto-Geldvermgen
Globale Markapitalisierung
Globale nominale Wirtschaftsleistung
Globale Staatsschulden

Quellen: Internationaler Währungsfonds, Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, World Federation of Exchanges, Allianz SE.

versicht der Investoren – war für den Moment stark genug, diese Sorgen in den Hintergrund zu drängen. Es bedarf keiner prophetischen Gabe, um vorherzusehen, dass dies 2018 nicht mehr im selben Umfang gelingen wird. 2017 dürfte das letzte Jahr der Post-Krisen bzw. Prä-Populismus-Ära gewesen sein. Wir stehen am Beginn einer neuen (Un)Ordnung, mit einer vermutlich längeren und turbulenten Übergangsphase.

Aber 2017 war davon noch nichts zu spüren. Die privaten Geldvermögen wuchsen kräftig; mit 7,7% lag der Zuwachs noch einmal einen halben Prozentpunkt über dem bereits sehr guten Vorjahreswert. Das Brutto-Geldvermögen in den von uns untersuchten 53 Ländern kletterte damit auf EUR 168,3 Bill.; dies entsprach 272% der globalen Wirtschaftsleistung sowie 245% der weltweiten Marktkapitalisierung. Theoretisch könnten die Haushalte mit ihren Ersparnissen die aggregierten Staatsschulden aller betrachteten Länder dreimal tilgen.

In den letzten zehn Jahren (2007-2017) ist das globale Geldvermögen der Haushalte jährlich mit 5,4% gewachsen – und damit einen guten halben Prozentpunkt schneller als die globale nominale Wirtschaftsleistung (+4,8% in der letzten Dekade). In Pro-Kopf-Rechnung sinken die langfristigen Veränderungsraten durch das Bevölkerungswachstum jeweils um knapp einen Prozentpunkt auf 4,6% bzw. 3,9%. Abzüglich der Inflationsrate (2,4% im weltweiten Durchschnitt) errechnet sich ein realer Vermögenszuwachs von 2,2% im Mittel pro Jahr und Kopf. Ende 2017 belief sich das durchschnittliche Brutto-Geldvermögen pro Kopf auf globaler Ebene auf EUR 33.160.

USA an der Spitze

Das im Vergleich zum Vorjahr höhere Wachstum beruht allein auf der Entwicklung in den Industrieländern. Während die Schwellenländer ihr Tempo aus dem Vorjahr nicht halten konnten (+12,9% 2017 nach 15,7% im Vorjahr), beschleunigte sich das Wachstum in den Industrieländern von 5,3% auf 6,5%. Die Wachstumsdifferenz zwischen diesen beiden Ländergruppen fiel damit mit 6,5 Prozentpunkten so gering wie zuletzt 2005 aus; im Durchschnitt der vorangegangenen Dekade (2007 – 2017) lag sie mit 13 Prozentpunkten doppelt so hoch. Auch in der Entwicklung des Geldvermögens spiegelt sich also die Erholung der Industrieländer wider, die Post-Krisen-Ära, in der vor allem die „alten" Industrieländer lange mit den Nachwehen der Großen Finanzkrise zu kämpfen hatten, neigt sich ihrem Ende zu. In der Folge geriet jedoch der globale Konvergenzprozess, das Schließen der Lücke zwischen ärmeren und reicheren Regionen, erstmals wieder ins Stocken.

Maßgeblich verantwortlich für die unterschiedliche Entwicklung sind die jeweiligen Schwergewichte der Ländergruppen, die USA für die Industrieländer und China für die Entwicklungsländer. Das Geldvermögen der US-Haushalte legte 2017 um 8,5% zu, nach 5,8% im Vorjahr; Hauptreiber des starken Zu-

wachses war die positive Entwicklung an den Kapitalmärkten. In China dagegen reduzierte sich das Wachstum von 18,3% (2016) auf immer noch respektable 14% im letzten Jahr; für China bedeutet dieser Wert allerdings das niedrigste Wachstum seit der Finanzkrise. Die Bemühungen der Regierung, unreguliertes (Kredit)Wachstum im Schattenbankensektor einzudämmen, gehen auch an den chinesischen Anlegern nicht spurlos vorbei.

Damit haben sich auch die Gewichte zwischen den USA und China wieder verschoben. Natürlich ist das gesamte private Geldvermögen in den USA immer noch deutlich höher als in China, beinahe dreimal so hoch. Aber in den letzten Jahren hatte China die USA bereits bei den absoluten Zuwächsen überholt: Im Durchschnitt der Jahre 2014 bis 2016 gingen rund 35% des globalen Zuwachses im Brutto-Geldvermögen auf das Konto von China – aber nur rund 26% auf das Konto der USA. 2017 hieß dann die Relation wieder 25% vs. 44%. Die Erholung der „alten" Industrieländer wird abgerundet von der Entwicklung in Japan, wo das Wachstum im vergangenen Jahr mit 4% deutlich über dem Durchschnitt der letzten Dekade (1,3%) lag.

Comeback des Wertpapiersparens

Neben den regionalen Wachstumstreibern lohnt es sich auch, die „funktionalen" näher zu untersuchen, d.h. der Frage nachzugehen, ob sich das Vermögenswachstum eher aus frischen Spargeldern bzw. Mittelzuflüssen oder aus Wertveränderungen des Bestandes speist.[1]

Dabei kam es 2017 zu einer bemerkenswerten Wende: Während die Mittelzuflüsse seit der Finanzkrise – unter Schwankungen – bis einschließlich 2017 mehr oder weniger im Einklang mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung jährlich um etwa 4% zulegten, wurden 2017 nur noch 42% der Neuanlage in Bankeinlagen gelenkt. Bis dahin konnten Bankeinlagen im Durchschnitt einen Anteil von über 50% an den frischen Spargeldern verzeichnen; 2016 waren es sogar 63%. Gegenüber dem Vorjahr bedeutete dies einen absoluten Rückgang von über EUR 390 Mrd., wobei Bankeinlagen rund um den Globus (mit Ausnahme Japans) an Attraktivität verloren. So legten die nordamerikanischen Haushalte 2017 sogar weniger als die Hälfte als noch 2016 bei Banken an. Nichtsdestotrotz waren die Banken mit einem Anteil von 42% auch 2017 erste Wahl der Sparer, wenn es um die Anlage frischer Spargelder ging, dicht gefolgt von Versicherungen und Pensionen (39%), die im letzten Jahr auch Federn lassen mussten, wobei der Rückgang mit rund EUR 50

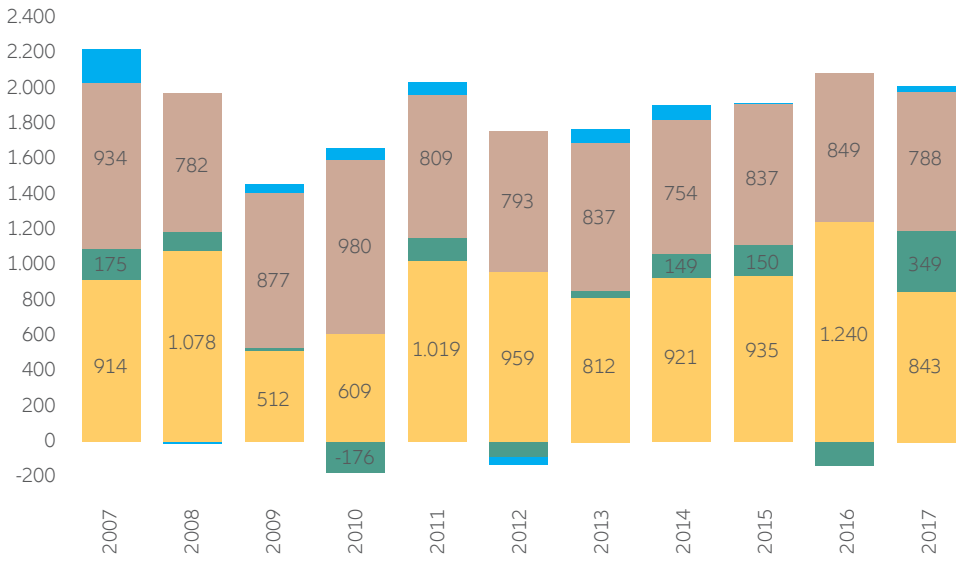
1 Da nicht für alle Länder detaillierte Daten zu Mittelzuflüssen vorliegen, beschränkt sich die folgende Analyse im Wesentlichen auf die Industrieländer (ohne die Schweiz).

Mrd. aber vergleichsweise moderat ausfiel. Die Abkehr von Bankeinlagen kommt dabei nicht unerwartet, vor allem in den „alten" Industrieländern: Die Inflationsrate hat sich dort 2017 verdreifacht, wenn auch auf niedrigem Niveau. Die Verluste, die die Geldentwertung den Privatanlegern beschert, wenn sie ihre Ersparnisse zinslos bei Banken parken, sind damit ebenso in die Höhe geschnellt. Lagen sie 2016 in diesem Länderkreis noch bei schätzungsweise rund EUR 100 Mrd., dürften sie im letzten Jahr auf knapp 400 EUR Mrd. gestiegen sein.

Der große Gewinner des letzten Jahres ist das Wertpapiersparen, also die Anlage in Aktien, Anleihen oder Investmentfonds. Nachdem die Sparer diese Anlageklasse in den Nachkrisenjahren seit 2010 unterm Strich weitgehend ignorierten – Zuflüsse und Abflüsse wechselten sich auf niedrigem Niveau ab – erreichte ihr Anteil im vergangenen Jahr 17%, deutlich mehr als sogar in den Vorkrisenjahren, als dieser Wert knapp unter 10% lag. Wie bei den Bankeinlagen ist dies ein globaler Trend, in allen hier untersuchten Regionen (mit Ausnahme Australiens und EU-Osteuropas) kam es zu einem Umschwung bei den Anlageentscheidungen. Allerdings in unterschiedlichen

Netto-Wertpapierkäufe deutlich über Vorkrisenniveau

Geldvermögensbildung* nach Anlageklassen, in Mrd. Euro



Bankeinlagen
Wertpapiere
Versicherungen und Pensionen
Sonstige Forderungen

*Australien, EU-Osteuropa, Japan, Nordamerika, Westeuropa ex Schweiz.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Abstufungen. So betrug das Wertpapiersparen in Nordamerika über EUR 300 Mrd. – im Jahr zuvor standen noch Nettoverkäufe von knapp EUR 40 Mrd. zu Buche. 2016 war dabei allerdings ein „Ausrutscher", zwischen 2012 und 2017 beliefen sich die kumulierten neuen Anlagen der nordamerikanischen Haushalte in Wertpapiere auf beinahe EUR 760 Mrd. In Westeuropa summierten sich diese Investitionen dagegen nur auf bescheidene EUR 15 Mrd. – nach Nettoverkäufen von über EUR 80 Mrd. allein 2016 und etwa EUR 240 Mrd. in den Jahren seit 2012. Selbst die japanischen Haushalte kauften 2017 wieder Aktien und Investmentfonds (+EUR 7,4 Mrd.), nach sieben Jahren, in denen sie Jahr für Jahr auf der Verkäuferseite zu finden waren.

Trägt also die Nullzinspolitik – deren Intention es ja ist, die Anleger in risikoreichere Investments wie Aktien zu treiben – endlich Früchte? Wahrscheinlicher ist, dass sich in diesem veränderten Anlageverhalten in erster Linie die Rückkehr der Inflation und die gute Aktienmarktentwicklung widerspiegeln. Dass sich Wertpapiersparen auf längere Sicht lohnt, steht dabei außer Frage. Ein hoher Anteil von Aktien und Investmentfonds im Portfolio führt zwar kurzfristig zu stärkeren Schwankungen, korreliert dafür aber langfristig in der Regel mit einem höheren Anteil von Wertveränderungen am Zuwachs des Geldvermögens – und damit auch mit einem höheren Wachstum des Geldvermögens insgesamt. In Nordamerika machen Wertpapiere im Durchschnitt der letzten Jahre (seit 2007) etwa 50% des Geldvermögens aus – und im Schnitt gehen mehr als 60% des gesamten Vermögenswachstums auf Wertveränderungen im Bestand zurück. Gleichzeitig ist das Geldvermögen durchschnittlich pro Jahr um 4,6% in diesem Zeitraum gewachsen, bei relativ geringen originären Sparleistungen, aber hohen Schwankungen (Wachstumsraten zwischen -12,1% und +12,8%). In Westeuropa dagegen hielten die Anleger nur knapp 30% ihres Portfolios in Wertpapieren; entsprechend niedriger liegt der Anteil der Wertveränderungen, bei knapp 40%. Der Zuwachs des Geldvermögens belief sich dabei auf 3,2% im Jahr, bei ähnlich niedrigen Sparanstrengungen wie in Nordamerika, aber deutlich geringerer Volatilität (Wachstum zwischen -4,6% und +6,4%). Noch ungünstiger sind die Relationen in Deutschland: 24% Wertpapieranteil und nur 5% Anteil der Wertgewinne. Das Ergebnis ist ein jährlicher Zuwachs von 3,4% – bei beinahe doppelte so hohen Sparleistungen wie in Nordamerika und Westeuropa und noch einmal reduzierter Volatilität (Wachstum zwischen -4,5% und +5,4%).

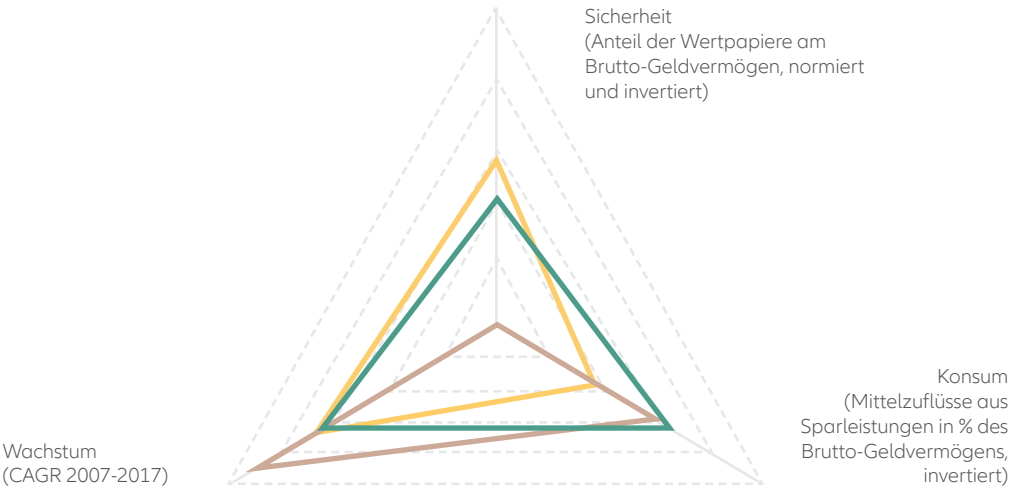
Diese Zusammenhänge lassen sich als das „Sparer-Trilemma" beschreiben: Hohe Sicherheit (geringe Schwankungen im Portfolio), hohes Wachstum und geringe eigene Sparanstrengungen lassen sich nicht gleichzeitig verwirklichen. Haushalte, die auf Sicherheit setzen, können ein zufriedenstellendes Wachstum ihres Geldvermögens nur bei gleichzeitig hohen Sparleistungen erreichen (die deutsche Variante); Haushalte, die einen geringeren Anteil ihres Einkommens fürs Sparen verwenden wollen, müssen auf Sicherheit verzichten (die amerikanische Variante).

Wertpapiere: Anleger vertrauen wieder den Kapitalmärkten

Wieder ordentliche Zuflüsse und weltweit boomende Börsen: Kein Wunder, dass Wertpapiere (Aktien, Anleihen und Investmentfonds) 2017 das mit Abstand stärkste Wachstum aller Vermögensklassen zeigten: Weltweit legten sie um 12,2% zu, nur in den Vorkrisenjahren und 2013 fiel der Zuwachs noch kräftiger aus. Auffällig ist dabei wiederum die unterschiedliche Dynamik in den Industrie- und Schwellenländern: Während sich in den ersteren das Wachstum auf 10,4% nahezu verdoppelte, ging es in letzteren zurück auf knapp 19%, immerhin der niedrigste Wert seit der Finanzkrise. Eine Ursache dafür ist in der Entwicklung in China zu sehen, wo die lange Zeit extrem beliebten „Wealth-Management"-Produkte aufgrund strengerer Überwachung an Attraktivität verloren haben.

Das „Sparer-Trilemma"

Betrachtung des Vermögensportfolios der Haushalte nach den Komponenten Sicherheit, Wachstum und Konsum (0 = niedrig, 5 = hoch) Durchschnitt von 2007 bis 2017, in %



Deutschland
Westeuropa ohne Deutschland
Nordamerika

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Rund um den Globus summierte sich das Wertpapiervermögen der Privathaushalte Ende 2017 auf EUR 70,8 Bill.; seit dem krisenbedingten Tiefpunkt 2008 hat sich dieser Wert damit mehr als verdoppelt. Die Anlageklasse bestritt damit einen Anteil von über 42% der gesamten Ersparnisse. Damit ist sie nicht nur die bei weitem beliebteste Vermögensklasse, sondern hat erstmals auch wieder das Vorkrisen-Niveau übertroffen. Nur in Europa – West wie Ost – rangiert sie mit Anteilen von weniger als 30% am Vermögensportfolio noch deutlich darunter.

Versicherungen und Pensionen: Anleger bleiben treu

Mit einem Anteil von 28,9% sind Ansprüche der Privathaushalte gegenüber Versicherungen und Pensionseinrichtungen weltweit die zweitbeliebteste Anlageklasse. Insgesamt summierten sich diese Ansprüche auf EUR 48,7 Bill.

Mit 5,2% konnte sie auch 2017 ein solides Wachstum verzeichnen; es lag allerdings einen knappen Prozentpunkt unter dem Zuwachs des Vorjahres. Dafür sind vor allem zwei Entwicklungen ursächlich. Eine Abschwächung in China und ein starker Rückgang in Westeuropa, wo das Wachstum von 8,2% auf 2,3% einbrach. Dahinter steht aber keineswegs eine plötzliche Abkehr der Sparer von Versicherungen und Pensionen – tatsächlich ist diese Vermögensklasse mit einem Anteil von 39,1% am Gesamtportfolio vielmehr die beliebteste in der Region und auch die Zuflüsse zeigten sich 2017 weitgehend stabil. Die Erklärung liegt in den starken Schwankungen der Wertveränderungen, die vor allem durch Zinsbewegungen ausgelöst werden. Während 2016 fallende Zinsen die Bewertung der Bestände nach oben trieb – die Zuwächse in den großen Versicherungsmärkten der Niederlande, Großbritanniens und Frankreichs lagen damals zwischen 9% und 12,3% –, wirkte die Zinswende (wie erwartet) im Folgejahr in die entgegengesetzte Richtung; die Konsequenz: Frankreich und Großbritannien verzeichneten nur ein Wachstum von 1,4%, in den Niederlanden schrumpfte der Markt sogar in dieser Größenordnung.

Bankeinlagen: Anleger reduzieren Liquiditätspräferenz

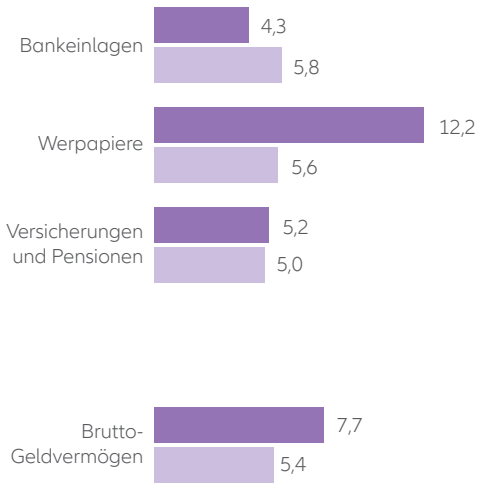
Die Popularität der Anlageklasse Bankeinlagen als „sicherer Hafen" und Liquiditätsgarant hat 2017 einen empfindlichen Dämpfer erhalten. Weltweit gingen die Zuflüsse um über 30% zurück und entsprechend reduzierte sich auch das Wachstum von 6,3% auf 4,3% – den niedrigsten Wert seit der Finanzkrise. Immerhin liegen aber weltweit noch EUR 44,7 Bill. bei Banken. Der Anteil am Vermögensportfolio belief sich auf 26,5%; dies entspricht in

etwa den Vorkrisenwerten. Zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise scheint sich also das Verhältnis der Sparer zu Bankeinlagen wieder „normalisiert" zu haben.

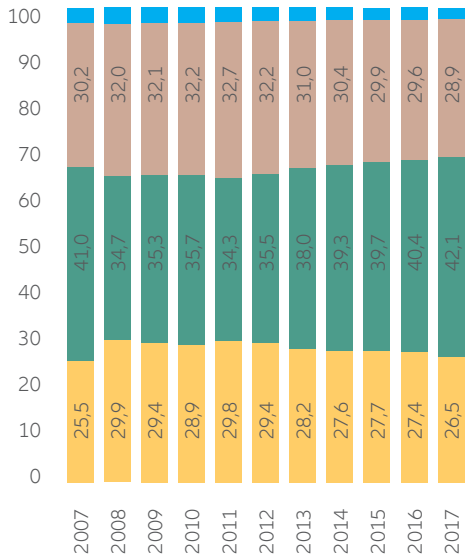
Am heftigsten war der „Liebesentzug" bei Bankeinlagen in Nordamerika. Die Zuflüsse gingen um rund EUR 310 Mrd. oder 53% zurück. Damit fielen Bankeinlagen im Wettstreit um frische Spargelder 2017 auf den letzten Platz zurück – nachdem sie drei Jahre ununterbrochen auf Platz 1 gestanden hatten. Das Wachstum fiel auf 2,5% zurück; so schwach war das Wachstum selbst im Höhepunkt der Krise 2009 nicht (+2,6%). In Westeuropa war die Abkehr von den Bankeinlagen nicht ganz so ausgeprägt: Die Haushalte reduzierten ihre Neuanlage um knapp EUR 100 Mrd. oder 24%. Damit blieben Bankeinlagen mit Zuflüssen von gut EUR 310 Mrd. auch die beliebteste Vermögensklasse für Neuanlagen, knapp vor Versicherungen und Pensionen (+EUR 290 Mrd.). Das Wachstum der Bankeinlagen erreichte 2017 noch 3,2% und fiel damit zwar deutlich schwächer als im Vorjahr aus (+4,5%), lag aber in etwa auf dem Niveau der Nachkrisenjahre. Auch in allen übrigen Regionen (mit Ausnahme Lateinamerikas) schwächte sich das Wachstum der Bankeinlagen ab.

Wertpapiere verzeichnen höchsten Zuwachs

Veränderung der Anlageklassen, in %



Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens



Bankeinlagen
Wertpapiere
Versicherungen und Pensionen
Sonstige Forderungen

2017
CAGR* 2007-2017

*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Ungebrochenes Vermögenswachstum in Asien

Die asiatischen Haushalte verfügten Ende 2017 über Ersparnisse in Höhe von insgesamt rund EUR 48,8 Bill. Seit 2007 hat sich das private Geldvermögen der Region bei einer mittleren jährlichen Wachstumsrate von 8,5% mehr als verdoppelt. Bereits im Jahr 2013 zog Asien an Westeuropa, der bis dahin zweitreichsten Region der Welt, vorbei. Rechnet man das Geldvermögen der Haushalte Japans heraus, das im selben Zeitraum um lediglich 1,3% im Mittel pro Jahr anstieg und für fast 30% der gesamten Ersparnisse in Asien steht, verdoppelt sich beinahe das jährliche Durchschnittswachstum auf knapp 15%. Im Jahresverlauf 2017 hat sich das Vermögenswachstum in diesem Länderkreis gegenüber 2016 zwar leicht verlangsamt, von 14,7% auf 12,2%. Trotzdem wuchs das Geldvermögen in keiner anderen Region schneller als in Asien (ex Japan) – weder im letzten Jahr noch im langfristigen Vergleich.

Treibende Kraft dahinter ist insbesondere die zunehmende Bedeutung Chinas, wo das Finanzvermögen der Haushalte über die vergangene Dekade hinweg um durchschnittlich rund 20% pro Jahr zulegte. Der Anteil der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt am Geldvermögen in der Region Asien (ex Japan) kletterte in diesem Zeitraum um knapp 28 Prozentpunkte auf rund 70%. Mit Blick auf das absolute Geldvermögen überholte China bereits im Jahr 2014 Japan: Zu Beginn der Dekade beliefen sich die Ersparnisse der chinesischen Haushalte in Summe noch auf etwas mehr als ein Drittel des privaten Geldvermögens in Japan – Ende letzten Jahres hingegen waren diese sogar um annähernd 70% höher. Der Anteil der gesamten Region Asiens (ex Japan) am globalen Vermögensstock hat sich in diesem Zeitraum mehr als verdoppelt, auf knapp 21%.

Der wirtschaftliche Aufstieg Chinas mit seinem schier unersättlichen Hunger nach Rohstoffen trug mittelbar auch zum Aufschwung in Lateinamerika bei: Hohe Weltmarktpreise für Erdöl, Kupfer und andere Rohstoffe sicherten der an Bodenschätzen so reichen Region steigende Exporteinnahmen und Kapitalzufuhren. Die Wirtschaftsleistung des Halbkontinents hat sich im Laufe der 00er Jahre, dem „goldenen Jahrzehnt" Lateinamerikas, annähernd verdreifacht. Neben steigenden Einkommen sorgten großzügige Sozialprogramme dafür, dass sich viele Haushalte ein finanzielles Polster aufbauen konnten. So verbuchte das private Geldvermögen der Region im Zeitraum von 2007 bis 2017 eine jährliche Zuwachsrate von über 12% im Durchschnitt – wobei sich die Wachstumsdynamik seit 2013 etwas abschwächte. Das nachlassende Wachstum in China und der Preisverfall an den Rohstoffmärkten stürzten die Region in eine Krise, die sich auch beim privaten Vermögensaufbau bemerkbar machte: Während die Ersparnisse der Haushalte in der ersten Hälfte der letzten Dekade noch im Mittel einen Anstieg von rund 13% pro Jahr verzeichneten, ging die Zuwachsrate in der zweiten Hälfte

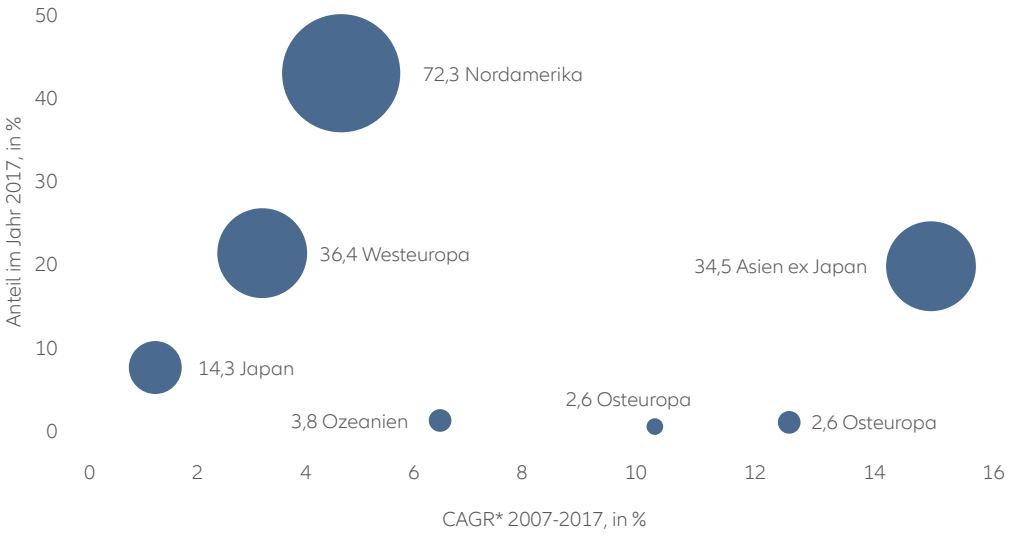
auf 11,5% zurück. Ein Großteil davon wird zudem von der – zumindest rückläufigen – Inflation aufgefressen: Im vergangenen Jahr verbuchte das Geldvermögen in der Region zwar einen Anstieg von 12% – mehr als die Hälfte davon verloren die Haushalte aber durch die Geldentwertung von durchschnittlich knapp 7%.

Trotz der leichten Abkühlung der letzten Jahre haben sich die Vermögen der Haushalte Lateinamerikas seit 2007 annähernd vervierfacht und summierten sich Ende 2017 auf rund EUR 3,7 Bill. Der regionale Anteil am globalen Brutto-Geldvermögen verdoppelte sich in diesem Zeitraum auf 2,2%.

Die Privathaushalte Osteuropas verfügten Ende 2017 über insgesamt knapp EUR 2,6 Bill. oder 1,5% des globalen Geldvermögens. Bei einer mittleren Wachstumsrate von 10,0% pro Jahr haben sich die Ersparnisse in der Region seit 2007 beinahe verdreifacht; im Durchschnitt blieb die jährliche Zuwachsrate zwar auch in der zweiten Hälfte der Dekade konstant auf diesem Niveau, allerdings schwächte sich die Vermögensentwicklung von noch gut 11% bzw. 12% in den Jahren 2013 und 2014

Vermögen und Wachstum nach Regionen

Anteil am globalen Brutto-Geldvermögen 2017 und durchschnittliches jährliches Wachstum seit 2007, in %



● Blasengröße: Absolute Höhe des Brutto-Geldvermögens (in Bil. Euro)

*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

auf 7,5% 2017 ab – keine Überraschung vor dem Hintergrund des immer noch schwelenden Russland-Ukraine-Konflikts und der stark vom Ölpreis abhängigen russischen Volkswirtschaft.

In den wohlhabenderen Teilen der Welt, wo die Haushalte bereits über beträchtliche Vermögen verfügen, entwickelten sich die privaten Ersparnisse naturgemäß langsamer als in den aufstrebenden Regionen. Ein klassisches Beispiel hierfür ist Japan: In Pro-Kopf-Rechnung belegte das Land Ende 2017 mit einem Brutto-Geldvermögen von EUR 112.470 Platz elf auf der Liste der reichsten Ländern weltweit. Mit durchschnittlich nur 1,3% pro Jahr seit 2007 wuchs der private Vermögensstock aber sogar noch deutlich langsamer als in Westeuropa oder Nordamerika (+3,2% bzw. +4,6% im selben Zeitraum). Die mageren Zuwachsraten sind insbesondere eine Folge des sehr konservativen, liquiditätsorientierten Anlageverhaltens: Traditionell halten die Japaner über die Hälfte ihres Geldvermögens in Form von Bankeinlagen, das vor dem Hintergrund des jahrzehntedauernden Niedrigzinsniveaus kaum Erträge für die Sparer abwirft. Aber auch am heimischen Aktienmarkt waren über viele Jahre hinweg kaum Wertgewinne zu erzielen: In den 00er Jahren fiel der Nikkei teilweise auf das Niveau zurück, das er bereits Anfang der 1980er Jahre erreicht hatte. Das Bild drehte sich erst 2013 mit Beginn der sog. Abenomics. Während Japans Leitindex Ende 2012 noch um fast ein Drittel unter dem Wert des Jahres 2007 lag, notierte er drei Jahre später bereits um über 24% im Plus. Das in Form von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren gehaltene Vermögen der Privathaushalte kletterte allein in diesem Zeitraum um annähernd 40% auf rund EUR 2,4 Bill. Allerdings lag der Anteil dieser Anlageklasse am Portfolio bei etwa 18%, so dass der Gesamteffekt bescheiden blieb.

Nachdem der Nikkei 2016 beinahe auf der Stelle trat (+0,4%), schoss er im letzten Jahr um 19,1% nach oben, so dass das Wertpapiervermögen der japanischen Haushalte ein Plus von 13,1% verbuchte. Dieser Anstieg ging zu knapp 98% auf Wertgewinne zurück. Dabei kauften die Japaner zum ersten Mal seit acht Jahren wieder per Saldo Aktien, Investmentfonds und andere Anteilsrechte – allerdings nur in Höhe von insgesamt EUR 7,4 Mrd. oder knapp EUR 60 pro Kopf; im Zeitraum von 2010 bis 2016 trennten sich die Haushalte von Wertpapieren für insgesamt fast EUR 149 Mrd. oder EUR 1.170 pro Kopf. Der gesamte Vermögensstock verzeichnete 2017 einen Zuwachs von 4,0%. Der Anteil des Wertpapiervermögens am Portfolio kletterte aufgrund der überdurchschnittlich guten Performance allein im letzten Jahr um 1,6 Prozentpunkte auf 19,6%. In Summe beliefen sich die Ersparnisse der Japaner Ende 2017 auf rund EUR 14,3 Bill. Der Anteil am globalen Geldvermögen ging im Laufe der vergangenen Dekade von 12,2% auf 8,6% zurück.

Fast im Gleichschritt mit Japan wuchs im letzten Jahr das Finanzvermögen der Haushalte in Westeuropa, wo die Zuwachsrate im Vorjahresvergleich um 1,3 Prozentpunkte auf 3,9% zurückging. Trotzdem verlief die Entwicklung damit etwas schneller als im langfristigen Durchschnitt (+3,2% pro Jahr). Zwar war über alle Anlageklassen hinweg ein Anstieg zu beobachten, der Wachstumstreiber war aber auch hier das Wertpapiervermögen, das gegenüber dem Vorjahr um 6,6% zulegte; wie in Japan ging der Zuwachs dabei fast ausschließlich auf Wertgewinne zurück (97%). Auch die westeuropäischen Haushalte investierten im letzten Jahr erstmals wieder frische Spargelder in die Wertpapierklasse, nachdem sie von 2012 bis 2016 unter dem Strich Verkäufe in Höhe von rund EUR 250 Mrd. oder im Mittel EUR 630 pro Kopf tätigten. Die Zukäufe beliefen sich im vergangenen Jahr allerdings lediglich auf EUR 40 pro Kopf im Durchschnitt oder insgesamt EUR 15 Mrd.[2]

Die Präferenz für schnell liquidierbare Anlagen ist in Westeuropa zwar nicht so ausgeprägt wie in Japan. Mit einem Portfolioanteil von 29,5% lagen Ende 2017 aber mehr Ersparnisse auf Sparkonten als im Durchschnitt der Industrieländer (23,6%). Risikoreichere Investments wie Aktien und andere Wertpapiere kamen auf einen Anteil von 28,7%. Das beliebteste Sparprodukt bleiben Versicherungen und Pensionen, auf die insgesamt 39,1% des Portfolios entfielen. Die Mittelzuflüsse gingen 2017 im Vorjahresvergleich zu Gunsten des Wertpapiervermögens zwar minimal zurück (-0,9%), befanden sich aber mit EUR 290 Mrd. oder durchschnittlich EUR 710 pro Kopf immer noch auf hohem Niveau; der langfristige Mittelwert beziffert sich auf EUR 292 Mrd. Insgesamt summierten sich die Ersparnisse der westeuropäischen Haushalte auf rund EUR 36,4 Bill. oder knapp 22% des globalen Vermögensstocks.

Eine risikofreudigere Investmentstrategie verfolgen die Haushalte in Nordamerika. Dort bestritt die Wertpapierklasse Ende letzten Jahres mit 53,0% mehr als die Hälfte des Vermögensportfolios – so viel wie zuletzt im Jahr 2007. Die in Japan und Westeuropa so populären Bankeinlagen kamen hingegen nur auf einen Anteil von 13,4%. Fast 31% des Finanzvermögens sparten die nordamerikanischen Haushalte in Form von Versicherungen und Pensionen, die aber gerade in den USA häufig an die Kapitalmarktentwicklung gekoppelt sind. Im langfristigen Rückblick zahlte sich dieses Sparverhalten aus: Das jährliche Durchschnittswachstum seit 2007 bezifferte sich in Nordamerika auf 4,6% und lag damit über dem westeuropäischen (+3,2%) sowie dem japanischen (+1,3%) Mittelwert. Im letzten Jahr verlief das Vermögenswachstum angesichts der kräftigen Entwicklung an den Börsen sogar weit überdurchschnittlich – das Wertpapiervermögen kletterte um 11,5% nach oben und der gesamte Vermögensbestand verzeichnete einen Anstieg von 8,3% auf rund

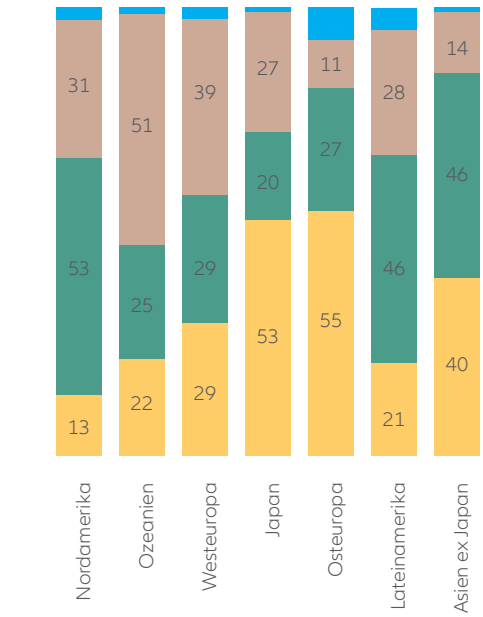
2 Alle Angaben zu den Mittelflüssen beziehen sich auf Westeuropa ohne die Schweiz.

EUR 72,3 Bill. Allein die Wertgewinne beim Wertpapiervermögen bezifferten sich auf insgesamt rund EUR 3,6 Bill., das entspricht 92% des gesamten Zuwachses dieser Anlageklasse – obwohl auch die Mittelzuflüsse mit insgesamt EUR 314 Mrd. oder durchschnittlich EUR 870 das Rekordniveau des Jahres 2008 (EUR 313 Mrd.) erreichten. Mit einem Anteil von rund 43% am globalen Geldvermögen ist Nordamerika die reichste Region der Erde.

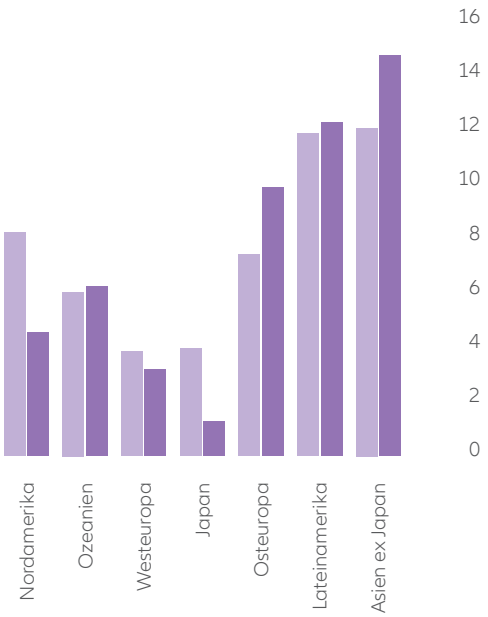
Noch dynamischer als in Nordamerika entwickelte sich das private Geldvermögen in Ozeanien, wo sich die Ersparnisse der Haushalte seit 2007 bei einer durchschnittlichen Zuwachsrate von 6,3% pro Jahr verdoppelt haben. Im vergangenen Jahr lag der prozentuale Anstieg mit 6,1% jedoch leicht unter dem langfristigen Mittelwert und spürbar unter dem Vorjahreswert von 8,7%. Dabei verzeichnete das in Form von Versicherungen und Pensionen gehaltene Vermögen, das gut die Hälfte des Portfolios darstellt, mit 7,1% den kräftigsten Zuwachs unter den Anlageklassen. Insgesamt summierte sich das Finanzvermögen der Privathaushalte in der Region auf EUR 3,8 Bill., was einem Anteil von 2,3% der weltweiten Ersparnisse entspricht.

Vermögensstruktur und -wachstum nach Regionen

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2017



Veränderung des Brutto-Geldvermögens, in %



Bankeinlagen
Wertpapiere
Versicherungen und Pensionen
Sonstige Forderungen

2017
CAGR* 2007-2017

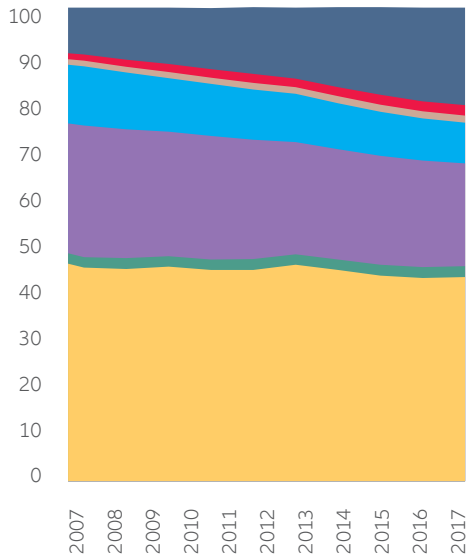
*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Ärmere Regionen holen auf

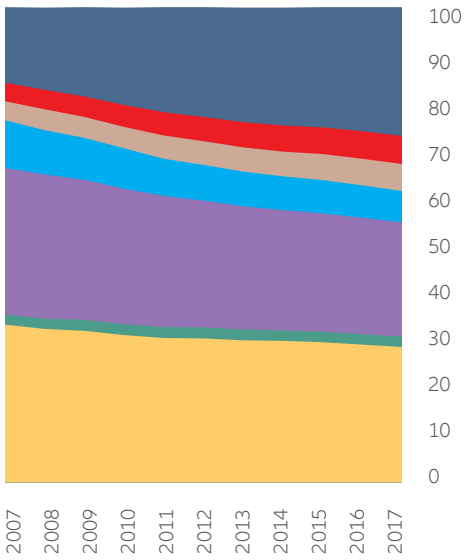
Obwohl das Vermögenswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften über die vergangene Dekade hinweg durchschnittlich mehr als viermal so hoch war wie in den Industrieländern, verschieben sich die Gewichte auf der Vermögensweltkarte nur langsam. Seit Ende 2007 ist der Anteil Nordamerikas und Westeuropas am globalen Brutto-Geldvermögen zwar um rund 9 Prozentpunkte gesunken. Ende letzten Jahres verfügten die beiden Regionen zusammen aber immer noch über annähernd zwei Drittel des globalen Vermögensstocks. Mit einem „Weltanteil" von gut 43% war Nordamerika die reichste Region der Erde. Im asiatisch-pazifischen Raum konzentrierten sich weitere 8,6% auf Japan sowie 2,3% auf Australien und Neuseeland. Insgesamt lagen damit rund drei Viertel des globalen Geldvermögens in den Händen der Privathaushalte, die in den reicheren Teilen der Welt leben. Dabei stellen diese Haushalte weniger als ein Fünftel (knapp 19%) der Gesamtbevölkerung dar.

Langsamer Aufholprozess beim Vermögen

Anteil am globalen Geldvermögen, in %



Anteil an der globalen Wirtschaftsleistung, in %



- Asien ex Japan
- Lateinamerika
- Osteuropa
- Japan
- Westeuropa
- Ozeanien
- Nordamerika

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

Die verbleibenden gut 24% des weltweiten Finanzvermögens verteilen sich auf Lateinamerika (2,2%), Osteuropa (1,5%) und die übrigen Nationen Asiens (20,6%), also auf insgesamt knapp 4,1 Milliarden Menschen. Allein im letzten Jahr stieg ihr Anteil am globalen Geldvermögen um fast einen Prozentpunkt und hat sich im Laufe der vergangenen Dekade mehr als verdoppelt.

Im Vergleich zur Wirtschaftsleistung vollzieht sich dieser „Power Shift" dennoch eher in Zeitlupe: Gemessen am Bruttoinlandsprodukt haben sich die Gewichte zwischen den reicheren und den ärmeren Teilen der Welt bereits viel stärker zu Gunsten Letzterer verschoben. So lag nicht nur der Anteil der beiden Schwergewichte Nordamerika und Westeuropa am globalen Bruttoinlandsprodukt mit knapp 53% Ende 2017 weit unter dem Anteil am weltweiten Vermögen, auch der Rückgang um fast 12 Prozentpunkte seit Ende 2007 fiel stärker aus als beim Vermögensstock. Vice versa stieg das Gewicht der ärmeren Regionen seither um 15 Prozentpunkte auf beinahe 39% der globalen Wirtschaftstätigkeit an.

2017 steuerten Asien (ex Japan), Lateinamerika und Osteuropa bereits rund 60% des weltweiten Wirtschaftswachstums bei, während ihr Anteil beim Geldvermögenswachstum erst bei 36% lag.

In beiden Fällen ist das Gros dabei auf die rasante Aufholjagd Asiens zurückzuführen, genauer gesagt auf China: Das Reich der Mitte war 2017 allein für 31% des weltweiten Wirtschaftswachstums und 25% des globalen Vermögenswachstums verantwortlich.

Geldentwertung nagt am Vermögensaufbau

Die signifikant höhere Wachstumsgeschwindigkeit der Vermögen in den aufstrebenden Ländern relativiert sich jedoch, wenn man zwei Faktoren in die Analyse miteinbezieht: die Entwicklung der Verbraucherpreise und das Bevölkerungswachstum. Letzteres spielt dabei allerdings nur eine untergeordnete Rolle: In Summe der Entwicklungsländer reduziert das Bevölkerungswachstum das langfristige Durchschnittswachstum des Brutto-Geldvermögens in der Pro-Kopf-Betrachtung um einen Prozentpunkt, in den entwickelten Nationen liegt dieser Bevölkerungseffekt bei einem halben Prozentpunkt – an den großen Unterschieden ändert sich also nur wenig.

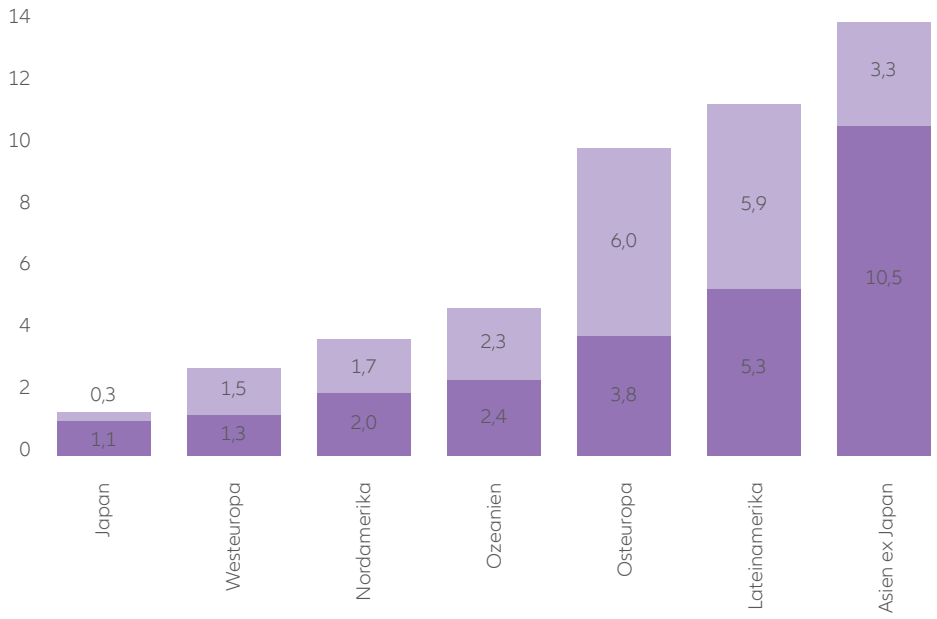
Bei Betrachtung des realen Vermögenwachstums, also abzüglich der allgemeinen Inflationsrate, sind die Effekte dagegen deutlich größer. In allen Regionen reduziert sich dadurch das Vermögenswachstum pro Kopf signifikant. Am meisten aber nagt die Geldentwertung an den privaten Vermögen in Osteuropa und Lateinamerika: Der jährliche Zuwachs fällt im Durchschnitt auf 3,8% (statt

9,8%) bzw. 5,3% (statt 11,1%). Klarer Spitzenreiter im langfristen Vergleich bleibt auch nach Abzug der Teuerungsrate Asien (ex Japan), das immer noch 10,5% Wachstum p.a. seit 2007 erreicht.

In realer Rechnung sehen demnach die Wachstumsdifferenzen zu den entwickelten Ländern, vor allem zu Nordamerika und Westeuropa, nicht mehr ganz so groß aus, selbst wenn natürlich auch in diesen Regionen die Inflation den Vermögensaufbau dämpft. Nordamerika steht jetzt bei 2,0% Wachstum pro Jahr (reales Brutto-Geldvermögen pro Kopf seit 2007), Westeuropa bei nur noch 1,3% – und liegt damit in der inflationsbereinigten Betrachtung nur noch knapp vor Japan mit 1,1%.

Geldentwertung nagt vor allem in Osteuropa und Lateinamerika am Vermögen

Inflationsrate sowie reales Wachstum des Brutto-Geldvermögens pro Kopf, in %



Reales Wachstum, CAGR* 2007-2017
Inflation, Durchschnitt 2007-2017

*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, UN Population Division, Allianz SE.

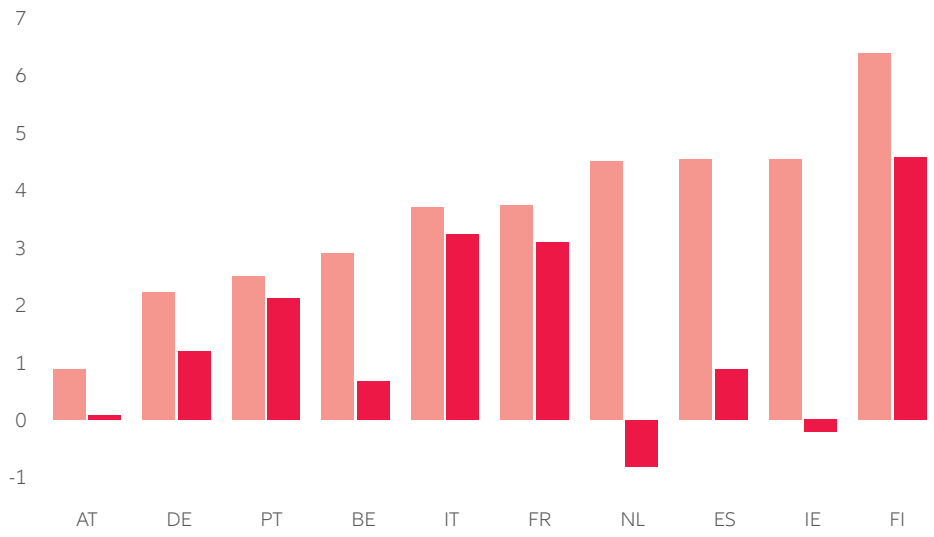
Die Rückkehr der Inflation

Die fortgesetzte Nullzinspolitik der EZB gilt als Gift für die Sparer. Tatsächlich gaben aber die (impliziten) Renditen des Geldvermögens im Euroraum in den letzten Jahren – mit einigen Ausnahmen – wenig Grund zur Klage. Dies änderte sich erst im letzten Jahr – mit der Rückkehr der Inflation.

Unter der impliziten Rendite des Geldvermögens verstehen wir dabei die Summe aus Wertsteigerungen und Vermögenseinkommen, bezogen auf den Bestand. Wir konzentrieren uns dabei auf den Sechsjahreszeitraum 2012 bis einschließlich 2017, der die Phase der extremen Geldpolitik der EZB umfasst – von „whatever it takes" bis zu Negativzinsen und Wertpapierankäufen. Dabei betrachten wir sowohl die durchschnittliche Rendite über den gesamten Zeitraum hinweg, die eher die strukturellen Aspekte des Sparverhaltens widerspiegelt, als auch die des letzten Jahres, die die eher kurzfristige Entwicklung abbildet (siehe Schaubild).

Von Sparern und Anlegern

Reale Renditen des Geldvermögens, Durchschnitt der Jahre 2012 – 2017 und 2017, in %



2012-2017
2017

Quellen: Eurostat, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

Zunächst zur langfristigen Entwicklung. Im (ungewichteten) Durchschnitt aller untersuchten Länder liegt die Rendite des Geldvermögens nach Abzug der Inflation bei 3,5 Prozent – dies ist ein sehr ordentlicher Wert.[3] Die Unterschiede zwischen den einzelnen Euroländern sind jedoch frappierend, sie reichen von weniger als 1 Prozent in Österreich bis zu über 6 Prozent in Finnland. Diese Unterschiede lassen sich ohne weiteres auf die Portfoliostruktur zurückführen. Finnland, beispielsweise, hat unter den betrachteten Ländern die höchste Wertpapierquote; am anderen Ende der Skala stehen dagegen die Länder, bei denen der Anteil der Bankeinlagen am Geldvermögen am höchsten ist: Österreich, Deutschland und Portugal. Es gibt aber auch eine Gemeinsamkeit zwischen allen Ländern: Im letzten Jahr ist die Rendite überall unter den langjährigen Durchschnitt gefallen, teilweise – wie in den Niederlanden und Irland – sogar unter die Nulllinie. Über die Ursache muss nicht lange spekuliert werden: Die Rückkehr der Inflation hat die Sparer empfindlich getroffen, die (noch) gute Aktienmarktperformance 2017 konnte dies nur teilweise und auch nicht überall kompensieren.

Insbesondere Sparer mit einer hohen Präferenz für Bankeinlagen spüren inzwischen die (schädliche) Wirkung der Inflation: Sie erzielen mit ihren Bankeinlagen mittlerweile negative Renditen. Die dabei erlittenen Kaufkraftverluste reichen von EUR 670 pro Kopf in Belgien und EUR 540 in Österreich bis zu rund EUR 50 und EUR 30 pro Kopf in Irland und Frankreich. Für Österreich bedeutet dies, dass alle Ersparnisse aus dem Arbeitseinkommen (knapp EUR 500) von den Verlusten auf Bankeinlagen wieder aufgezehrt werden. Deutsche Sparer verlieren auf diese Weise immerhin noch knapp 30% ihrer Ersparnisse. Mit anderen Worten: Jeder dritte Euro, der aus dem Arbeitseinkommen dem Geldvermögen zugeführt wird, dient allein dazu, die Kaufkraftverluste der auf Spar- und Girokonten liegenden Gelder auszugleichen. Für Länder wie Österreich und Deutschland – und ebenso Belgien und Finnland – ist dies dabei keine neue Erfahrung: In nahezu allen Jahren seit 2012 lag die reale Rendite für Bankeinlagen unter Null, entsprechend hoch fallen die kumulierten Verluste aus (siehe Schaubild). Dabei ist es kein Zufall, dass dieser „Inflationszoll" vor allem von den Haushalten in den „Nordländern" zu entrichten ist. Hier lagen die Bankzinsen noch niedriger als im Durchschnitt des Euroraums und die Inflation zugleich einen Tick höher.

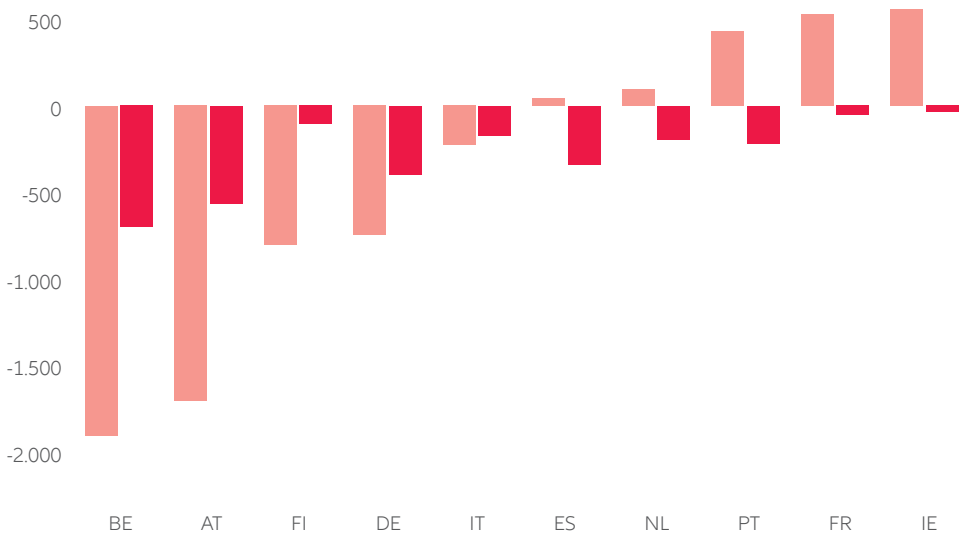
Die Rückkehr der Inflation ist auch in einer weiteren Hinsicht bedenklich. Sie dürfte die schon bestehende und durch die Nullzinspolitik ausgeweitete Ungleichheit bei Vermögen weiter verstärken. Denn in der Regel erzielen die reicheren Haushalte mit ihrem Geldvermögen auch eine höhere Rendite, da sich in ihren Portfolien mehr risikoreiche und renditestarke Vermögensanteile finden als in denen der ärmeren Haushalte. Damit verfügen sie auch über einen größeren Puffer gegen eine wieder anziehende Inflationsrate. Mit wenigen Ausnahmen liegt die Renditedifferenz zwischen den einkommensstärksten und -schwächsten Haushalten in den Euroländern bei deutlich über 1 Prozent (siehe Schaubild).

3 Zum Vergleich: Untersuchungen von Wirtschaftshistorikern zeigen, dass die reale Rendite für „sichere" Anlagen (im Wesentlichen Staatsanleihen) in den letzten rund 150 Jahren im Durchschnitt bei 1 bis 3 Prozent p.a. lag, während risikoreichere Investments (Aktien) im Schnitt eine Rendite von rund 7 Prozent p.a. erzielten. Jordà et al. (2018).

Die beiden Extremwerte dieser Untersuchung verdienen eine nähere Betrachtung. Zum einen der Fall Finnland. Nirgendwo sonst sind die Unterschiede im Anlageverhalten zwischen den Einkommensgruppen so ausgeprägt wie im Norden Europas: Die Topverdiener halten mit einem Anteil von über 40 Prozent relativ fünfmal so viele Aktien in ihrem Geldvermögen wie die einkommensschwachen Haushalte. Dies wirft auch ein Schlaglicht auf die hohe, durchschnittliche Rendite des Geldvermögens, die die finnischen Sparer erzielen: Sie wird im Wesentlichen nur von einer (sehr) kleinen Gruppe der Haushalte erwirtschaftet. Am anderen Ende des Spektrums stehen die Niederlande. Die geringen Renditeunterschiede hier sind Folge der verpflichtenden – und daher weit verbreiteten – betrieblichen Altersvorsorge. Tatsächlich ist der relative Anteil von Pensionen und Versicherungen am Geldvermögen in den unteren Einkommensschichten sogar höher als in den höheren; bei der Präferenz für Bankeinlagen gibt es keine Unterschiede – die Pflicht zur kapitalgedeckten Altersvorsorge führt zu einer „Demokratisierung" eines renditeorientierten Sparverhaltens. Die oberste Einkommensgruppe hat aber eine stärkere Neigung zu Aktien und Investmentfonds.

Der Inflationszoll

Kaufkraftverluste pro Kopf auf Bankeinlagen, 2017 und 2012 – 2017 kumuliert, in Euro



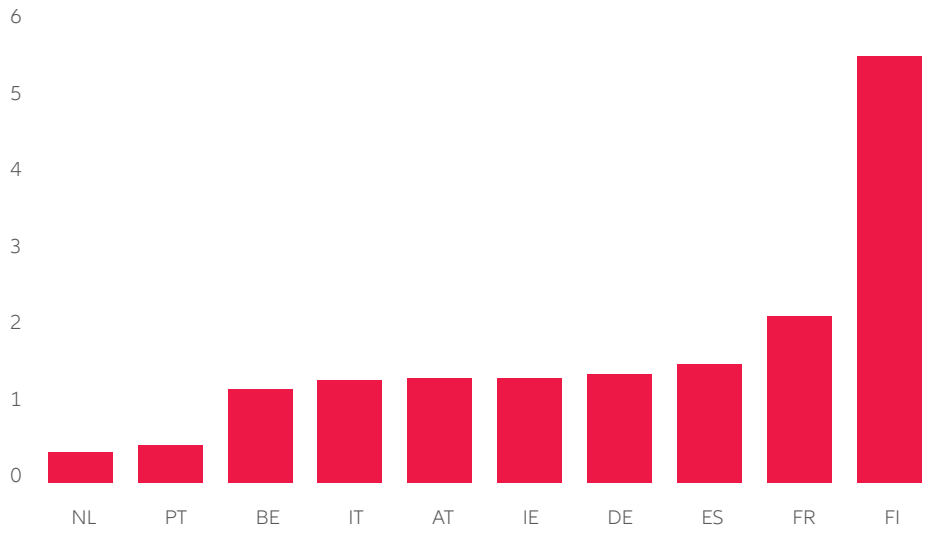
2012-2017
2017

Quellen: Eurostat, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

Obwohl also alle Sparer im Euroraum mit identischen geldpolitischen Rahmenbedingungen konfrontiert sind, unterscheiden sich Anlagepräferenzen und -ergebnis doch erheblich. Mit der Rückkehr der Inflation könnten sich dabei vor allem die Unterschiede zwischen den Einkommensgruppen weiter ausweiten.

Wer hat, dem wird gegeben

Differenz der realen Renditen des Geldvermögens zwischend der obersten und untersten Einkommensgruppe, Durchschnitt der Jahre 2012 – 2017, in %



Quellen: EZB, Eurostat, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

ENTWICKLUNG DER GLOBALEN VERBIND-LICHKEITEN: SCHULDEN-SCHRAUBE WEITER GELOCKERT

Weltweit summierten sich die Verbindlichkeiten der Privathaushalte im Jahresverlauf 2017 auf den historischen Höchststand von EUR 39,8 Bill. Die Zuwachsrate lag mit 6,0% nicht nur leicht über dem Vorjahresniveau von 5,5%, sondern auch deutlich über dem langfristigen jährlichen Mittelwert von 3,9%. Bereits seit 2013 nahm das Schuldenwachstum wieder spürbar zu und kehrt Schritt für Schritt auf gewohntes Niveau zurück. Zum einen machen die niedrigen Zinsen die Kreditaufnahme attraktiver, zum anderen dürften auch die Kreditvolumina, vor allem bei Hypotheken, zugelegt haben, parallel zur Entwicklung der Hauspreise in den letzten Jahren: Laut der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) kletterte der nominale Hauspreisindex im Durchschnitt der OECD-Länder allein in den vergangenen vier Jahren um 21 Prozentpunkte nach oben – Tendenz steigend.

So wuchsen die Schulden im überwiegenden Teil der Welt 2017 schneller als im Vorjahr: Das Tempo legte im Jahresverlauf in Nordamerika von 3,3% auf 3,8% zu, in Ozeanien von 5,9% auf 6,2%, in Westeuropa von 2,6% auf 3,0%, in Osteuropa von 4,8% auf 7,4% und in Lateinamerika von 6,7% auf 8,4%. Eine leichte Verlangsamung der Kreditaufnahme war dagegen in Japan zu beobachten, wo die Zuwachsrate wieder von 2,4% auf 1,8% zurückging. Im übrigen asiatischen Raum bewegte sich das Schuldenwachstum zwar mit 15,8% nach wie vor auf hohem Niveau, zumindest aber blieb der prozentuale Anstieg unter dem Vorjahreswert (+16,5%).

Bedeutung der aufstrebenden Regionen nimmt zu

Bei der geographischen Verteilung der Verbindlichkeiten verhält es sich ähnlich wie bei den Vermögen: Insgesamt drei Viertel der weltweiten Schulden entfielen Ende 2017 auf die reicheren Teile der Welt, Nordamerika (36,3%), Westeuropa (27,6%), Ozeanien (4,2%) und Japan (6,6%). Noch zu Beginn der letzten Dekade allerdings bezifferte sich deren gesamter Anteil auf rund 90% – die Bedeutung der aufstrebenden Regionen, Lateinamerika, Osteuropa und Asien (ex Japan), hat seither also spürbar zugenommen. Die privaten Verbindlichkeiten haben sich in diesen drei Regionen im Zeitraum von 2007 bis 2017 auf insgesamt rund EUR 10 Bill. mehr als vervierfacht. Dahinter stehen durchschnittliche jährliche Zuwachsraten von 11,5% in Osteuropa, 12,6% in Lateinamerika und sogar 14,8% in Asien (ex Japan). Die lateinamerikanischen und osteuropäischen Haushalte agierten dabei in den letzten fünf Jahren deutlich zurückhaltender bei der Kreditaufnahme als noch in der ersten Hälfte der vergangenen Dekade: Während die privaten Schulden von 2007 bis 2012 im Mittel um rund 15% (Lateinamerika) und knapp 16% (Osteuropa) zulegten, gingen die durchschnittlichen Zuwachsraten seitdem auf 9,5% und 6,7% pro Jahr zurück. Hierin spiegeln sich einerseits die Nachwehen der globalen Finanzkrise sowie der Schuldenkrise im Euroraum wider, andererseits der Verfall des Ölpreises und anderer Rohstoffe, der den Volks-

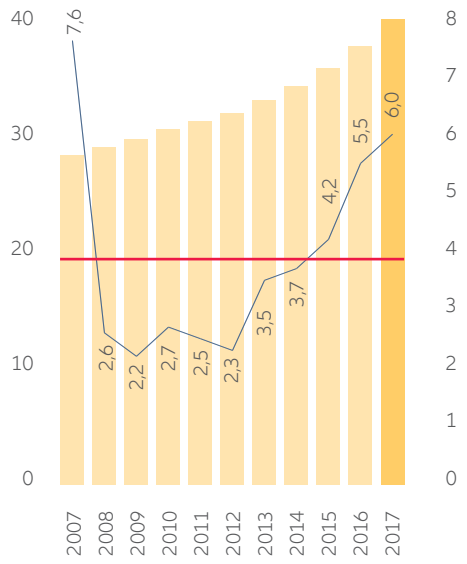
wirtschaften mit einer stark rohstofflastigen Exportindustrie, wie zum Beispiel Russland und Brasilien, schwer zu schaffen machte. Die damit verbundenen negativen wirtschaftlichen Folgen zwangen die Haushalte und Verbraucher zum Konsumverzicht und damit auch zur Drosselung der Kreditaufnahme.

In Asien (ex Japan) dagegen blieb das Kreditwachstum in den beiden Zeiträumen beinahe konstant: Seit 2013 nahm die private Verschuldung im Mittel um 14,5% pro Jahr zu, von 2007 bis 2012 lag die Zuwachsrate lediglich etwa um einen halben Prozentpunkt darüber. Über die gesamte Dekade hinweg haben sich die Verbindlichkeiten in der Region annähernd verfünffacht und beliefen sich Ende 2017 auf insgesamt EUR 8,2 Bill. Davon entfielen 63% allein auf China – vor zehn Jahren war der Anteil noch etwa halb so hoch.

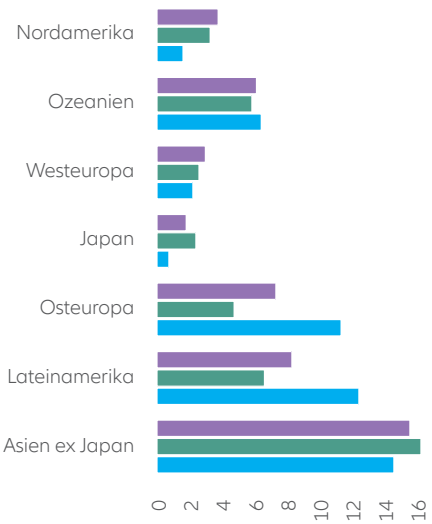
Im langfristigen Rückblick lag das durchschnittliche Wachstum der Verbindlichkeiten in Nordamerika, Westeuropa und Japan, wo das Verschuldungsniveau im Vergleich zu den aufstrebenden Teilen der Welt naturgemäß

Höchstes Schuldenwachstum seit der Krise

Entwicklung der globalen Schuldenlast



Schuldenwachstum nach Regionen, in %



- Verbindlichkeiten, in Bill. Euro (l.A.)
- Jährliche Veränderungsrate, in % (r.A.)
- CAGR* 2007-2017, in % (r.A.)
- 2017
- 2016
- CAGR* 2007-2017

*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

bereits viel höher ist, im niedrigen einstelligen Bereich. Japan bildet dabei mit einem Durchschnittswachstum von nur 0,7% pro Jahr im Zeitraum von 2007 bis 2017 das Schlusslicht, nach Nordamerika (+1,6%) und Westeuropa (+2,2%). Die japanischen Haushalte hatten sogar in den Vorkrisenjahren, die vielerorts von Schuldenexzessen geprägt waren, ihre Verbindlichkeiten reduziert. Von 2007 bis 2012 ging die private Verschuldung weiter zurück, um durchschnittlich 0,4% pro Jahr. Seither war dagegen eine gestiegene Kreditnachfrage zu verzeichnen, so dass die Verbindlichkeiten der Japaner jährlich um 2,2% im Mittel zunahmen und sich Ende 2017 auf rund EUR 2,6 Bill. summierten. Die massive Ausweitung der ohnehin schon sehr expansiven Geldpolitik der japanischen Zentralbank scheint Wirkung zu zeigen und die Kreditaufnahme der Privathaushalte anzukurbeln. Zudem ist auch auf dem Immobilienmarkt in den letzten Jahren eine Trendwende eingetreten: Erstmals seit Anfang der 1990er Jahre steigen die Hauspreise wieder. Nach Angaben der OECD legte der nominale Hauspreisindex von 2013 bis 2017 um fast 11 Prozentpunkte zu, nachdem bis dahin ein Einbruch von über 80% zu konstatieren war.

Die globale Finanzkrise zwang die Haushalte in Nordamerika, insbesondere in den USA, dem Epizentrum, zur Sanierung ihrer Vermögensbilanzen. Nachdem der Schuldenberg der US-Amerikaner in den Vorkrisenjahren mit teilweise zweistelligen Zuwachsraten rasant anstieg, gingen die Verbindlichkeiten mit der Subprime-Krise um durchschnittlich 0,8% pro Jahr von 2008 bis 2012 zurück – zum Teil auch aufgrund von Zahlungsausfällen. Seither drehte sich die Entwicklung wieder und das jährliche Durchschnittswachstum kletterte auf 2,2% (Nordamerika insgesamt: +2,5%). Dafür sorgten in erster Linie Studenten- und Autokredite, die in den letzten fünf Jahren mit durchschnittlich 7,2% bzw. 6,5% pro Jahr zulegten und Ende 2017 insgesamt EUR 2,6 Bill. oder knapp 17% des gesamten Kreditvolumens darstellten. Vor dem Platzen der Immobilienblase lag ihr Anteil noch bei knapp 10%. Zum einen stimulieren die niedrigen Zinsen die Kreditnachfrage, zum anderen wurden auch wieder die Kreditbedingungen – insbesondere bei Autokrediten – gelockert, so dass zunehmend Kredite an einkommensschwächere Haushalte vergeben wurden. Vor dem Hintergrund wieder steigender Zinsen könnten insbesondere finanzschwache Haushalte unter Druck geraten, ihre Schulden zurückzubezahlen. Insgesamt erreichte die private Verschuldung in den USA ein neues Rekordniveau von rund EUR 12,9 Bill. (Nordamerika insgesamt: EUR 14,4 Bill.).

Auch in Westeuropa läutete die Finanzkrise eine Phase der Zurückhaltung bei der Kreditaufnahme ein. Insbesondere die Haushalte in den Eurokrisenländern machten seither deutliche Fortschritte beim Abbau ihrer Schulden. Nachdem die privaten Verbindlichkeiten in den Vorkrisenjahren noch mit zweistelligen Zuwachsraten anstiegen, drosselten die Haushalte Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens (gezwungenermaßen) ihre Kreditnachfrage: Seit Ende 2008 sind die Schulden in diesen vier Ländern um insgesamt EUR 287 Mrd. oder durchschnittlich um 2,4% pro Jahr geschrumpft. In den übrigen Ländern Westeuropas dagegen nahmen die Schulden im selben Zeitraum im Mittel um 2,2% pro Jahr zu.

In der gesamten Region zeigt der Trend beim Schuldenwachstum in den letzten Jahren wieder leicht nach oben: Nachdem die Kreditaufnahme 2012 und 2013 stagnierte, beschleunigte sich der jährliche Anstieg kontinuierlich auf 3,0% im vergangenen Jahr – der höchsten Zuwachsrate seit 2008. Der Schuldenstand der Region summierte sich damit auf insgesamt rund EUR 10,9 Bill.

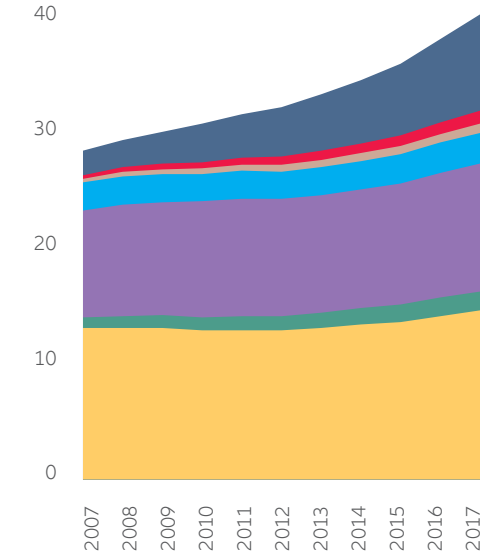
Deutlich schneller als in Westeuropa und Nordamerika stiegen die privaten Verbindlichkeiten in Ozeanien, wo über die vergangene Dekade hinweg eine mittlere jährliche Zuwachsrate von 6,5% zu beobachten war. Immerhin hat sich das Durchschnittswachstum im Vergleich zu den Vorkrisenjahren mehr als halbiert. Im letzten Jahr war die Zuwachsrate Down Under mit 6,2% aber immer noch gut doppelt so hoch wie in Westeuropa, der private Schuldenstand bezifferte sich auf gut EUR 1,6 Bill. Vor allem die steigenden Hauspreise treiben das Kreditwachstum weiter an: Schon seit Anfang der 2000er Jahre klettern laut OECD die nominalen Preise mit nur kurzen Unterbrechungen rasant nach oben, allein in den letzten fünf Jahren um knapp 44% in Australien und sogar fast 60% in Neuseeland.

Signifikante Unterschiede beim Verschuldungsgrad

Wenig überraschend weisen die Haushalte Ozeaniens im regionalen Vergleich mit Abstand die höchste Pro-Kopf-Verschuldung auf: Mit durchschnittlich EUR 56.530 Ende 2017 lagen sie um mehr als das Doppelte über dem Durchschnitt Westeuropas (EUR 26.180) und Japans (EUR 20.470). Selbst die Nordamerikaner hatten in Pro-Kopf-Rechnung mit EUR 39.880 beinahe 30% weniger zu schultern als die Haushalte Ozeaniens. Der Abstand zwischen diesen beiden Regionen hat sich aufgrund der divergierenden Schuldenentwicklung massiv ausgeweitet: Während noch 2008 die mittlere Pro-Kopf-Verschuldung mit EUR 38.420 in Nordamerika und EUR 38.720 in Ozeanien beinahe gleich hoch war, ist die Differenz bis Ende letzten Jahres auf annähernd EUR 17.000 pro Kopf gestiegen.

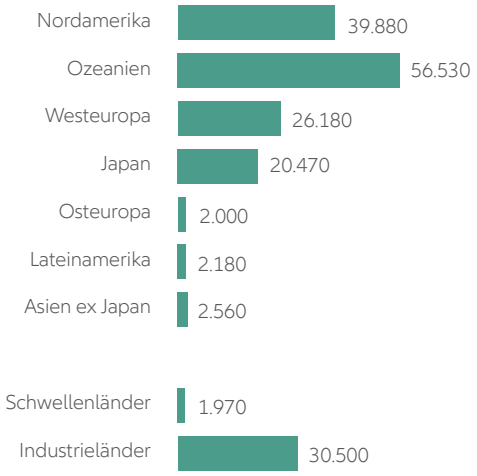
Bedeutung der aufstrebenden Regionen nimmt zu – Verschuldung pro Kopf aber noch niedrig

Entwicklung der globalen Schuldenlast, in Bill. Euro



Asien ex Japan
Lateinamerika
Osteuropa
Japan
Westeuropa
Ozeanien
Nordamerika

Schulden pro Kopf 2017, in Euro



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

Deutlich niedriger war die Pro-Kopf-Verschuldung in den aufstrebenden Regionen. Dabei bewegen sich Osteuropa (EUR 2.000), Lateinamerika (EUR 2.180) und Asien (ex Japan) (EUR 2.560) auf einem ähnlichen Niveau. Betrachtet man Asien (ex Japan) ohne die Industrieländer der Region, Israel (EUR 18.440), Singapur (EUR 35.310), Südkorea (EUR 25.750) und Taiwan (EUR 18.550), so sinkt der Durchschnitt auf EUR 1.960.

Genau wie bei der Pro-Kopf-Betrachtung sind auch bei der Schuldenstandsquote, d.h. die Verbindlichkeiten gemessen in Prozent der nominalen Wirtschaftsleistung, die Unterschiede zwischen den wohlhabenderen und den aufstrebenden Regionen der Welt signifikant. Ozeanien steht auch hier mit deutlichem Abstand an der Spitze: Im Verlauf des letzten Jahres kletterte die Quote um knapp einen Prozentpunkt auf 124,3%. Seit Ende 2007 war sogar ein Anstieg von rund 15 Prozentpunkten zu beobachten. Ozeanien entfernt sich damit immer weiter vom weltweiten Durchschnitt: Während der Abstand zum globalen Mittelwert im Jahr 2007 noch bei knapp 38 Prozentpunkten lag, belief er sich Ende 2017 auf 60 Prozentpunkte. Diese Entwicklung ist aber nicht nur auf ein vergleichsweise hohes Schuldenwachstum zurückzuführen, sondern auch eine Folge des abgekühlten Wirtschaftswachstums in der Region.

Spiegelbildlich verlief dagegen die Entwicklung in Nordamerika: Gegenüber dem Jahr 2007 schrumpfte das Verhältnis der Schulden zur Wirtschaftsleistung um beinahe 17 Prozentpunkte auf 82,0%. Die Region lag damit aber immer noch leicht über dem Durchschnitt der Industrieländer von 78,7%. In Westeuropa bezifferte sich die Quote 2007 auf knapp 75% und kletterte zwei Jahre später auf ihren bisherigen Höchststand von 79,6%. Seither war ein Rückgang von 5,6 Prozentpunkten auf 74,0% zu verzeichnen, womit die Region Ende 2017 sogar unter dem Industrieländerdurchschnitt lag. Deutlich niedriger noch war die Schuldenstandsquote der Haushalte Japans, die gegenüber 2007 zwar um fast vier Prozentpunkte zunahm – vor allen Dingen eine Folge des schwachen Wirtschaftswachstums –, Ende 2017 aber bei lediglich 64,8% lag.

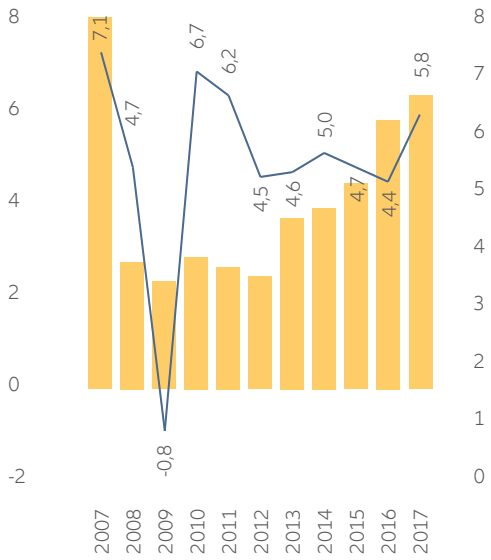
Unter den aufstrebenden Regionen war das Verhältnis der privaten Verbindlichkeiten zum Bruttoinlandsprodukt in Osteuropa am niedrigsten. Nachdem das Schuldenwachstum in den letzten drei Jahren deutlich abbremste und durchwegs langsamer als die Wirtschaft wuchs, ging die Quote seit ihrem historischen Höchstwert von 25,0% im Jahr 2014 auf 22,7% Ende 2017 zurück. Erwartungsgemäß war diese in den EU-Mitgliedsstaaten mit durchschnittlich rund 32% zwar deutlich höher als im übrigen Teil der Region (gut 17%), befand sich aber noch immer in allen Ländern unter der 50%-Marke.

Gut 6 Prozentpunkte höher als in Osteuropa, bei knapp 29%, lag die Quote in der Region Lateinamerika, wo die Verbindlichkeiten im Zeitraum von 2007 bis 2017 mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate von annähernd 13% spürbar schneller als die Wirtschaftsleistung (gut 9% im Mittel pro Jahr) gewachsen sind. Bisher hat auch dort noch kein Land die 50%-Marke überschritten – Chile, das Ende 2017 mit 48% die höchste Schuldenstandsquote der Region aufwies, könnte allerdings noch dieses Jahr die Marke passieren.

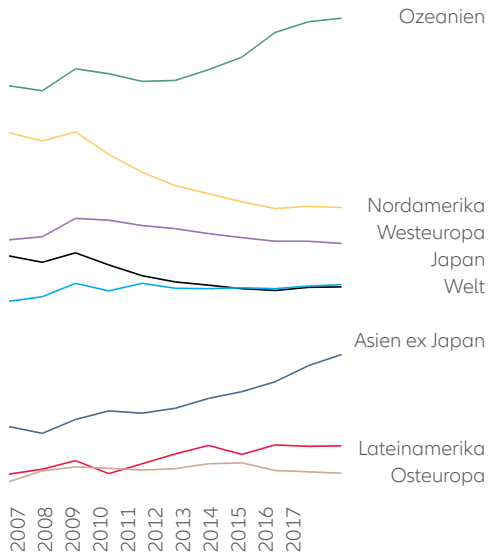
Größere Sorgen bereitet dagegen die Region Asien (ex Japan). Mit rund 49% war der Verschuldungsgrad mehr als doppelt so hoch wie in Osteuropa. Selbst wenn man die Industrieländer der Region herausrechnet, belief sich die Quote Ende 2017 auf knapp 43% und lag damit etwa 14 Prozentpunkte über dem lateinamerikanischen Niveau. In einigen Schwellenländern der Region ist das Verhältnis der Schulden zur Wirtschaftsleistung bereits bedenklich hoch – zwei davon, Malaysia (84,4%) und Thailand (79,1%), haben die

Weltwirtschaft und Schulden wachsen 2017 im Gleichschritt

Wirtschafts- und Schuldenwachstum im Vergleich, J/J in %



Verbindlichkeiten in % der nominalen Wirtschaftsleistung



Verbindlichkeiten weltweit (r.A.)
Nominale Wirtschaftsleistung weltweit (l.A.)

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

50%-Marke schon deutlich überschritten; mit China (49,1%) könnte das dritte Land noch in diesem Jahr folgen. Außerdem lagen beide Länder um mehr als das Doppelte über dem Durchschnitt der Emerging Markets insgesamt (37,2%). Damit nähern sie sich langsam dem Verschuldungsgrad, den die Haushalte in Spanien (86,6%), den USA (100,3%) und Irland (100,7%) schon Ende 2007 erreicht hatten – kurz vor dem Platzen der Kreditblase.

Auf globaler Ebene blieb das Verhältnis der privaten Verbindlichkeiten zur Wirtschaftsleistung 2017 mit 64,3% beinahe stabil auf dem Vorjahresniveau (64,2%). Dank der breit aufgestellten Erholung der Weltwirtschaft im letzten Jahr konnte das globale Bruttoinlandsprodukt (+5,8%) mit dem weiter gestiegenen Schuldenwachstum (+6,0%) Schritt halten. Seit ihrem historischen Rekordwert im Jahr 2009 (71,9%) ging die Quote um annähernd 8 Prozentpunkte zurück. Dabei näherten sich Wirtschafts- und Schuldenwachstum immer weiter an, bis 2016 schließlich die Verbindlichkeiten wieder schneller wuchsen als das weltweite BIP – der mit der globalen Finanzkrise einsetzende Deleveraging-Prozess kam zu seinem Ende.

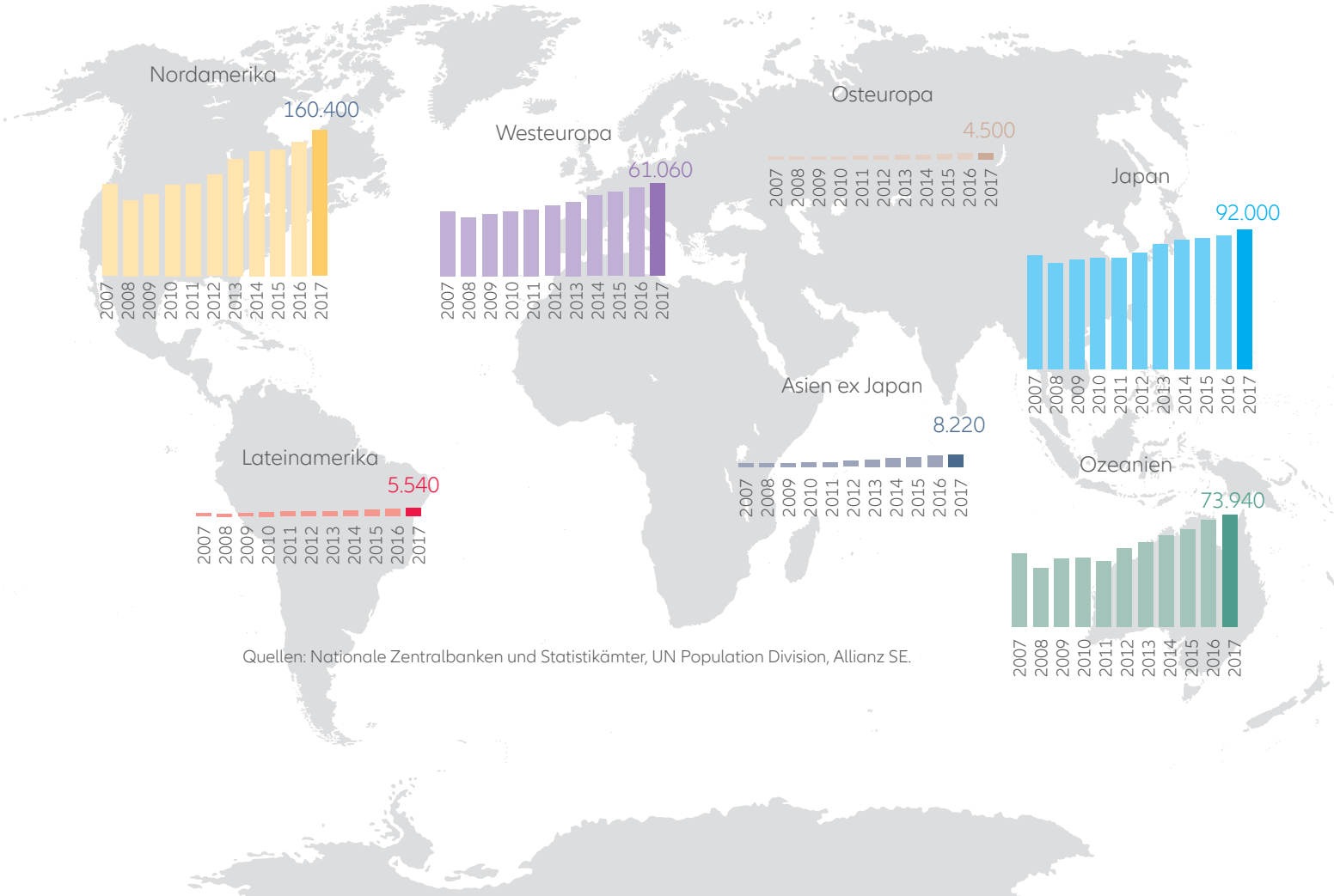
Hohes Wohlstandsgefälle zwischen den Regionen

Aus der Differenz von Brutto-Geldvermögen und Verbindlichkeiten errechnet sich das Netto-Geldvermögen, das Ende 2017 ein neues Rekordhoch von EUR 128,5 Bill. weltweit erreichte. Da das Wachstum der gesamten Ersparnisse von 7,7% im vergangenen Jahr das Schuldenwachstum um 1,7 Prozentpunkte übertraf, resultiert in der Netto-Betrachtung ein Plus von 8,3% – eine im Vergleich zu den letzten fünf Jahren (im Mittel 8,8% pro Jahr) leicht unterdurchschnittliche Entwicklung. Ein Blick auf die Vermögensweltkarte bestätigt das zu erwartende Bild: Die Diskrepanzen zwischen den Vermögen der Haushalte in den reicheren und jenen in den ärmeren Regionen der Erde sind noch immer gewaltig. Die Vermögenskluft wird besonders deutlich, wenn man Nordamerika und Osteuropa vergleicht: Nordamerika ist nach wie vor die reichste Region der Erde, das mittlere Pro-Kopf-Vermögen dort belief sich nach Abzug der Verbindlichkeiten im vergangenen Jahr auf EUR 160.400. Demgegenüber war Osteuropa die Region mit dem geringsten Netto-Geldvermögen, die Haushalte besaßen Ende 2017 durchschnittlich EUR 4.500 pro Kopf. Die Nordamerikaner verfügten demnach über das 36-fache des Vermögens der Osteuropäer. Im Jahr 2007 lag dieser Faktor aber sogar noch bei 53.

Am anderen Ende der Welt, im asiatisch-pazifischen Raum, konnten sich die japanischen Haushalte mit einem mittleren Pro-Kopf-Vermögen von EUR 92.000 noch einmal an der Spitze behaupten. Der Vorsprung vor Singapur (EUR 90.650) und Taiwan (EUR 90.260) ist dabei jedoch nur noch sehr knapp. Zu Anfang der Dekade war das Netto-Geldvermögen pro Kopf in Japan noch um etwa 39% höher als in Singapur und um 42% höher als in Taiwan. In der Region Asien (ex Japan) insgesamt bezifferte sich das Geldvermögen pro Kopf auf EUR 8.220 im Durchschnitt – Folge vor allem der noch immer sehr geringen Vermögen in Indien und Indonesien. Signifikant niedriger als in Japan war das Vermögensniveau in Ozeanien: Aufgrund der hohen Verschuldung lag das mittlere Netto-Geldvermögen der Haushalte Australiens und Neuseelands mit EUR 73.940 pro Kopf deutlich unter dem Durchschnitt Japans. Ohne die Berücksichtigung der Verbindlichkeiten lägen nämlich die Haushalte Ozeaniens mit einem durchschnittlichen Brutto-Geldvermögen von EUR 130.470 pro Kopf vor dem japanischen mit EUR 112.470.

Vermögensweltkarte auf einen Blick

Netto-Geldvermögen pro Kopf 2017, in Euro



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

In Westeuropa war das Netto-Geldvermögen pro Kopf Ende 2017 noch niedriger als in Ozeanien und bezifferte sich auf EUR 61.060. Die Kluft zwischen West- und Osteuropa ist zwar im Laufe der vergangenen Dekade schon spürbar kleiner geworden, aber immer noch signifikant: 2007 war das mittlere Pro-Kopf-Vermögen in Westeuropa 23 mal höher als im Osten des Kontinents, bis Ende letzten Jahres ging dieser Faktor immerhin auf 14 zurück. In die umgekehrte Richtung entwickelt sich allerdings die transatlantische Vermögensungleichheit, sie wächst kontinuierlich: Zu Beginn der Dekade belief sich das Netto-Geldvermögen pro Kopf in Westeuropa noch auf rund 42% des Pro-Kopf-Vermögens in Nordamerika, Ende 2017 waren es nur noch 38%.

Asien (ex Japan) hängt alle ab

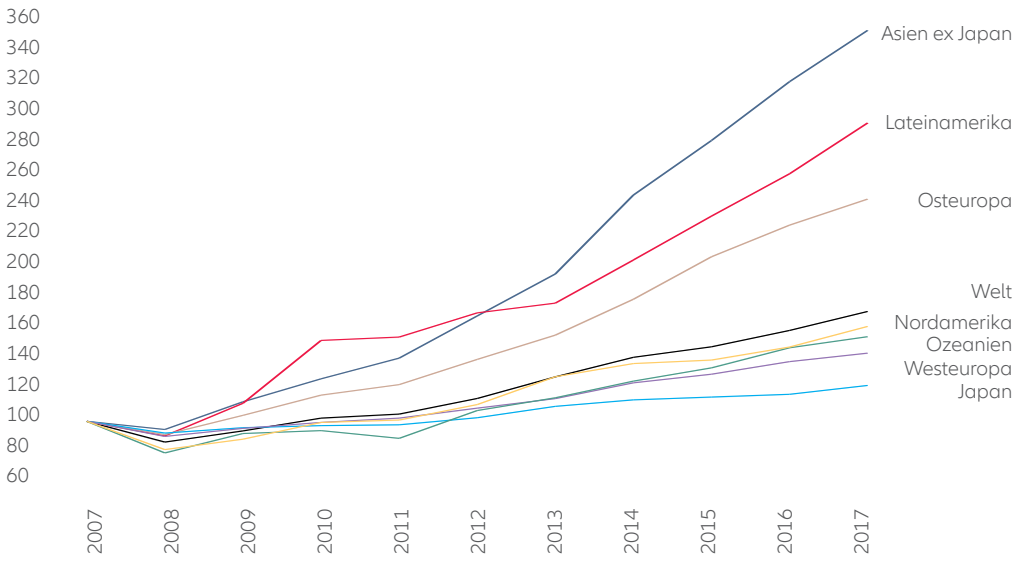
Über die vergangene Dekade hinweg entwickelten sich die privaten Ersparnisse in der Region Asien (ex Japan) – auch nach Abzug der Verbindlichkeiten – am dynamischsten. Das Netto-Geldvermögen pro Kopf legte dort seit 2007 um durchschnittlich 13,8% pro Jahr zu. Dabei hat sich das Wachstumstempo in der zweiten Hälfte der Dekade sogar nochmal spürbar beschleunigt (von 12,3% auf 15,7%). In Osteuropa verbuchten die Pro-Kopf-Vermögen Dank des abnehmenden Schuldenwachstums in der Netto-Betrachtung eine mittlere jährliche Zuwachsrate von rund 9% seit 2007. Allerdings war auf der Aktivseite der Vermögensbilanz keine Wachstumsbeschleunigung wie in Asien (ex Japan) zu beobachten, sodass Osteuropa unter dem Strich mit dieser Region nicht Schritt halten konnte. Letzteres gilt auch für Lateinamerika, wo die Ersparnisse in

den letzten fünf Jahren etwas langsamer anstiegen (durchschnittlich +10,4% pro Jahr) als noch in der ersten Hälfte der Dekade (im Mittel +11,8% pro Jahr). In der Netto-Betrachtung errechnet sich für die lateinamerikanischen Haushalte eine mittlere jährliche Zuwachsrate von 11% seit 2007.

Ozeanien und Nordamerika liegen mit einem langfristigen Durchschnittswachstum von jeweils 4,6% gleichauf und deutlich vor Westeuropa (im Mittel +3,3% pro Jahr). Japan bildet mit einem mittleren Zuwachsrate von 1,5% jährlich das Schlusslicht. Der Abstand zu Westeuropa ist also nicht mehr furchtbar groß. Unter Berücksichtigung der Inflationsentwicklung schmilzt der Vorsprung Westeuropas noch weiter zusammen: In realer Rechnung kommt Westeuropa nur noch auf ein durchschnittliches Wachstum von +1,7% pro Jahr gegenüber +1,2% in Japan.

Asien schlägt alle

Entwicklung des Netto-Geldvermögens pro Kopf nach Region, Index (2007 = 100)



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

Ist die Verschuldung der Haushalte noch tragfähig?

Der immer weiter wachsende Schuldenberg rund um den Globus wird von vielen mit zunehmender Sorge beobachtet. Nach Berechnungen des Institute of International Finance (IIF) summierten sich die Verbindlichkeiten von Staaten, (Nicht-)Finanziellen Unternehmen und privaten Haushalten im ersten Quartal dieses Jahres auf den neuen Rekordwert von insgesamt USD 247,2 Bill. oder 318% der weltweiten Wirtschaftsleistung. In vielen (überwiegend entwickelten) Ländern sanierte zwar insbesondere der Haushaltssektor unmittelbar nach der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise seine Vermögensbilanz. In den letzten Jahren ließen diese Bemühungen jedoch nach und die Kreditnachfrage stieg wieder an, so dass die privaten Schuldenquoten (Verbindlichkeiten der Haushalte in Prozent des BIP) in einigen Volkswirtschaften zehn Jahre nach dem Zusammenbruch der Finanzmärkte inzwischen wieder neue Rekordstände erreichen.

Wie tragfähig ist der Verschuldungsgrad des Haushaltssektors? Für diese Analyse ziehen wir die Situation in den USA kurz vor dem Platzen der Immobilienblase als Benchmark heran: Im Jahr 2007 bezifferte sich das Verhältnis der Schulden der privaten Haushalte zum BIP auf rund 100% und hatte über die vorangegangenen fünf Jahre hinweg um 20 Prozentpunkte zugenommen. Mit diesen Koordinaten vergleichen wir die aktuelle Situation in den Industrieländern: Wo hat sich die Schuldenquote in den letzten fünf Jahren ähnlich dramatisch erhöht und in welchen Volkswirtschaften ist sie aktuell größer als 100% (siehe Schaubild)?

Verschuldungssituation der privaten Haushalte in den Industrieländern

Auf den ersten Blick wird deutlich, dass sich die Mehrzahl der entwickelten Volkswirtschaften außerhalb der „Gefahrenzone“ bewegt, d.h. die Schuldenquote beträgt aktuell (noch) weniger als 100% und der Anstieg gegenüber 2012 liegt deutlich unter 20 Prozentpunkten. In 14 Staaten ging die Relation Schulden zu BIP in den letzten fünf Jahren sogar zurück; darunter befinden sich die von der (Schulden)Krise am stärksten getroffenen Länder USA, Spanien, Portugal und Griechenland, die gleichzeitig auch zu den Volkswirtschaften zählen, die die größten Fortschritte beim Schuldenabbau erzielten. Aber auch die Dänen und Niederländer, die aktuell immer noch eine Quote von 132% bzw. 113% aufweisen, zeigten Erfolge dabei, ihren Verschuldungsgrad wieder mehr in Richtung der 100%-Marke zu drücken.

Es sind vor allem fünf Länder, in denen die Schuldendynamik der letzten Jahre problematisch erscheint, da hohe Schuldenquoten um und jenseits der 100%-Schwelle mit einem starken Anstieg einhergehen: Südkorea (97,5%, +13,7Ppt.), Kanada (104,3%, +9,0Ppt.), die Schweiz (129,6%,

+10,4Ppt.), Australien (131,2%, +15,6Ppt.) und Norwegen (107,9%, +20,1Ppt.). Von allen Industrieländern stellt dabei aber allein Norwegen die US-Benchmark der Subprime-Krise ein.

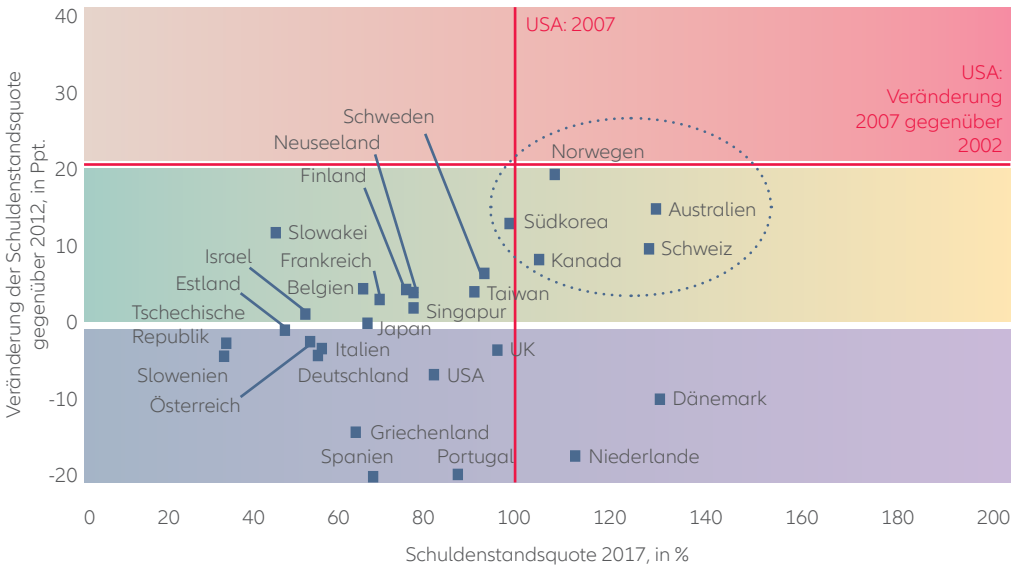
Verschuldungssituation der privaten Haushalte in den Schwellenländern

Analog haben wir auch die private Verschuldungssituation in den Schwellenländern analysiert, wobei wir jedoch die Benchmark an die dortige Situation angepasst haben, d.h. die „kritischen" Schwellenwerte für die Schuldenquote betragen 50% und 10 Prozentpunkte für den Anstieg derselben (siehe Schaubild).

Anders als bei den Industrieländern kristallisiert sich bei den aufstrebenden Volkswirtschaften recht deutlich ein regionales Pattern heraus. So sind es hier ausschließlich die Haushalte in den osteuropäischen Ländern, die nicht nur eine Schuldenquote von unter 50% aufweisen, sondern auch das Verhältnis der Verbindlichkeiten zum BIP gegenüber 2012 reduziert haben. Ausnah-

Fünf Länder im Fokus

Schuldenstandsquoten 2017 und deren Veränderung gegenüber dem Jahr 2012, in % und in Prozentpunkten



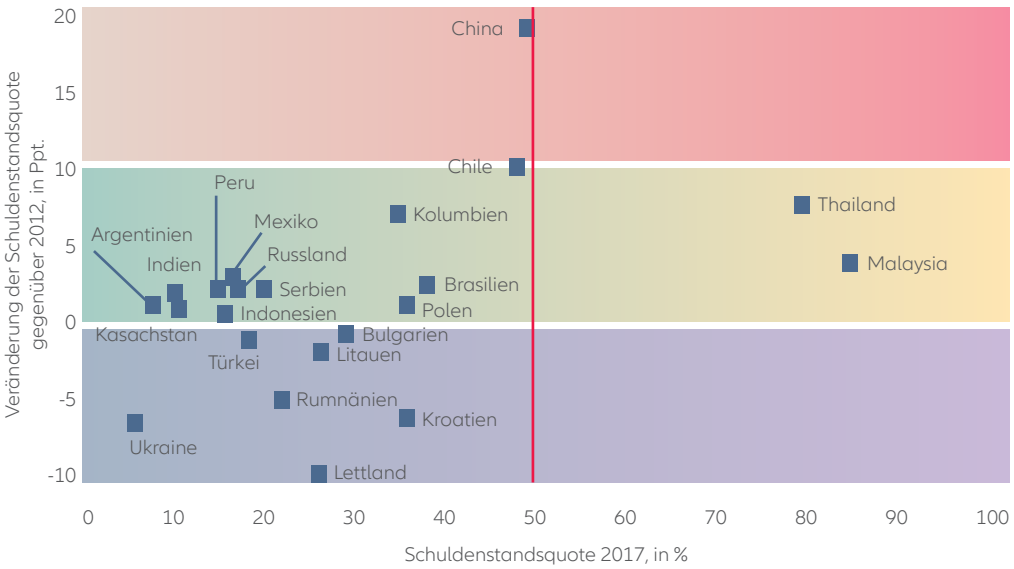
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

men sind Polen, Serbien und Kasachstan, wo die Schuldenquote seither leicht um jeweils 1,2Ppt., 2,2Ppt. bzw. 0,9Ppt. zugenommen hat. Ein Verschuldungsgrad von weniger als 50% bei einem moderaten Anstieg der Quote in den letzten fünf Jahren herrscht darüber hinaus in Teilen Asiens (Indien und Indonesien) sowie in Lateinamerika. Aber auch hier bestätigt eine Ausnahme die Regel: Chile. Nach einer kräftigen Zunahme der Relation Verbindlichkeiten zu BIP um 10,2Ppt. kratzt die Schuldenquote mit aktuell 48% an der 50%-Marke.

Neben Chile sind es vor allem noch drei asiatische Länder, in denen die Entwicklung der privaten Verschuldung kritisch erscheint: Zum einen Thailand und Malaysia, wo sich die Schuldenquoten mit 79,1% bzw. 84,4% sogar schon an die 100%-Marke der Industrieländer heranbewegen; zumindest betrug der Anstieg in den letzten fünf Jahren aber weniger als 10 Prozentpunkte. Zum anderen China, dessen Quote von 49,1% zwar noch hauchdünn von der 50%-Marke entfernt ist, in den letzten fünf Jahren aber um 19,2Ppt. zugenommen hat, was unter anderem jedoch mit einem gewissen Nachholbedarf zusammenhängen dürfte, da Chinas private Haushalte erst seit 2003 Bankkredite aufnehmen dürfen.

China, Thailand und Malaysia weit entfernt vom Rest

Schuldenstandsquoten 2017 und deren Veränderung gegenüber dem Jahr 2012, in % und in Prozentpunkten



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

Fazit: In der Mehrzahl der Länder befindet sich die Verschuldungssituation der Privathaushalte aus unserer Sicht noch auf einem gemäßigten Niveau – der Schuldenabbau bzw. die Kreditzurückhaltung der letzten Jahre macht sich bemerkbar; dies gilt neben den USA in erster Linie für Osteuropa sowie die südeuropäischen Krisenländer. In einigen Volkswirtschaften – darunter sowohl Industrie- als auch Schwellenländer – erscheint die Entwicklung dagegen durchaus bedenklich und erfordert genaue Beobachtung. Im Fokus dürften dabei insbesondere Thailand und Norwegen stehen, wo die Schuldenquoten deutlich über der regionalen Benchmark liegen und in den vergangenen fünf Jahren zudem stark zugenommen haben.

VERMÖGENS-VERTEILUNG: EIN NEUER INDIKATOR

Mehr noch als das Wachstum der Vermögen und Schulden steht in den letzten Jahren die Frage nach der Verteilung der Vermögen im Fokus der öffentlichen Aufmerksamkeit. Denn in der vermeintlichen Zunahme der Ungleichheit wird ein wichtiger Schlüssel gesehen, mit dessen Hilfe sich der beunruhigende Siegeszug der Populisten rund um den Globus erklären lässt: Eine wachsende Zahl von Unzufriedenen kehrt offenen Märkten und liberalen Gesellschaften den Rücken aus Enttäuschung darüber, dass es immer nur die „Anderen" sind, die von der Globalisierung profitieren. Aus diesem Grund widmen auch wir der Vermögensverteilung schon seit Jahren ein eigenes Kapitel, mit dem Ziel ein differenziertes Bild der unterschiedlichen Entwicklungen zu zeichnen. Dazu haben wir in diesem Jahr auch einen neuen Indikator entwickelt, der anhand verschiedener Parameter ein zuverlässigeres Bild der Vermögensverteilung in einem Land geben soll. Denn hinter den populären Narrativ einer immer weiter zunehmenden Ungleichheit lassen sich zumindest einige Fragezeichen setzen.

Entscheidend bei der Bewertung der Ungleichheit ist die Perspektive: Werden die Verhältnisse zwischen den Ländern in den Blick genommen oder die innerhalb eines Landes? Wie in den Vorjahresberichten schauen wir aus beiden Richtungen auf die Vermögensverteilung und teilen unsere Analyse daher in zwei Teile: Zuerst untersuchen wir die Situation in einem globalen Kontext, dann wenden wir uns der Vermögensverteilung im nationalen Rahmen zu.

Globalisierung wirkt positiv!

Zur Untersuchung der Vermögensverteilung im globalen Maßstab teilen wir alle Haushalte / Personen in globale Vermögensklassen ein. Diese Einteilung orientiert sich am weltweiten durchschnittlichen Netto-Geldvermögen pro Kopf; 2017 lag es bei EUR 25.320, mehr als doppelt so hoch wie noch im Jahr 2000. Die globale Vermögensmittelschicht („Middle Wealth", MW) umfasst dabei alle Personen mit einem Vermögen zwischen 30% und 180% des weltweiten Durchschnitts. 2017 belaufen sich die Vermögensgrenzen für die globale Vermögensmittelschicht damit auf EUR 7.600 und EUR 45.600. Zur Vermögensunterklasse („Low Wealth" LW) zählen dagegen alle Personen, deren Netto-Geldvermögen unter der Schwelle von EUR 7.600 liegt, während als „High Wealth" (HW, Vermögensoberklasse) diejenigen mit einem Netto-Geldvermögen von über EUR 45.600 bezeichnet werden (ausführlich zur Herleitung der Bestimmung der Vermögensgrenzen siehe Appendix A).

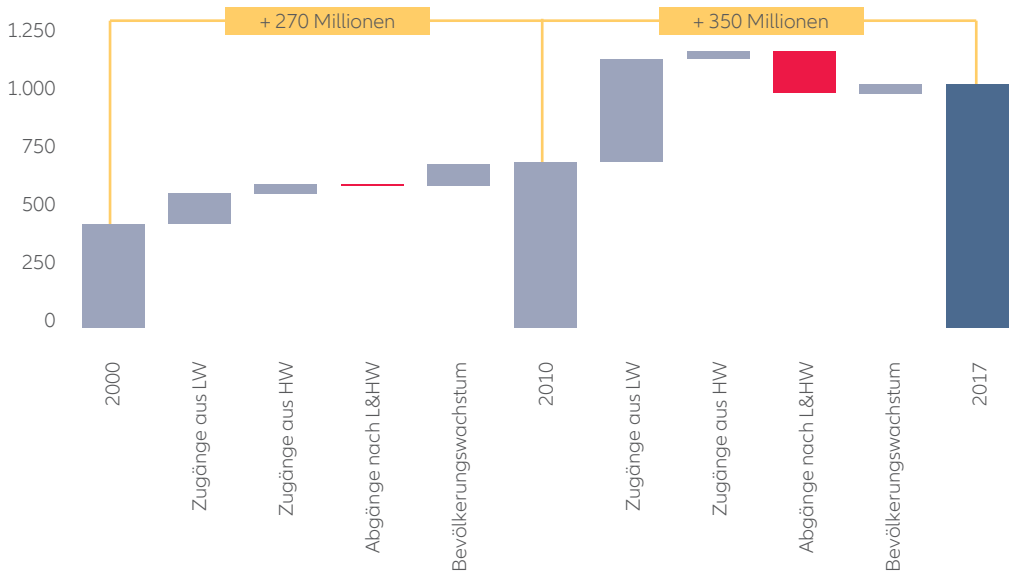
Die letzten beiden Jahrzehnte der stürmischen Globalisierung ließ eine neue globalen Vermögensmittelklasse entstehen zu der knapp 1,1 Milliarden Menschen in den von uns unter-

suchten Ländern zählen. Um die Jahrtausendwende gehörten noch weniger als eine halbe Milliarde dazu, wobei knapp die Hälfte von ihnen aus Westeuropa, Nordamerika oder Japan kam; heute macht dieser Länderkreis nur noch ein Viertel der globalen Vermögensmittelklasse aus. Der Anteil Chinas dagegen ist in diesem Zeitraum von knapp 30% auf über 50% nach oben geschnellt. Es besteht also kaum ein Zweifel darüber, was die treibende Kraft hinter der neuen globalen Mittelschicht ist: Ihre Entstehung spiegelt in erster Linie den Aufstieg Chinas wider.

Die Zahlen, die diese Erfolgsgeschichte untermalen, sind imposant: Rund 500 Millionen Chinesen ist seit dem Jahr 2000 der Aufstieg in die globale Vermögensmittelklasse gelungen; noch einmal mehr als 100 Millionen können sich heute sogar schon der globalen Vermögensoberklasse zurechnen. Damit gehen rund 80% der Wanderungsbewegungen zwischen den Vermögensklassen seit der Jahrtausendwende auf das Konto Chinas. Der Aufstieg Chinas hat nach 2010, in der Post-Finanzkrisen-Ära, noch einmal an Dynamik gewonnen, was nicht zuletzt auch auf die andernorts eher schwache Vermögensentwicklung in diesem Zeitraum zurückzuführen ist. Dies führte

Mehr Dynamik nach der Finanzkrise

Veränderungen in der globalen Vermögensmittelklasse, in Millionen



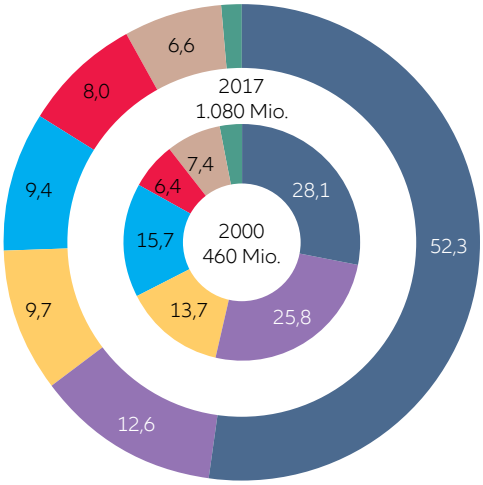
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

letztlich dazu, dass auch in den „alten" Industrieländern die Vermögensmittelklasse wuchs – allerdings unter umgekehrten Vorzeichen: Etwa 60 Millionen der neuen Mitglieder der Mittelklasse sind Absteiger, d.h. Haushalte, die aus der Gruppe der Besitzer hoher Vermögen „relegiert" wurden. Dies betrifft in erster Linie die USA und Japan, aber auch europäische Länder wie Italien, Frankreich oder Griechenland.

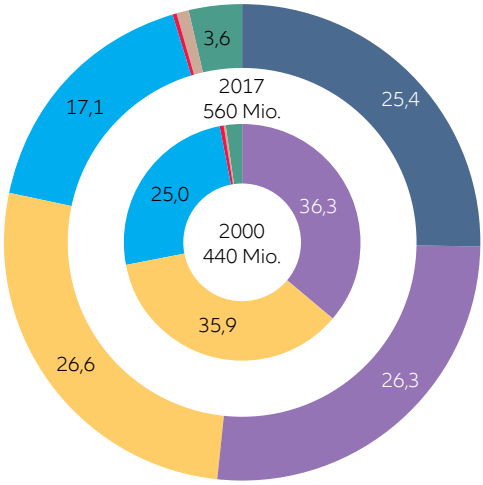
Gegenüber dem rasanten Wachstum der Vermögensmittelklasse nehmen sich die Veränderungen in den beiden anderen Vermögensklassen eher bescheiden aus. Die Vermögensoberklasse konnte um knapp 30% auf rund 560 Millionen zulegen, vor allem dank der chinesischen „Auffrischung", die den „Aderlass" in den alten Industrieländern mehr als kompensieren konnte. Insgesamt hat die Oberklasse dadurch heute auch ein deutlich heterogeneres Aussehen als früher, als zu ihr nahezu ausschließlich Westeuropäer, Amerikaner und Japaner zählten: Diese Gruppe

Mehr Chinesen

Vermögensmittelklasse nach Regionen, in %



Vermögensoberklasse nach Regionen, in %



- China
- Westeuropa
- Nordamerika
- Übriges Asien
- Lateinamerika
- Osteuropa
- Rest

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

stellte zu Beginn des Jahrtausends noch deutlich über 90% der Mitglieder, heute sind es nur noch zwei Drittel.

Die globale Vermögensunterklasse ist dagegen sogar geschrumpft, von 3,5 Milliarden Menschen im Jahr 2000 auf 3,44 Milliarden Ende 2017. Auf den ersten Blick erscheint diese Zahl nicht sehr eindrucksvoll. Allerdings wäre die Vermögensunterklasse ohne Wanderungsbewegungen allein aufgrund des Bevölkerungswachstums um 510 Millionen größer als im Jahr 2000. Tatsächlich sind also beinahe 600 Millionen Menschen aus der Vermögensunterklasse aufgestiegen. Dies wird auch deutlich, wenn man die Anzahl der zur Vermögensunterklasse zählenden Personen in Relation zur Gesamtbevölkerung setzt: Ihr Anteil ist von 80% (2000) auf 68% (2017) gefallen.

Damit unterstreicht die Entwicklung der globalen Vermögensverteilung einmal mehr die positive Wirkung der Globalisierung: Der massenweise Aufstieg in die globale Vermögensmittelklasse ist eine Erfolgsgeschichte. Im globalen Maßstab können immer mehr Menschen am weltweiten Wohlstand partizipieren.

Diese Entwicklung ist dabei noch keineswegs abgeschlossen. Zum einen, da bisher in erster Linie nur eine Handvoll asiatischer Länder von ihr profitierte, allen voran China. Sollten auch andere bevölkerungsreiche Länder wie Brasilien, Russland, Indonesien und vor allem Indien in den nächsten Dekaden ihr Potential in ähnlicher Weise ausschöpfen, könnte sich die globale Vermögensmittelklasse bis 2030 spielend noch einmal verdoppeln. Zum anderen, da auch das Entstehen einer neuen globalen Vermögensmittelklasse nicht darüber hinwegtäuschen kann, dass die Konzentration der Vermögen in globaler Betrachtungsweise immer noch extrem ist. Dies wird deutlich, wenn die Gesamtbevölkerung der von uns untersuchten Länder in Bevölkerungsdezile nach Netto-Geldvermögen eingeteilt wird.

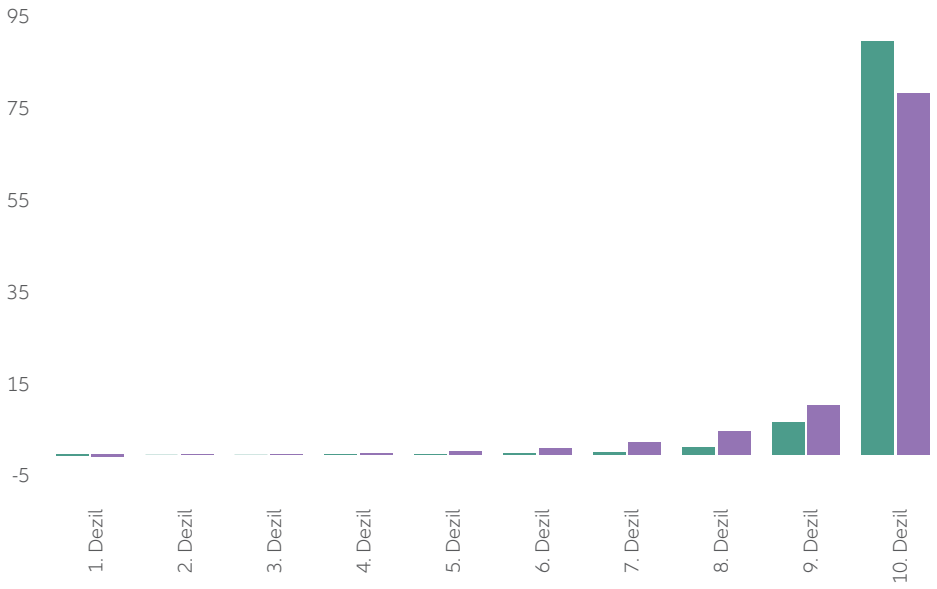
Das Ergebnis: die reichsten zehn Prozent weltweit vereinen 78,9% der gesamten Netto-Geldvermögen auf sich; für die untere Bevölkerungshälfte, rund 2,5 Milliarden Menschen, verbleiben weniger als 1%. Wobei die letztere Zahl allerdings mit Vorsicht zu interpretieren ist: Zur Gruppe der Vermögensärmsten zählen nämlich auch viele verschuldete Personen aus den reichsten Ländern; tatsächlich weist das „ärmste" globale Bevölkerungsdezil ein negatives Netto-Geldvermögen auf. Hohe Schulden sind aber nicht unbedingt mit Armut gleichzusetzen. Die skandinavischen Länder sind dafür ein gutes Beispiel: Die Haushalte in Dänemark und Schweden zählen weltweit zu den am stärksten verschuldeten, entsprechend weisen dort auch bis zu 30% der Bevölkerung höhere Verbindlichkeiten als Geldvermögen auf. In der Regel dürften den hohen

Schulden aber auch Sachwerte, vor allem Immobilien, gegenüberstehen. Ein glücklicher Hausbesitzer in Dänemark sollte nicht mit einem mittellosen Tagelöhner in Indien verwechselt werden.

Und auch mit Blick auf die starke globale Vermögenskonzentration geht die Entwicklung in die richtige Richtung. Im Jahr 2000 lag die Vermögenskonzentration (Anteil des reichsten Bevölkerungsdezils am Gesamtvermögen) bei 90,3%. Mehr noch: Mit Ausnahme des reichsten und ärmsten Dezils – wo die Verschuldung weiter stieg – konnten alle anderen Bevölkerungsdezile ihren Anteil am globalen Vermögenskuchen steigern; besonders kräftig gelang dies den Dezilen sechs, sieben und acht – der oberen Mittelklasse –, wo sich die Werte mehr als verdreifachten. Auch in dieser Perspektive zeigt sich also, dass die Welt als Ganzes dabei ist, eine bessere Welt, eine Welt mit mehr Verteilungsgerechtigkeit zu werden – wenn der Weg auch ohne Zweifel noch (sehr) weit ist.

Mehr Verteilungsgerechtigkeit

Anteil der Vermögensdezile am gesamten Netto-Geldvermögen, in %



2017
2000

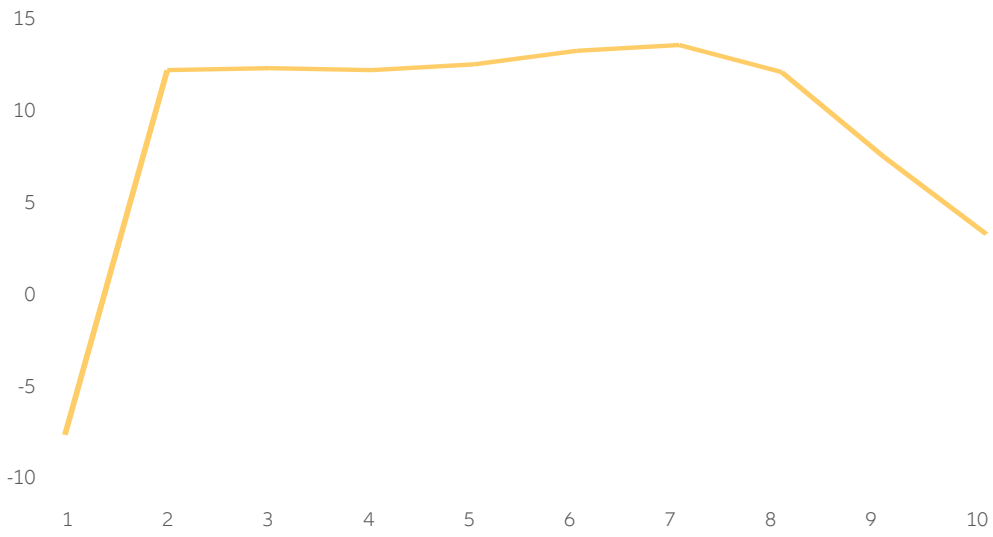
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

Die Berechnung globaler Vermögensdezile macht es nun auch möglich, den berühmt-berüchtigten „elephant chart" zur globalen Entwicklung der Einkommen[4] für Geldvermögen „nachzubauen". Der ursprüngliche „elephant chart" bildet dabei das Einkommenswachstum je globalen Bevölkerungsperzentil zwischen 1988 und 2008 ab. Entsprechend der Verfügbarkeit unserer Daten beschränken wir uns bei der Darstellung des Vermögenswachstums je Dezil auf den Zeitraum zwischen 2000 und 2017.

Ähnlichkeiten mit dem Original sind durchaus zu erkennen. Wie bei den Einkommen konnte das unterste Vermögensdezil seine Situation in diesen Jahren nicht verbessern. Schlimmer noch: Hier sind die Netto-Geldvermögen sogar zurückgegangen: Die Schulden wuchsen schneller als die Vermögen. Die übrigen Vermögensdezile weisen dagegen durchweg positive Wachstumsraten auf – mit den höchsten Zuwächsen in den sechsten und siebten

Mehr Wachstum in der Mitte

CAGR* der Netto-Geldvermögen pro Kopf zwischen 2000 und 2017, nach Vermögensdezilen



*Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

4 Siehe zum Beispiel Lakner & Milanovic (2013)

Dezilen. Ähnlich wie beim Einkommen sind es also vor allem die Haushalte in der oberen Mitte der globalen Vermögensverteilung – die aufstrebende Mittelklasse in den Schwellenländern –, die am stärksten vom Vermögenswachstum der letzten Jahre profitierten.

Der markanteste Unterschied zur Situation bei den Einkommen lässt sich jedoch am oberen Ende der Verteilungspyramide erkennen. Das Wachstum schwächt sich nicht nur im achten und vor allem im neunten Dezil ab (wie bei den Einkommen), sondern auch im zehnten, dem Dezil mit dem höchsten Netto-Geldvermögen pro Kopf. Tatsächlich ist in dieser Gruppe der Vermögenszuwachs – mit Ausnahme der überschuldeten Haushalte am anderen Ende des Verteilungsspektrums – mit Abstand am schwächsten: Der Elefant hat keinen Rüssel. Dabei dürfte sicherlich eine Rolle spielen, dass die Mehrzahl der Mitglieder des reichsten Bevölkerungsdezils – immerhin mehr als 500 Millionen Menschen – in den „alten" Industrieländern beheimatet ist, in denen in den letzten Jahren die Wachstumsdynamik der Vermögen generell niedriger war.

Eine weitere Kenngröße zur Messung der Vermögensverteilung ist der Median-Wert bzw. dessen Vergleich mit dem Durchschnittswert: Je weiter letzterer vom Median entfernt liegt, desto höher die Ungleichheit der Verteilung. Auch hier ist der Blick auf die globalen Werte ernüchternd: Dem Median-Netto-Geldvermögen pro Kopf in Höhe von EUR 2.810 steht ein Durchschnittswert von EUR 25.320 gegenüber. Aber wie bei der Vermögenskonzentration gilt auch für das Median-Vermögen: Entscheidend ist die Entwicklung – und die ist eindeutig positiv. Noch im Jahr 2000 lag der Medianwert fürs Netto-Geldvermögen bei EUR 340. Seitdem ist das Median-Vermögen pro Jahr mit durchschnittlich 13,3% gewachsen – deutlich schneller als das Durchschnittsvermögen (+5,1 Prozent).

Fazit: Die Geldvermögen sind im globalen Maßstab zwar immer noch extrem ungleich verteilt. Aber die Verhältnisse ändern sich zum Positiven. Die Mitte wird breiter und reicher – die Globalisierung wirkt positiv.

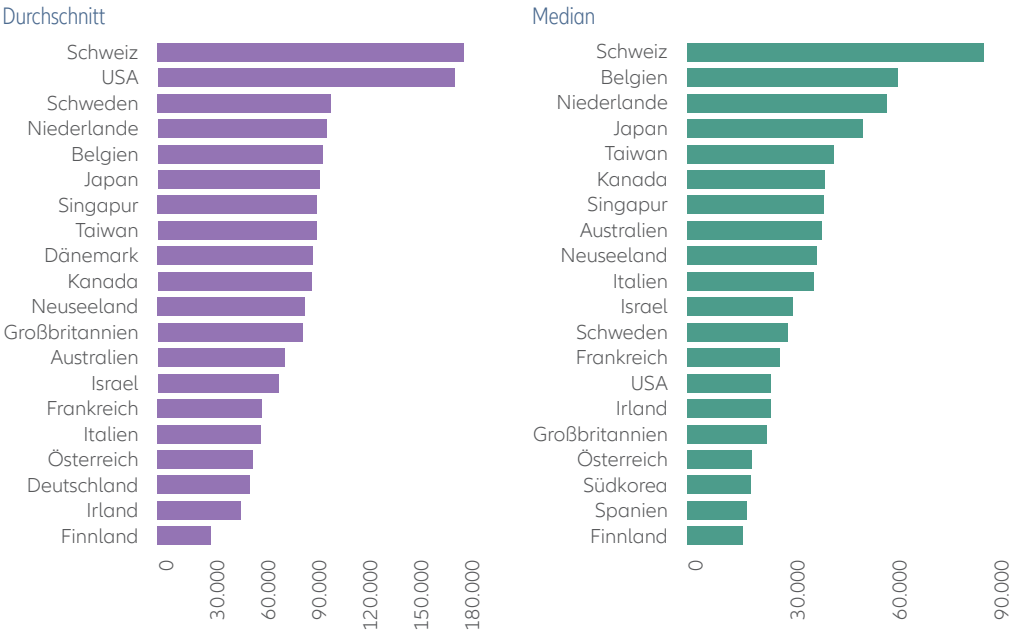
Globalisierung wirkt negativ?

Die Einteilung in globale Vermögensklassen ist zwar äußerst hilfreich für die Analyse, wie sich die Gewichte im weltweiten Maßstab verschieben, dürfte aber für die Mehrzahl der Betroffenen selbst eher abstrakt bleiben. Denn Vergleichsmaßstab für die allermeisten Haushalte ist nicht der globale Durchschnitt, sondern eher der nationale; von Interesse ist vor allem, was der Nachbar besitzt.

Dabei ist auch im nationalen Kontext die Relation zwischen Median- und Durchschnittsvermögen ein guter Maßstab für die Verteilung der Vermögen. Bereits der direkte Vergleich zwischen Median- und durchschnittlichem Netto-Geldvermögen pro Kopf ist sehr aufschlussreich. Würden wir unsere globale Rangliste der reichsten Länder mit den Median-Werten aufstellen, hätte sie ein anderes Aussehen. Immerhin drei Länder fielen gänzlich aus den Top10 heraus: die USA (von 2 auf 14), Schweden (von 3 auf 12) und Dänemark

Die alternative Rangliste

Median und durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf 2017, in Euro



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

(von 9 auf 23); weitere Absteiger sind Chile und Südafrika (jeweils -7 Plätze), Lettland und Großbritannien (jeweils -4 Plätze) sowie Malaysia und Deutschland (jeweils -3 Plätze) – letzteres fiele damit auch aus den Top 20 heraus. In all diesen Ländern ist das Median-Vermögen im internationalen Vergleich deutlich niedriger als das Durchschnittsvermögen, ein Indiz für eine relative ungleiche Vermögensverteilung. Auf der anderen Seite gäbe es aber auch viele Aufsteiger, allen voran Italien und die Slowakei (jeweils + 6 Plätze), Australien (+5 Plätze) sowie Kanada, Irland und Rumänien (jeweils +4 Plätze). In diesen Ländern ist der Abstand zwischen den beiden Vermögenswerten eher gering, die Vermögensverteilung mithin gleichmäßiger. Diese Aufzählung der Auf- und Absteiger macht aber auch deutlich, dass es schwierig bis unmöglich ist, ein Muster in der Vermögensverteilung zu erkennen, weder geographisch noch nach Entwicklungsstand.

Die alternative Rangliste ist dabei natürlich nur eine Momentaufnahme am aktuellen Rand. Noch interessanter ist sicherlich die langfristige Entwicklung der Vermögensverteilung. Dazu vergleichen wir die jährlichen Wachstumsraten (2000-2017) des Median- und durchschnittlichen Netto-Geldvermögens: Wo wuchsen die Median-Vermögen schneller und signalisieren damit eine Zunahme des Wohlstands vor allem in der Mitte der Gesellschaft? Und wohingegen wuchsen die Durchschnittsvermögen schneller, Indiz dafür, dass sich die Reichsten der Gesellschaft immer weiter von der Mitte entfernen? Wie schon der Vergleich der aktuellen Werte zeigt auch die langfristige Entwicklung ein sehr heterogenes Bild.

Was auf den ersten Blick auffällt: Unter den von uns untersuchten Ländern gibt es mehr Länder (insgesamt 30), in denen sich die Verteilungslage, ausweislich der Entwicklung der Median-Vermögen, seit der Jahrtausendwende verbessert hat. Was dabei auch auffällt: Auf den vorderen Plätzen dominieren lateinamerikanische Länder. Zwar sind die Vermögen in vielen dieser Länder immer noch sehr ungleich verteilt, aber die Verbesserungen in den letzten beiden Jahrzehnten sind augenfällig. Darüber hinaus weisen auch viele osteuropäische und asiatische Länder eine positive Wachstumsdifferenz zwischen Median- und Durchschnittsvermögen aus. Dagegen sind nur wenige westeuropäische Länder hier vertreten, lediglich in Dänemark, Belgien und Schweden scheint die Vermögensverteilung seit der Jahrtausendwende ausgeglichener geworden zu sein.

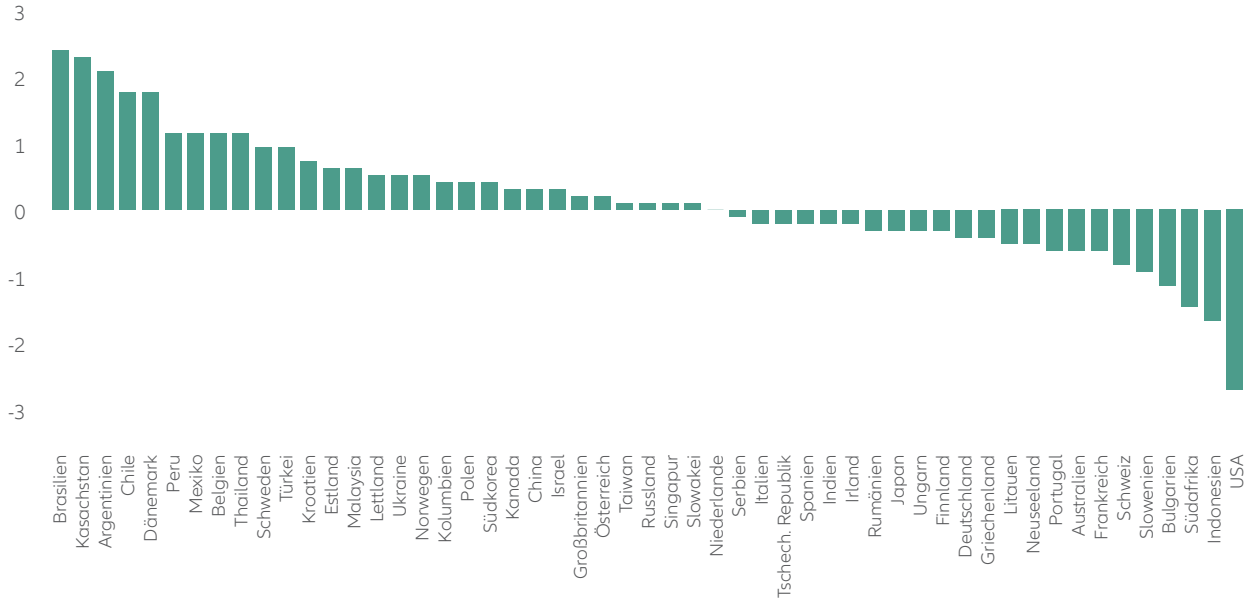
Am anderen Ende des Spektrums stehen die „üblichen Verdächtigen", allen voran die USA: Nirgendwo sonst läuft die Entwicklung von Median- und Durchschnittsvermögen stärker auseinander, nirgendwo sonst ist auch die absolute Lücke zwischen diesen beiden Werten höher. Während das durchschnittliche Netto-Geldvermögen eines US-Amerikaners EUR 168.640 erreicht, sind es in der Mitte der

Verteilung gerade einmal EUR 24.690. Einmal mehr bestätigen diese Zahlen den Ruf der USA als einem der „ungleichsten" Länder der Erde.

Eine sehr hohe, negative Wachstumsdifferenz weisen zudem Indonesien und Südafrika auf, ebenso zwei Länder, die im Ruf einer verzerrten Vermögensverteilung stehen. Darüber hinaus zeigt der Wachstumsvergleich an, dass sich in vielen europäischen Ländern die Vermögensverteilung in den letzten Jahrzehnten eher verschlechtert hat, wenn auch in geringerem Ausmaße als in den USA. Dazu zählen die Eurokrisenländer (Portugal, Griechenland, Irland, Italien und Spanien), aber auch die Schweiz, Frankreich und Deutschland. Komplettiert wird diese Liste von Ländern wie Australien und Japan – die Wahrnehmung, dass in den letzten Jahrzehnten vor allem die „alten" Industrieländer unter einer wachsenden Kluft zwischen Arm und Reich leiden, entspricht also in vielen Fällen durchaus der Realität. Kein Wunder daher, dass die Globalisierung in diesen Ländern weitaus kritischer gesehen

In unterschiedliche Richtungen

Wachstumsdifferenz zwischen durchschnittlichem und Median-Netto-Geldvermögen, in Prozentpunkten, CAGR* 2000 bis 2017



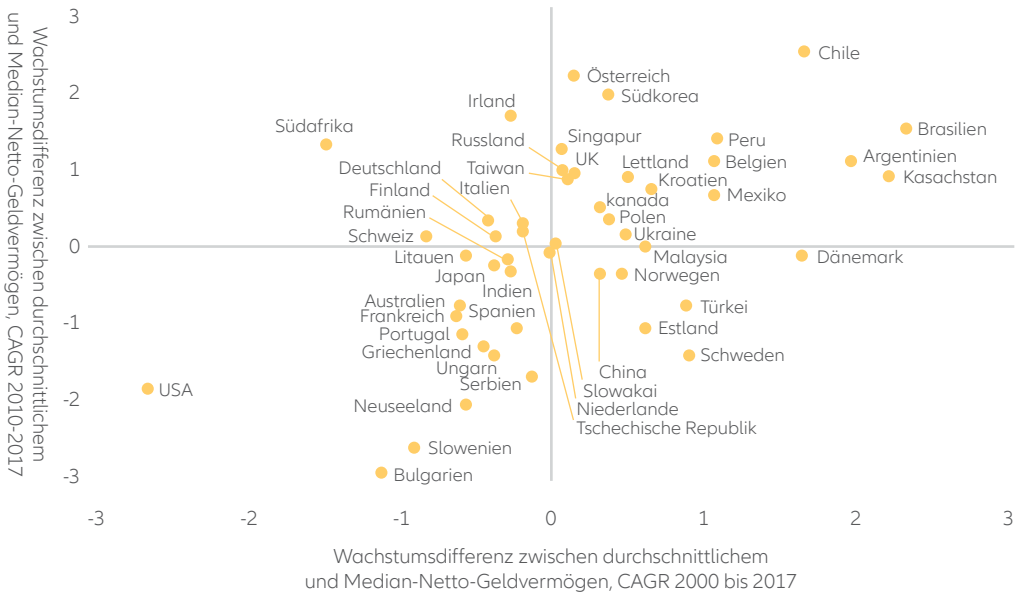
*Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

wird als in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die in Summe auch mit Blick auf die innerstaatliche Vermögensverteilung von der zunehmenden internationalen Arbeitsteilung profitierten.

Welchen Einfluss hat bei dieser Entwicklung die Große Finanzkrise? Theoretisch ist vorstellbar, dass der Vermögensverlust in der ersten Phase der Krise eine nivellierende Wirkung hatte, die Krise sozusagen als Gleichmacher. In der späteren Post-Krisenphase dürften dann aber andere Effekte überwogen haben, namentlich die ultra-lockere Geldpolitik als Beschleuniger des Vermögenspreisanstiegs. Wir vergleichen wiederum das Wachstum von Median- und Durchschnittsvermögen, um auf diese Fragen eine erste Antwort geben zu können. Dabei stellen wir die langfristige (seit 2000) der Entwicklung seit 2010 gegenüber.

Unterschiedliche Wirkung der Finanzkrise

Wachstumsdifferenz zwischen durchschnittlichem und Median-Netto-Geldvermögen, in Prozentpunkten



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

Eine einheitliche Wirkung der Finanzkrise lässt sich dabei offenkundig nicht feststellen. In der Mehrzahl der Länder hatte die Finanzkrise kaum einen Einfluss auf die Entwicklungsrichtung, wohl aber auf die Geschwindigkeit. Dazu zählen beispielsweise die USA, wo der Zug in Richtung Ungleichheit seit der Finanzkrise wohl etwas langsamer rollt, oder aber Griechenland und Spanien, wo das Gegenteil gilt.

Daneben gibt es aber auch einige Länder, in denen sich seit 2010 das Vorzeichen der Entwicklungsrichtung geändert hat, wie die Schweiz, Italien, Deutschland und vor allem Irland: Hier sind die Median-Vermögen seitdem wieder (etwas) schneller gewachsen als die Durchschnittsvermögen. Bis auf Italien dürfte dies vor allem auf die positive Wirtschaftsentwicklung, beispielsweise auf das deutsche „Jobwunder", zurückzuführen zu sein; für Italien spielt dagegen vor allem die Halbierung des großen Anleiheportfolios der Haushalte eine Rolle, direkte Folge der Nullzinspolitik, wovon in erster Linie reichere Haushalte betroffen gewesen sein dürften.

Schließlich gibt es auch Länder, in denen sich die Vermögensverteilung erst nach der Finanzkrise (leicht) verschlechtert hat. In erster Linie sind dies die skandinavischen Länder (Stichwort hohe Verschuldung der Haushalte), aber auch China und die Türkei. In den beiden letztgenannten Ländern dürfte dies auch mit einer Verschiebung der Treiber des Vermögenswachstums zusammenhängen: Während in den ersten Jahren der Vermögensaufbau aus Sparen dominierte, spielen in jüngerer Vergangenheit auch Wertsteigerungen eine größere Rolle, d.h. der Zugang zu höher-rentierlichen Anlagen – der in der Regel für bereits wohlhabendere Haushalte einfacher sein dürfte.

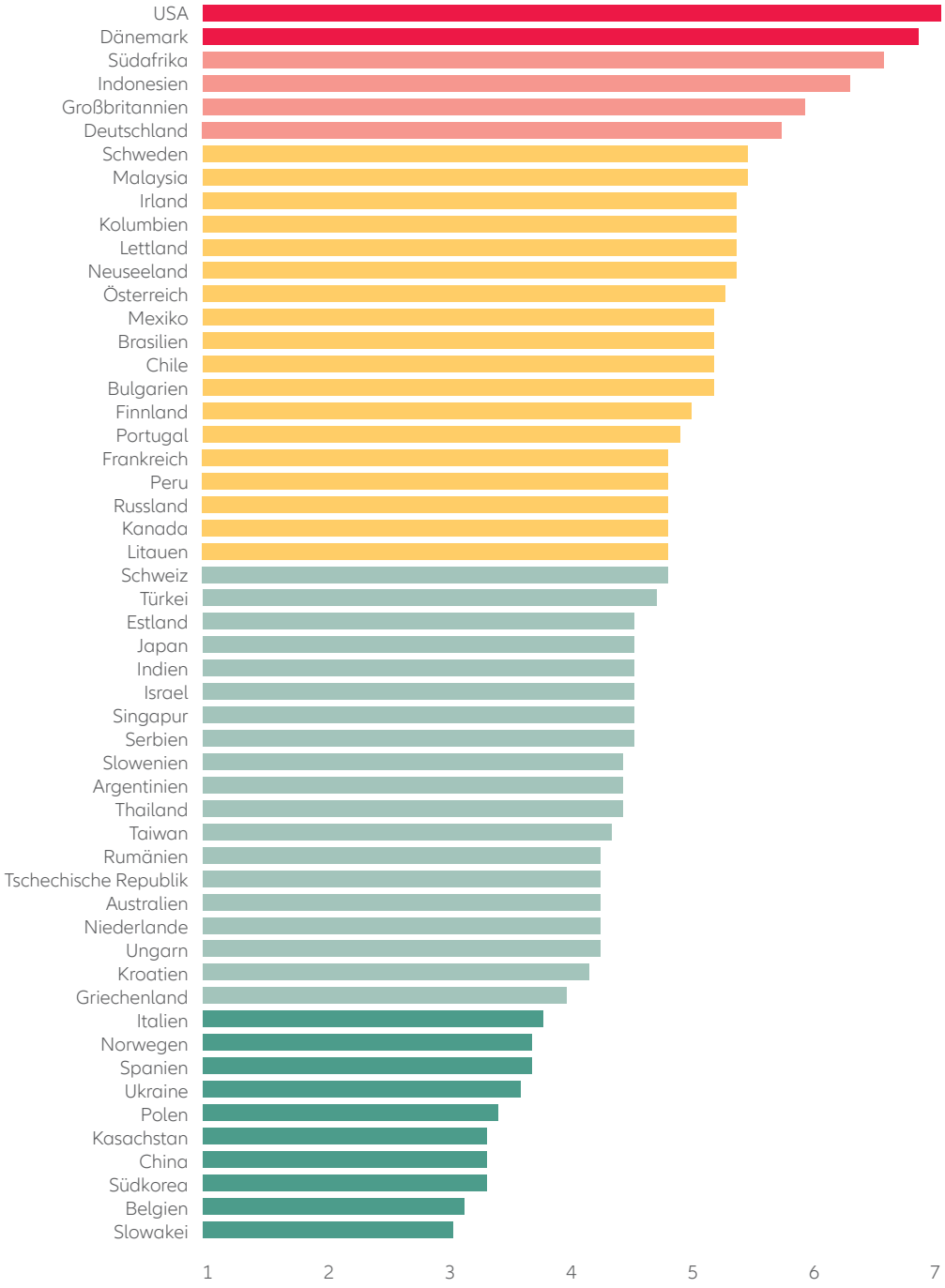
Die Analyse der Entwicklung seit der Finanzkrise zeigt: Einen monokausalen Zusammenhang gibt es keineswegs. Selbst in Ländern mit so ähnlichen Rahmenbedingungen wie den Euroländern stellen sich die Auswirkungen sehr unterschiedlich dar, da sich verschiedene Effekte überlagern. Es griffe daher zu kurz, vor allem in der Finanzkrise einen Auslöser für wachsende Vermögensungleichheit in den „alten" Industrieländern zu sehen. Langfristige Faktoren dürften eine größere Rolle spielen.

Ein neuer Indikator

Neben der Analyse der Median- und Durchschnittsvermögen gibt es natürlich noch viele weitere Indikatoren, an denen sich das Ausmaß der Gleich- oder Ungleichheit in der Vermögensverteilung bemessen lässt. Dazu gehört beispielsweise – als umfassende Kennziffer – der Gini-Koeffizient. Da der Gini-Koeefizient jedoch eine Gesamtkennziffer ist, die die Veränderungen in allen Vermögensdezilen gleichzeitig misst, sind hier die Verschiebungen von Jahr zu Jahr nur gering.[5] Wir haben uns daher entschieden, einen neuen Indikator einzuführen, den Allianz Wealth Equity Indicator (AWEI), der verschiedene andere Parameter der Vermögensverteilung und ihre Veränderung im Zeitablauf zusammenfasst. Zur Berechnung des AWEI siehe die nachfolgende Box.

5 Die aktuellen Gini-Koeffizienten der Vermögensverteilung für alle Länder unserer Untersuchung finden sich im Anhang.

Allianz Wealth Equity Index: Breites Spektrum



Quelle: Allianz SE.

Berechnung des Allianz Wealth Equity Indicator (AWEI)

Der AWEI beruht auf fünf verschiedenen Parametern der Vermögensverteilung:

- Anteil der nationalen Vermögensmittelklasse am gesamten Netto-Geldvermögen – Maßzahl für die Partizipation der Mitte am nationalen Wohlstand; Gewicht: 20%

- Anteil des reichsten Bevölkerungsdezils am gesamten Netto-Geldvermögen und Veränderung seit 2000 – Maßzahl für die Vermögenskonzentration an der Spitze; Gewicht: 15% (Anteil) bzw. 5% (Veränderung)

- Anteil der unteren Bevölkerungshälfte am gesamten Netto-Geldvermögen und Veränderung seit 2000 –Maßzahl für den sog. „trickle-down"-Effekt; Gewicht: 15% (Anteil) bzw. 5% (Veränderung)

- Höhe des Median-Netto-Geldvermögens in Prozent des Durchschnittsvermögens und Veränderung seit 2000 – Maßzahl für den Grad der Verzerrung der Vermögensverteilung; Gewicht: 20% (Anteil) und 10% (Veränderung)

- Wachstum des Netto-Geldvermögens pro Kopf seit 2000 – Maßzahl für die allgemeine Steigerung des Wohlstands; Gewicht: 10%

Der AWEI nimmt damit sowohl Strukturmerkmale der Vermögensverteilung in den Blick als auch deren Veränderungen, wobei letztere jedoch geringer gewichtet werden. Denn in erster Linie zielt der neue Indikator darauf ab, ein möglichst umfassendes Bild der aktuellen Lage zu zeichnen. Veränderungen spielen dabei aber insofern eine Rolle, da sie die Wahrnehmung beeinflussen: Eine Vermögenskonzentration von 60% beispielsweise wird anders interpretiert, je nachdem ob der entsprechende Wert früher bei 70% oder 50% lag.

Die Originalwerte der Parameter werden auf eine Skala von 1 bis 7 übertragen, wobei 1 den besten Wert bezeichnet. Die Verteilung der einzelnen Werte orientiert sich dabei an einer Normalverteilung, d.h. die Bewertung der Parameterwerte richtet sich nicht nach normativen Vorgaben – z.B. eine Vermögenskonzentration von nur 40% ist sehr gut –, sondern nach der relativen Verteilung der Ausprägungen. Angesichts der Schwierigkeiten, für kulturell so unterschiedlich geprägte Gesellschaften, mit denen wir es in dieser Untersuchung zu tun haben, einheitliche normative Kriterien aufzustellen, erscheint die Einnahme einer solchen relativen Perspektive sinnvoll. Das heißt aber auch, dass das Land mit dem besten Indikatorwert nicht unbedingt ein Land mit einer perfekten Vermögensverteilung darstellt – es ist lediglich dasjenige, mit der am wenigsten verzerrten Verteilung unter den hier untersuchten Ländern, nicht mehr und nicht weniger. Der Gesamtindikator AWEI ist dabei die gewichtete Summe der einzelnen Parameterwerte; er kann Werte zwischen 1 (sehr gut) und 7 (sehr schlecht) annehmen.

Der AWEI unterstreicht noch einmal den Befund der vorangegangenen Analysen: Die USA haben ein großes Verteilungsproblem. Ähnliches lässt sich auch von Südafrika, Indonesien und Großbritannien behaupten. Zählt man auch noch Irland dazu, ergibt sich ein erwartetes Bild: Es sind vor allem die angelsächsisch geprägten Gesellschaften mit ihrer starken Betonung des Marktmechanismus gegenüber korrigierenden Staatseingriffen, in denen die Vermögensverteilung im internationalen Vergleich eine starke Konzentration aufzeigt. Auch viele südamerikanische Länder gehören zu dieser Gruppe, eine Folge des jahrhundertealten Erbes plutokratischer Strukturen, die trotz der positiven Entwicklung in den letzten Jahrzehnten immer noch nachwirken.

Etwas überraschend gehören aber auch Dänemark, Schweden und Deutschland zu den Ländern mit einer stark verzerrten Vermögensverteilung, obwohl hier die Entwicklung, zumindest in den letzten Jahren, in die „richtige" Richtung verlief. Zudem handelt es sich bei diesen drei Ländern mit Blick auf die Einkommenssituation auch eher um „egalitäre" Gesellschaften, in denen sich der Staat mit Hilfe kräftiger Umverteilung um einen stärkeren Ausgleich bemüht. Was bei den Einkommen auch noch leidlich funktioniert, nicht aber bei Vermögen. In Schweden und Dänemark ist dafür in erster Linie die hohe Verschuldung weiter Teile der Bevölkerung verantwortlich; in Deutschland dürfte die relativ hohe Ungleichheit bei Vermögen vor allem auf die späte Wiedervereinigung sowie das weitgehende Fehlen einer kapitalgedeckten Altersvorsorge zurückzuführen sein.

Unter der Gruppe der Länder mit einer relativ ausgeglichenen Vermögensverteilung finden sich neben einigen osteuropäischen Ländern auch viele westeuropäische Länder, insbesondere Eurokrisenländer wie Spanien, Italien und Griechenland. Mit Blick auf die osteuropäischen Länder dürfte vor allem der späte Start in den Aufbau privater Vermögen ausschlaggebend für das gute Abschneiden sein. Interessanter ist sicherlich der Fall der drei Eurokrisenländer. Denn hier hat sich die Vermögensverteilung in den letzten beiden Jahrzehnten eher verschlechtert, in Spanien und vor allem in Griechenland seit der Finanzkrise sogar recht deutlich. Sie zehren aber immer noch von ihrer guten Ausgangsbasis. Dies wird in der Diskussion häufig unterschlagen: Auch wenn die letzten Jahre der Krise und Austerität zu mehr Ungleichheit geführt haben mögen, stellt sich die Verteilungssituation in diesen Ländern mit Blick auf die Vermögen noch längst nicht so schlecht dar wie beispielsweise im Norden Europas, von den USA ganz zu schweigen. Die traditionell recht breite Verteilung von Vermögen in diesen Ländern – nicht zuletzt auch mit Blick auf die Immobilienvermögen – hat sich bisher noch nicht dramatisch verändert.

Etwas überraschend ist schließlich Belgien – und nicht die Niederlande mit ihrer flächendeckend starken kapitalgedeckten Altersvorsorge – das Land in Westeuropa mit der am stärksten ausgeglichenen Vermögensverteilung. Ein Indikator ist in dieser Hinsicht unbestechlich: Belgien erzielt in allen Bereichen gute bis sehr gute Werte. Über die Gründe kann hier nur spekuliert werden; die Tatsache, dass Brüssel die Hauptstadt Europas ist – und damit ein Magnet für gutbezahlte Jobs –, dürfte aber sicherlich nicht ohne Einfluss sein.

Fazit: Der neue Indikator AWEI hilft, ein differenziertes Bild der Verteilungsfrage zu zeichnen. Viel einfacher wird die Analyse dadurch allerdings kaum, vor allem wenn auch die tieferen Ursachen und politischen Konsequenzen in den Blick genommen werden. Mit Ausnahme der USA greifen jedenfalls die üblichen Erklärungsmuster – die Globalisierung führt in den einzelnen Ländern zu mehr Ungleichheit, der Aufstieg populistischer Parteien ist die unweigerliche Folge – zu kurz. Dafür ist die tatsächliche Entwicklung viel zu vielschichtig.

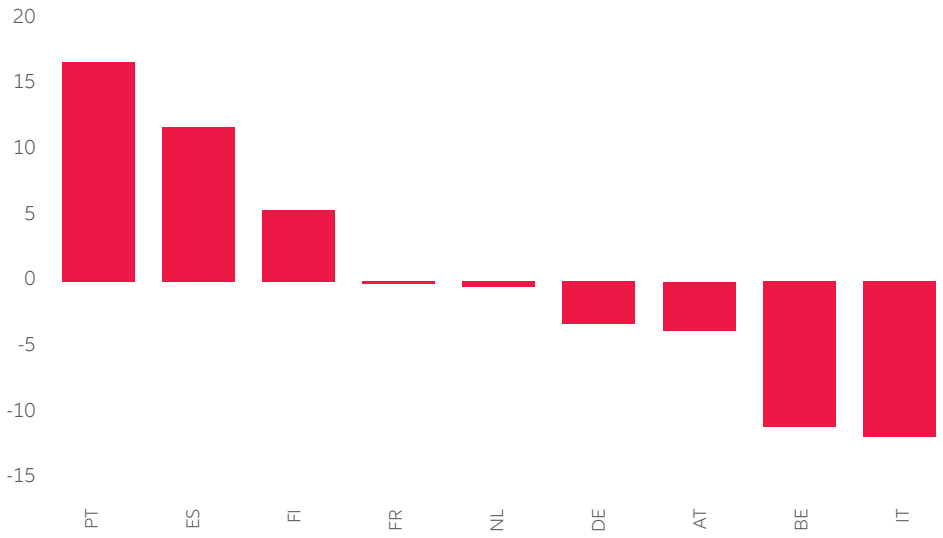
Verteilungswirkungen der Geldpolitik

Geldpolitik hat verteilungspolitische Wirkungen. Extreme Geldpolitik hat extreme verteilungspolitische Wirkungen. Das ist die Lehre der letzten neun Jahre im Euroraum, in denen die EZB ihre Geldpolitik fortwährend gelockert hat, bis hin zur Einführung von Negativzinsen und billionenschweren Anleihekaufprogrammen. Die Veränderungen der Nettozinseinkommen der einzelnen Wirtschaftssektoren in verschiedenen Euroländern zeigen das deutlich.

Das Nettozinseinkommen ist die Differenz aus Zinserträgen (z.B. auf Bankeinlagen) und Zinsaufwendungen (z.B. für Kredite). Dabei verwenden wir in unserer Analyse Zinszahlungen vor FISIM[6] und berücksichtigen sowohl Zins- als auch Mengenveränderungen, denn die teils großen Veränderungen der Volumina – z.B. durch den Verkauf von Anleihen oder die Aufstockung von Bankeinlagen – sind als bewusste Reaktion auf die Niedrigzinsen anzusehen. Wir verzichten auch darauf, Opportunitätskosten oder -gewinne zu berechnen, indem wir die tatsächliche Ent-

Gewinner und Verlierer

Kumulierte Veränderungen des Nettozinseinkommens der Haushalte zwischen 2008 und 2017, in % des BIP*



*Zinszahlungen vor FISIM.
Quellen: Eurostat, Allianz SE.

6 Financial Intermediation Services, Indirectly Measured" (Finanzserviceleistungen, indirekte Messung); ausführlich zur Methodik – auch dem verwendeten Zinsbegriff – und zum Vergleich mit anderen Berechnungen (z.B. der EZB) siehe Brandmeir und Holzhausen (2018).

wicklung einer hypothetischen „normalen" Trendentwicklung gegenüberstellen (kontrafaktische Betrachtungsweise). Stattdessen konzentriert sich unsere Analyse auf die tatsächliche Entwicklung des Nettozinseinkommens in den letzten Jahren.

Die Veränderungen des Nettozinseinkommens der Haushalte sind dabei teilweise dramatisch. Dies wird insbesondere deutlich, wenn man die jährlichen Veränderungen gegenüber dem Basisjahr 2008, dem Beginn der geldpolitischen Lockerung, kumuliert (siehe Schaubild). Die Abweichungen bewegen sich zwischen +17% und -12% des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts.

Zu den großen Verlierern zählen die Haushalte in Italien, Belgien, Österreich und Deutschland. Italien mag in dieser Aufzählung überraschen. Dafür verantwortlich ist nicht zuletzt der drastische Abbau des Portfolios an Schuldverschreibungen von rund EUR 800 Mrd. (Ende 2008) auf EUR 290 Mrd. (Ende 2017), der zu einem dramatischen Rückgang der Zinserträge führte. Auch die österreichischen und deutschen Haushalte litten vor allem unter dem Einbruch der Zinserträge, die im Betrachtungszeitraum um jeweils etwa vier Fünftel zurückgingen – obwohl die entsprechenden Vermögenswerte um rund ein Viertel zulegten. Im Falle Belgiens schließlich sind vor allem die (leicht) steigenden Schuldzinsaufwendungen für den Rückgang des Zinsüberschusses verantwortlich; diese Entwicklung gegen den Trend ist auf eine steigende Verschuldung und einen nur sehr langsamen Rückgang der Kreditzinsen zurückzuführen.

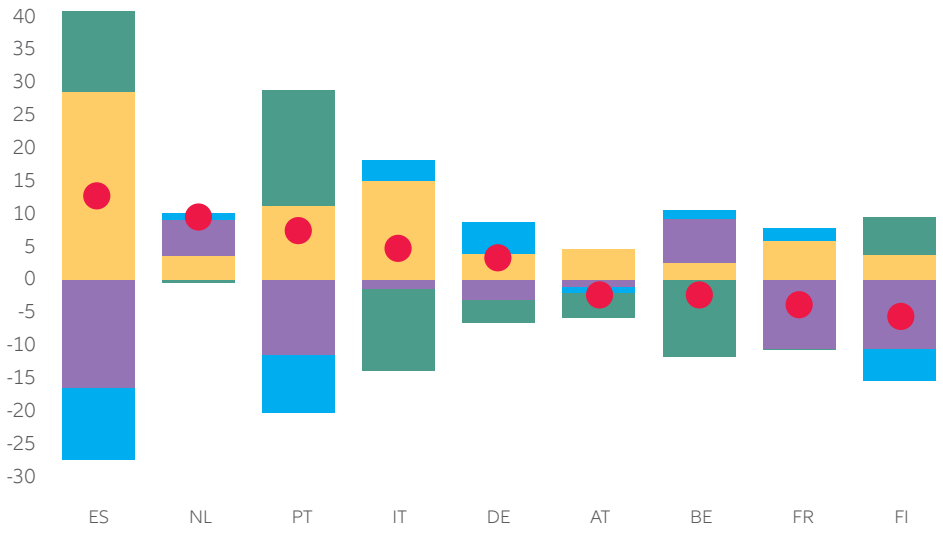
Zu den großen Zinsgewinnern dagegen zählen die Haushalte in Portugal, Spanien und Finnland. In den beiden „Südländern" unterstützen dabei die Veränderungen der Volumina die Zinsbewegungen: Der kräftige Anstieg der Einlagen dämpfte den Rückgang der Zinserträge, gleichzeitig beschleunigte der Abbau der Kredite den Rückgang der Zinsaufwendungen. In Portugal führte diese Konstellation – steigende Vermögenswerte und rückläufige Verbindlichkeiten – sogar dazu, dass ein negativer Zinsüberschuss zu Beginn der Niedrigzinsperiode in einen positiven verwandelt wurde. Finnland wiederum profitierte vor allem vom starken Rückgang der Kreditzinsen, bei hoher und weiter steigender Verschuldung.

Die Zinsgewinne und -verluste der Haushalte erzählen dabei allerdings nicht die ganze Geschichte der Niedrigzinsen. Auch die Nettozinseinkommen der anderen Sektoren – Unternehmen, Finanzdienstleister und Staat – haben sich in den letzten Jahren deutlich verändert (siehe Schaubild).

Dabei lassen sich einige Gemeinsamkeiten festhalten: Die (nicht-finanziellen) Unternehmen gehören – mit Abstufungen – durchweg zu den Zinsgewinnern. Dies ist wenig verwunderlich: Zinserträge spielen in ihrer Bilanz keine größere Rolle, Zinsaufwendungen dagegen schon; und letztere wurden in den letzten Jahren dank fallender Schuldzinsen (und Kreditzurückhaltung) deutlich reduziert. Dagegen zählen finanzielle Unternehmen, vor allem Banken, mit wenigen Ausnahmen zu den Zinsverlierern. Bei ihnen macht sich vor allem der Rückgang der Zinsmargen negativ bemerkbar.

Nicht nur die üblichen Verdächtigen

Kumulierte Veränderungen des Nettozinseinkommens zwischen 2008 und 2017, in % des BIP*



Nicht-finanzielle Unternehmen
Finanzielle Unternehmen
Staat
Haushalte
Gesamte Volkswirtschaft

*Zinszahlungen vor FISIM.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Für den Sektor Staat lässt sich dagegen kein einheitliches Muster erkennen. In den „Südländern" (aber auch in Finnland) haben sich die Nettozinseinkommen verschlechtert, da (rapide) steigende Schulden den Rückgang der Zinsen mehr als kompensierten. In den „Nordländern" (aber auch in Italien) gilt das Umgekehrte: Fallende Zinsen führten zu einem Rückgang der Zinsaufwendungen, da die Schulden insgesamt nur moderat stiegen.

Aus all dem ergibt sich ein differenziertes Bild für die Gesamtwirtschaft. Zu den großen Gewinnern der Niedrigzinsen zählen z.B. die Volkswirtschaften Spaniens und Portugals, in denen die Verschlechterung der Nettozinseinkommen von Staat und Banken durch die Verbesserungen bei Unternehmen und Haushalten deutlich überkompensiert wurde. Aber auch die Niederlande (dank starker Banken), Italien (Einsparungen vor allem auf der Unternehmensseite) und Deutschland haben insgesamt eine positive Bilanz. In Deutschland ist – neben den Unternehmen – der Staat der große Profiteur der Niedrigzinsen. Auf der anderen Seite war die Entwicklung für die Volkswirtschaften Frankreichs und Finnlands negativ. In beiden Fällen sind es vor allem die Rückgänge des Nettozinseinkommens bei Banken, die das Gesamtergebnis beeinflussen.

Fazit: Dauerhafte Niedrigzinsen und die durch sie angestoßenen Verhaltensänderungen haben gravierende Einkommenseffekte für nahezu alle Sektoren und Euroländer. Nach neun Jahren „Einbahnstraßen-Geldpolitik" lassen sich die verteilungspolitischen Wirkungen nicht mehr wegdiskutieren.

REGIONALE UNTERSCHIEDE: DAS GELDVERMÖGEN IN DEN EINZELNEN REGIONEN

81 Lateinamerika

91 Nordamerika

103 Westeuropa

125 Osteuropa

127 Asien

147 Australien und Neuseeland

LATEINAMERIKA

Bevölkerung

In den untersuchten Ländern	475 Mio.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion	76,6%
Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung	6,4%

BIP

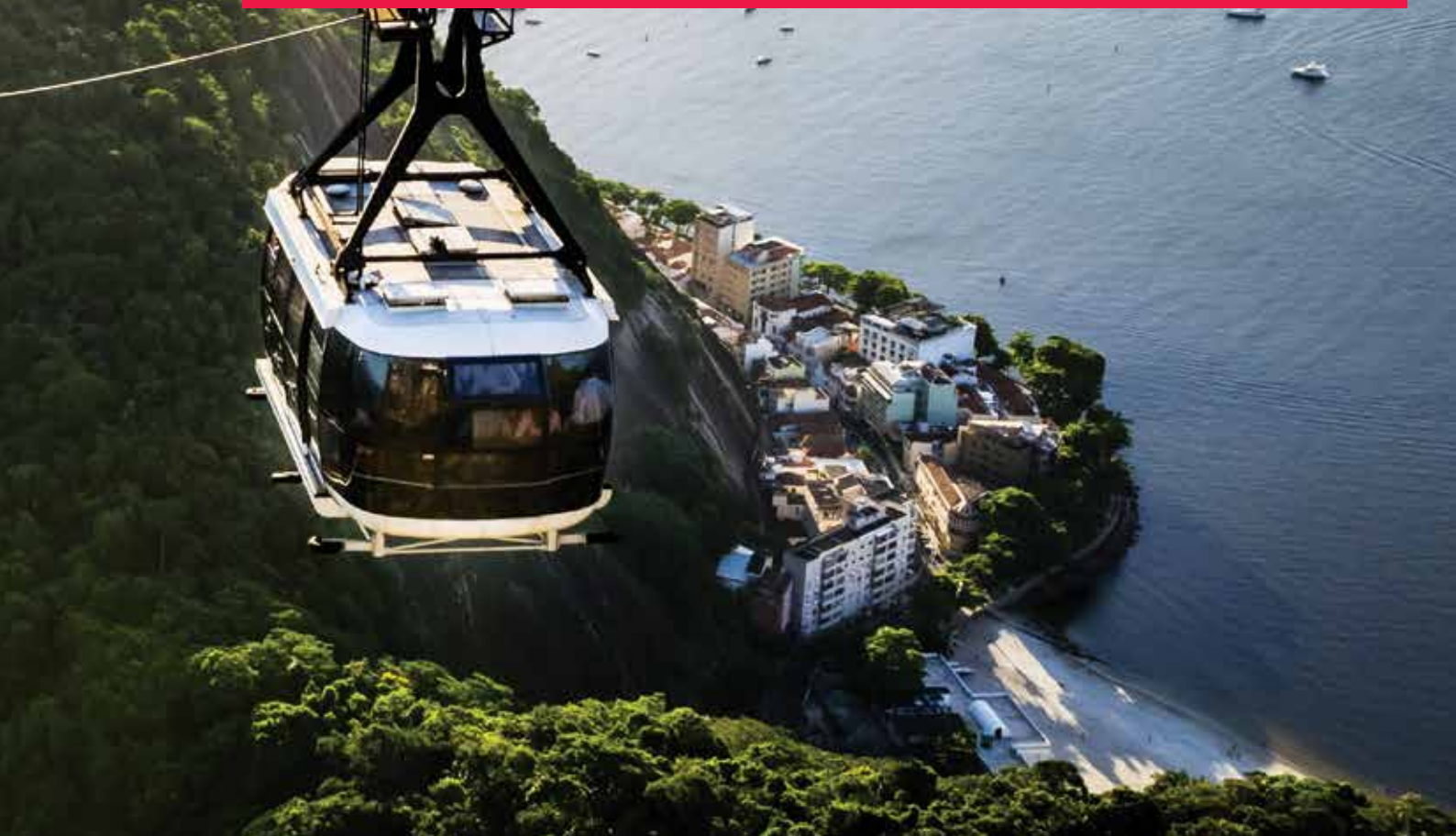
In den untersuchten Ländern	EUR 3.658 Mrd.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion	84,5%
Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP	5,8%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 3.722 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 7.720 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	2,2%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 1.052 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 2.180 pro Kopf
In % des BIP	28,8%



Über die erste Dekade des neuen Jahrtausends hinweg herrschte Goldgräberstimmung auf dem an Bodenschätzen so reichen Halbkontinent. Hohe Weltmarktpreise für Erdöl, Kupfer und andere Rohstoffe sicherten der Region steigende Exporteinnahmen und Kapitalzufuhren. Die zunehmende Bedeutung Chinas mit seinem rasant wachsenden Hunger nach Rohstoffen heizte die Preise an und befeuerte mittelbar den Boom in Lateinamerika. Mit steigender Wirtschaftsleistung und großzügigen Sozialprogrammen wuchsen auch die verfügbaren Einkommen, die den Haushalten mehr Spielraum zum Sparen erlaubten. So hat sich das private Geldvermögen bei einer durchschnittlichen Wachstumsrate von rund 14% pro Jahr in diesem Zeitraum nahezu vervierfacht und der Anteil der Region am globalen Vermögensstock kletterte von 0,7% auf 1,7%.

Nach der Finanzkrise jedoch änderte sich das Bild: Mit der nachlassenden Wachstumsdynamik in China und dem Preisverfall an den Rohstoffmärkten stürzte die Region in eine tiefe Krise. In jüngster Zeit sorgte die US-Notenbank mit ihrem Einstieg in den Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik für deutliche Korrekturen an den Kapitalmärkten und Währungsabwertungen in den Schwellenländern. Der einstige Wachstums-Star mutierte in kurzer Zeit zur Region mit der schwächsten ökonomischen Entwicklung: Das aggregierte Wirtschaftswachstum in den von uns untersuchten Ländern Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko und Peru ging von knapp 7% im Jahr 2010 auf -0,7% im Jahr 2016 zurück. Die Verbraucher schnürten den Gürtel enger, so dass die jährliche Veränderungsrate der Konsumausgaben im selben Zeitraum von 5,6% auf 1% schrumpfte. Gleichzeitig verlangsamte sich das Wachstumstempo des privaten Geldvermögens auf durchschnittlich rund 11% pro Jahr. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Inflation sank das mittlere Vermögenswachstum in realer Rechnung von 8,6% (von 2001 bis 2010) auf 4,8% (von 2011 bis 2016).

Wirtschaftlich hat sich Lateinamerika im vergangenen Jahr wieder etwas erholt: So verzeichnete das Bruttoinlandsprodukt der Region ein Plus von 1,6% – nicht zuletzt dank der Stabilisierung der Rohstoffpreise. Auch der private Konsum zog im Jahresverlauf spürbar an: Nach einem nur mageren Anstieg von 1,0% 2016 belief sich die Zuwachsrate im vergangenen Jahr auf 2,3%. Das Wachstum der privaten Ersparnisse beschleunigte sich ebenfalls leicht, von knapp 11% (2016) auf 12% im letzten Jahr. Der Vermögensstock der lateinamerikanischen Haushalte kletterte damit auf insgesamt EUR 3,7 Bill. Den größten Wachstumsimpuls lieferte das Wertpapiervermögen, das um schätzungsweise 13,6% auf über EUR 1,7 Bill. anstieg. Die Aktienmärkte der Region befinden sich bereits seit zwei Jahren schon wieder im Aufwind: So legte der MSCI Emerging Markets Latin America nach einem Gewinn von fast 28% im vorangegangenen Jahr 2017 um weitere 20,8% zu.

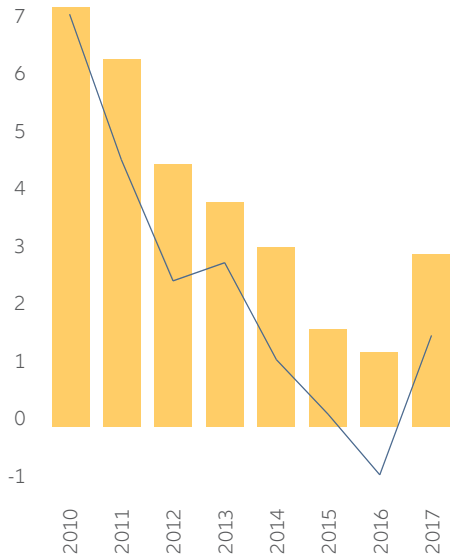
Mit Ausnahme Mexikos (+8,1%) verzeichneten die Leitindizes in allen anderen der untersuchten Länder durchwegs zweistellige Zuwachsraten. Die größten Gewinne waren dabei in Argentinien (+77,7%) und Chile (+34,0%) zu beobachten. Ende letzten Jahres übertrafen nun auch die Börsenbarometer Brasiliens (+10,2%) und Chiles (+12,9%) wieder ihren jeweiligen Rekordwert aus dem Jahr 2010. Die Leitindizes in Kolumbien (-25,9%) und Peru (-4,0%) befanden sich hingegen immer noch im Minus.

Unterschiedliche Vermögensstruktur in den einzelnen Ländern

Brasilien kämpft sich langsam aus der tiefsten Rezession seit hundert Jahren heraus. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt 2015 um 3,6% und 2016 um weitere 3,5% schrumpfte, war im letzten Jahr ein Anstieg von 1% zu beobachten. Mit seiner stark rohstofflastigen Exportindustrie litt das Land besonders unter dem Preisverfall von Eisen, Erdöl und ande-

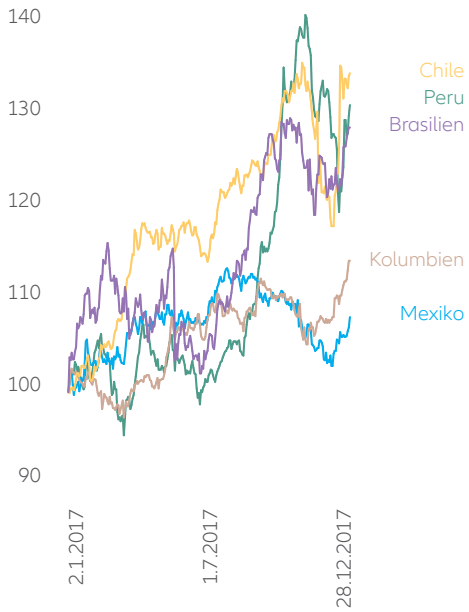
Es geht wieder aufwärts

Entwicklung von privatem Konsum und BIP in Lateinamerika seit 2010



Konsumausgaben der privaten Haushalte, J/J in %
Reales Bruttoinlandsprodukt, J/J in %

Entwicklung der nationalen Leitindizes (Indexiert: 02.01.17 = 100)



Quellen: Thomson Reuters Eikon, Weltbank, Allianz SE.

ren Rohstoffen. Die Arbeitslosenquote, die im letzten Jahresviertel 2014 noch bei 6,5% lag, gipfelte im ersten Quartal 2017 bei 13,7%. Vor diesem Hintergrund mussten die Haushalte den Gürtel enger schnallen und so ging der private Konsum 2015 und 2016 um 3,2% bzw. 4,3% zurück. Die schwache Konjunktur ließ zumindest die Inflationsrate sinken: Noch im Dezember 2015 war die Teuerungsrate mit 11,3% so hoch wie zuletzt 2003; 2016 lag der Jahresdurchschnitt noch bei 9,4% und fiel im letzten Jahr auf nur mehr 3,0%. Auf dem Arbeitsmarkt war eine leichte Belebung zu beobachten, so dass die Arbeitslosenquote bis Ende 2017 um annähernd zwei Prozentpunkte sank. Auch der private Konsum wuchs erstmals seit zwei Jahren wieder und nahm im Jahresverlauf um 1% zu. Der brasilianische Leitindex gewann annähernd 27% und übertraf im September letzten Jahres erstmals den Rekordwert vom Mai 2008. Von der kräftigen Aktienmarktentwicklung profitierten auch die privaten Haushalte, die rund die Hälfte ihres Vermögens in Form von Aktien, Fonds oder anderen Anteilsrechten halten. Das Wertpapiervermögen verzeichnete ein kräftiges Plus von schätzungsweise 19%; auch Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionen legten im Sog der Aktienmärkte zweistellig zu. Sogar die Einlagen bei Banken erhöhten sich um 7,5% nach einem nur mageren Plus von 2,1% im Vorjahr. Insgesamt stiegen die Ersparnisse der Brasilianer um rund 13% auf über EUR 1,9 Bill., was gut der Hälfte des regionalen Vermögensstocks entspricht.

Das zarte Pflänzchen des Aufschwungs droht aber bereits wieder einzugehen: Aufgrund stark gestiegener Dieselpreise traten Lastwagenfahrer im Mai dieses Jahres in den Streik und legten das Land für beinahe zwei Wochen lahm. Frühindikatoren, wie beispielsweise der Business Confidence Index, haben sich seit Jahresbeginn spürbar verschlechtert. Zudem dürften dringend notwendige Strukturreformen – die erneut aufgeschobene Rentenreform ist eine davon – bis zur Präsidentschaftswahl im Oktober ausbleiben. Ohnehin ist das von zahllosen Korruptionsskandalen erschütterte politische System mehr mit sich selbst beschäftigt als konkrete Lösungsvorschläge für die Probleme des Landes vorzulegen.

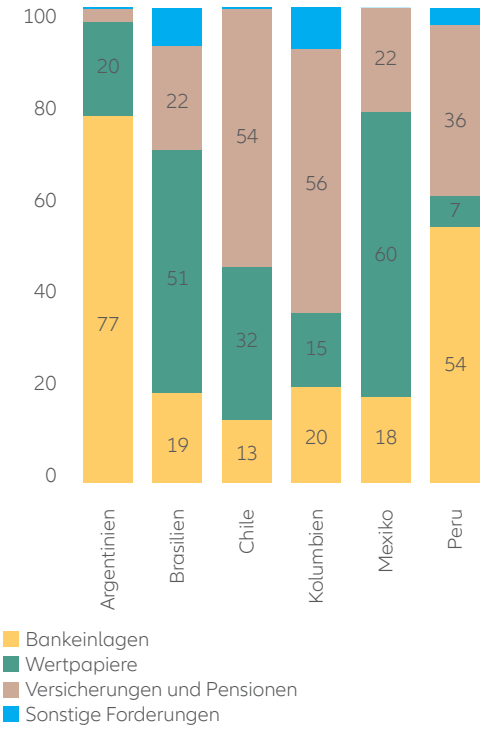
Etwas weniger als ein Viertel des privaten Geldvermögens Lateinamerikas entfiel Ende 2017 auf Mexiko, der zweitgrößten Wirtschaftsnation der Region. Die mexikanischen Haushalte investieren sogar 60% ihrer Ersparnisse in Wertpapiere und andere Anteilsrechte, die im letzten Jahr einen Zuwachs von schätzungsweise 6,7% verzeichneten. Allerdings war in den vergangenen Jahren eine Verschiebung im Portfolio in Richtung sichere Anlagen, wie Bankeinlagen sowie Versicherungen und Pensionen, zu beobachten. Vor Ausbruch der globalen Finanzkrise bezifferte sich der Wertpapieranteil nämlich noch auf gut 73%. Den größten Anstieg unter den Anlageklassen verzeichneten 2017 Versicherungen und Pensionen, deren Bestand um fast 13% zulegte. Auch Einlagen bei Banken waren

mit einem Plus von rund 11% beliebt. Insgesamt erhöhte sich der Vermögensbestand des mexikanischen Haushaltssektors um knapp 9% gegenüber dem Vorjahr.

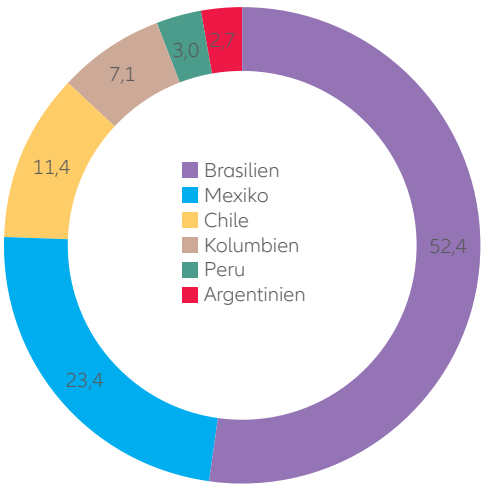
Die Haushalte Argentiniens, Chiles, Kolumbiens und Perus teilen sich das übrige Viertel des regionalen Geldvermögens, wobei sie knapp 30% der Bevölkerung der analysierten Länder darstellen. Das Vermögenswachstum in diesen Ländern reichte 2017 von 7,3% in Chile bis hin zu etwa 40% in Argentinien. Die Wiederwahl Mauricio Macris zum argentinischen Präsidenten im Oktober letzten Jahres bestätigte dessen eingeschlagenen Kurs. So zeigten die für große Teile der Bevölkerung schmerzhaften Wirtschaftsreformen ab Mitte 2017 spürbar positive Effekte. Das reale BIP wuchs um 2,9% nach einem Einbruch von 1,8% im Vorjahr. Auch die privaten Konsumausgaben zogen mit einem Anstieg von 3,6% wieder deutlich an, nachdem 2016 ein Rückgang von 1% zu Buche schlug. Der wirtschaftliche Aufschwung zeigte sich nicht zuletzt am

Unterschiedliche Vermögensstruktur in den einzelnen Ländern

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2017



Anteil am regionalen Geldvermögen nach Ländern 2017, in %



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

heimischen Aktienmarkt: Der argentinische Leitindex gewann im Jahresverlauf beinahe 78% an Wert. Ein großes Problem ist aber die nach wie vor hohe Inflation, die Macri 2019 auf 10% drücken will – vor dem Hintergrund, dass sich die durchschnittliche Teuerungsrate im letzten Jahr auf etwa 25% belief, ein ambitioniertes Ziel. Die Geldentwertung nagt an den Einkommen und privaten Ersparnissen. Viele Haushalte flüchten in sichere Fremdwährungen, um den Wert ihres Vermögens zu erhalten. Bankeinlagen und Bargeld stellen schätzungsweise vier Fünftel des Portfolios dar. Die private Altersvorsorge in Form von Lebensversicherungen oder Pensionsfonds ist hingegen kaum mehr existent, nachdem 2008 die privaten Pensionsfonds verstaatlicht wurden. Der Anteil dieser Anlageklasse am privaten Geldvermögen ging seither von rund 11% auf schätzungsweise knapp 3% zurück.

In Chile und Kolumbien dagegen dominieren Versicherungen und Pensionen mit einem Anteil von 54% bzw. 56% das Vermögensportfolio der Haushalte. Das chilenische Rentenversicherungssystem, das bereits 1980 unter der Regierung Pinochet von einem umlagefinanzierten in ein privates, kapitalgedecktes System umgestellt wurde, hat weltweit schon für viele Länder Pate gestanden. Im letzten Jahr stiegen die Forderungen der Haushalte gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds um knapp 11% in Chile sowie um rund 18% in Kolumbien.

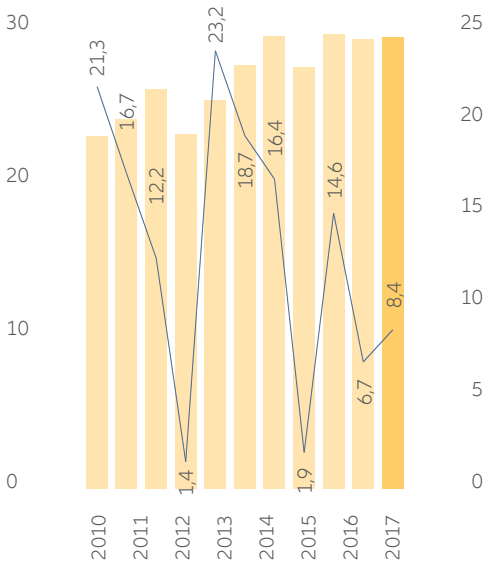
Verschuldung in Chile am höchsten

Im Laufe des „goldenen Jahrzehnts" erhöhten sich aber nicht nur die Vermögen der privaten Haushalte, sondern auch die Schulden: Sie wuchsen über diesen Zeitraum mit durchschnittlich rund 14% pro Jahr sogar im Gleichschritt mit den Ersparnissen. Während aber beim Vermögenswachstum bereits 2011 eine spürbare Entschleunigung eintrat, zog das Schuldenwachstum noch einmal an, auf rund 19% im Mittel von 2011 bis 2013. Erst im Jahr 2014 schwächte sich das Kreditwachstum schlagartig auf 1,9% ab – dies lag vor allem an der Entwicklung in Brasilien, wo sogar ein Rückgang der Kreditaufnahme von 2,4% zu verzeichnen war. Seither wuchs der regionale Schuldenberg wieder schneller, und zwar mit durchschnittlich knapp 10% pro Jahr. Im vergangenen Jahr bezifferte sich die Zuwachsrate auf über 8%. Insgesamt summierten sich die Verbindlichkeiten der lateinamerikanischen Haushalte Ende 2017 auf schätzungsweise EUR 1,1 Bill. Der Anteil der Region an der globalen Schuldenlast stieg über die vergangene Dekade hinweg von 1,2% auf 2,6%.

Vor dem Hintergrund, dass die Verbindlichkeiten in diesem Zeitraum schneller als die nominale Wirtschaftsleistung der Region (durchschnittlich +9,3% pro Jahr) zulegten, kletterte die Schuldenstandsquote, d.h. das Verhältnis der Schulden zum BIP, von 22,5% im Jahr 2007 auf 28,8% im letzten Jahr. Trotzdem befindet sich die Region insgesamt damit noch auf einem für aufstrebende Volkswirtschaften eher unbedenklichen Niveau: Im Durchschnitt der Schwellenländer lag das Verhältnis der Schulden zur Wirtschaftsleistung Ende 2017 bei gut 37%. Allerdings sind die Unterschiede in den einzelnen Ländern enorm. Während die Quote in Argentinien bei lediglich rund 8% lag, stand Chile mit 48% und deutlichem Abstand zu Brasilien (gut 38%) an der Spitze. Auch in Pro-Kopf-Rechnung belegten die chilenischen Haushalte mit durchschnittlich EUR 6.250 Platz eins innerhalb der Region. Am niedrigsten war die Verschuldung pro Kopf wiederum in Argentinien mit schätzungsweise EUR 840. Der regionale Mittelwert bezifferte sich auf EUR 2.180 pro Kopf, womit die Lateinamerikaner leicht über dem Durchschnitt der Schwellenländer von EUR 1.970 lagen.

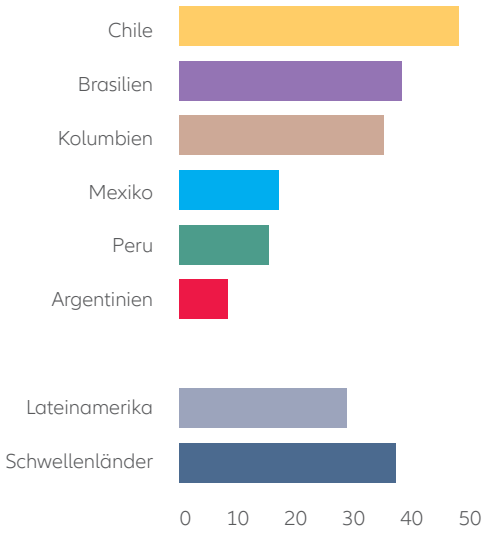
Verschuldung in Chile am höchsten

Entwicklung der Verschuldung seit 2007



Schulden in % der Wirtschaftsleistung (l.A.)
Schuldenwachstum, J/J in % (r.A.)

Schulden in % der Wirtschaftsleistung nach Ländern 2017



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

Wachsende Vermögensmittelschicht – Ungleichheit aber noch immer problematisch

Im vergangenen Jahr betrug das Netto-Geldvermögen pro Kopf, also sämtliche Ersparnisse abzüglich der Schulden, im regionalen Durchschnitt EUR 5.540. Chile ist dabei das einzige Land in Lateinamerika, wo das durchschnittliche Pro-Kopf-Vermögen der Haushalte den Schwellenwert von EUR 7.600 übertraf und damit zu den Ländern mit mittlerem Geldvermögensbestand (MWC) zählte. Mit durchschnittlich EUR 17.200 pro Kopf lagen die chilenischen Haushalte nur einen Platz hinter Portugal auf Platz 25 der globalen Rangliste. Für die brasilianischen Haushalte, die Ende 2017 im Mittel über EUR 6.290 verfügten, liegt der Sprung in den Kreis der MWCs bereits in greifbarer Nähe: Legten die Netto-Geldvermögen pro Kopf im Mittel weiterhin mit der jährlichen Wachstumsrate der letzten Dekade (gut 15%) zu, überträfe Brasilien bereits Ende nächsten Jahres den heutigen Schwellenwert; vor dem Hintergrund der aktuellen wirtschaftlichen Schwäche des Landes ist dies aber eine sehr optimistische Annahme. Mexiko dürfte der Aufstieg zum MWC unter denselben Annahmen erst im Jahr 2023 gelingen. Mit der globalen Vermögensentwicklung wird der Schwellenwert bis dahin allerdings auch weiter ansteigen. Im internationalen Vergleich standen die beiden Länder auf den Plätzen 39 und 41, und befanden sich zusammen mit den übrigen lateinamerikanischen Staaten im letzten Viertel des Länderrankings.

Der Bevölkerungsanteil in der Region, der ein im globalen Maßstab mittleres Netto-Geldvermögen (pro Kopf zwischen EUR 7.600 und EUR 45.600) zur Verfügung hat, belief sich Ende 2017 auf knapp 18%. Fast 86 Millionen Lateinamerikaner konnten sich somit zur globalen Vermögensmittelschicht zählen, zu Beginn des Jahrtausends waren es noch schätzungsweise gut 29 Millionen. Lediglich knapp 2 Millionen Menschen verfügten über ein im globalen Maßstab hohes Netto-Geldvermögen von mehr als EUR 45.600 pro Kopf, die jedoch mit 0,4% im Jahr 2017 nur einen Bruchteil der Gesamtbevölkerung darstellten. Noch immer zählt mit beinahe 82% das Gros der Bevölkerung zur unteren Vermögensschicht. Fast 395 Millionen Lateinamerikaner besaßen demnach weniger als EUR 7.600 im Durchschnitt. Zu berücksichtigen ist dabei aber auch, dass Währungsverluste es diesen Ländern zusätzlich erschweren, die in Euro berechneten Schwellenwerte zu überschreiten.

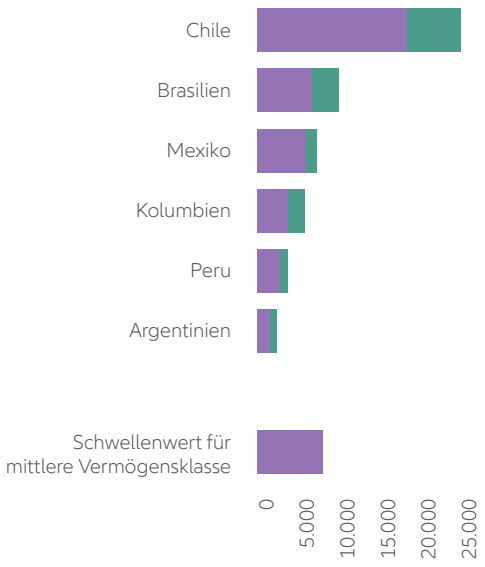
Eine der größten Herausforderungen Lateinamerikas wird nach wie vor die Angleichung der Einkommen und Vermögen innerhalb der Gesellschaften bleiben. Sowohl im weltweiten als auch im Vergleich zu den Schwellenländern insgesamt sind Einkommen und Vermögen in Lateinamerika viel stärker konzentriert: Die reichsten 20% der dortigen Bevölkerung erhalten im Durchschnitt rund 52% des Ein-

kommens und verfügen über fast 77% des Vermögens, während die jeweiligen Anteile in den Schwellenländern insgesamt bei gut 46% und etwa 72% und weltweit bei durchschnittlich rund 42% und 70% liegen.

Trotz der nach wie vor herrschenden Ungleichheit von Einkommen und Vermögen sind gegenüber den frühen 2000er Jahren deutliche Fortschritte bei der Armutsbekämpfung zu erkennen: So hat sich der Bevölkerungsanteil der Menschen, die unter der jeweils nationalen Armutsgrenze leben, beispielsweise in Brasilien und Peru seither mehr als halbiert, auf 8,7% (2015) und 20,7% (2016). Auch in Kolumbien ging der Anteil der in Armut lebenden Bevölkerung von beinahe 50% auf 28% (2016) zurück. Allerdings stieg mit der Abkühlung des Wirtschaftswachstums für viele Menschen die Gefahr, wieder in die Armut zurückzufallen – insbesondere in Brasilien und Argentinien, wo das Bruttoinlandsprodukt sogar einbrach: Laut einer Studie des Entwicklungsprogramms der Vereinten Nationen (UNDP) aus dem Jahr 2017[7] sind dies die einzigen Länder in der Region Lateinamerika und der Karibik, in denen die Armutsrate im zwischen 2013 und 2015 wieder zunahm.

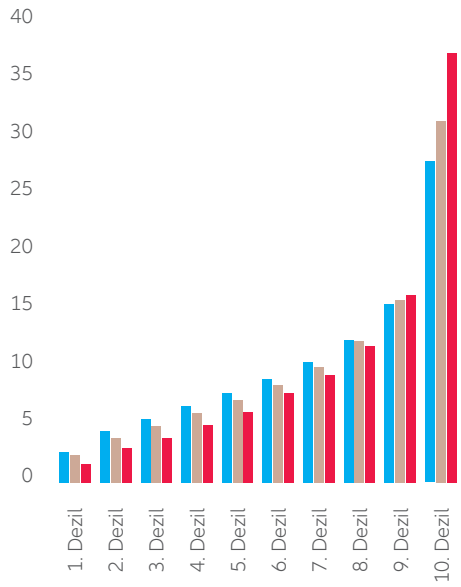
Große Kluft zwischen Arm und Reich

Netto-Geldvermögen und Verbindlichkeiten pro Kopf 2017, in Euro



Netto-Geldvermögen
Verbindlichkeiten

Durchschnittliche Einkommensverteilung im Vergleich, in %



weltweit
in den Schwellenländern
in Lateinamerika

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

7 United Nations Development Programme (2017): Applying PovRisk tool to 15 countries in Latin America. Regional Human Development Report for Latin America and the Caribbean: Update policy note.

NORDAMERIKA

Bevölkerung

Insgesamt	363 Mio.
Anteil an der Weltbevölkerung	4,9%

BIP

Insgesamt	EUR 17.553 Mrd.
Anteil am Welt-BIP	26,3%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 72.319 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 200.280 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	43,0%

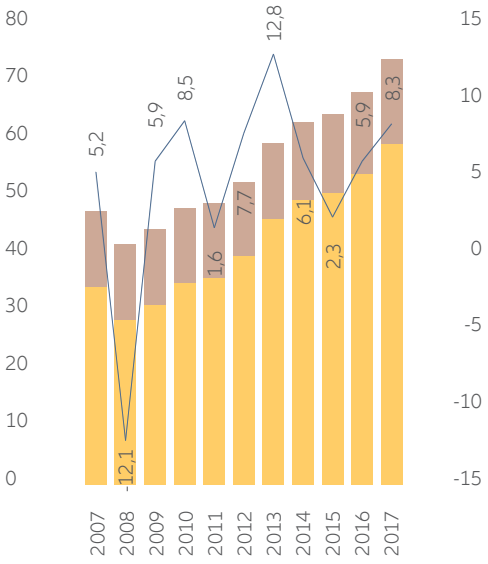
Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 14.401 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 39.880 pro Kopf
In % des BIP	82,0%

Die nordamerikanischen Privathaushalte verfügten Ende 2017 über insgesamt EUR 72,3 Bill. oder 43% des globalen Geldvermögens. Nach einem robusten Anstieg von knapp 6% im Jahr 2016 hat sich das Vermögenswachstum im vergangenen Jahr weiter beschleunigt, nämlich auf 8,3%. Das Vermögenswachstum in den USA (+8,5%) lag dabei nicht nur über jenem in Kanada (+6,5%), sondern auch deutlich über dem Durchschnitt der Industrieländer insgesamt (+6,5%). Absolut betrachtet erhöhten sich die Ersparnisse in den USA um insgesamt fast EUR 5,3 Bill. oder durchschnittlich knapp EUR 16.300 pro Kopf, in Kanada um EUR 285 Mrd. oder beinahe EUR 7.800 pro Kopf. Von diesem Zuwachs entfielen nur etwa 17% (USA) bzw. 8% (Kanada) auf frische Gelder, der Großteil des Wachstums entfiel dagegen auf Wertänderungen im Bestand; deren Anteil hat sich damit gegenüber dem Durchschnitt der letzten Dekade (60% in den USA bzw. 85% in Kanada) spürbar erhöht. Alle der drei großen Anlageklassen leisteten einen positiven Wachstumsbeitrag, wobei sich das Wertpapiervermögen – wie schon im Vorjahr – am dynamischsten entwickelte (+11,6% in den USA und +9,1% in Kanada).

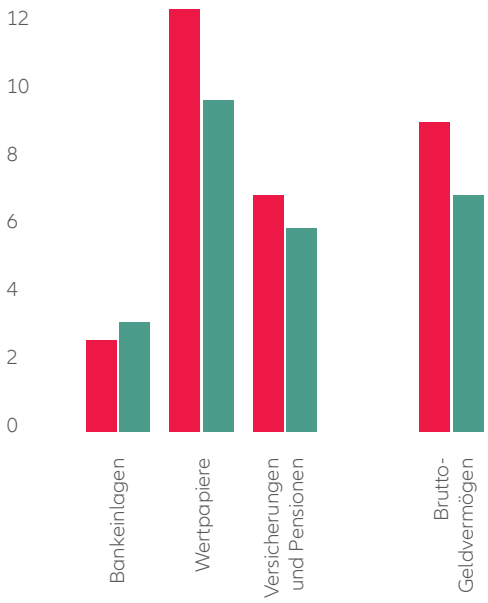
Vermögenswachstum beschleunigt sich weiter

Entwicklung von Netto-Geldvermögen und Schulden in Nordamerika



Netto-Geldvermögen, in Bill. Euro (l.A.)
Verbindlichkeiten, in Bill. Euro (l.A.)
Brutto-Geldvermögen, J/J in % (r.A.)

Wachstumsraten nach Anlageklassen 2017/2016, in %



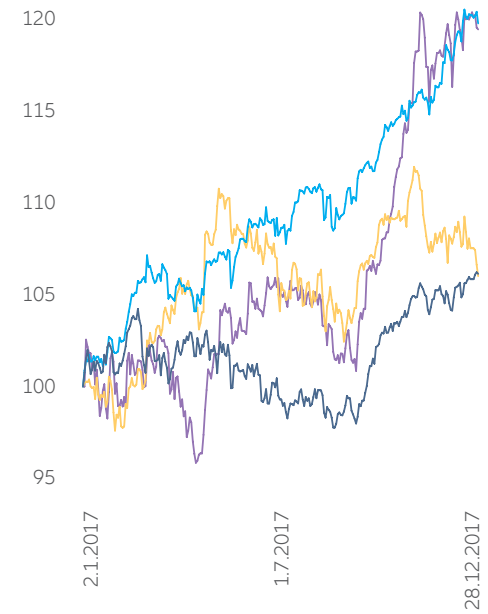
USA
Kanada

Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistics Canada, Allianz SE.

Dank des unerwartet kräftigen und breiten Aufschwungs der Weltkonjunktur haben zahlreiche Aktienmärkte im Jahresverlauf neue Höchststände erreicht. Gleich zu Jahresbeginn erklommen die US-Indizes neue Allzeithochs: Bereits im Januar knackte der Dow Jones erstmals die Marke von 20.000 Punkten und fuhr schon im ersten Jahresviertel ein Plus von 4,6% ein. Der breiter gefächerte S&P 500 verbuchte bis Ende März sogar einen Anstieg von 5,5%. Die US-amerikanischen Haushalte profitierten in diesem kurzen Zeitraum von Wertgewinnen in Höhe von rund EUR 960 Mrd. oder durchschnittlich EUR 2.960 pro Kopf. Die dynamische Börsenentwicklung setzte sich über den Rest des Jahres hinweg fort, so dass der S&P 500 bis Ende Dezember um 19,4% und der Dow Jones um 25,1% gegenüber dem Vorjahresniveau zulegten. Der Bestand des Wertpapiervermögens der US-Amerikaner verbuchte im Jahresverlauf kontinuierlich robuste Zuwächse und erhöhte sich um insgesamt 11,6% auf knapp EUR 36,5 Bill. – der größte Anstieg seit 2013 (+19,6%). Kanadas Leitindex notierte zum Jahresende bei rund 16.200 Punkten, 6% über dem Niveau von 2016. Wie in den USA verzeichnete auch dort der Wertpapierbestand über alle Quartale hinweg positive Zuwachsraten. Insgesamt war ein Anstieg von 9,1% auf knapp EUR 1,9 Bill. zu beobachten.

Anleger im Börsenglück

Wichtige Aktienindizes, indexiert (02.01.2017 = 100)



S&P/TSX
S&P 500
EURO STOXX 50
NIKKEI

Entwicklung des Wertpapiervermögens Q/Q, in %

USA
Kanada

Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistics Canada, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

USA: Umkehr bei der Geldanlage?

Traditionell sind die US-amerikanischen Haushalte mit einem Wertpapieranteil von fast 54% am Vermögensportfolio deutlich risikofreudiger investiert als ihre Nachbarn in Kanada, wo Ende 2017 „nur" rund 40% des Geldvermögens in Form von Aktien, Investmentfonds oder sonstigen Anteilsrechten gehalten wurden. Die kanadischen Haushalte lagen damit aber zumindest gleichauf mit dem Industrieländerdurchschnitt. Allerdings verkauften diese seit 1999 jedes Jahr per Saldo Wertpapiere (insgesamt rund EUR 450 Mrd.), 2017 waren es beinahe EUR 17 Mrd. oder EUR 460 pro Kopf. Dass der Bestand in diesem Zeitraum trotzdem von EUR 589 Mrd. auf annähernd EUR 1,9 Bill. kletterte, verdanken die Anleger kräftigen Wertgewinnen von insgesamt gut EUR 1,7 Bill. Die US-Amerikaner hingegen kauften im letzten Jahr kräftig zu: So floss der Großteil der Ersparnisbildung in diese Anlageklasse – mit EUR 331 Mrd. investierten die Haushalte dort wieder annähernd so viel wie zuletzt im Jahr 2008 (EUR 355 Mrd.). Hinzu kamen satte Wertgewinne von knapp EUR 3,5 Bill. oder EUR 10.700 pro Kopf – mehr als das Dreifache des Durchschnitts der letzten Dekade von EUR 1,1 Bill. Trotz der wieder deutlich gestiegenen Mittelzuflüsse speiste sich das Wachstum dieser Vermögensklasse demnach im vergangenen Jahr zu über 90% aus Wertsteigerungen.

Die Haushalte in den USA scheinen sich langsam von ihrer „wait-and-see-attitude" der letzten Jahre zu verabschieden und ihr Vermögen wieder langfristig zu investieren anstatt kurzfristig zu parken. So fielen die Mittelzuflüsse in Bankeinlagen von durchschnittlich gut EUR 446 Mrd. im Zeitraum von 2011 bis 2016 auf EUR 242 Mrd. im Jahr 2017; der Anteil an den Mittelzuflüssen reduzierte sich damit von 44% im Mittel auf 26%. Ebenso verlangsamte sich das Bestandswachstum von 6,4% 2016 auf 2,5% 2017. Mit Blick auf die Vermögensstruktur spielen Bankeinlagen mit einem Portfolioanteil von 12,9% in den USA nur eine sehr untergeordnete Rolle.

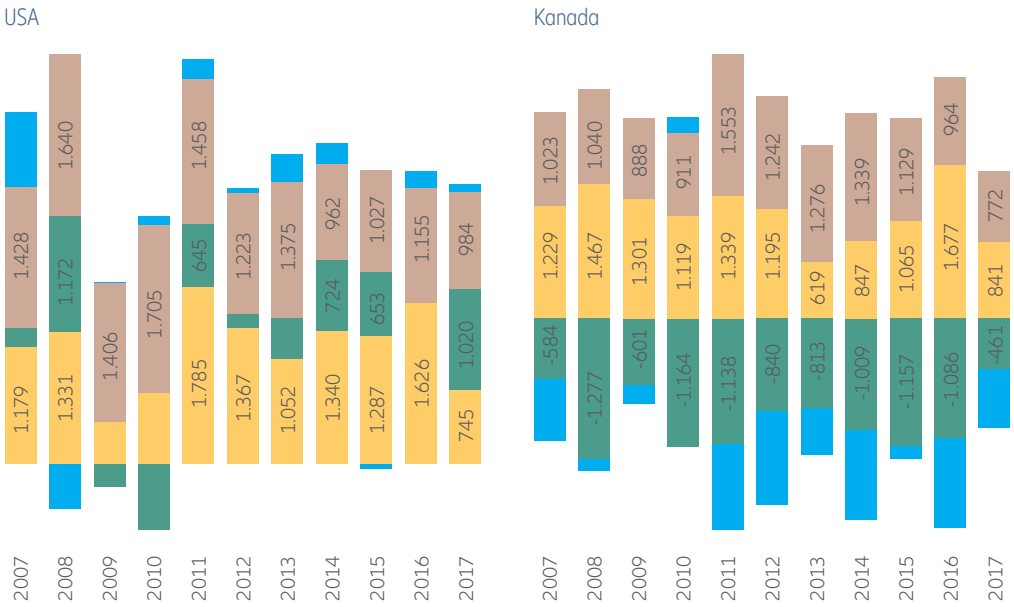
In Kanada dagegen spielen Bankeinlagen bei der Ersparnisbildung immer noch eine gewichtige Rolle, auch weil die dortigen Haushalte nach wie vor den Aktienmärkten den Rücken kehren: Mehr als die Hälfte der frischen Spargelder fließen in Bankeinlagen, dieser Anteil hat sich in der letzten Dekade kaum verändert. Dennoch ist der Anteil von Bankeinlagen am gesamten Geldvermögen auch in Kanada mit 20,3% immer noch relativ niedrig.

Die in Nordamerika zweit beliebteste Anlageform, Versicherungen und Pensionen, verbuchte einen robusten Zuwachs von 6,4%. In den letzten Jahren haben sich die Mittelzuflüsse allerdings tendenziell abgeschwächt – 2017 reduzierten sie sich um 15% auf insgesamt EUR 347 Mrd. oder EUR 960 pro Kopf; im Rekordjahr 2010 waren diese noch um gut 60% höher. Darin dürften sich ohne Frage auch die demographischen Verschiebungen wider-

spiegeln – immer mehr Babyboomer verabschieden sich nämlich vom Arbeitsmarkt. Allerdings profitierten die Sparer, insbesondere mit Blick auf ihre Pensionsansprüche, über die indirekte Teilnahme am Kapitalmarkt: Pro Kopf schlugen 2017 Wertgewinne von durchschnittlich EUR 1.710 in Kanada bzw. EUR 2.880 in den USA zu Buche, d.h. etwa drei Viertel (USA) bzw. zwei Drittel (Kanada) des Wachstums dieser Vermögensklasse geht auf Wertveränderungen im Bestand zurück. Trotz abnehmender Mittelzuflüsse im Vorjahresvergleich hat sich der Zuwachs in beiden Ländern daher beschleunigt, von 2,7% auf 5,6% in Kanada und von 4,3% auf 6,5% in den USA. Das Versicherungs- und Pensionsvermögen stellt in beiden Ländern eine wichtige Komponente im Sparverhalten der Haushalte dar. Während in den USA der Anteil am Vermögensportfolio Ende 2017 bei rund 30% lag, bezifferte er sich in Kanada sogar auf fast 37%.

USA: Umkehr bei der Geldanlage?

Mittelzu- und abflüsse nach Anlageklassen pro Kopf, in Euro



- Bankeinlagen
- Wertpapiere
- Versicherungen und Pensionen
- Sonstige Forderungen

Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistics Canada, UN Population Division, Allianz SE.

US-Amerikaner korrigieren Schuldenexzesse der Vergangenheit...

In den Jahren vor Ausbruch der Krise wuchs der private Schuldenberg in den USA teilweise im zweistelligen Bereich, so dass das Verhältnis der Verbindlichkeiten zu den verfügbaren Einkommen von knapp 100% im Jahr 2000 auf den historischen Spitzenwert von 138% sieben Jahre später anstieg. 2008 drosselten die Haushalte ihre Kreditaufnahme und begannen mit der Sanierung ihrer Vermögensbilanz. Bis 2011 reduzierten sie ihre Verbindlichkeiten, die Schuldenquote sank allein in diesen vier Jahren um rund 21 Prozentpunkte auf 117,1% des verfügbaren Einkommens. Seit 2012 drehte das Schuldenwachstum zwar wieder in den positiven Bereich, blieb aber bis 2015 mit durchschnittlich 1,1% pro Jahr – Dank der verbesserten Situation auf dem Arbeitsmarkt – hinter dem Wachstum der verfügbaren Einkommen (im Mittel +3,8% pro Jahr) zurück. Das Verhältnis der Verbindlichkeiten zu verfügbaren Einkommen sank somit etwa um weitere 12 Prozentpunkte auf 105,4%. In den vergangenen zwei Jahren allerdings nahm das Schuldenwachstum wieder zu, so dass die Schuldenquote in etwa stabil blieb. 2017 bezifferte sich der Zuwachs schließlich auf 3,7% – die höchste Veränderungsrate seit Ausbruch der Krise.

Über alle Kreditkategorien hinweg – Haus- und Autokredite sowie Studentendarlehen und Kreditkartenschulden – war ein Zuwachs zu beobachten. Hauskredite, die mit einem Anteil von etwa zwei Drittel den Großteil der privaten Verbindlichkeiten darstellen, verzeichneten im letzten Jahresviertel 2017 mit EUR 116 Mrd. den größten Anstieg seit neun Quartalen. Trotzdem lagen die Hypothekenschulden auch Ende 2017 noch um 4,4% unter ihrem bisherigen Rekordwert, während die Summe aller ausstehenden Schuldenkategorien bereits 2016 den historischen Höchststand vom dritten Quartal 2008 überschritten hatte. Studentendarlehen verbuchten dabei die höchsten Zuwachsraten: Pro Jahr nahm die ausstehende Kreditsumme im Durchschnitt um knapp 9% auf EUR 1,1 Bill. zu. Ihr Anteil am gesamten Schuldenstand hat sich seither mehr als verdoppelt, auf 10,5%.

In Pro-Kopf-Rechnung stiegen die Verbindlichkeiten im Laufe des letzten Jahres auf durchschnittlich EUR 39.860 an und befanden sich damit in etwa auf dem Niveau des Jahres 2008. Historisch niedrige Zinsen gepaart mit einem moderaten Anstieg von Beschäftigung und Einkommen erleichterten vielen Haushalten bisher die Rückzahlung ihrer Schulden. Die Schuldendienstquote, d.h. das Verhältnis der Zins- und Tilgungszahlungen zu verfügbarem Einkommen, fiel in den letzten Jahren auf historische Tiefstwerte und blieb 2017 stabil auf dem Vorjahreswert von 10,3%; der Spitzenwert der letzten 30 Jahre war Ende 2007 erreicht und bezifferte sich auf 13,2%. Ebenfalls rückläufig ist die Zahlungsrückstandsquote, die sich seit ihrem Höhepunkt Ende 2009 von

11,9% auf 4,7% im letzten Jahresviertel 2017 mehr als halbiert hat. Damit ist das Vorkrisenniveau von 6,7% Ende 2007 wieder deutlich unterschritten worden. Auch bei Studentendarlehen ging die Quote im Laufe des letzten Jahres leicht zurück, befand sich jedoch immer noch auf einem relativ hohen Niveau (11,0% im Schlussquartal). Insgesamt hat der Haushaltssektor die Verschuldungsexzesse der Boomjahre aber korrigiert und seine Verbindlichkeiten wieder auf den historischen Durchschnitt zurückgeführt.

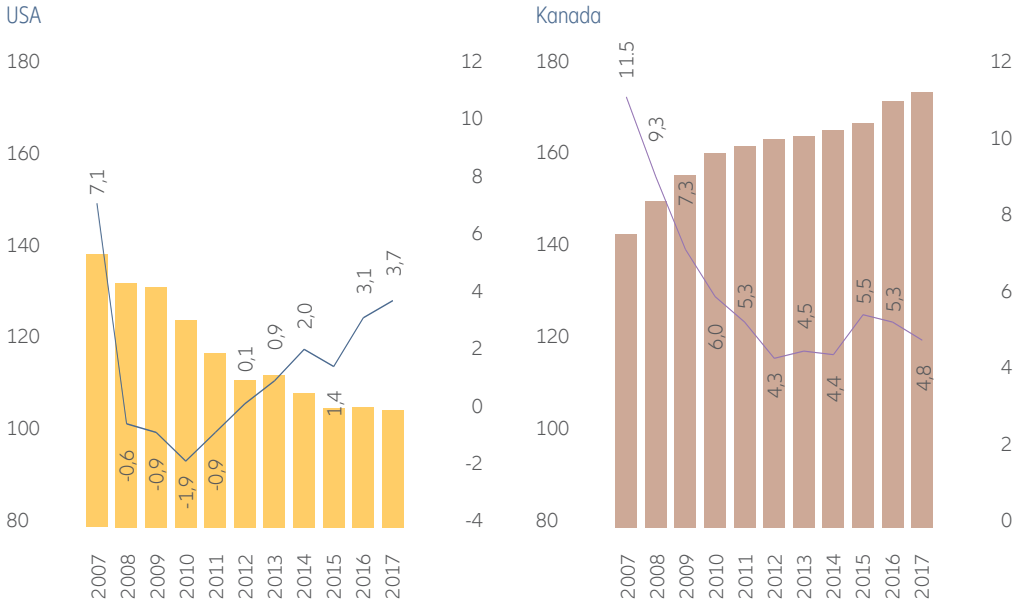
...während die Verschuldung in Kanada gefährliche Ausmaße annimmt

In Kanada ist die Verschuldungssituation deutlich prekärer als in den USA. Gemessen an den verfügbaren Einkommen nahm der Verschuldungsgrad kontinuierlich von 107,4% im Jahr 2000 auf 172,2% im letzten Jahr zu – und lag damit rund 67 Prozentpunkte über dem US-amerikanischen Niveau. Die Pro-Kopf-Verschuldung klettert von Jahr zu Jahr auf neue Rekordstände und belief sich Ende 2017 auf durchschnittlich EUR 40.070. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise ging zumindest eine Verlangsamung des Wachstumstempos einher: Während die mittlere jährliche Zuwachsrate in den Vorkrisenjahren noch bei über 9% lag, fiel diese seitdem auf knapp 6% im Durchschnitt. Zudem neigt sich auch in Kanada die Zeit des billigen Geldes ihrem Ende zu: Vor dem Hintergrund einer Zinserhöhung im Juli 2017 – der ersten seit fast sieben Jahren – sowie einer weiteren im September um insgesamt 50 Basispunkte auf 1%, hat sich das Schuldenwachstum weiter leicht verlangsamt, von +5,3% im Vorjahr auf 4,8%. Damit entwickelten sich die Verbindlichkeiten aber immer noch schneller als in den USA (+3,7%) und im Durchschnitt aller Industrieländer (+3,7%). Treiber des rasant wachsenden Schuldenbergs waren die immer weiter steigenden Hauspreise, insbesondere in den Großräumen Vancouver und Toronto. Laut OECD kletterte der landesweit gemessene nominale Hauspreisindex allein von Ende 2014 bis Ende 2017 um rund 36 Punkte auf 157,4%. Im Durchschnitt der OECD-Länder war hingegen „nur" ein Anstieg von 18 Punkten auf 127,1% zu beobachten. Mit den Hauspreisen stieg auch das Wachstum der Hypothekarkredite, was den Anteil hochverschuldeter Haushalte erhöhte. Außerdem stießen immer mehr Investoren aus den Schwellenländern, vornehmlich aus China, auf den Markt auf der Suche nach sicheren Anlagemöglichkeiten für ihre Ersparnisse. Die Stadt Vancouver führte als Reaktion darauf im August 2016 eine Steuer in Höhe von 15% auf den Hauspreis für ausländische Investoren ein. In Vancouver kühlte der Immobilienmarkt zwar leicht ab, allerdings verlagerte sich die Nachfrage auf andere Städte wie Victoria und Toronto.

Seit längerem schon beobachtet die kanadische Notenbank die zunehmende Schuldenlast des Haushaltssektors mit großer Sorge und bezeichnet diese als eines der größten Risiken für das Finanzsystem. Seit einiger Zeit versucht der Regulierer daher, auch mit makroprudentiellen Maßnahmen gegenzusteuern: Im Februar 2016 verabschiedete die Finanzaufsichtsbehörde strengere Kapitalanforderungen für Kredite, die mit einer Wohnimmobilie besichert sind. Die Vergabe soll damit auf sehr kreditwürdige Haushalte beschränkt werden. Darüber hinaus führte die Bundesregierung im Herbst 2016 neue Regelungen zur Wohnbaufinanzierung ein; dabei wird das Verhältnis von Schuldendienst zu Einkommen bei der Kreditvergabe auf ein maximal zulässiges Niveau begrenzt. Starke Einkommenszuwächse, eine Verlangsamung des Kreditwachstums sowie Verbesserungen bei der Kreditqualität haben zwar dazu beigetragen, die Verwundbarkeit des Finanzsystems zu verringern. Eine Umkehr zu einer soliden und nachhaltigen Vermögenssituation ist in Kanada aber trotzdem dringend geboten.

Verschuldung in Kanada alarmierend hoch

Schuldenquote und –wachstum, in %



Schulden in % des verfügbaren Einkommens (l.A.)
Schuldenwachstum, J/J in % (r.A.)

Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistics Canada, Allianz SE.

USA zurück auf Platz zwei der reichsten Haushalte weltweit

Nordamerika ist nicht nur die Region mit dem größten Anteil am globalen Geldvermögen, sondern auch die mit dem höchsten Pro-Kopf-Vermögen. Nach Abzug der Verbindlichkeiten verfügte der durchschnittliche Nordamerikaner Ende vergangenen Jahres über EUR 160.400; zum Vergleich: Das mittlere Pro-Kopf-Vermögen in Westeuropa lag bei „nur" EUR 61.060. Auch wenn auf nationaler Ebene – insbesondere in den USA – die Vermögen sehr ungleich verteilt sind, stehen sehr viele Nordamerikaner im internationalen Vergleich glänzend dar: 41% der nordamerikanischen Bevölkerung besitzen mehr als EUR 45.600 im Durchschnitt pro Kopf und gehören damit im globalen Maßstab zur oberen Vermögensschicht. Weltweit betrachtet leben 27% der Menschen mit einem hohen Vermögen in Nordamerika.

Mit Blick auf die nationale Vermögensverteilung hat sich die Lage in den USA sogar noch weiter verschärft: Laut einer im Herbst letzten Jahres veröffentlichten Haushaltsumfrage des Federal Reserve Systems[8], die alle drei Jahre erhoben wird, verfügten die reichsten zehn Prozent der US-amerikanischen Haushalte über 77,1% des privaten Vermögens; in der drei Jahre zuvor veröffentlichten Umfrage bezifferte sich der Anteil noch auf 75%. Damit rangieren die USA weltweit unter den Ländern mit der größten Ungleichheit und weisen von den von uns untersuchten Ländern den höchsten Gini-Koeffizienten der Vermögensverteilung auf. In Kanada entfielen knapp 48% des Vermögens auf das reichste Bevölkerungsdezil, womit das Land leicht unter dem Durchschnitt der Industriestaaten von schätzungsweise fast 51% liegt.

Vergleicht man die beiden Nachbarn hinsichtlich des durchschnittlichen Pro-Kopf-Vermögens miteinander, sind die Privathaushalte in den USA mit EUR 168.640 netto deutlich vermögender als die Haushalte Kanadas (EUR 87.390 netto pro Kopf). Der Abstand zwischen den beiden Ländern hat über die vergangene Dekade sogar spürbar zugenommen: 2007 verfügten die US-Amerikaner noch über ein um rund EUR 54.000 höheres Netto-Geldvermögen als die Kanadier, bis Ende letzten Jahres stieg der Vermögensabstand auf über EUR 81.000. Umgekehrt verhält es sich hingegen bei den Verbindlichkeiten: Ende 2007 war die Pro-Kopf-Verschuldung noch um EUR 14.600 höher als in Kanada, Ende 2017 sogar um gut EUR 200 niedriger. Die seit der Krise unterschiedlich eingeschlagenen Wege spiegeln sich hierin wider.

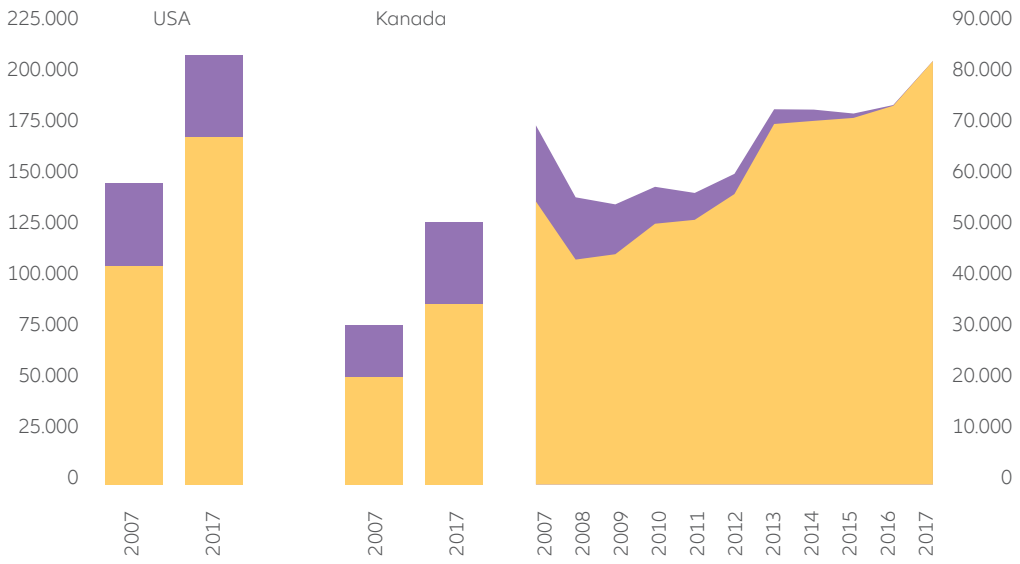
8 Board of Governors of the Federal Reserve System (2017): „Changes in U.S. Family Finances from 2013 to 2016: Evidence from the Survey of Consumer Finances".

Auf der globalen Rangliste wurden die US-Amerikaner wieder von den Schweizer Haushalten überholt und zurück auf den zweiten Platz verwiesen. Die Kanadier sind im vergangenen Jahr ebenfalls um einen Platz abgestiegen und landeten auf Rang 10, hinter Dänemark und vor Neuseeland.

Abstand der USA zu Kanada nimmt beim Vermögen zu, bei den Schulden ab

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf, in Euro

Differenz zwischen USA und Kanada pro Kopf, in Euro



Netto-Geldvermögen
Verbindlichkeiten

Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistics Canada, UN Population Division, Allianz SE.

WESTEUROPA

Bevölkerung

Insgesamt	419 Mio.
Anteil an der Weltbevölkerung	5,7%

BIP

Insgesamt	EUR 14.768 Mrd.
Anteil am Welt-BIP	21,1%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 36.413 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 87.240 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	21,6%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 10.927 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 26.180 pro Kopf
In % des BIP	74,0%

Die Ersparnisse der Privathaushalte Westeuropas erhöhten sich im Jahresverlauf 2017 um fast EUR 1,4 Bill. auf den Rekordwert von insgesamt EUR 36,4 Bill. Das Wachstumstempo hat sich dabei im Vergleich zu 2016 (5,1%) mit 3,9% spürbar abgeschwächt. So wuchs das private Geldvermögen in Westeuropa nicht nur langsamer als in Nordamerika (+8,3%), sondern auch langsamer als in den Industrieländern insgesamt (+6,5%). Von diesem Zuwachs entfielen etwa 52% auf frische Gelder, 48% des Wachstums gingen dagegen auf das Konto von Wertänderungen im Bestand; dieser Anteil hat sich damit gegenüber dem Durchschnitt der letzten Dekade (38%) spürbar erhöht.

Das Wertpapiervermögen leistete dabei den größten Wachstumsbeitrag: Mit einer Zuwachsrate von 6,6% übertraf es nicht nur den Anstieg der Bankeinlagen (+3,2%), sondern auch des Versicherungs- und Pensionsvermögens (+2,3%). Für die Aktienmärkte präsentierte sich das konjunkturelle Umfeld im vergangenen Jahr freundlich: Insbesondere der Euroraum überraschte mit guten Wirtschaftsdaten, sodass die Wachstumsprognosen fast kontinuierlich angehoben wurden. Im ersten Halbjahr beflügelten die positiven Wahlergebnisse in den Niederlanden und Frankreich die Märkte, die Angst vor dem Sieg populistischer Parteien war gebannt. In der zweiten Jahreshälfte rückten hingegen die Unternehmenszahlen stärker in den Blickpunkt, wobei der Unternehmenssektor in Europa nicht mit den US-amerikanischen Technologieriesen Schritt halten konnte. Seit Macrons Wahlsieg wertete der Euro wieder auf, was die Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors belastete und Kursrückschläge bewirkte. Zudem sorgte die Unabhängigkeitsbestrebung Kataloniens für Unruhe unter den Anlegern. Der europäische Leitindex Euro Stoxx schloss das Jahr zwar mit einem soliden Plus von 6,5%, blieb damit aber deutlich hinter dem US-Börsenbarometer zurück: Der S&P 500 legte im Jahresverlauf um 19,4% zu und kletterte auf den Rekordwert von über 2.640 Punkte. Gegenüber dem Jahr 2007 gewann er bereits insgesamt rund 82%, während der Euro Stoxx noch immer um gut 20% im Minus lag. In der Hälfte der insgesamt 16 westeuropäischen Staaten befanden sich die Leitindizes Ende vergangenen Jahres unter dem Vorkrisenniveau, wenig überraschend waren die größten Verluste dabei in den Südländern Griechenland (-92%), Portugal (-59%) und Spanien (-34%) zu beklagen.

Verglichen mit Nordamerika, wo die Haushalte über die Hälfte ihres Geldvermögens in Wertpapiere investieren, ist diese Anlageklasse in Westeuropa mit einem Portfolioanteil von knapp 29% eher unterrepräsentiert. Allerdings scheint sich ein erstes Anzeichen einer Trendwende anzudeuten: Nachdem die Haushalte von 2012 bis 2016 per Saldo Wertpapiere in Höhe von insgesamt rund EUR 250 Mrd.[9] oder EUR 620 pro Kopf verkauften, waren 2017 wieder Mittelzuflüsse zu beobachten, wenn auch nur in einem sehr geringen Umfang: Unter dem Strich kauften die Haushalte Aktien und Investmentfondsanteile von durchschnittlich etwa EUR 40 pro Kopf oder insgesamt knapp EUR 15 Mrd. Die US-Amerikaner

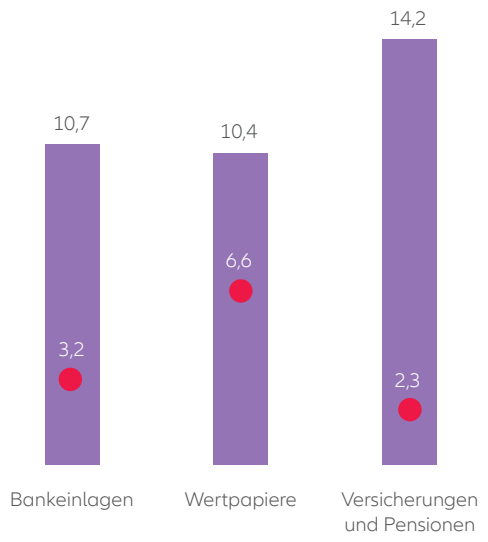
9 Ohne Berücksichtigung der Schweizer Haushalte.

hingegen investierten seit 2012 EUR 950 Mrd. oder im Mittel EUR 2.970 pro Kopf in diese Anlageklasse.

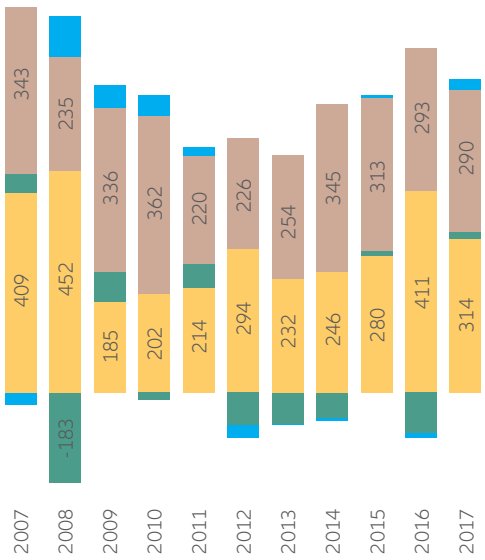
Die dominierende Säule im Portfolio der Westeuropäer bleiben Versicherungen und Pensionen. Im Jahresverlauf kletterten die Forderungen gegenüber Versicherungen und Pensionseinrichtungen um EUR 300 Mrd. auf EUR 14,2 Bill. – ein Plus von 2,3% gegenüber dem Vorjahr. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise investierten die Haushalte im Durchschnitt mehr als die Hälfte ihrer „frischen Spargelder" in diese Anlageklasse. Der Anteil am gesamten Geldvermögensbestand stieg dadurch bis Ende 2017 um gut fünf Prozentpunkte auf rund 39%. Diese Entwicklung dürfte zum einen auf ein zunehmendes Bewusstsein, verstärkt eigenverantwortlich fürs Alter vorsorgen zu müssen, zurückzuführen zu sein. Denn die Bedeutung der staatlichen Renten, die in der Mehrzahl der Länder bislang den Großteil der Einkommen im Alter ausmachen, nimmt angesichts knapper Kassen und Rentenreformen ab, mit denen die Auswirkungen des demographischen Wandels abgefedert werden sollen. Zum anderen setzte schon um die

Erstmals seit 2011 wieder Netto-Wertpapierzukäufe

Bestand und Wachstum nach Anlageklassen, 2017



Mittelzu- und -abflüsse nach Anlageklassen*, in Mrd. Euro



- Bestand, in Bill. Euro
- Wachstumsrate, in %
- Bankeinlagen
- Wertpapiere
- Versicherungen und Pensionen
- Sonstige Forderungen

*Ohne Berücksichtigung der Schweiz.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Jahrtausendwende eine Verschiebung in der Vermögensstruktur ein. Im Zuge des Platzens der Dotcom-Blase und des Ausbruchs der Finanzkrise scheinen viele Anleger das Vertrauen in die Aktie verloren zu haben und bevorzugen nun stattdessen sichere Anlagen. Im Jahr 2000 bezifferte sich der Wertpapieranteil am Portfolio nämlich noch auf annähernd 39%.

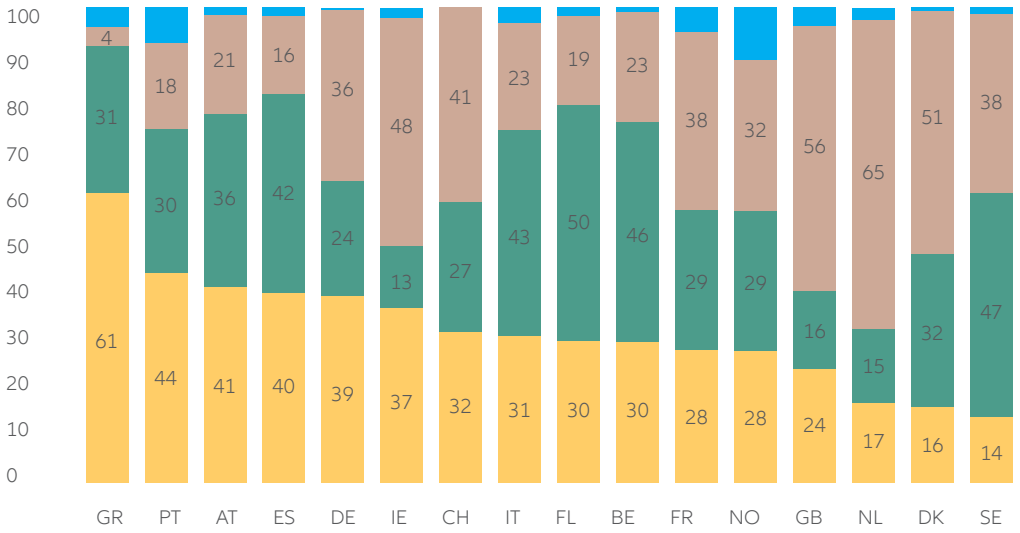
Von diesem Sicherheitsdenken konnten auch die Bankeinlagen profitieren: Trotz der derzeitigen Nullzinspolitik halten die Haushalte immerhin fast 30% ihrer Ersparnisse in Form von Bargeld, Sicht-, Termin- und Spareinlagen.

Dass der Bestand gegenüber 2016 um 3,2% auf EUR 10,7 Bill. zulegte, ist, wie in den letzten Jahren, in erster Linie kräftigen Mittelzuflüssen zu verdanken: 2017 flossen weitere EUR 314 Mrd. in diese Anlageklasse – beinahe die Hälfte des gesamten Sparvolumens. Lediglich in Griechenland ist das Volumen der Bankeinlagen seit der Krise zurückgegangen, Resultat der tiefen Krise und Kapitalverkehrskontrollen.

Vergleicht man die einzelnen Länder, zeichnet sich bei der Vermögensstruktur kein einheitliches Muster ab. So reicht beim Anteil des

Unterschiedliche Präferenzen im Ländervergleich

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2017



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Wertpapiervermögens am gesamten Geldvermögen die Bandbreite von 12,9% in Irland bis hin zu 49,5% in Finnland. Bankeinlagen dominieren das Vermögensportfolio der griechischen (61,0%) und portugiesischen (44,2%) Haushalte; ihr Anteil ist seit der Krise sogar noch einmal deutlich gestiegen, um neun (Griechenland) bzw. sechs Prozentpunkte (Portugal). Dies dürfte aber kaum auf eine bewusste Anlageentscheidung zurückzuführen sein; vielmehr spiegeln sich in dieser Verschiebung in der Vermögensstruktur die Verluste im Wertpapiervermögen wider.

Wachstum auf breiter Front

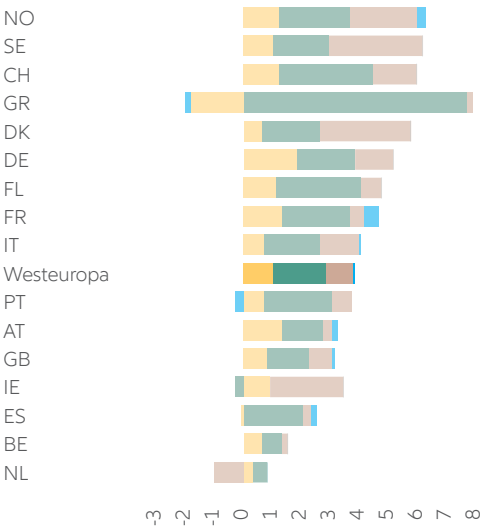
Im Ländervergleich zeigten sich 2017 Vermögenszuwächse auf breiter Front – einzige Ausnahme bildeten die Niederlande, wo die privaten Ersparnisse aufgrund von Wertverlusten beim Versicherungs- und Pensionsvermögen leicht zurückgingen (-0,2%). Anders als in den Vorjahren war dabei aber kein klares Wachstumsgefälle zwischen Nord- und Südeuropa zu beobachten. So verzeichneten beispielsweise die Ersparnisse der Haushalte in Griechenland und Italien mit 5,8% bzw. 4,1% überdurchschnittlich hohe Zuwächse, während Portugal und Spanien mit 3,3% bzw. 2,4% unter dem westeuropäischen Mittelwert (+3,9%) lagen. Die italienischen Haushalte, die im westeuropäischen Vergleich überdurchschnittlich stark in Wertpapiere investiert sind, profitierten im letzten Jahr besonders von der guten Performance des Aktienmarktes: Der italienische Leitindex gewann im Jahresverlauf beinahe 14% und das Wertpapiervermögen der Haushalte stieg trotz Netto-Mittelabflüssen um 4,5% – hier schlugen Wertgewinne in Höhe von EUR 107 Mrd. oder durchschnittlich EUR 1.800 pro Kopf zu Buche. Im Vorjahr bezifferten sich diese auf lediglich knapp EUR 4 Mrd. oder etwa EUR 70 pro Kopf.

Wachstumsspitzenreiter waren im vergangenen Jahr die norwegischen und schwedischen Haushalte, deren Geldvermögen jeweils einen Anstieg von 6,1% verzeichnete, dicht gefolgt von den Schweizern, die sich über ein Plus von 5,9% freuen durften. Im übrigen deutschsprachigen Raum divergierte die Entwicklung: Während Deutschland mit einem Zuwachs von 5,1% den regionalen Durchschnitt schlug, hinkte Österreich deutlich hinterher (+3,3%). Das kräftige Wachstum in Deutschland geht – wie in den Vorjahren – auf die hohen Sparanstrengungen der dortigen Haushalte zurück. Setzt man die Mittelzuflüsse in Relation zum Brutto-Geldvermögen, sind die deutschen Haushalte mit 3,7% ungeschlagene „Spar-Europameister". Ihre nach wie vor ausgeprägte Liquiditätspräferenz führte dabei dazu, dass nirgendwo sonst in Europa die Bankeinlagen stärker wuchsen als in Deutschland.

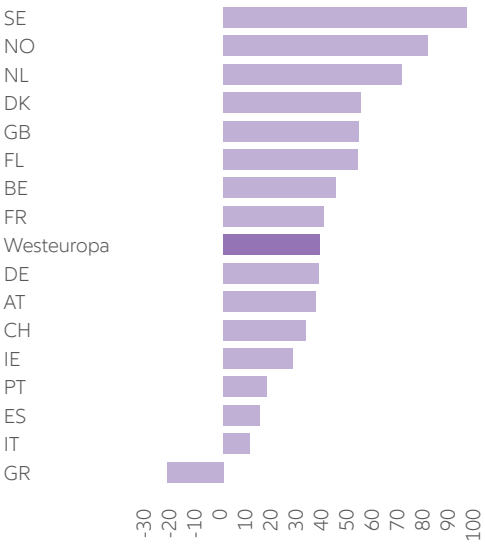
Eine Gemeinsamkeit weist allerdings die Mehrzahl der westeuropäischen Länder auf: In 13 der 16 untersuchten Länder leistete das Wertpapiervermögen im vergangenen Jahr den größten Wachstumsbeitrag; dieser bezifferte sich im westeuropäischen Mittel auf 1,8 Prozentpunkte von insgesamt 3,9%. Am größten war dieser Effekt in Griechenland: Der griechische Leitindex schloss das Jahr mit einem Plus von beinahe 20% und das Wertpapiervermögen kletterte um fast 31% nach oben; da die Griechen unter dem Strich Wertpapiere verkauften (EUR -0,8 Mrd.), speiste sich der Zuwachs ausschließlich aus Wertgewinnen in Höhe von EUR 20 Mrd. oder knapp EUR 1.800 pro Kopf. Die kräftige Entwicklung des Wertpapiervermögens machte die Rückgänge bei den Bankeinlagen (-2,7%) mehr als wett. Den offiziellen Statistiken zufolge lag das gesamte Geldvermögen der Hellenen Ende 2017 aber immer noch um 22% unter dem Vorkrisenhöchstwert. In allen übrigen westeuropäischen Ländern befanden sich die Haushalte dagegen gegenüber 2007 im Plus. Spitzenreiter sind Schweden mit einem Zuwachs von 95,2%, Norwegen (+79,9%) und die Niederlande (+69,8%).

Vermögenswachstum auf breiter Front

Wachstumsbeitrag nach Anlageklassen 2017/2016, in Ppt.



Veränderung des Brutto-Geldvermögens seit 2007, in %



Bankeinlagen
Wertpapiere
Versicherungen und Pensionen
Sonstige Forderungen

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Kreditwachstum legt weiter leicht zu

Wie auf globaler Ebene markierte der Ausbruch der Finanzkrise auch in Westeuropa eine Trendwende mit Blick auf die Verschuldungsdynamik. Die jährlichen Veränderungsraten des Kreditwachstums gingen deutlich zurück, vom Spitzenwert im Jahr 2006 (+8,8%) auf -0,1% sechs Jahre später. Seither zeigt der Trend wieder leicht nach oben, wenn auch auf niedrigerem Niveau. 2017 kletterte das Wachstumstempo der Verbindlichkeiten von 2,0% und 2,6% in den Jahren 2015 und 2016 auf 3,0%. Die Intention der EZB, mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik die private Kreditnachfrage zu stimulieren, scheint also (leichte) Wirkung zu zeigen. Trotz der geringen Beschleunigung wuchsen die Schulden über die vergangenen fünf Jahre hinweg aber immer noch spürbar langsamer als die Vermögen: Während die Verbindlichkeiten im Mittel um 1,8% pro Jahr anstiegen, verzeichneten die Ersparnisse jährliche Zuwachsraten von durchschnittlich 4,6% – wobei die Differenz zwischen Vermögens- und Schuldenwachstum auf zuletzt nur mehr 0,8 Prozentpunkte schrumpfte. Das Verhältnis der Schulden zum Finanzvermögen der Haushalte reduzierte sich kontinuierlich vom Rekordhoch im Jahr 2008 (37,5%) auf 30,0%. Insgesamt summierten sich die ausstehenden Kredite der westeuropäischen Haushalte Ende 2017 auf EUR 10,9 Bill., was einem Anteil von 27,5% der weltweiten Schuldenlast entspricht. In Summe geht von den privaten Schulden der Haushalte in Europa also kein Risiko für die Finanzmarktstabilität aus – für jedes einzelne Land gilt dies allerdings nicht unbedingt (s.u.).

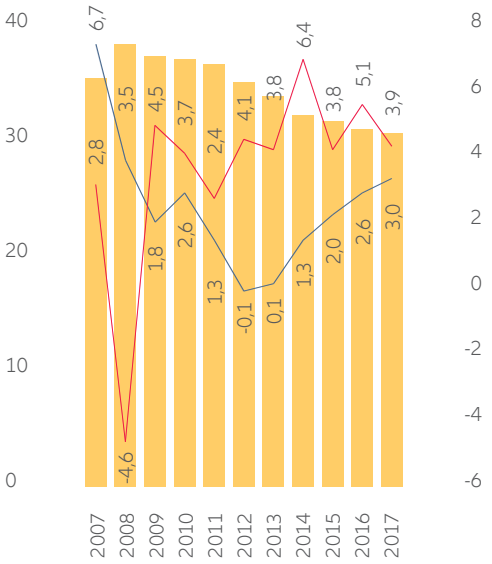
Beim Schuldenwachstum war im letzten Jahr eine deutliche Teilung der Region in Nord und Süd zu erkennen. Den größten Anstieg verzeichneten die Haushalte in Schweden, wo die Verbindlichkeiten um 6,6% zunahmen. Mit Norwegen (+6,0%), Belgien (+4,5%), Finnland (+4,3%) und Großbritannien (+3,8%) wiesen vier weitere Länder aus dem nördlichen Teil der Region einen überdurchschnittlich hohen Schuldenzuwachs aus. Weiter südlich nahm die ausstehende Kreditsumme um 2,6% in der Schweiz und um 2,0% in Österreich zu. Langsamer als im westeuropäischen Mittel wuchsen die Verbindlichkeiten auch in Italien (+1,6%) und Portugal (+0,4%). Während die Verschuldung in Spanien mehr oder weniger stagnierte (-0,2%), meldete die Zentralbank Griechenlands sogar einen weiteren Rückgang der Schulden um 3,8% – bereits das siebte Jahr in Folge. Auch die irischen Haushalte setzten im letzten Jahr ihren Konsolidierungskurs fort und reduzierten ihre Passiva um 2,1 %. Seit dem Rekordhoch im Jahr 2008 sind die privaten Schulden in Irland um insgesamt knapp 29% gesunken.

Schweizer Haushalte nicht nur bei der Verschuldung auf Platz 1...

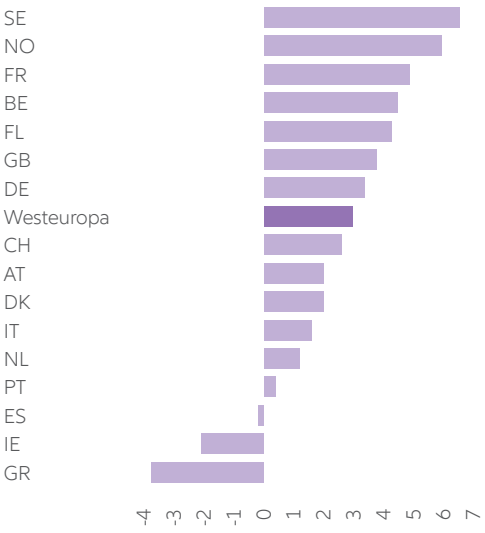
Der Blick auf das Verschuldungsniveau zeigt deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern auf. So ist beispielsweise bei der Pro-Kopf-Verschuldung eine Bandbreite von durchschnittlich EUR 10.010 in Griechenland bis hin zu EUR 87.110 in der Schweiz zu konstatieren. Der Abstand zwischen diesen beiden Ländern ist seit Ausbruch der Krise von rund EUR 59.000 auf gut EUR 77.000 gestiegen. Während die griechischen Haushalte ihre „Schuldenexzesse" aus den Vorkrisenjahren korrigierten und ihre Verbindlichkeiten im Mittel um 1,0% pro Jahr zurückfuhren, wuchs die ausstehende Kreditsumme der Schweizer weiterhin um durchschnittlich 3,4% pro Jahr. Allerdings ist der Schuldenabbau in Griechenland nicht nur auf eine gesunkene Nachfrage und strengere Kreditrichtlinien zurückzuführen: Teilweise konnten die Haushalte ihre Kredite einfach nicht mehr bedienen und die Gläubiger mussten ihre Forderungen abschreiben. Zu den drei Ländern mit der höchsten priva-

Schulden wachsen wieder fast so schnell wie die Vermögen

Vermögens- und Schuldenentwicklung in Westeuropa



Schuldenwachstum nach Ländern 2017/2016, in %



Verbindlichkeiten in % des Brutto-Geldvermögens (l.A.)
Verbindlichkeiten, J/J in % (r.A.)
Brutto-Geldvermögen, J/J in % (r.A.)

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

ten Pro-Kopf-Verschuldung zählten neben der Schweiz die beiden skandinavischen Staaten Norwegen (EUR 67.640) und Dänemark (EUR 66.300); alle drei weisen dabei deutlich höhere Schuldenstände auf als die USA (EUR 39.860 pro Kopf). Die beiden Schwergewichte, Deutschland und Frankreich, auf die sich Ende 2017 rund 30% der regionalen Schuldenlast konzentrierten, fanden sich mit durchschnittlich EUR 21.240 bzw. EUR 23.830 im unteren Mittelfeld wieder. Zusammen mit Griechenland bildeten die Haushalte aus den übrigen südeuropäischen Ländern, Spanien (EUR 16.710), Portugal (EUR 15.960) und Italien (EUR 15.630), das Schlusslicht.

Aber nicht nur bei der absoluten, sondern auch bei der relativen Betrachtung der Schuldensituation treten signifikante Differenzen zwischen den einzelnen Ländern zutage. Setzt man die privaten Verbindlichkeiten ins Verhältnis zur nominalen Wirtschaftsleistung führten die Dänen 2017 mit einer Quote von 132,1% und deutlichem Abstand zu den Schweizern (129,6%) die Rangliste an – obwohl seit dem Rekordhoch im Jahr 2009 bereits ein Rückgang von fast 18 Prozentpunkten zu beobachten war. Signifikant über der 100%-Marke lag die Quote auch in den Niederlanden (112,6%) und Norwegen (107,9%). Rechnet man noch Großbritannien (94,7%) und Schweden (91,7%) hinzu, wird deutlich, dass sich die private Verschuldung vor allem in den reichen „Nordländern" in einer gefährlichen Zone bewegt. Aber nicht alle „reichen" Länder sind hoch verschuldet: Die niedrigste Quote weist seit Jahren Österreich mit 51,6% aus, dicht gefolgt von Deutschland (53,4%), wo die Quote in den letzten Jahren kontinuierlich gesunken ist; zur Jahrtausendwende lag die deutsche Schuldenquote noch bei über 70% – und damit auch höher als beispielsweise in Großbritannien, Schweden oder Norwegen zu der Zeit.

In einer engeren Bandbreite bewegt sich das Verhältnis der Verbindlichkeiten zum Brutto-Geldvermögen: Zwischen Belgien, wo die Quote mit 20,7% Ende 2017 am niedrigsten war, und dem Spitzenreiter Norwegen (74,3%) lagen beinahe 54 Prozentpunkte. Auffallend ist hierbei, dass mit Ausnahme Italiens (21,1%) alle Eurokrisenländer, Griechenland (41,7%), Portugal (41,5%), Irland (40,1%) und Spanien (36,0%) teils deutlich über dem regionalen Durchschnitt (30,0%) lagen. Hierin zeigt sich einmal mehr, dass Schulden auch in Krisenzeiten bestehen bleiben, während Vermögen Verluste erleiden können.

...sondern auch beim Netto-Vermögen

In Westeuropa verfügen die Schweizer Haushalte mit durchschnittlich EUR 173.990 über das höchste Netto-Geldvermögen pro Kopf, und zwar mit weitem Abstand zu den zweit platzierten Schweden (EUR 98.380). Nachdem die Eidgenossen 2016 ihren traditionellen ersten Platz auf der globalen Rangliste an die US-Amerikaner abgeben mussten, konnten sie im vergangenen Jahr den Titel als „reichste Haushalte weltweit" zurückerobern und die USA (EUR 168.640) wieder auf Platz zwei verweisen. Unter den ersten zehn Plätzen der reichsten Haushalte weltweit befanden sich neben der Schweiz und Schweden nur noch drei weitere westeuropäische Länder: die Niederlande (EUR 95.880), Belgien (EUR 93.580) und Dänemark (EUR 88.270). Von den insgesamt 16 Staaten der Region zählten fünf zum Kreis der Länder mit mittlerem Geldvermögensbestand (MWCs[10]). Neben den Krisenländern Südeuropas, Griechenland, Portugal und Spanien, gehörten auch Finnland und Norwegen dazu.

Die Westeuropäer verteilen sich hinsichtlich ihres Netto-Geldvermögens relativ gleichmäßig auf alle drei Vermögensklassen. Rund 35% oder 146 der 417 Millionen Menschen, die in dieser Region leben, verfügten Ende letzten Jahres nach Abzug ihrer Verbindlichkeiten im Mittel über ein Finanzvermögen von mindestens EUR 45.600 pro Kopf und zählten damit im globalen Kontext zur oberen Vermögensklasse. Drei Viertel davon stammen aus den fünf größten Volkswirtschaften der Region, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien und Spanien. In die unterste Vermögensklasse fielen im vergangenen Jahr 135 Millionen Westeuropäer (gut 32%), deren Ersparnisse sich auf weniger als durchschnittlich EUR 7.600 pro Kopf summierten. Etwa ein Drittel der Bevölkerung war im letzten Jahr demzufolge Teil der Vermögensmittelklasse.

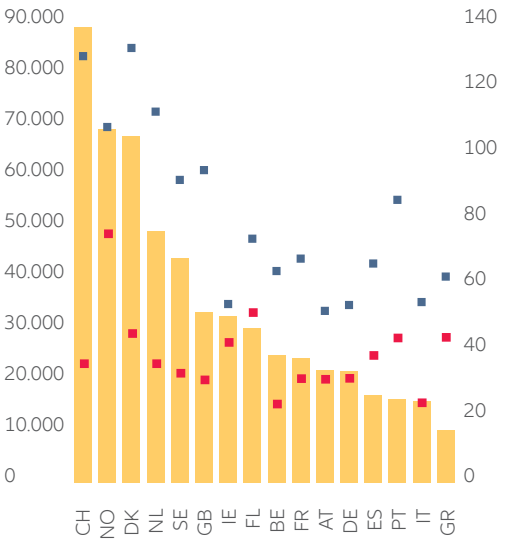
Mit Blick auf die innerstaatliche Vermögensverteilung besitzt das jeweils reichste Bevölkerungsdezil in Westeuropa im Durchschnitt rund 52% des nationalen Netto-Geldvermögens. Im Vergleich zum Jahr 2000 ist der durchschnittliche Anteil nur um etwa einen Prozentpunkt gestiegen; in einzelnen Ländern fiel dieser Anstieg jedoch deutlich kräftiger aus, beispielsweise in der Schweiz und in Frankreich. Dies dürfte eine der Nebenwirkungen der expansiven Geldpolitik sein:

10 Middle Wealth Countries. Das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf lag in diesen Ländern im Jahr 2017 zwischen EUR 7.600 und EUR 45.600.

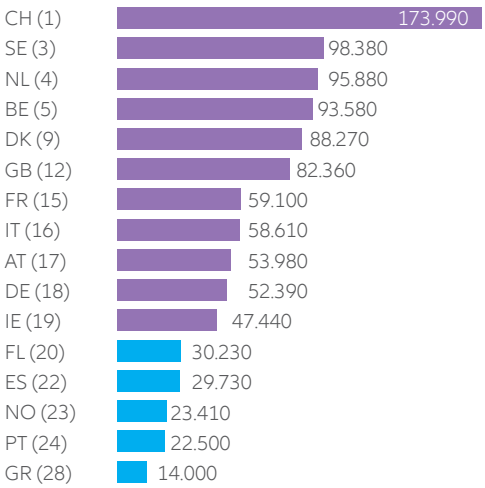
Wohlhabendere Haushalte investieren in der Regel einen größeren Anteil ihrer Ersparnisse in Wertpapiere und profitierten damit besonders von den steigenden Vermögenspreisen der letzten Jahre.

Schweizer Spitzenzreiter bei Vermögen – und Schulden

Schuldenquoten und Schulden pro Kopf, 2017



Rangliste nach Netto-Geldvermögen pro Kopf 2017, in Euro



Schulden pro Kopf, in Euro (l.A.)
Schulden in % des BIP (r.A.)
Schulden in % des Brutto-Geldvermögens (r.A.)

HWC
MWC

Zahlen in Klammer: Platz auf der weltweiten Rangliste.
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, UN Population Division, Allianz SE.

OSTEUROPA

Bevölkerung

In den untersuchten Ländern	395 Mio.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion	83,7%
Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung	5,4%

BIP

In den untersuchten Ländern	EUR 3.511 Mrd.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion	95,0%
Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP	5,2%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 2.592 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 6.490 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	1,5%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 798 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 2.000 pro Kopf
In % des BIP	22,7%

Osteuropäische EU-Mitglieder

Der Zuwachs des privaten Geldvermögens in den osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten lag 2017 mit 6,0% unter dem Vorjahresniveau (+7,8%). Allerdings war in jedem dieser elf Länder[11] eine positive Wachstumsrate zu beobachten. Insgesamt stiegen die Ersparnisse der Haushalte Ende letzten Jahres um annähernd EUR 80 Mrd. auf mehr als EUR 1,3 Bill. Von diesem Zuwachs entfielen 42% auf Wertveränderungen im Bestand, der Großteil des Wachstums ging dagegen auf das Konto frischer Gelder. Trotz der immer noch sehr robusten Entwicklung setzte mit dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise eine deutliche Entschleunigung des Vermögenswachstums ein. Während in den Vorkrisenjahren zweistellige Zuwachsraten die Regel waren, ging das Durchschnittswachstum seither auf rund 7% zurück.

Den Großteil ihres Geldvermögens (rund 44%) hielten die Privathaushalte noch immer in Form von Bankeinlagen. Obwohl die großen Zentralbanken der Welt mit ihrer expansiven Geldpolitik den Zins quasi abschafften, flossen in den letzten vier Jahren mit durchschnittlich EUR 36 Mrd. gut zwei Drittel der jährlichen Sparleistung in diese Anlageklasse. Im vergangenen Jahr brachten die Haushalte per Saldo noch rund EUR 32 Mrd. oder gut EUR 300 pro Kopf zur Bank. Der Bestand verbuchte demnach ein Plus von 5,1% – 3,8 Prozentpunkte weniger als im Vorjahr – und summierte sich bis Ende 2017 auf insgesamt EUR 592 Mrd.

Auch das Wachstumstempo des Wertpapiervermögens in der Region verlangsamte sich im Vorjahresvergleich von 7,8% auf 6,5%. In den einzelnen Ländern verlief die Entwicklung dabei sehr unterschiedlich: Während beispielsweise in Ungarn (+10,1%), Litauen (+11,9%), Estland (+12,3%) und der Slowakei (+14,0%) zweistellige Zuwachsraten zu beobachten waren, erlitten die Haushalte in Kroatien sogar Verluste in Höhe von 2,1%. Die Mittelzuflüsse in diese Anlageklasse beliefen sich 2017 auf nur mehr insgesamt EUR 2,1 Mrd. oder EUR rund EUR 10 pro Kopf – gerade mal ein Zehntel des Vorjahreswerts und nur 6% des Rekordwerts aus dem Jahr 2012 von EUR 19,5 Mrd. Der gesamte Anstieg des Wertpapierbestands in Höhe von rund EUR 25 Mrd. auf EUR 430 Mrd. speiste sich demnach zu 96% aus Wertgewinnen; dies ist für die Region jedoch nicht ungewöhnlich: Der Durchschnitt der gesamten letzten Dekade lag bei fast 97%.

In fast allen osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten verzeichnete der jeweilige Leitindex im Jahresverlauf einen Zuwachs im zweistelligen Bereich, Ausnahmen waren Rumänien (+9,4%) und die Slowakei (+2,2%) sowie Kroatien, wo der Leitindex gegenüber dem Vorjahr sogar um 7,6% einbrach. Vergleicht man die Schlusswerte Ende letzten Jahres mit dem jeweiligen Vorkrisenniveau, befanden sich die

11 Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik und Ungarn.

Leitindizes in der Mehrzahl der Länder aber noch immer im Minus. Lediglich in Estland, Lettland, Litauen, Polen und Ungarn notierten die Aktienmärkte gegenüber 2007 im Plus. Im Aggregat summierte sich der Wertpapieranteil am gesamten Brutto-Geldvermögen auf knapp 32% – fast 7 Prozentpunkte weniger als im Spitzenjahr 2007.

Die Ansprüche der Haushalte gegenüber Versicherungen und Pensionskassen verbuchten im letzten Jahr einen Anstieg von 10,3%, der höchste Wert unter den drei großen Anlageklassen. Der mit 24,9% stärkste Zuwachs war in Rumänien zu beobachten, allerdings von einem noch recht niedrigen Niveau: Pro-Kopf bezifferte sich dort das in Versicherungen und Pensionen investierte Vermögen auf EUR 580, während der regionale Mittelwert bei EUR 1.810 lag. Der Anteil der Anlageklasse am Brutto-Geldvermögen variiert dabei von Land zu Land. In Rumänien beispielsweise entfielen nur 8,9% auf diese Vermögensklasse, während sich der Anteil in Kroatien und der Slowakei bereits auf 25,7% bzw. 20,8% belief. Der Durchschnittswert der osteuropäischen EU-Länder kletterte mit dem Aufbau der privaten Altersvorsorge seit Beginn des Jahrtausends von 6,3% auf 14,0% im letzten Jahr. Zwischenzeitlich lag dieser Wert allerdings schon bei 18,0% (2010). Die seitdem wieder gesunkene Bedeutung der Anlageklasse am Vermögensportfolio der Haushalte ist auf Eingriffe durch die Politik in Ungarn und Polen zurückzuführen. Das ungarische Parlament unter Premierminister Viktor Orbán beschloss Ende 2010 die Verstaatlichung der privaten, kapitalgedeckten Säule der Altersvorsorge. Mit dem Geld wurden das Defizit der staatlichen Rentenversicherung gesenkt und Staatsschulden zurückbezahlt. Seit 1998 hatten die Bürger hierin umgerechnet rund EUR 9,7 Mrd. einbezahlt, die nun in der Bilanz der Haushalte fehlen. Folgerichtig hat sich der Anteil der Vermögensklasse Versicherungen und Pensionen seitdem halbiert; Ende 2017 lag er bei gut 8%.

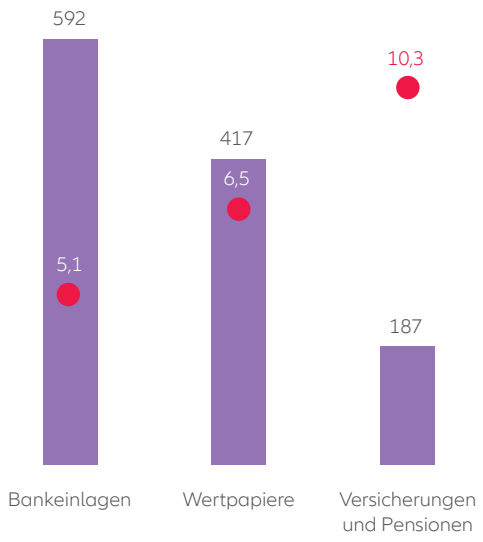
Mit Polen folgte 2014 das zweite osteuropäische EU-Mitglied, das Teile der von privaten Pensionsfonds verwalteten Altersvorsorgegelder unter das Dach des Staates brachte. Etwa die Hälfte dieser Ersparnisse wurden dabei in das staatliche Rentensystem überführt. Laut den Statistiken der polnischen Zentralbank wurden die „konfiszierten" Ersparnisse in der Vermögensbilanz der Haushalte nicht mehr als Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds/-kassen, sondern als sonstige Forderungen verbucht. Zumindest auf dem Papier stehen die Haushalte unter dem Strich nicht schlechter da als vorher. Ob sie sich auch in Zukunft darauf verlassen können, bleibt offen. Zurück bleibt in jedem Fall ein Vertrauensverlust in die Sicherheit der privaten Altersvorsorge: Die Haushalte reduzierten die Mittelzuflüsse in diese Anlageklasse in den letzten drei Jahren auf durchschnittlich EUR 3 Mrd. – nicht einmal halb so viel wie in den Jahren vor der Reform. Ihr Anteil am Vermögensportfolio reduzierte sich um über 11 Prozentpunkte auf knapp 16%.

Schulden wachsen wieder schneller – aber auf niedrigem Niveau

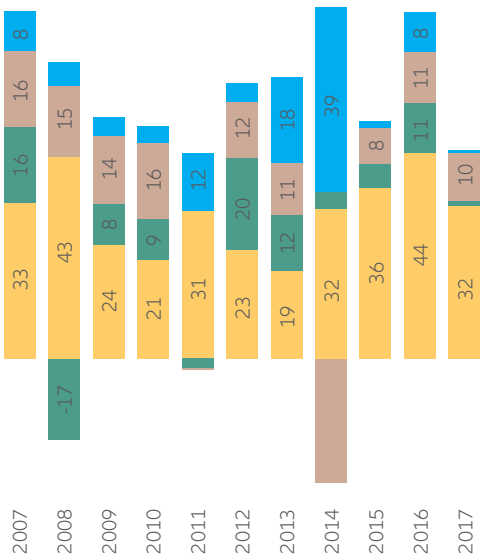
Der Beitritt der osteuropäischen Länder zur EU hat auch dem Finanzsektor zu einem Entwicklungsschub verholfen. Vor allem österreichische und skandinavische Banken expandierten stark in der Region, so dass die Kreditvergabe an den gesamten privaten Sektor von knapp 32% der nominalen Wirtschaftsleistung im Jahr 2000 auf rund 56% acht Jahre später anstieg. Allein bei den Privathaushalten waren jährliche Schuldenzuwächse von mehr als 30% bis zum Ausbruch der Finanzkrise nicht ungewöhnlich. Der Schuldenstand der Haushalte hatte sich bis Ende 2008 mehr als verdreifacht, von 9,7% des Bruttoinlandsprodukts auf 32,4%.Im Jahr 2009 setzte die Finanzkrise dem enormen Boom ein rapides Ende, nachdem sich die Banken gezwungen sahen, ihre Kreditvergabe in und nach Osteuropa zu drosseln. Die jährliche Zuwachsrate ging in den drei darauffolgenden Jahren auf durchschnittlich 4,0% zurück. Nachdem die Kreditaufnahme im Jahr 2012 stagnierte, nahm das Schuldenwachstum wieder lang-

Bankeinlagen dominieren das Vermögensportfolio

Bestand und Wachstum nach Anlageklassen, 2017



Mittelzu- und -abflüsse nach Anlageklassen, in Mrd. Euro



- Bestand, in Mrd. Euro
- Wachstumsrate, in %
- Bankeinlagen
- Wertpapiere
- Versicherungen und Pensionen
- Sonstige Forderungen

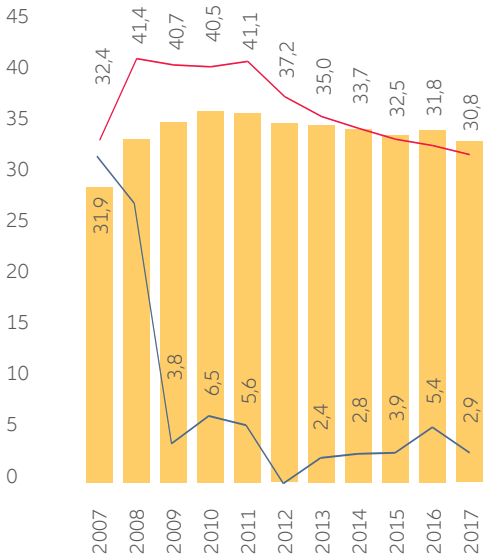
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

sam an Fahrt auf. Parallel zur globalen Entwicklung beschleunigte sich das Kreditwachstum auch in den osteuropäischen EU-Ländern kontinuierlich auf 5,4% 2016. Im vergangenen Jahr ging das Wachstumstempo wieder zurück, auf 2,9%. Dabei lagen die Haushalte der Slowakei und Estlands mit einem Zuwachs von 10,3% bzw. 7,0% an der Spitze. Litauen und die Tschechische Republik hingegen meldeten im vergangenen Jahr per Saldo sogar einen Rückgang der Verbindlichkeiten um 1,2% bzw. 0,3%. Obwohl das Wachstumstempo der Verschuldung im regionalen Kontext seit 2012 wieder spürbar zulegte, wuchsen die Verbindlichkeiten mit durchschnittlich 2,7% pro Jahr immer noch deutlich langsamer als die Vermögen, die im Mittel pro Jahr um 7,7% anstiegen. Die relative Verschuldung der Haushalte, gemessen in Prozent des Brutto-Geldvermögens, ging damit um gut 10 Prozentpunkte auf 30,8% zurück. Mit Ausnahme der Slowakei ist das Verhältnis von Schulden zu Vermögen seit Ende 2008 in allen Ländern gesunken.

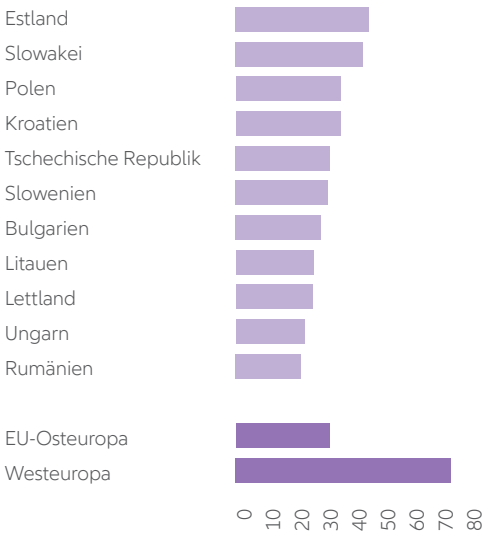
Die private Verschuldung wuchs im selben Zeitraum aber nicht nur langsamer als die Vermögen, sondern auch langsamer als die nominale Wirtschaftsleistung: Die Schuldenquote, d.h. das Verhältnis der Verbindlichkei-

Verschuldungsgrad der Haushalte sinkt

Vermögens- und Schuldenentwicklung in den EU-Ländern Osteuropas



Schulden in % des BIP nach Ländern, 2017



Verbindlichkeiten in % des BIP
Verbindlichkeiten, J/J in %
Verbindlichkeiten in % des Brutto-Geldvermögens

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

ten zum BIP, ging somit von 34,9% Ende 2011 auf 32,2% zurück. Innerhalb Osteuropas variiert die Quote von Land zu Land stark, bei einer Spanne von 22,4% in Rumänien bis hin zu 45,8% in Estland. Obwohl die Esten die höchste Schuldenquote in dieser Ländergruppe aufweisen, liegen sie immer noch weit unter dem westeuropäischen Durchschnitt von 74,0%.

Vermögensgefälle zwischen Ost und West

Nach Abzug der Verbindlichkeiten verfügten die Haushalte in den osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten Ende 2017 über ein mittleres Pro-Kopf-Vermögen von EUR 8.970. Mit durchschnittlich EUR 15.290 pro Kopf zog die Tschechische Republik im letzten Jahr an Slowenien (EUR 14.260) vorbei. In der Brutto-Betrachtung stehen allerdings die Haushalte Estlands an der Spitze. Ein Blick nach Westeuropa zeigt, dass die tschechischen und slowenischen Haushalte sogar vor den Haushalten Griechenlands liegen, wo das mittlere Netto-Geldvermögen pro Kopf seit Ende 2007 von EUR 19.320 auf EUR 14.000 abgeschmolzen ist. Rumänien bildet mit durchschnittlich EUR 4.520 pro Kopf das Schlusslicht der Region und zählt noch zum Kreis der LWCs (Low Wealth Countries). Neben Rumänien fällt in der Netto-Betrachtung nur noch die Slowakei in diese Ländergruppe. Im Verhältnis zum Brutto-Geldvermögen ist die Verschuldung dort überdurchschnittlich hoch: Die Relation Passiva zu Aktiva lag 2017 mit gut 52% weit über dem regionalen Mittel von 30,8%.

Den Sprung in den Kreis der HWCs (High Wealth Countries), für den das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf 2017 die Schwelle von EUR 45.600 überschreiten muss, hat bisher noch kein osteuropäisches EU-Mitglied geschafft. Seit Ende 2000 hat sich das mittlere Pro-Kopf-Vermögen der Region zwar mehr als vervierfacht, rund 63% der Bevölkerung besitzen aber noch immer weniger als EUR 7.600 pro Kopf und zählen damit zum Kreis der globalen Vermögensunterklasse. Immerhin ist ihr Anteil in diesem Zeitraum um 18 Prozentpunkte gefallen. Spiegelbildlich hat sich die Zahl der Mitglieder der globalen Vermögensmittelklasse beinahe verdoppelt, auf 35 Millionen (etwa ein Drittel der Gesamtbevölkerung). Und immerhin rund drei Millionen Osteuropäer können sich zur globalen Vermögensoberklasse zählen (Netto-Geldvermögen über EUR 45.600).

Mit Blick auf die innerstaatliche Vermögensverteilung besitzt das jeweils reichste Bevölkerungsdezil in den osteuropäischen EU-Ländern im Durchschnitt knapp 50% des nationalen Netto-Geldvermögens. Damit zählen diese Länder immer noch zu denjenigen, mit einer einigermaßen ausgeglichenen Vermögensverteilung; in den USA liegt dieser Anteil beispielsweise bei weit über 70%. Im Vergleich zum Jahr 2000 hat dieser durchschnittliche Anteil um etwa einen Prozentpunkt zugenommen; in einzelnen Ländern fiel

dieser Anstieg jedoch deutlich kräftiger aus, beispielsweise in Bulgarien und Slowenien.

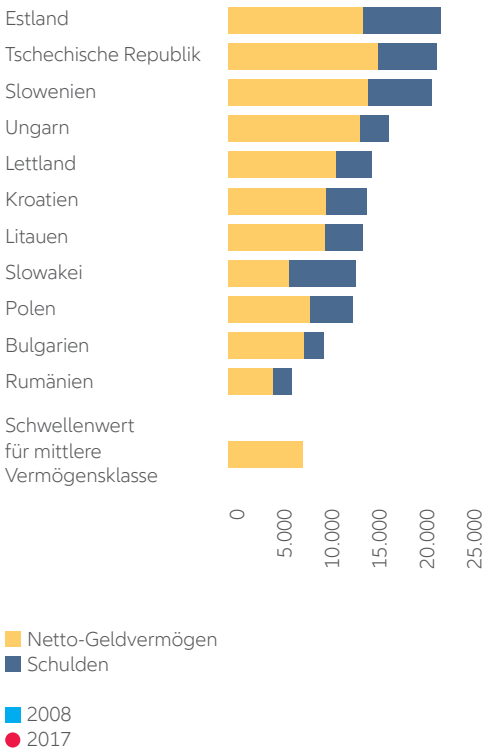
Immer noch enorm sind die Unterschiede zwischen den ost- und westeuropäischen EU-Mitgliedsstaaten: Während die osteuropäischen Haushalte bei einem Bevölkerungsanteil von 2,0% in den von uns untersuchten 53 Ländern 2017 über lediglich 0,7% des globalen Netto-Geldvermögens verfügten, besaßen die westeuropäischen EU-Bürger, die 8,2% der Bevölkerung stellten, knapp 20% des weltweiten Vermögens. Das mittlere Pro-Kopf-Vermögen in den EU-Ländern Westeuropas war mit EUR 61.060 fast siebenmal so hoch wie in den osteuropäischen Mitgliedsstaaten.

Osteuropäische Staaten außerhalb der EU

Die Ersparnisse der in Kasachstan, Russland, Serbien, der Türkei und der Ukraine lebenden Haushalte zeigten über die vergangene Dekade hinweg beeindruckende Zuwachsraten von durchschnittlich rund 14% per annum. Trotz dieser dynamischen Entwicklung entfie-

Estland steht an der Spitze

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2017, in Euro



Schulden in Prozent des Brutto-Geldvermögens nach Ländern

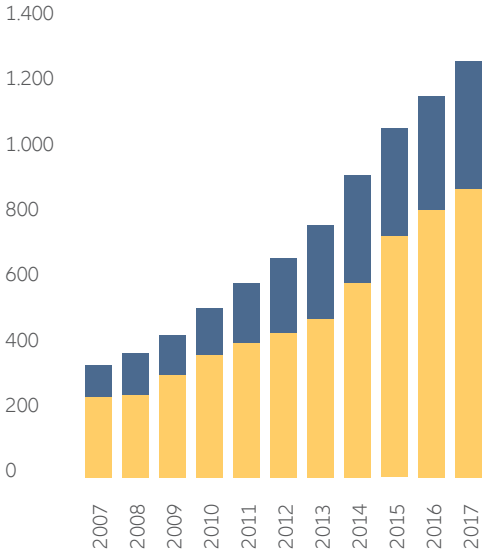
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

len Ende 2017 lediglich 0,7% des globalen Vermögensstocks oder annähernd EUR 1,3 Bill. auf diese Ländergruppe – obwohl immerhin 5,8% der Bevölkerung der von uns analysierten Länder dort leben. Entsprechend niedrig ist auch das Vermögen in Pro-Kopf-Rechnung: Durchschnittlich verfügten die Einwohner dort über ein Brutto-Geldvermögen von EUR 4.240, während die Ersparnisse in den EU-Mitgliedsstaaten bereits gut dreimal so hoch waren. Im vergangenen Jahr lag der Vermögenszuwachs in diesen fünf Ländern bei insgesamt rund 9% und damit weit unter dem historischen Mittelwert (rund 14% pro Jahr seit 2007).

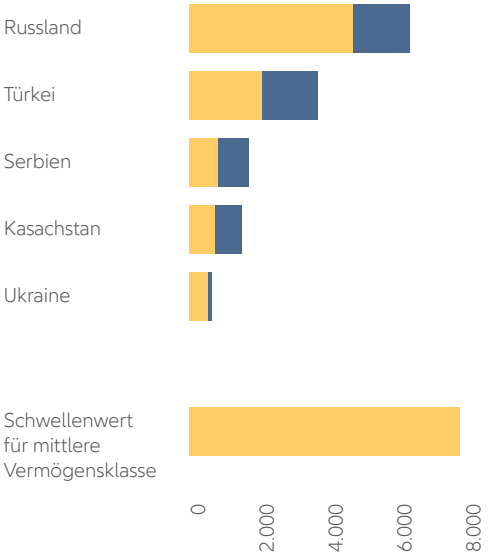
Schneller noch als die Ersparnisse stiegen im langfristigen Durchschnitt aber die Verbindlichkeiten: Im Zeitraum von 2007 bis 2017 waren auf der Passivseite der Vermögensbilanz jährliche Zuwachsraten von durchschnittlich 18% zu beobachten. Trotzdem befand sich die Verschuldung gemessen in Prozent der Wirtschaftsleistung noch auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau: Mit einer Schuldenstandsquote von 17,3% lag der Verschuldungsgrad Ende 2017 weit unter jenem Lateinamerikas (knapp 29%) oder Asiens (52%). Auch die mittlere Pro-Kopf-Verschuldung war in diesem Länderkreis (EUR 1.300) niedriger als im Durchschnitt aller Schwellen-

Pro-Kopf-Vermögen in diesen Ländern noch auf niedrigem Niveau ...

Netto-Geldvermögen und Schulden, in Mrd. Euro



Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2017, in Euro



Netto-Geldvermögen
Schulden

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

länder (EUR 1.970). Das Wachstumstempo der Verbindlichkeiten verlangsamte sich über die letzten Jahre hinweg signifikant von annähernd 28% im Jahr 2011 auf nur mehr 1,5% 2015. Seither war wieder eine Beschleunigung zu beobachten, auf 4,2% 2016 sowie auf knapp 13% im letzten Jahr.

In der Netto-Betrachtung verfügten die Haushalte über durchschnittlich EUR 2.940 pro Kopf. Der Löwenanteil des gesamten Netto-Geldvermögens lag in den Händen der russischen (76%) und türkischen (19%) Privathausalte, wo insgesamt über drei Viertel der Bevölkerung dieser Ländergruppe lebt.

Russland, das als Rohstoffnettoexporteur vom Ölpreisverfall besonders hart getroffen worden war, kommt langsam aus der Rezession heraus. Nach zwei Jahren negativen Wachstums (-2,5% 2015 und -0,2% 2016) nahm das Bruttoinlandsprodukt 2017 real um 1,5% zu. Zudem drückte die Notenbank die Inflation, die aufgrund des tiefen Absturzes der heimischen Währung auf annähernd 16% im Jahr 2015 schoss, wieder unter 4%. So blieb den Sparern in realer Rechnung vom Geldvermögenswachstum wieder etwas übrig: Um schätzungsweise rund 8% legten die Ersparnisse der russischen Privathaushalte im vergangenen Jahr zu und summierten sich auf gut EUR 890 Mrd. In Pro-Kopf-Rechnung entspricht das einem Brutto-Geldvermögen von EUR 6.200 – das mit Abstand höchste unter den fünf Ländern. Das Wachstum der Verbindlichkeiten, die im Durchschnitt der beiden Vorjahre um 0,4% schrumpften, zog 2017 mit einem Anstieg von 12% wieder deutlich an. Nach Abzug der Schulden, die sich Ende vergangenen Jahres auf insgesamt rund EUR 230 Mrd. oder durchschnittlich EUR 1.610 pro Kopf beliefen, verfügten die russischen Haushalte über ein Finanzvermögen in Höhe von insgesamt gut EUR 660 Mrd. oder EUR 4.590 pro Kopf.

In der Türkei blieb das Vermögenswachstum auch 2017 mit 13,9% auf hohem Niveau. Die wirtschaftliche Entwicklung, die das Land nach der Finanzkrise 2001 durchlief, ist beeindruckend: Das türkische BIP ist seither real um durchschnittlich 5,8% pro Jahr gewachsen und die nominale Wirtschaftsleistung pro Kopf hat sich in diesem Zeitraum beinahe verzehnfacht, auf EUR 8.350 im Mittel. Auch die globale Wirtschafts- und Finanzkrise bremste die Entwicklung nur kurz, weil das Land bereits nach der Zäsur 2001 wichtige Reformen, wie beispielsweise die Stabilisierung des Bankensektors, angepackt hatte. Mit dem ökonomischen Aufschwung des Landes kam auch die Bevölkerung zu einem gewissen Wohlstand: So haben sich die Ersparnisse der Privathaushalte über die vergangene Dekade hinweg beinahe verfünffacht. Es bildete sich eine wachsende Mittelschicht und so gelang acht der über 80 Millionen Einwohner der Aufstieg in die globale Vermögensmittelklasse. Die privaten Ersparnisse, die sich Ende 2017 auf insgesamt EUR 292 Mrd. summierten (+13,9% gegenüber Vorjahr), sind nach wie vor sehr konservativ angelegt: Gut drei Viertel des Geldvermögens befanden sich als Einlagen bei Banken, weit mehr als im Durchschnitt der Schwellenländer (38%). Mehr als ein Drittel davon waren wiederum in Fremdwährungen

notiert, was das mangelnde Vertrauen in die heimische Währung widerspiegelt. Die schwache Lira, die allein im letzten Jahr annähernd 23% gegenüber dem Euro an Wert verlor, verteuert die Importe und treibt die Inflation in die Höhe. Im November letzten Jahres gipfelte die Teuerungsrate bei 13,0%, so hoch wie seit fast 14 Jahren nicht mehr und weit entfernt vom Zielwert von 5%. Nach Abzug der Verbindlichkeiten, die sich Ende letzten Jahres auf durchschnittlich EUR 1.570 pro Kopf beliefen (+12,1%), stand den türkischen Haushalten ein mittleres Netto-Geldvermögen in Höhe von EUR 2.040 pro Kopf zur Verfügung.

Um zu den osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten aufzuschließen, hat die Türkei aber noch einen weiten Weg vor sich: Sollte das mittlere Netto-Geldvermögen pro Kopf weiterhin mit dem jährlichen Durchschnittswachstum der vergangenen Dekade von knapp 11% zulegen, wäre erst im Jahr 2032 das heutige Niveau der osteuropäischen EU-Länder erreicht. Vor dem Hintergrund der aktuellen innen- wie außenpolitischen Entwicklungen ist diese Annahme aber mit einem großen Fragezeichen zu versehen. Der insbesondere seit dem vereitelten Putschversuch im Juli 2016 eingeschlagene repressive Kurs der Regierung Erdogans könnte die Errungenschaften der Vergangenheit gefährden. Gerade für die türkische Wirtschaft, die stark vom Zustrom ausländischen Kapitals abhängt, ist das Vertrauen internationaler Investoren in einen funktionierenden Rechtsstaat mit unabhängigen Institutionen essentiell.

In der Ukraine erholte sich die Vermögensentwicklung im letzten Jahr etwas: Das Brutto-Geldvermögen verzeichnete nach drei verlustreichen Jahren wieder einen leichten Zuwachs von schätzungsweise 1,4%. Nach Abzug der Inflationsrate von 14,5% mussten die Haushalte aber auch im letzte Jahr real Vermögensverluste hinnehmen. Das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf belief sich Ende 2017 auf nur EUR 530, das niedrigste unter den analysierten Ländern.

Die Haushalte Kasachstans und Serbiens haben im Mittel lediglich etwa EUR 730 bzw. EUR 800 pro Kopf zur Verfügung. Wie in der Türkei machen Bankeinlagen den Großteil des Geldvermögens aus, wobei auch dort die Haushalte sichere Fremdwährungen bevorzugen. In Kasachstan waren gut die Hälfte der Bankeinlagen in Fremdwährungen notiert. Die serbischen Privathaushalte hielten sogar rund 84% ihrer Spareinlagen in Form von Devisen, vor allem in Euro. Dieser extrem hohe Wert spiegelt nicht nur mangelndes Vertrauen in die eigene Währung wider, sondern dürfte auch ein Indiz für einen hohen (illegalen) Geldumlauf in Fremdwährung in der gesamten Wirtschaft sein, Nährboden für die Schattenwirtschaft. Die Erfassung der tatsächlichen Vermögenssituation ist unter diesen Umständen natürlich sehr schwierig, eine Einschränkung, die sicherlich nicht nur für Serbien gilt.

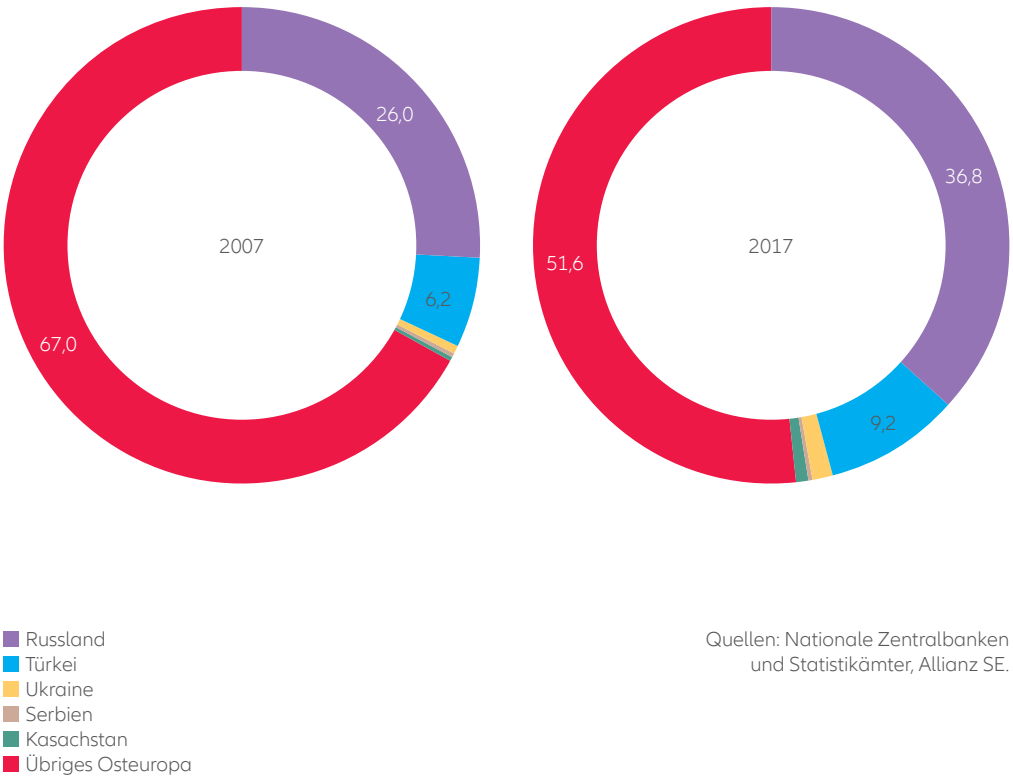
Bei allen fünf Ländern handelt es sich um LWCs und der Sprung in den Kreis der MWCs liegt noch in weiter Ferne. Auch Russland erreichte nur 60% des Schwellenwertes, der für

die Klassifizierung als MWC mindestens notwendig ist. Ende 2017 zählten fast 88% der Bevölkerung oder 259 Millionen Menschen zur im globalen Maßstab unteren Vermögensschicht (Netto-Geldvermögen unter EUR 7.600 pro Kopf) und lediglich 37 Millionen Menschen zur mittleren. Selbst die reichsten 10% der Bevölkerung konnten sich im Durchschnitt nicht zur obersten Vermögensschicht (Netto-Geldvermögen über EUR 45.600 pro Kopf) rechnen. Dies kann als Indiz dafür gelten, dass sich die großen Vermögen in Russland nur auf wenige Schultern verteilen. Darüber hinaus machen es die teilweise massiven Währungsverluste in diesen Ländern umso schwieriger, die in Euro berechneten Schwellenwerte zu überschreiten.

Gegenüber den osteuropäischen EU-Mitgliedern konnten die Haushalte Kasachstans, Russlands, Serbiens, der Türkei und der Ukraine jedoch aufholen: Ihr Anteil am Netto-Geldvermögen der gesamten Region Osteuropa kletterte seit Ende 2007 um gut 15 Prozentpunkte auf rund 48%.

... aber sie holen auf

Anteil der Nicht-EU-Länder am Netto-Geldvermögen der gesamten Region Osteuropa 2007 und 2017, in %



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

LIPPO

ASIEN

Bevölkerung

In den untersuchten Ländern	3.286 Mio.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion	86,5%
Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung	44,6%

BIP

In den untersuchten Ländern	EUR 20.699 Mrd.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion	94,4%
Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP	30,1%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 48.848 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 14.670 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	29,0%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 10.809 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 3.250 pro Kopf
In % des BIP	52,2%

Erfolgsgeschichte mit Schattenseiten

Das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte in Asien wuchs im Jahr 2017 um 9,7% und summierte sich auf umgerechnet EUR 48,8 Bill., lediglich in Nordamerika war es mit EUR 72,3 Bill. höher. Damit verfügten die 3,3 Mrd. Einwohner der zehn von uns berücksichtigen asiatischen Länder[12] über ein knappes Drittel des globalen Geldvermögens. Allerdings wuchsen die Kredite der privaten Haushalte im gleichen Zeitraum um 12,1% und damit noch deutlich kräftiger als ihr Brutto-Geldvermögen, so dass auch die Verbindlichkeiten mit EUR 10,8 Bill. Ende 2017 einen neuen Höchststand erreichten.

Das Brutto-Gedvermögen der privaten Haushalte in Asien wuchs stärker als das globale Geldvermögen

Wie in den Vorjahren stieg das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte in Asien stärker als das globale Geldvermögen: Während es sich in der Region um 9,7% erhöhte, wuchs das weltweite Brutto-Geldvermögen um 7,7% - würde man Asien herausrechnen, läge die globale Wachstumsrate sogar „nur" bei 7,0%.

Allerdings gab es deutliche Unterschiede in Hinblick auf die Wachstumsdynamik in den einzelnen Ländern, die sich grob in drei Gruppen einteilen lassen: Zur ersten Gruppe zählen die drei bevölkerungsreichsten Länder in Asien China[13], Indien und Indonesien; hier lagen die Wachstumsraten mit 14,0% in China, 11,5% in Indien und 10,9% in Indonesien nicht nur über dem globalen, sondern auch deutlich über dem regionalen Durchschnitt. Die zweite Ländergruppe bilden Singapur, Malaysia und Südkorea, wo die Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte mit 8,9%, 8,6% und 8,2% zwar jeweils langsamer wuchsen als das Brutto-Geldvermögen in der Region insgesamt, aber dennoch stärker als das globale Brutto-Geldvermögen. In beiderlei Hinsicht unterdurchschnittlich war die Entwicklung hingegen in der dritten Ländergruppe: In Taiwan

12 Die Analyse umfasst das Geldvermögen der privaten Haushalte und Nicht-Profit-Organisationen in China, Indien, Indonesien, Israel, Japan, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan und Thailand. In der Folge wird jedoch aus Gründen der Einfachheit nur der Begriff „Geldvermögen der privaten Haushalte" verwendet. Bei der Berechnung des Geldvermögens wurden Wertgegenstände wie Schmuck, Edelmetalle, Edelsteine oder Gemälde nicht berücksichtigt.
13 Die Angaben zu China beruhen auf eigenen Hochrechnungen. Bei Redaktionsschluss lagen noch keine aktuellen Daten der chinesischen Zentralbank vor.

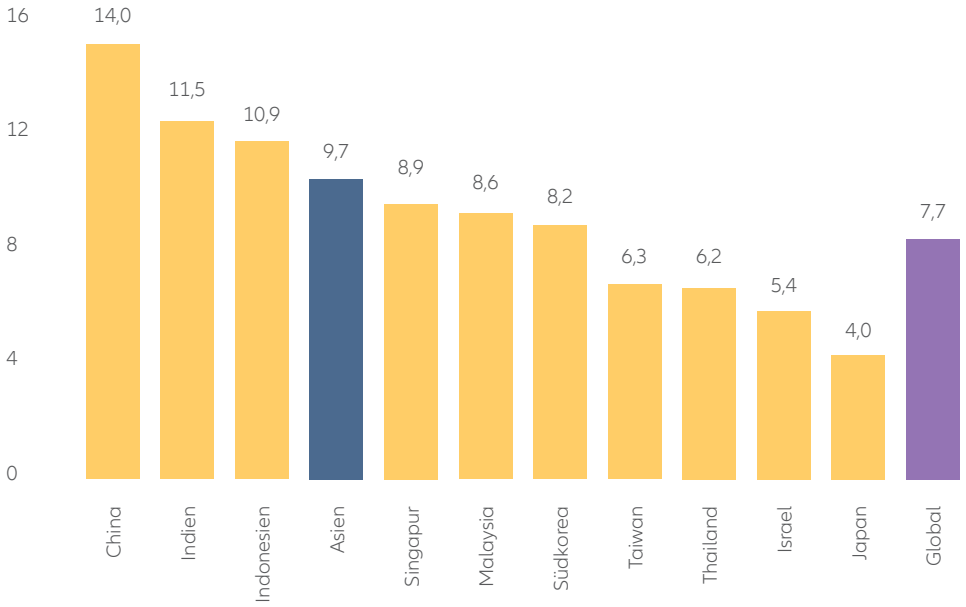
und Thailand belief sich der Zuwachs auf rund 6,0%, in Israel auf 5,4% und die japanischen Haushalte hielten - wie in den Vorjahren so oft - die rote Laterne mit einem Plus von „nur" 4,0%. Wobei Japan damit den zweithöchsten Zuwachs seit der Finanzkrise verzeichnen konnte, lediglich 2013 war das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte, mit 5,8%, stärker gewachsen.

80% des Brutto-Geldvermögens konzentrieren sich in China und Japan

Das Geldvermögen in der Region ist allerdings nach wie vor ungleich verteilt: 80% des Brutto-Geldvermögens konzentrierten sich in zwei der zehn betrachteten Länder: China und Japan. Ende 2017 besaßen die chinesischen Haushalte rund die Hälfte des gesamten Brutto-Geldvermögens in Asien, die japanischen Haushalte steuerten mit EUR 14,3 Bill.

Das Geldvermögen der privaten Haushalte Asiens wuchs stärker als das Globale Geldvermögen

Veränderungsraten des Brutto-Geldvermögens 2017, in %



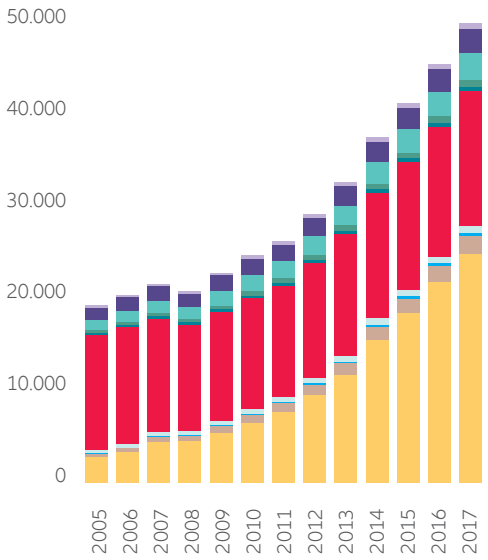
Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistische Ämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

ein knappes Drittel dazu bei. Vor zehn Jahren waren die Rollen der beiden Länder noch umgekehrt verteilt: In Japan befanden sich rund 60% des gesamten Brutto-Geldvermögens, während die Haushalte Chinas lediglich 20% davon hielten.

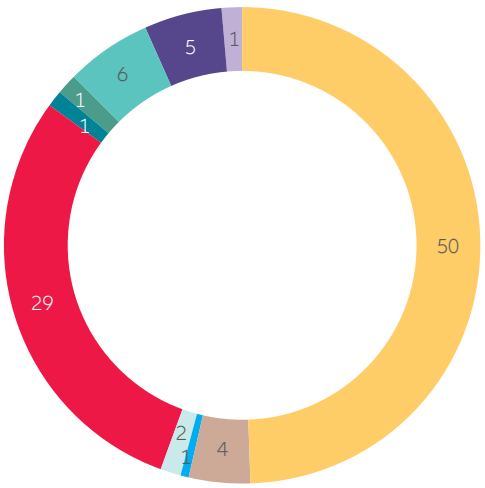
Weitaus geringer war der Anteil der privaten Haushalte Indiens, dem nach China mit 1,3 Mrd. Einwohnern zweitbevölkerungsreichsten Land der Erde: Zwar hat sich ihr Geldvermögen zwischen 2007 und 2017 nahezu vervierfacht, mit umgerechnet EUR 1,9 Bill. trugen sie im vergangenen Jahr aber lediglich 4,0% zum gesamten Brutto-Geldvermögen in der Region bei. Damit bildete Indien zusammen mit Südkorea und Taiwan das Mittelfeld. In Südkorea addierten sich die Geldvermögen der privaten Haushalte auf EUR 2,9 Bill. und in Taiwan auf EUR 2,6 Bill., was regionalen Anteilen von 5,8% und 5,3% entsprach. In den übrigen fünf Ländern lag das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte noch deutlich unterhalb der 1-Billion-Euro-Marke: In Israel belief es sich Ende 2017 auf umgerechnet EUR 725 Mrd., im Stadtstaat Singapur auf EUR 719 Mrd., in Thailand auf EUR 607 Mrd., in Malaysia auf EUR 499 Mrd. und in Indonesien auf EUR 306 Mrd. Die Anteile dieser fünf Länder

80% des Brutto-Geldvermögens der privaten Haushalte Asiens kommen aus China und Japan

Brutto-Geldvermögen, in Mrd. Euro



Brutto-Geldvermögen 2017 nach Ländern, in %



China
Indien
Indonesien
Israel
Japan
Malaysia
Singapur
Südkorea
Taiwan
Thailand

Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistische Ämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

am gesamten Geldvermögen in Asien lagen damit zwischen 1,5% und 0,6% und summierten sich auf 5,9%.

In keiner Region sind die Unterschiede beim Brutto-Geldvermögen pro Kopf größer als in Asien

Angesichts der zum Teil großen Unterschiede zwischen den Ländern in der Region hinsichtlich ihres wirtschaftlichen Entwicklungsstands und der Bevölkerungsgröße, ist der Vergleich des absoluten Brutto-Geldvermögens der privaten Haushalte in den einzelnen Ländern allerdings nur bedingt aussagekräftig. Setzt man das vorhandene Geldvermögen in Asien und den einzelnen Ländern z.B. in Relation zur jeweiligen Bevölkerungszahl und legt als Vergleichsmaßstab das Brutto-Geldvermögen pro Kopf zugrunde, ergibt sich sowohl im internationalen als auch im intra-regionalen Vergleich ein anderes Bild.

Im internationalen Vergleich belegt Asien hier nur einen Platz im Mittelfeld: Rein rechnerisch verfügte jeder der 3,3 Mrd. Bewohner der Region Ende 2017 über ein durchschnittliches Brutto-Geldvermögen von EUR 14.670. Dieser Wert lag zwar deutlich über dem Durchschnittswert in Lateinamerika (EUR 7.720) und Osteuropa (EUR 6.490), allerdings auch deutlich unter dem in Nordamerika (EUR 200.280), Ozeanien (EUR 130.470), Westeuropa (EUR 87.240) und dem globalen Durchschnitt von EUR 33.160.

Maßgeblich für diesen im internationalen Vergleich unterdurchschnittlichen Wert ist die Höhe der Brutto-Geldvermögen pro Kopf in den beiden mit 1,4 Mrd. und 1,3 Mrd. Einwohnern bevölkerungsreichsten Ländern Asiens und weltweit, China und Indien: In China belief sich das Brutto-Geldvermögen pro Kopf Ende 2017 auf umgerechnet EUR 17.220. Es war damit zwar nur etwa halb so hoch wie der globale Durchschnittswert, lag aber immerhin über dem regionalen Mittelwert von EUR 14.670. In Indien hingegen summierte sich das Brutto-Geldvermögen pro Kopf mit EUR 1.460 auf gerade einmal ein Zehntel dieses regionalen Durchschnittsbetrags. Niedriger war es nur noch in Indonesien, dem mit einer Bevölkerung von 246 Mio. gemessen an der Einwohnerzahl drittgrößten Land in Asien und hinter den USA viertgrößten weltweit:[14] Hier betrug das Brutto-Geldvermögen pro Kopf nur EUR 1.160. Deutlich unter dem internationalen Durchschnittswert lag es auch in Malaysia, wo das Brutto-Geldvermögen pro Kopf mit umgerechnet EUR 15.770 ebenso wie in China über dem regionalen Durchschnitt lag, und Thailand, wo jeder Einwohner rechnerisch EUR 8.790 besaß.

In den anderen fünf Ländern lag das Brutto-Geldvermögen pro Kopf nicht nur über dem regionalen und globalen Durchschnitt, die Länder waren auch im internationalen Vergleich auf den vorderen Plätzen zu finden. In Singapur war das Brutto-Geldvermögen pro

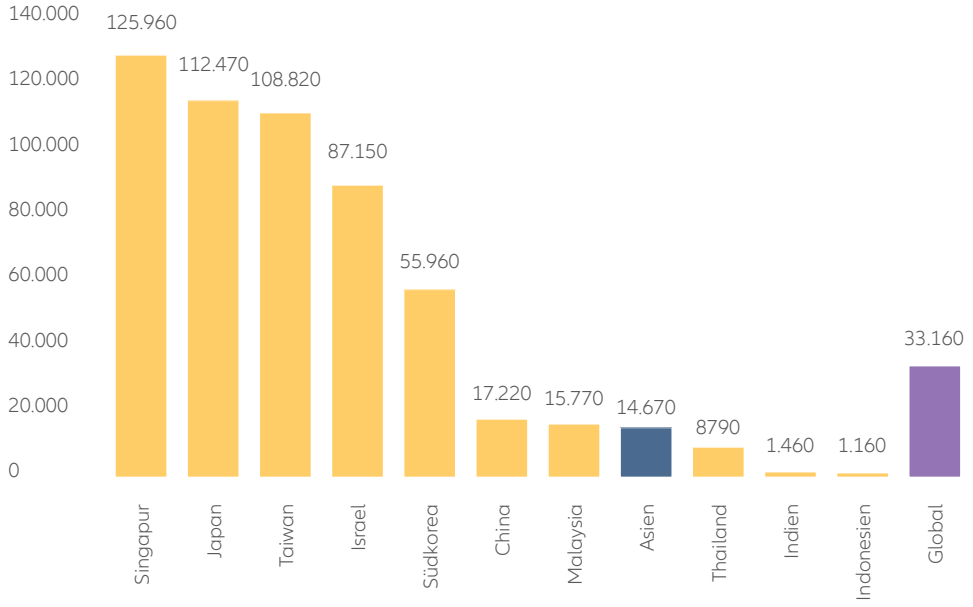
14 Vgl. UN Population Division, World Population Prospects, The 2017 Revision.

Kopf 108-mal so hoch wie im benachbarten Indonesien: Jeder der 5,7 Mio. Einwohner des Stadtstaats verfügte rechnerisch über EUR 125.960. Singapur war damit gemessen am Brutto-Geldvermögen seiner Einwohner pro Kopf nicht nur das vermögendste Land in Asien, sondern zählte auch zu den zehn reichsten Ländern der Welt, Indonesien und Indien hingegen zu den ärmsten. In keiner anderen Weltregion war das Gefälle zwischen reichstem und ärmsten Land größer als in Asien.

Auch in Japan und Taiwan lagen die Brutto-Geldvermögen mit umgerechnet EUR 112.470 bzw. EUR 108.820 über der EUR 100.000-Marke, womit die beiden Länder ebenso wie Israel, dessen Einwohner im Schnitt über ein Vermögen in Höhe von EUR 87.150 verfügten, zu den 20 reichsten Ländern dieser Welt zählten. Südkorea, wo der Wert mit EUR 55.960 weniger als halb so hoch wie in Singapur war, komplettierte die obere Hälfte der Rangliste und belegte im internationalen Vergleich Platz 22.

Asiens Brutto-Geldvermögen pro Kopf unter globalem Durchschnitt - Singapur in Top Ten

Brutto-Geldvermögen pro Kopf 2017, in Euro



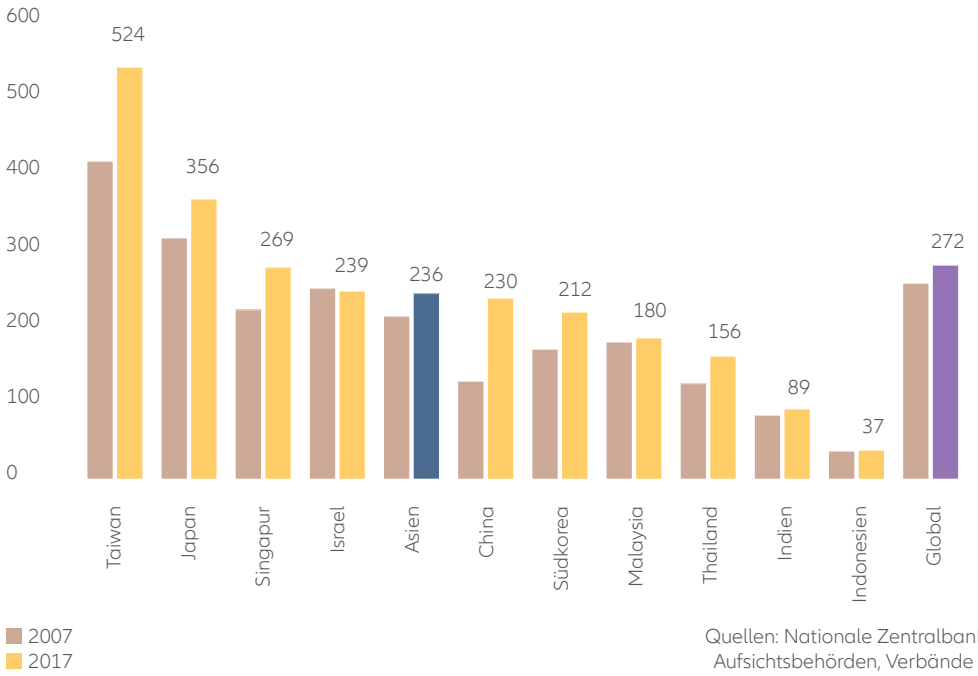
Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistische Ämter, UN Population Division, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

Brutto-Geldvermögen pro Kopf spiegelt wirtschaftlichen Entwicklungsstand wider – Vermögensquote unter globalem Durchschnitt

Die Höhe des Brutto-Geldvermögens pro Kopf spiegelt den wirtschaftlichen Entwicklungsstand sowie den Zugang breiter Bevölkerungsschichten zu Finanzdienstleistungen wider. Je höher das BIP pro Kopf, desto höher ist in der Regel auch das Geldvermögen pro Kopf. Zieht man daher die Vermögensquoten, d.h. die Relation von Brutto-Geldvermögen zu jeweiligem BIP, als Vergleichsmaßstab heran, fallen zwei Dinge auf: Zum einen, dass die Geldvermögen der privaten Haushalte in allen Ländern Asiens – mit Ausnahme Israels – seit 2007 trotz Finanzkrise stärker gewachsen sind als das BIP. Zum anderen, dass die Vermögensquoten der Länder dichter zusammenliegen als die Brutto-Geldvermögen pro

Seit 2007 wuchs das Brutto-Geldvermögen in (fast) allen Ländern rascher als das BIP

Brutto-Geldvermögensquoten 2007 und 2017, in % des BIP



Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistische Ämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

Kopf: Die Vermögensquote des Spitzenreiters ist „nur" 37-mal und nicht 108-mal so hoch wie die des Schlusslichts.

Im internationalen Vergleich hinkt die Region als Ganzes allerdings auch hier nach wie vor hinterher: Das Brutto-Geldvermögen belief sich Ende 2017 auf 236% des von den zehn Ländern erwirtschafteten BIPs und lag damit unterhalb des weltweiten Durchschnitts von 272%. Lediglich in Taiwan und Japan lagen die Vermögensquoten mit 524% bzw. 356% deutlich darüber. Singapur konnte den Abstand zum globalen Durchschnitt in den letzten zehn Jahren zwar deutlich verringern – 2007 betrug er noch 33 Prozentpunkte – trotz des hohen Pro-Kopf-Vermögens lag die Vermögensquote mit 269% jedoch nach wie vor, wenn auch knapp, darunter. Damit führte der Stadtstaat gleichzeitig das Mittelfeld an, wozu außerdem Israel, China und Südkorea zu zählen sind. In Israel und China lagen die Vermögensquoten mit 239% und 230% dicht beim regionalen Mittelwert, in Südkorea, wo die Asienkrise Ende der 1990er Jahre tiefe Spuren im Finanzvermögen der privaten Haushalte hinterlassen hat, erreichte sie 212%.

In den übrigen Ländern lag die Vermögensquote zum Teil noch deutlich unter der 200%-Marke. In Malaysia, wo die Vermögensquote vor zehn Jahren noch deutlich höher als in Südkorea und China gewesen war, summierte sich das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte auf 180% des BIPs und in Thailand auf 156%. Mit großem Abstand folgten Indien und Indonesien, wo nach wie vor Nachholbedarf beim Zugang breiter Bevölkerungsschichten zu Finanzdienstleistungen und Geldvermögensaufbau besteht; während die Vermögensquote in Indien in den letzten zehn Jahren von 81% auf 89% gestiegen ist, lag sie in Indonesien auch Ende 2017 noch unter 40%.

Aufbau und Diversifizierung des Geldvermögens hängt von Zugang zu Finanzdienstleistungen ab

Eine Erklärung für die niedrige Vermögensquote in Indonesien dürfte sein, dass laut Weltbank[15] Ende 2017 lediglich 49,5% der indonesischen Bevölkerung im Alter 25 und älter über ein Bankkonto und damit einen Zugang zu formalen Finanzdienstleistungen verfügten. Nichtsdestotrotz spiegelt sich darin der Erfolg der von der Regierung forcierten Aufklärungskampagne zur Verbesserung der allgemeinen finanziellen Bildung in der Bevölkerung wider;[16] 2011 hatte der Verbreitungsgrad bei nur 21,3% gelegen.

Erfolg hatte auch die indische Regierung mit ihrem 2014 gestarteten Jan Dhan Yojana Pro-

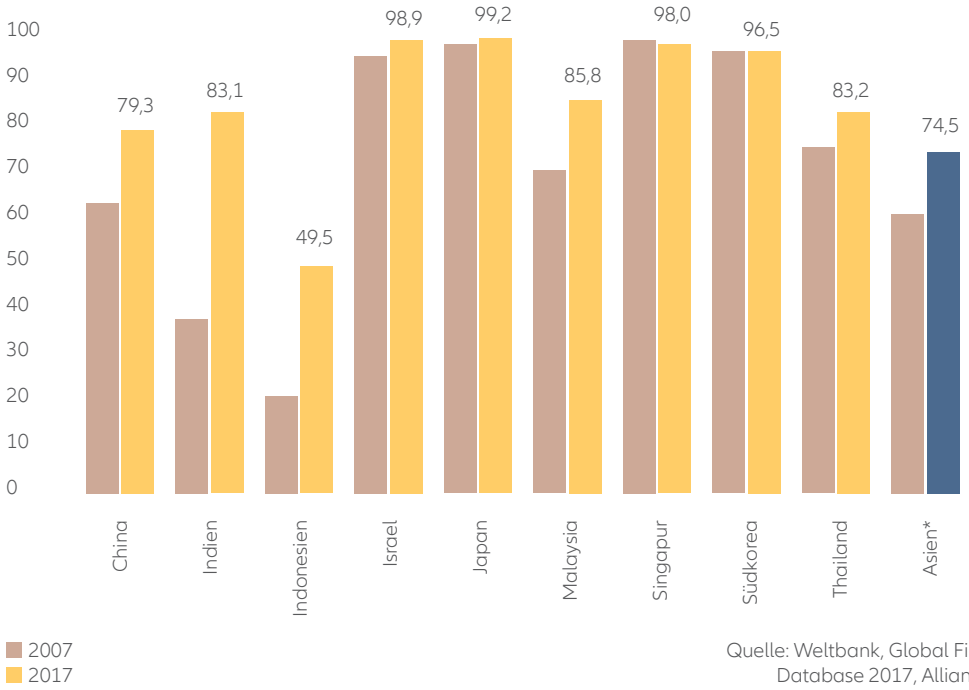
15 Vgl. Demirgüc-Kunt, Asli et al. (2018): The Global Findex Database 2017.
16 Vgl. OJK (2017): National Strategy on Indonesian Financial Literacy.

gramm. Ziel ist, dass langfristig jeder indische Haushalt über ein Bankkonto verfügt. Um zusätzliche Anreize für die Eröffnung eines Kontos zu schaffen, werden im Rahmen des Programms bei Kontoeröffnung Sonderkonditionen, wie eine Risikolebens- und eine Unfallversicherung, Guthabenzinsen, der Verzicht auf ein Mindestguthaben, die direkte Auszahlung von Sozialleistungen auf das Konto und die Einräumung eines Überziehungskredits nach sechs Monaten – vorzugsweise an den weiblichen Haushaltsvorstand – gewährt.[17] Zusätzlich begünstigt wurde das Programm durch die Einführung der neuen nationalen Identifikationsnummer seit 2016. Dadurch verfügten im Jahr 2017 bereits 83,1% der indischen Bevölkerung über ein Bankkonto, 2011 waren es gerade einmal 38,0%.

Genauso hoch wie in Indien ist der Verbreitungsgrad in Thailand, 83,2% der Bevölkerung hatten 2017 ein Konto bei einer Bank[18]. China hinkt in dieser Hinsicht zwar etwas hinterher, „nur" 79,3% der befragten Bevölkerung gaben an, ein Bankkonto zu besitzen, aber auch

Zugang zu Finanzdienstleistungen

Anteil der Bevölkerung im Alter 25 und älter, der ein Bankkonto besitzt, in %



Quelle: Weltbank, Global Findex Database 2017, Allianz SE.

17 Vgl. www.pmjdy.gov.in/scheme. Pradhan Mantri Jan Dhan Yojana (PMJDY).
18 Allerdings kann der Anteil der Bevölkerung, die tatsächlich Zugang zu Finanzdienstleistungen haben, davon abweichen. So gaben z.B. 2016 laut einer Umfrage der Bank of Thailand 97,3% der Haushalte in Thailand an, Zugang zu Finanzdienstleistungen zu haben, von denen 86,3% diesen Service nutzten, während 11,0% davon bewusst keinen Gebrauch machten. Geschäftsbanken und Specialized Financial Institutions (SFIs) waren dabei die wichtigsten Finanzdienstleister und wurden neben ATMs auch am meisten genutzt, wobei sich Nicht-Banken und Anbieter elektronischer Zahlungssysteme wachsender Beliebtheit erfreuen. Der Markanteil von Dienstleistern aus dem informellen Sektor ist – wunschgemäß – hingegen weiter gesunken. 94,2% der Haushalte gaben an, Bank- bzw. Spareinlagen zu besitzen, wobei diejenigen, die keine Spareinlagen bei Banken hatten i.d.R. den Rückgang des verfügbaren Einkommens als Grund dafür anführten. Vgl. Bank of Thailand (2017): Financial Access Survey of Thai Households 2016.

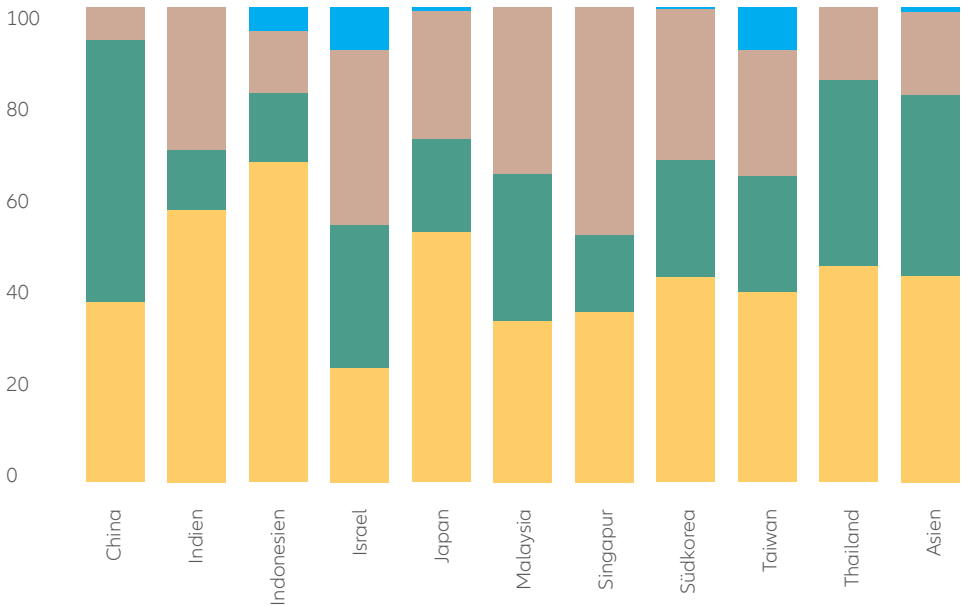
hier ist eine beachtliche Entwicklung[19] zu verzeichnen: 2011 konnten das nur 63,3% von sich behaupten. In Malaysia stieg die Quote von 70,5% auf 85,8%. In fast allen übrigen Ländern nahm die Verbreitung ebenfalls weiter zu und lag Ende 2017 nahe bei 100%. Einzige Ausnahme war Singapur, wo den Angaben zufolge nicht mehr 99% wie 2011, sondern „nur noch" 98% der Bevölkerung über ein Bankkonto verfügten.

Bankeinlagen nach wie vor beliebteste Anlageklasse

Bankeinlagen waren auch 2017 die beliebteste Anlageform in Asien. Ende 2017 hielten die privaten Haushalte insgesamt 43% und damit nach wie vor den Großteil ihres Geldvermögens in Form von Bankguthaben. An zweiter Stelle folgten Wertpapiere mit 38% und an dritter Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds, die rund 17%

Diversifizierung des Geldvermögens spiegelt Entwicklungsstand des Finanzsystems wider

Brutto-Geldvermögen nach Anlageklassen 2017, in %



Bankeinlagen
Wertpapiere
Versicherungen und Pensionen
Sonstige Forderungen

Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistische Ämter, Allianz SE.

19 Vgl. World Bank Group und The People's Bank of China (2018): Toward Universal Financial Inclusion in China. Models, Challenges, and Global Lessons.

des Finanzvermögens ausmachten. Der Zugang zu Finanzdienstleistungen und der Entwicklungsstand des Finanzsystems sind dabei ausschlaggebend für die Diversifizierung des Geldvermögens der privaten Haushalte. Weitere Faktoren sind die Altersstruktur der Bevölkerung sowie die Ausgestaltung des Rentensystems: Je höher der Altersquotient und geringer das Rentenniveau des staatlichen Rentensystems, desto höher der Bedarf an kapitalgedeckter betrieblicher und privater Altersvorsorge.

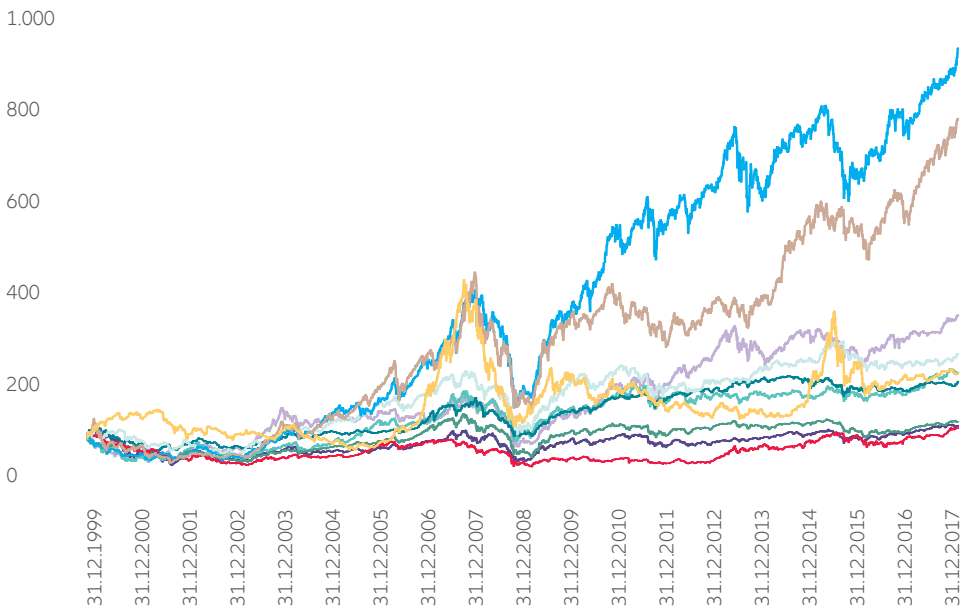
Am höchsten war der Anteil der Bankeinlagen am Geldvermögen in Indonesien, was der Tatsache geschuldet ist, dass ein Großteil der Bevölkerung nach wie vor keinen oder nur eingeschränkt Zugang zu Finanzdienstleistungen hat. Auch in Indien, wo inzwischen über 83% der Bevölkerung ein Bankkonto besitzen und die Banken in den letzten Jahren ihr Produktangebot und ihre Erreichbarkeit deutlich verbessert haben, lag der Anteil der Bankeinlagen am Gesamtportfolio nach wie vor deutlich über 50%, gefolgt von Ansprüchen gegenüber Lebensversicherungen und - zu einem geringeren Teil - Pensionsfonds, die rund ein Drittel des Geldvermögens ausmachten. Nicht in dieses Erklärungsmuster passt Japan, wo der Anteil der Bankeinlagen mit über 50% traditionell ebenfalls hoch ist, allerdings mit leicht rückläufiger Tendenz. Dank der positiven Entwicklung des Nikkei in den vergangenen Jahren wurde die Wertpapieranlage wieder etwas attraktiver, so dass die japanischen Haushalte Ende 2017 erstmals seit 2006 wieder rund 20% ihres Geldvermögens in Aktien angelegt hatten. In Thailand (45,4%), Südkorea (43,1%) und Taiwan (39,9%) lag der Anteil zwar unter 50%, aber Bankeinlagen waren hier ebenfalls die beliebteste Anlageklasse der privaten Haushalte.

Den höchsten Wertpapieranteil in ihrem Portfolio hatten die privaten Haushalte Chinas, da sie in den vergangenen Jahren vor allem ihre Bankeinlagen vermehrt in höherrentierliche wertpapierbasierte Produkte umgeschichtet haben, die allerdings häufig auch von Banken angebotenen werden. Am wenigsten wertpapieraffin waren die privaten Haushalte in Indien und Indonesien. In Indien hielten sie lediglich 12,6% ihres Geldvermögens (direkt) in

Form von Wertpapieranlagen, in Indonesien lag der Anteil bei rund 15%. Damit profitierten die privaten Haushalte in den beiden Ländern nur begrenzt von der dynamischen Börsenentwicklung vor Ort. Denn der Leitindex der Börse von Indonesien ist seit der Jahrtausendwende um mehr als 800% und der in Indien um mehr als 600% gestiegen. In den übrigen Ländern war die Entwicklung etwas verhaltener: In Thailand kletterte der Leitindex im selben Zeitraum um mehr als 250% nach oben. In Südkorea, China und Malaysia betrug der Zuwachs immerhin noch etwas mehr als 100%. Deutlich niedriger waren die Zuwachsraten in Japan mit einem Plus von 20%, Taiwan (25%) und Singapur (34%), was die Zurückhaltung der privaten Haushalte in diesen Ländern bei dieser Anlageklasse erklärt.

Anleger in asiatischen Schwellenländern profitieren von Börsenanstieg

Leitindizes (31.12.1999 = 100)



- China – SSE A Share
- Indien – NIFTY 500
- Indonesien – IDX Composite
- Israel – TA 100
- Japan – Nikkei 225
- Malaysia – FTSE
- Singapur – Straits Times
- Südkorea – KOSPI
- Taiwan – TAIEX
- Thailand – Bangkok SET

Quellen: Thomson Reuters, Allianz SE.

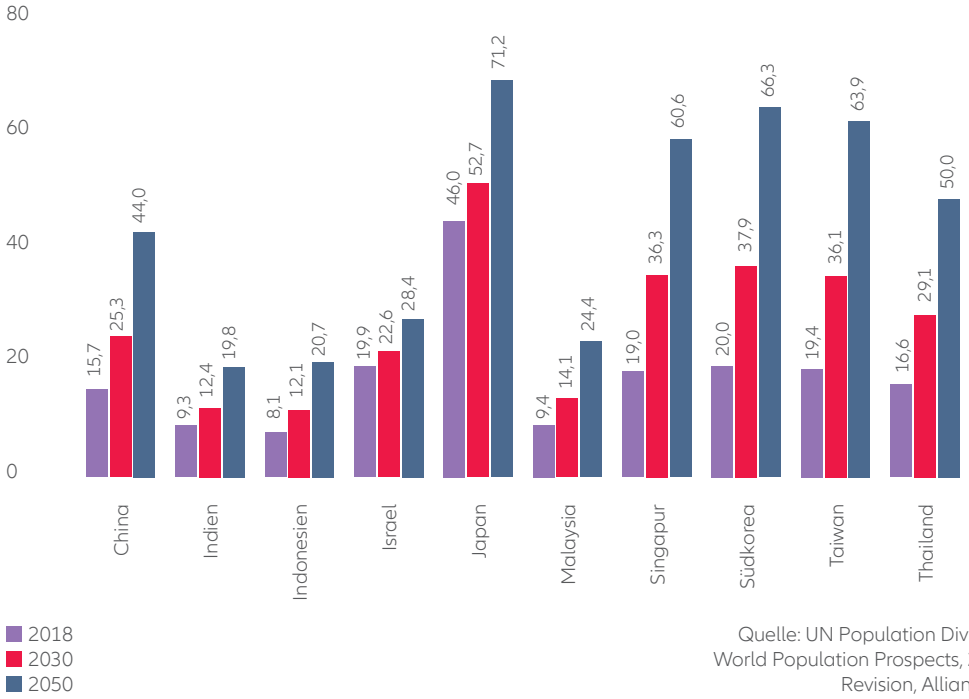
Altersvorsorge gewinnt an Bedeutung

Den höchsten Anteil von Ansprüchen gegenüber Lebensversicherungen und Pensionsfonds hatten die privaten Haushalte Singapurs in ihrem Portfolio; der Anteil dieser Anlageklasse am Gesamtvermögen belief sich Ende 2017 auf 48,0% ihres Geldvermögens. Treibende Kraft dahinter ist der rapide demographische Wandel, der dem Stadtstaat in den kommenden Jahrzehnten bevorsteht: Neben Südkorea und Taiwan gehört Singapur zu den am raschesten alternden Ländern in Asien – in allen drei Ländern wird der Altersquotient, d.h. die Relation von Personen im Rentenalter zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, bis Mitte des Jahrhunderts von heute 20% auf über 60% ansteigen.

Auch in den übrigen Ländern dürfte sich der Altersquotient in dem Zeitraum nahezu verdreifachen, allerdings ausgehend von einem niedrigeren Niveau. In Thailand dürfte 2050 ein Rentner auf zwei Personen im erwerbs-

Die sich beschleunigende Alterung erfordert stärkere Sparanstrengungen

Altersquotient, in %



Quelle: UN Population Division, World Population Prospects, 2017 Revision, Allianz SE.

fähigen Alter kommen, gegenwärtig liegt der Altersquotient bei 16,6%. Bedenklich ist in diesem Zusammenhang, dass laut einer aktuellen Umfrage der Bank of Thailand der Anteil der Haushalte, die planten für das Alter zu sparen oder dies bereits taten von 59% im Jahr 2013 auf 44% im Jahr 2016 zurückgegangen ist. In China erwartet die UN in ihrer aktuellen Vorausschätzung ein Anstieg des Altersquotienten von 15,7% auf 44,0 %. Inwieweit die von der chinesischen Regierung gesetzten Anreize, wieder mehr Kinder zu bekommen, ihre Wirkung zeigen und damit steigende Geburtenzahlen die künftige Alterung der Bevölkerung dämpfen werden, bleibt abzuwarten.

Malaysia (9,4%), Indien (9,3%) und Indonesien (8,1%) zählen gegenwärtig aufgrund ihrer niedrigen Altersquotienten noch zu den jungen Gesellschaften. Rückläufige Geburtenraten und eine steigende Lebenserwartung dürften in Malaysia aber dazu führen, dass Mitte des Jahrhunderts rund 24 Personen im Alter 65 und älter auf 100 Personen im Alter zwischen 15 und 64 Jahren kommen werden. Dies erklärt, warum die Regierung Malaysias großen Wert auf die Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge legt. Gegenwärtig machen Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds 35,3% des Portfolios der privaten Haushalte in Malaysia aus, die damit auch die ausgewogenste Anlagestruktur in der Region auswiesen: Sie haben ihr Geldvermögen zu nahezu gleichen Teilen bei Banken (33,9%), Lebensversicherungen und Pensionsfonds (35,3%) sowie in Wertpapieren (30,8%) angelegt. In Indien dürfte der Altersquotient im Jahr 2050 bei 19% und in Indonesien bei 21% liegen. Dies gilt jedoch nur unter der Voraussetzung, dass das Rentenalter in allen Ländern langfristig bei 65 Jahren liegen wird.

Weniger stark dürfte der Anstieg in Israel und Japan ausfallen: Dank Zuwanderung und einer Geburtenrate, die gegenwärtig bei 2,9 Kindern pro Frau liegt und von der die UN annimmt, dass sie bis 2050 auf 2,5 Kinder zurückgeht, dürfte sich der Altersquotient in Israel im internationalen Vergleich nur moderat von 19,9% auf 28,4% erhöhen. In Japan hingegen, wo bereits heute 46 Personen im Rentenalter auf 100 Personen im erwerbsfähigen Alter kommen, dürfte der Altersquotient im Jahr 2050 bei 71,2% liegen.

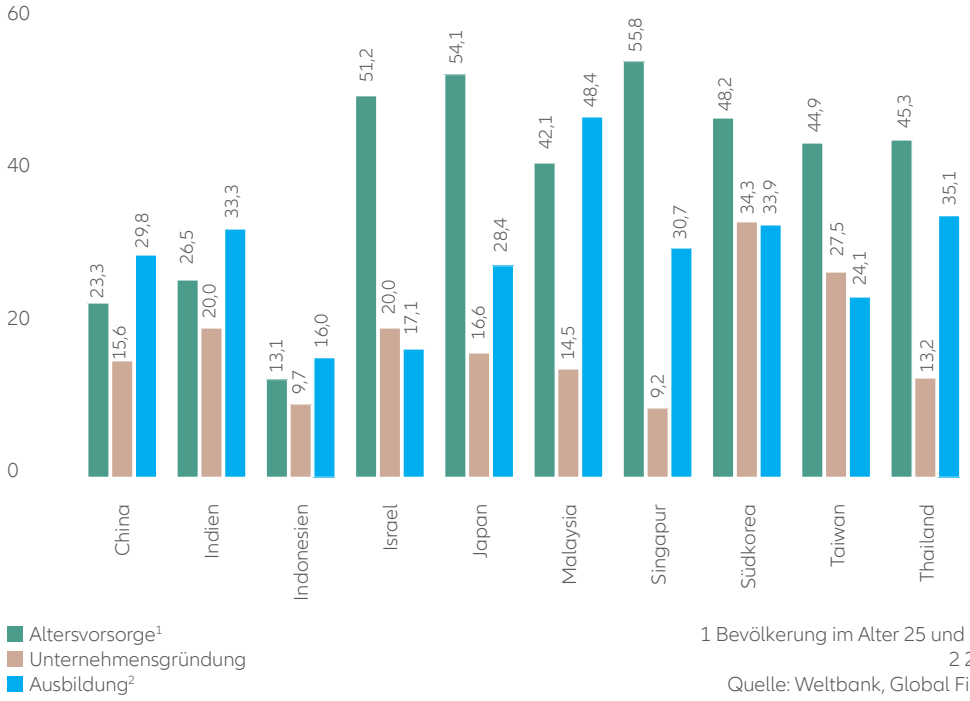
Im Hinblick auf die vorhergesagte demographische Entwicklung ist es kaum verwunderlich, dass die Mehrzahl der Sparer in den Ländern mit den höchsten zu erwartenden Altersquotienten, Japan, Singapur, Südkorea, Taiwan und Thailand, gefragt nach ihrem Sparmotiv am häufigsten Altersvorsorge angaben. In China, Indonesien, Indien und Malaysia war hingegen die Ausbildung der Kinder das am häufigsten genannte Motiv.

Die Verbindlichkeiten wuchsen stärker als das Brutto-Geldvermögen

Angesichts der zunehmenden Alterung der Gesellschaft stellt sich die Frage, ob es den Haushalten gelingen wird, in ausreichendem Maße vorzusorgen, um auch im Rentenalter den gewohnten Lebensstandard zumindest aufrechterhalten zu können. Vor diesem Hintergrund ist es bedenklich, dass die Verschuldung der asiatischen Haushalte insgesamt in

Altersvorsorge in den meisten Ländern wichtigstes Sparmotiv

Sparmotive, genannt von x% der Bevölkerung



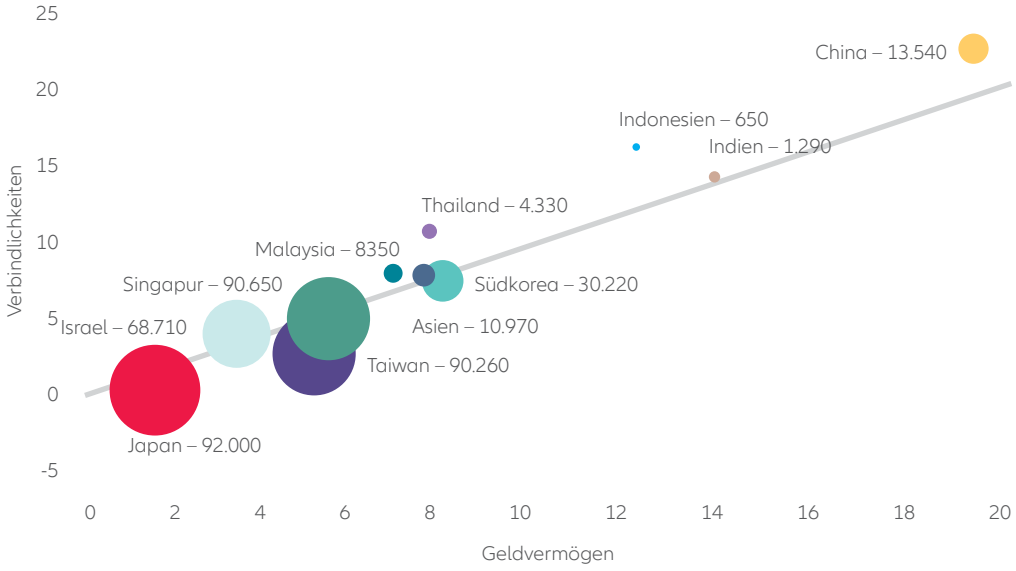
1 Bevölkerung im Alter 25 und älter,
2 2014.
Quelle: Weltbank, Global Findex Database 2017, Allianz SE.

den letzten zehn Jahren im Schnitt um 9,0% pro Jahr gestiegen ist, ihr Geldvermögen jedoch nur um 8,5%. Allerdings gibt es auf Länderebene deutliche Unterschiede. So ist der rasche Anstieg der Verbindlichkeiten nicht zuletzt dem Nachholbedarf in den Schwellenländern der Region geschuldet und der Tatsache, dass viele Haushalte in diesen Ländern lange Zeit keinen Zugang zu formalen Bankkrediten hatten. So wuchsen in China, Indien, Indonesien, Malaysia und Thailand die Verbindlichkeiten zum Teil deutlich stärker als das Brutto-Geldvermögen, während in Japan, Singapur, Südkorea und Taiwan die Entwicklung umgekehrt verlief; hier lagen die Vermögenszuwächse über denen der Verschuldung.

Am dynamischsten verlief die Entwicklung in China: Während das Brutto-Geldvermögen pro Kopf seit 2007 im Schnitt um rund 20% pro Jahr gestiegen ist, wuchsen die Verbindlichkeiten um 23%, gefolgt von Indien und Indonesien, wo die Wachstumsraten ebenfalls im

Die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte wuchsen seit 2007 etwas stärker als ihr Guthaben

Durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Brutto-Geldvermögen und Verbindlichkeiten pro Kopf* 2007-2017, in %



* Die Größe der Blasen entspricht dem jeweiligen Netto-Geldvermögen pro Kopf 2017 in Euro.
Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistische Ämter, UN Population Division, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

zweistelligen Bereich lagen. In den übrigen Ländern lagen die Wachstumsraten deutlich unter 10%. Am unteren Ende der Skala befindet sich Japan, wo die Brutto-Geldvermögen pro Kopf im Schnitt um 1,4% und die Verbindlichkeiten pro Kopf um lediglich 0,8% pro Jahr stiegen.

Damit führte Japan auch 2017 weiterhin die Rangliste der reichsten Länder in Asien mit einem Netto-Geldvermögen pro Kopf von EUR 92.000 an und belegte international betrachtet Platz 6 vor Singapur (EUR 90.650) und Taiwan (EUR 90.260). In der oberen Hälfte befanden sich auch Israel und Südkorea, wenn auch mit deutlichem Abstand: In Israel lag das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf Ende 2017 bei umgerechnet EUR 68.710 und in Südkorea bei EUR 30.220. Die untere Hälfte wurde von China angeführt mit einem Netto-Geldvermögen von durchschnittlich EUR 13.540 pro Kopf. In den übrigen Ländern lag es deutlich unterhalb des regionalen Durchschnitts von EUR 10.970: In Malaysia belief es sich auf EUR 8.350, in Thailand summierte es sich auf lediglich EUR 4.330 und in Indien auf EUR 1.290. Schlusslicht war Indonesien mit einem Netto-Geldvermögen von lediglich EUR 650 pro Kopf.

Drei Viertel der Verbindlichkeiten hielten die Haushalte Chinas und Japans

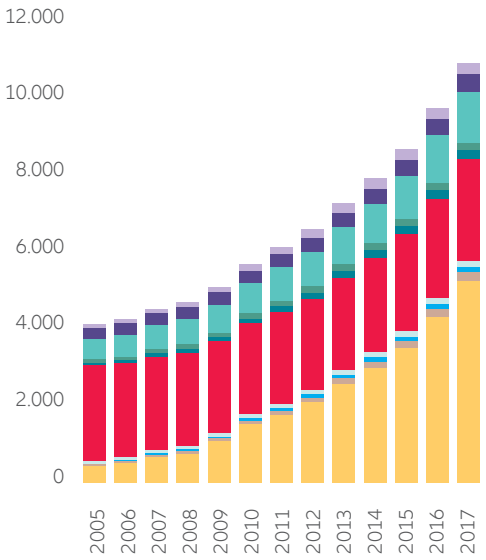
Nahezu identisch mit der regionalen Verteilung des Brutto-Geldvermögens ist hingegen die Konzentration der Verbindlichkeiten, auch hier dominierten China und Japan: Ende 2017 hielten die chinesischen Haushalte 48% der gesamten Kreditsumme von EUR 10,8 Bill., 24% die japanischen und 12% die privaten Haushalte Südkoreas. Der Anteil Taiwans lag bei 4% und die Anteile der anderen Länder beliefen sich auf jeweils rund 2% - mit Ausnahme Indonesiens, dessen Anteil bei lediglich rund 1% lag.

Problematisch sind jedoch nicht die Anteile der einzelnen Länder an der Gesamtverschuldung in der Region, sondern vielmehr die Schuldenquote ihrer privaten Haushalte. In allen Ländern mit Ausnahme Malaysias und Thailands, sind die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte im letzten Jahr weiterhin stärker gestiegen als das BIP. Die höchste Schuldenquote, mit 97,5%, wiesen erneut die Haushalte in Südkorea auf, gefolgt von Taiwan mit 89,4%, Malaysia mit 84,4% und Thailand mit 79,1%. Während in Taiwan die Guthaben der privaten Haushalte jedoch nahezu sechsmal so hoch sind wie ihre Verbindlichkeiten, sind sie in den anderen drei Ländern gerade einmal doppelt so hoch. Angesichts der

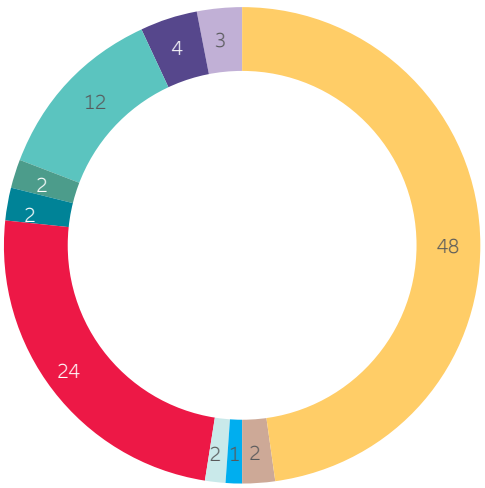
Tatsache, dass die Vermögen und Einkommen in der Regel ungleich verteilt sind, dürften insbesondere die privaten Haushalte in den mittleren und unteren Einkommensschichten Schwierigkeiten haben, ihre Verbindlichkeiten abzubauen. Eine mögliche Zinswende dürfte ihre finanzielle Lage weiter verschärfen. China, Indien und Indonesien befanden sich am unteren Ende der Skala: In China liegt die Schuldenquote inzwischen bei 49,1% und damit um knapp 20 Prozentpunkte höher als noch vor fünf Jahren. In Indien und Indonesien wuchsen die Verbindlichkeiten in den letzten Jahren hingegen nur unwesentlich schneller als das BIP; in Indien lag die Schuldenquote Ende 2017 bei 10,7% und in Indonesien bei 16,2%.

75% der Verbindlichkeiten der privaten Haushalte Asiens entfallen auf China und Japan

Verbindlichkeiten, in Mrd. Euro



Verbindlichkeiten 2017 nach Ländern, in %



China
Indien
Indonesien
Israel
Japan
Malaysia
Singapur
Südkorea
Taiwan
Thailand

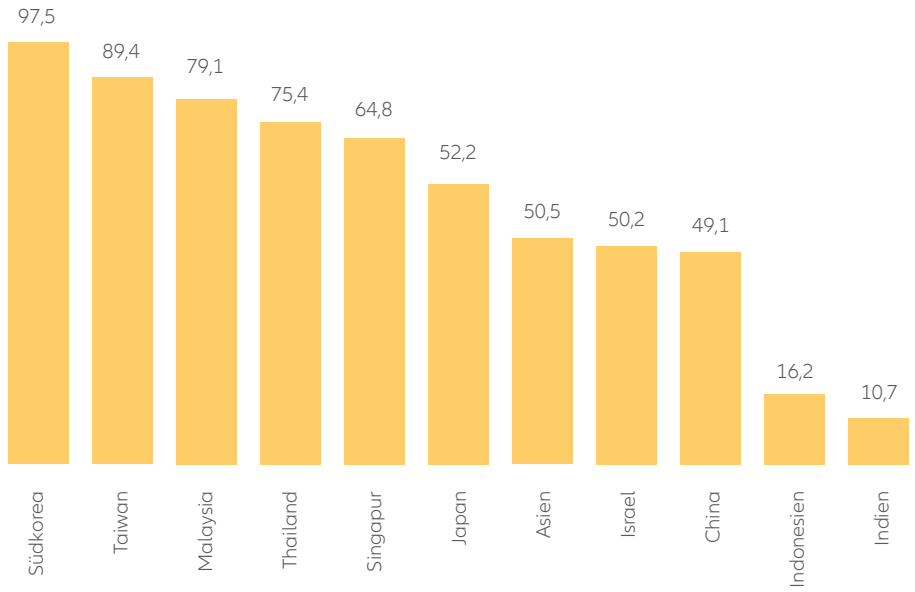
Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistische Ämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

Schuldenwachstum trübt Erfolgsbilanz

Durch das hohe Schuldenwachstum wird die Erfolgsbilanz der letzten Jahre etwas getrübt. So stieg die Zahl der Personen, die sich zur Vermögensmittelklasse mit einem Netto-Geldvermögen zwischen EUR 7.600 und EUR 45.600 zählen konnten, im vergangenen Jahr zwar auf knapp 700 Mio., ihr Anteil an der Gesamtbevölkerung stagnierte jedoch bei 20%. Der Anteil der Personen, die zur Vermögensoberklasse zählten – insgesamt rund 240 Mio. Personen – ging sogar leicht auf 7,1% zurück. Der Großteil der Einwohner, 2,4 Mrd. Menschen oder 73% der Gesamtbevölkerung der asiatischen Länder, besaß nach wie vor weniger als EUR 7.600 und zählte damit global gesehen zur Vermögensunterschicht. Angesichts der zunehmenden Alterung der Gesellschaft sind daher weitere Anstrengungen zur Forcierung des Vermögensaufbaus über alle Einkommensschichten hinweg von Nöten.

Die Schuldenquoten sind in den meisten Ländern weiter gestiegen

Verschuldung in % des BIP, 2017



Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistische Ämter, Thomson Reuters Eikon, Allianz SE.

AUSTRALIEN UND NEUSEELAND

Bevölkerung

Insgesamt	29,6 Mio.
Anteil an der Weltbevölkerung	0,4%

BIP

Insgesamt	EUR 1.326 Mrd.
Anteil am Welt-BIP	2,0%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 3.804 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 130.470 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	2,3%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 1.648 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 56.530 pro Kopf
In % des BIP	124,3%

Das Geldvermögen der australischen Haushalte verzeichnete im vergangenen Jahr einen Anstieg von 6,5% oder EUR 200 Mrd. Im Vorjahresvergleich hat sich das Wachstum der privaten Ersparnisse damit zwar spürbar verlangsamt (2016: +9,3%), lag aber immer noch deutlich über jenem in Neuseeland (+3,8%) und sogar leicht über dem Durchschnitt aller Industrieländer (+6,5%). Insgesamt summierte sich das private Finanzvermögen der Australier Ende 2017 auf fast EUR 3,3 Billionen.

Der Vermögenszuwachs fußte dabei auf allen drei großen Anlageklassen: Der Bestand an Bar-, Sicht- und Spareinlagen legte um 4,8% oder EUR 33 Mrd. zu, während die Forderungen gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds ein Plus von 7,0% oder EUR 124 Mrd. verbuchten. Letztere sind mit einem Anteil von knapp 58% die dominierende Säule im australischen Vermögensportfolio. So investierten die Haushalte mit rund EUR 102 Mrd. auch im vergangenen Jahr den Großteil ihres Sparvolumens (insgesamt EUR 141 Mrd.) in diese Anlageklasse – der höchste Wert seit 2007; allerdings gingen die Wertgewinne vor dem Hintergrund wieder steigender Anleiherenditen von knapp EUR 102 Mrd. im Jahr 2016 auf annähernd EUR 22 Mrd. zurück, so dass sich der gesamte Zuwachs in dieser Vermögensklasse um 4,3 Prozentpunkte verlangsamte. Eher zögerlich stehen die Australier hingegen einer Investition in Wertpapiere gegenüber, deren Anteil am gesamten Geldvermögen seit dem Rekordhoch im Jahr 2005 um mehr als 10 Prozentpunkte auf nur mehr knapp 19% zurückging. Im Zeitraum von 2007 bis 2012 verkauften die Haushalte per Saldo Aktien oder Investmentfondsanteile im Wert von insgesamt fast EUR 103 Mrd. oder rund EUR 4.600 pro Kopf. Seither drehte der Saldo zwar wieder ins Positive, belief sich im vergangenen Jahr aber lediglich auf EUR 2,2 Mrd. oder EUR 90 pro Kopf. Allerdings profitierten die Privatanleger von der guten Performance am Kapitalmarkt: Nach einer Seitwärtsbewegung in den ersten neun Monaten des Jahres setzte der australische Leitindex schließlich im letzten Quartal zur Aufholjagd an und notierte zum Jahresende um 7,0% im Plus. Die Haushalte erzielten Wertgewinne von gut EUR 36 Mrd. oder fast EUR 1.500 pro Kopf, die weit über dem Durchschnitt der letzten Dekade lagen (insgesamt rund EUR 21 Mrd. jährlich). Insgesamt, d.h. inklusive der Mittelzuflüsse, verzeichnete das Wertpapiervermögen im vergangenen Jahr einen Anstieg von 6,6%. Vom gesamten Anstieg des Geldvermögens um EUR 200 Mrd. entfielen damit EUR 141 Mrd. (70%) auf eigene Sparanstrengungen (Mittelzuflüsse) und EUR 59 Mrd. (30%) auf Wertveränderungen im Bestand.

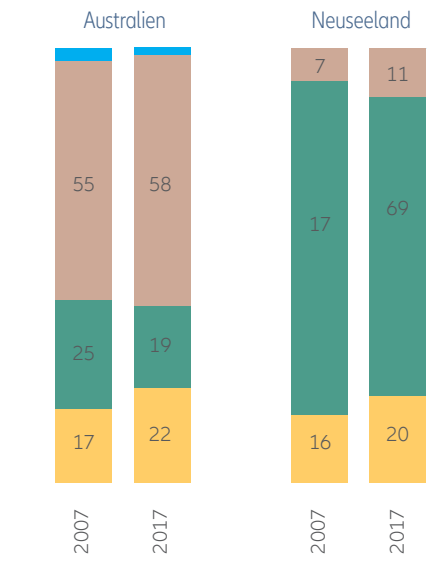
Die Haushalte im benachbarten Neuseeland sind dagegen deutlich risikofreudiger investiert: Wertpapiere bestritten Ende 2017 mit knapp 69% den Löwenanteil des privaten Finanzvermögens, wovon wiederum mehr als die Hälfte als direktes Aktienvermögen gehalten wurde; in der Mehrzahl handelt es sich dabei allerdings um nicht-börsennotierte Aktien und andere Anteilsrechte. Daher profitierten die Haushalte auch kaum von dem

kräftigen Plus von rund 17% an der neuseeländischen Börse: Das Wachstum dieser Vermögensklasse hat sich 2017 weiter verlangsamt, von +4,0% im Vorjahr auf +1,6% oder knapp EUR 6 Mrd. Ein weiterer Grund für diese eher schwache Entwicklung könnte auch sein, dass Anleger Gewinne realisiert und Wertpapiere verkauft haben; eine offizielle Statistik zu den Mittelflüssen ist allerdings nicht verfügbar.

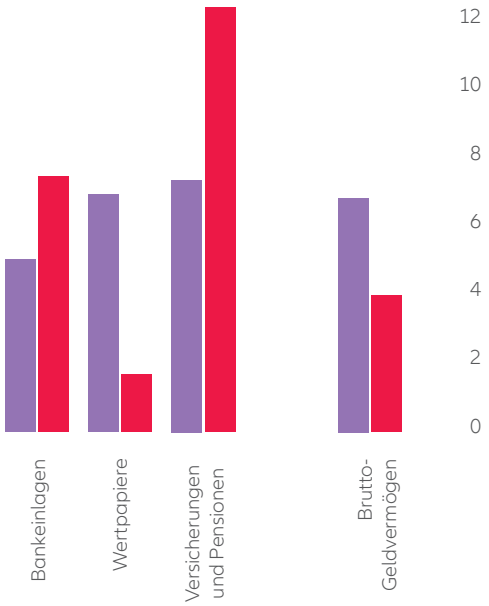
Ein Fünftel ihrer Ersparnisse hielten die Neuseeländer in Form von Bar-, Sicht- und Spareinlagen, deren Bestand im vergangenen Jahr um 7,1% oder knapp EUR 7 Mrd. zulegte. Die Forderungen der Haushalte gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds, die rund 11% des Geldvermögens darstellten, verzeichneten mit 11,8% oder gut EUR 6 Mrd. den höchsten Zuwachs unter den drei großen Anlageklassen. Insgesamt kletterten die Ersparnisse in Neuseeland im Jahresverlauf um beinahe EUR 19 Mrd. auf EUR 516 Mrd., was einem Zuwachs gegenüber 2016 von 3,8% entspricht.

Die ungleichen Nachbarn

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2007 und 2017



Wachstumsraten nach Anlageklassen 2017/2016, in %



Bankeinlagen
Wertpapiere
Versicherungen und Pensionen
Sonstige Forderungen
Australien
Neuseeland

Quellen: Australian Bureau of Statistics, Reserve Bank of New Zealand, Allianz SE.

Private Verschuldung alarmierend hoch

Der Ausbruch der Finanzkrise stoppte vorerst das rapide Wachstum der privaten Schulden in Australien, die bis dahin dank der stabilen Wirtschaftsentwicklung, steigender Einkommen und eines einfacheren Zugangs zu Krediten mit zweistelligen Zuwachsraten in die Höhe geschossen waren. Gleichzeitig schnellte die durchschnittliche Sparquote von nur 0,7% im Jahr 2007 auf 7,4% im Jahr 2009 nach oben. Bis 2014 schwankte die Quote um die 7%-Marke, seither aber ist wieder ein Abwärtstrend zu beobachten, auf zuletzt 2,9%. Nachdem auch das Wachstum der Verbindlichkeiten im Jahr 2012 mit 3,4% auf ein historisch niedriges Niveau gesunken war, dreht sich seither das Schuldenkarussell wieder schneller und die Verbindlichkeiten legten um durchschnittlich 6,1% pro Jahr oder insgesamt gut EUR 390 Mrd. zu. 2017 belief sich der Anstieg auf 6,1%, während die verfügbaren Einkommen nur um 1,9% gewachsen sind. Die relative Verschuldung der australischen Haushalte, gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens, hat gerade in den vergangenen drei Jahren noch einmal spürbar zugenommen – in erster Linie aufgrund steigender Hypothekenschulden, aber auch die mäßige Einkommensentwicklung trug ihren Teil dazu bei. Allein im Jahresverlauf 2017 kletterte das Verhältnis von Schulden zu Einkommen von 180,7% auf 188,6%. In Pro-Kopf-Rechnung entfielen auf jeden Australier im Mittel EUR 62.380 an Verbindlichkeiten – doppelt so viel wie im Durchschnitt der Industrieländer; weltweit wird dieser Wert nur von den Schweizern, Dänen und Norwegern übertroffen.

Befeuert wurde der Kreditboom insbesondere von den rasant steigenden Hauspreisen: Laut OECD kletterte der nominale Hauspreisindex in Australien allein in den letzten drei Jahren um fast 27 Punkte auf 142,5 (2010 = 100) – im Durchschnitt der OECD-Länder lag der Anstieg hingegen bei „nur" 18 Punkten auf 127,1. Noch helfen die niedrigen Zinsen den Haushalten die steigenden Kosten für immer höhere Kredite auszugleichen: So blieb das Verhältnis der Zinszahlungen zu verfügbarem Einkommen mit 8,9% im Schlussquartal relativ stabil auf dem vergleichsweise niedrigen Niveau der vorangegangenen drei Jahre (durchschnittlich 8,7%); der bisherige Spitzenwert wurde mit 13,2% im dritten Quartal 2008 verzeichnet. Von der australischen Aufsichtsbehörde eingeleitete regulatorische Maßnahmen sowie Verschärfungen der Kreditvergabestandards dämmten eine weitere Verschlechterung der Widerstandsfähigkeit der Haushaltsbilanzen ein. Zwar ist der Anteil notleidender Hauskredite in letzter Zeit leicht gestiegen, blieb aber dennoch auf einem relativ niedrigen Niveau (NPL-Quote bei unter 1%). Dies deutet auf eine insgesamt hohe Qualität der ausstehenden Kredite hin. Trotzdem hat die Verwundbarkeit des Haushaltssektors vor dem Hintergrund wieder steigender Schulden bei gleichzeitig nur sehr moderater Einkommensentwicklung zugenommen: Potentielle Einkommensminderungen, höhere Zinsen und ein Ende des Hauspreisbooms könnten insbesondere für hochverschuldete Haushalte zur Gefahr wer-

den. Zumindest in Sydney, wo die Preise geradezu explodiert sind, scheint eine Abkühlung auf dem Häusermarkt bereits einzutreten: Dort sind die Hauspreise in der zweiten Jahreshälfte 2017 leicht gesunken.

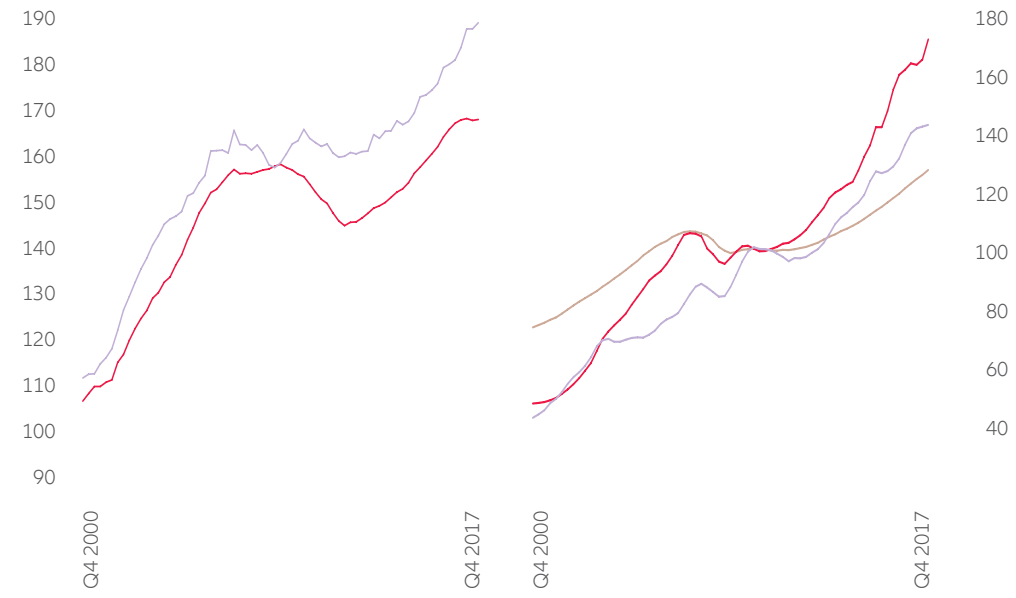
Eine ganz ähnliche „Schuldenstory" lässt sich über die Entwicklung in Neuseeland erzählen. Auch dort waren die Haushalte durch die Finanzkrise gezwungen, ihre Kreditaufnahme massiv zu drosseln. Das Verhältnis von Schulden zu Einkommen, das Mitte 2009 bei 158,6% gipfelte, ging in den Folgejahren spürbar zurück. Erst 2012, als das Kreditwachstum deutlich anzog, begann die Quote wieder zu steigen, von 145,6% auf 168,1% Ende 2017. Im Laufe des letzten Jahres stiegen die Schulden um 6,5% oder knapp EUR 8 Mrd. Trotzdem wiesen die Neuseeländer immer noch einen deutlich niedrigeren Verschuldungsgrad auf als die Australier: Die Verbindlichkeiten pro Kopf waren mit durchschnittlich EUR 26.130 weniger als halb so hoch wie in Australien.

Auch in einigen Regionen Neuseelands war in den vergangenen Jahren geradezu ein Immobilienboom zu beobachten. Insbesondere die wachsende Nettozuwanderung heizte die Ei-

Steigende Hauspreise treiben Schuldenwachstum

Schulden in % des verfügbaren Einkommens

Nominaler Hauspreisindex, 2010 = 100



Australien
Neuseeland
OECD-Länder

Quellen: Australian Bureau of Statistics, Reserve Bank of New Zealand, OECD, Allianz SE.

genheimnachfrage und damit den Anstieg der Hauspreise an. Eine Überhitzung des Marktes birgt das Risiko einer starken Preiskorrektur, die zu einer Gefahr für die Finanzstabilität werden könnte: Denn Immobilien und Hypotheken sind die dominierenden Vermögenswerte in den Bilanzen der Haushalte und Banken. Die neuseeländische Zentralbank hat in den letzten Jahren bereits verschiedene Maßnahmen ergriffen, die die Auswirkungen einer Preiskorrektur am Immobilienmarkt verringern sollen. Insbesondere die seit Oktober 2016 geltende Begrenzung der Beleihungsquoten scheint Wirkung zu zeigen: Der nominale Anstieg der Hauspreise verlangsamte sich im Jahresdurchschnitt 2017 auf 10,1% von 18,0% im Vorjahr. Die niedrigere Hauspreisinflation trug dazu bei, dass sich auch das Kreditwachstum leicht verlangsamte, von 8,2% im Jahr 2016 auf 6,6%. Die Verschuldung des Haushaltssektors bleibt aber nach wie vor das größte Einzelrisiko für das Finanzsystem, wie die neuseeländische Zentralbank in ihrem aktuellen Bericht zur Finanzstabilität zum wiederholten Male betont.

Unterschiedliches Verhältnis von Vermögen zu Schulden

Mit Blick auf die Region insgesamt verfügte die Hälfte der Bevölkerung Ende 2017 über ein im globalen Maßstab hohes Netto-Geldvermögen, d.h. über mehr als durchschnittlich EUR 45.600 pro Kopf. In Nordamerika bezifferte sich dieser Anteil auf 41% und in Westeuropa auf „nur" rund 35%. Bezogen auf die nationale Vermögensverteilung besitzen die reichsten 10% der australischen Haushalte rund 45% des gesamten privaten Vermögens, in Neuseeland liegt der Anteil sogar bei fast 50%. Der Durchschnitt der Industrieländer beziffert sich auf schätzungsweise 51%.

Betrachtet man lediglich die Aktivseite der Vermögensbilanz, besaßen die Australier Ende letzten Jahres mit EUR 134.460 im Durchschnitt pro Kopf ein um 23% höheres Finanzvermögen als die Neuseeländer (EUR 109.700 pro Kopf). Nach Abzug der Passiva standen Letztere aber deutlich besser da: Aufgrund der relativ hohen Schuldenlast schrumpfte das Geldvermögen der Australier in der Netto-Betrachtung auf EUR 72.080 pro Kopf, während auf die Bevölkerung Neuseelands im Mittel EUR 83.570 pro Kopf entfielen. Australiens Haushalte sind also nicht nur absolut, sondern auch relativ höher verschuldet als ihre Nachbarn: Jedem geliehenen Euro standen dort EUR 2,20 an Aktiva gegenüber, in Neuseeland waren es hingegen EUR 4,20.

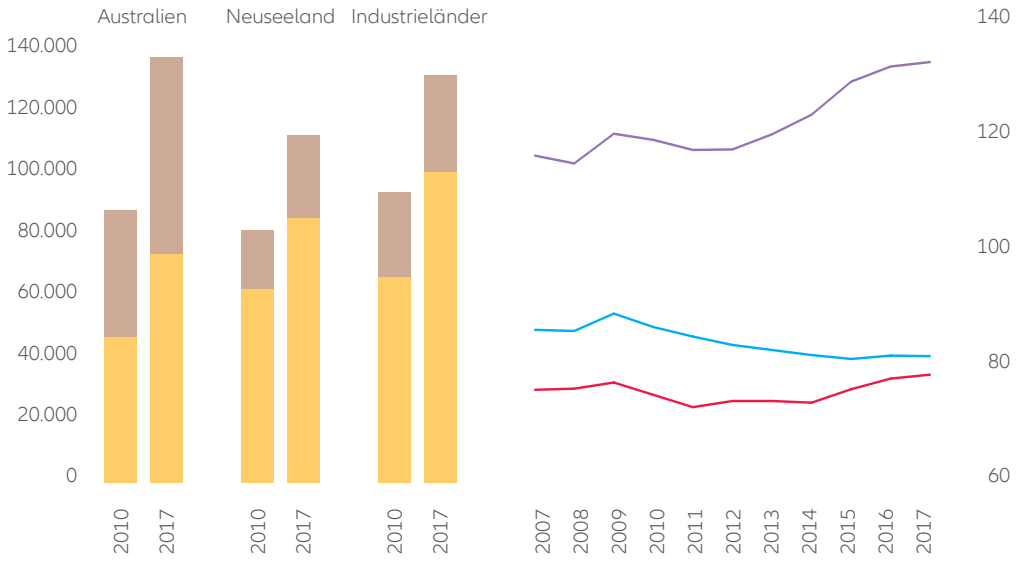
Dies spiegelt sich auch in der Schuldenstandsquote wieder: Ende 2017 war das Verhältnis von privater Verschuldung zu nominaler Wirtschaftsleistung in Australien mit 131,2% nach Dänemark (132,1%) das zweit höchste weltweit und lag um gut 52 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Industrieländer (78,7%). In Neuseeland hingegen nähert sich die Quote mit 75,4% erst langsam diesem Niveau.

Auf der globalen Rangliste der höchsten Netto-Geldvermögen pro Kopf rangiert Neuseeland nach Kanada auf Platz elf und zwei Ränge vor Australien. Gegenüber dem Jahr 2000 ist das Land um zwei Plätze nach unten gerutscht, während Australien sogar von Rang 18 auf 13 aufgestiegen ist. Hierin spiegelt sich die Tatsache wider, dass in Australien nicht nur die Schulden, sondern auch die Vermögen kräftig gewachsen sind – seit Ende 2000 um durchschnittlich 8,4% pro Jahr, in Neuseeland waren es im Mittel 6,2%.

Australiens private Verschuldung deutlich über Industrieländerdurchschnitt

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2007 und 2017, in Euro

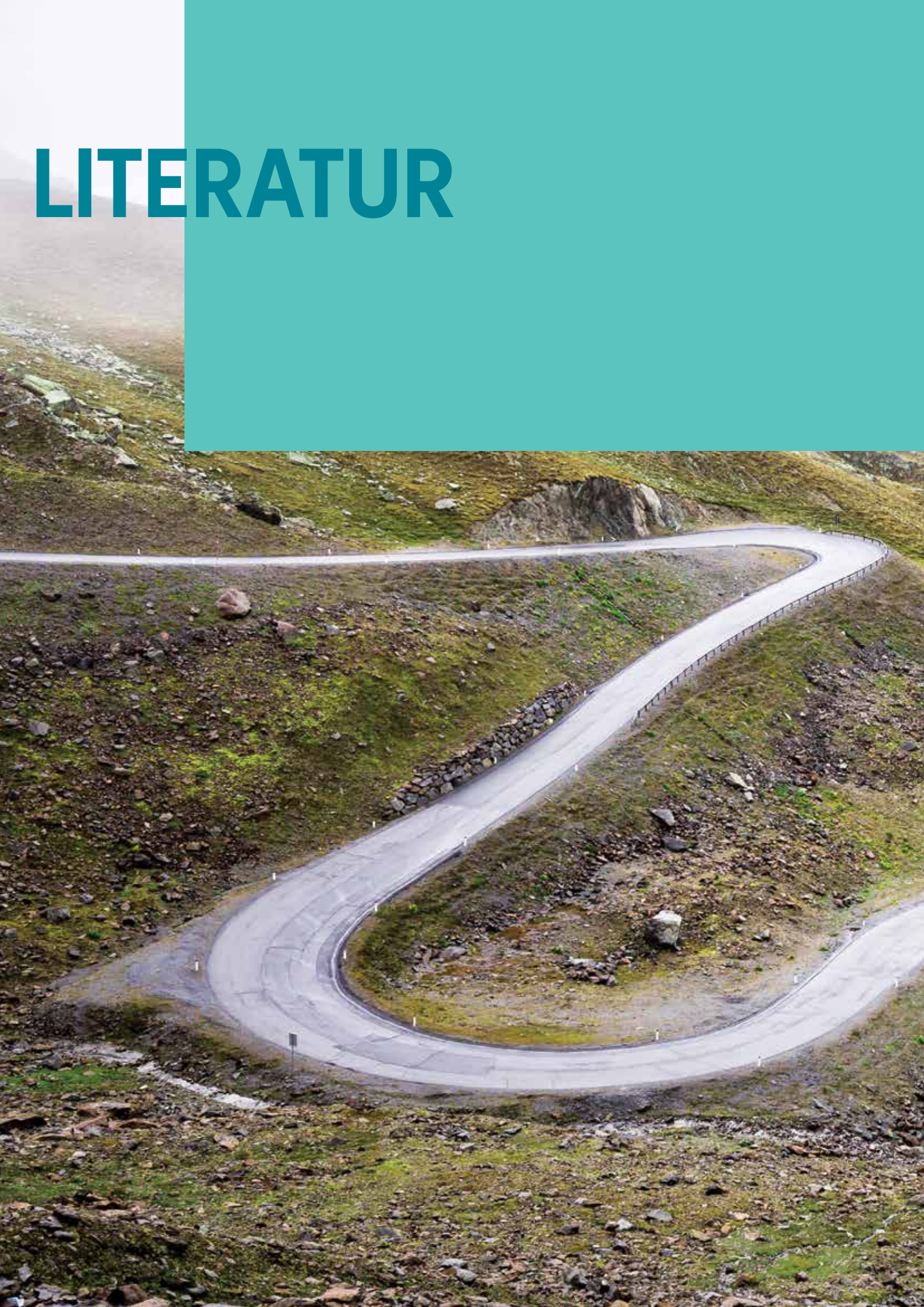
Schulden in % der nominalen Wirtschaftsleistung



Australien
Neuseeland
Industrieländer
Netto-Geldvermögen
Verbindlichkeiten

Quellen: Australian Bureau of Statistics, Reserve Bank of New Zealand, Thomson Reuters Eikon, UN Population Division, Allianz SE.

LITERATUR



Ampudia, Miguel et al.: „Monetary Policy and Household Inequality“, ECB Working Paper Series, Discussion Papers, No. 2170, Juli 2018.

Ariyapruchaya, Kiatipong: „Thailand's Household Sector Balance Sheet Dynamics: Evidence from Microeconomic and Macroeconomic Data“, IFC Bulletin, No. 25, S. 91-100, 2007.

Bank of Thailand: Financial Access Survey of Thai Households 2016, Bangkok 2017.

Board of Governors of the Federal Reserve System: „Changes in U.S. Family Finances from 2013 to 2016: „Evidence from the Survey of Consumer Finances“, September 2017.

Bonnet, Odran et al: „Does Housing Capital Contribute to Inequality? A Comment on Thomas Piketty's Capital in the 21st Century“, Sciences Po Economics Discussion Papers, Discussion paper 2014-07, 2014.

Brandmeir, Kathrin und Arne Holzhausen: „Das Nettozinseinkommen der privaten Haushalte“, Working Paper No. 212, Allianz Research, Februar 2018.

Davies, James B. et al.: „The Level and Distribution of Global Household Wealth“, UNU WIDER Discussion Paper 2008/03, Helsinki, Februar 2008.

Demirgüc-Kunt, Asli et al.: The Global Findex Database 2017. Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution, World Bank Group, Washington, D.C., 2018.

Europäische Zentralbank: „Jahresbericht 2017“, 2018.

Europäische Zentralbank: „Eurosystem Household Finance and Consumption Survey“, 2014.

Europäische Zentralbank: „Eurosystem Household Finance and Consumption Survey“, 2016.

IMF: Financial Access Survey 2017, Washington, D.C., 02.10.2017.

Jordà, Òscar et al.: „The Rate of Return on Everything, 1870-2015“, cesifo Working Paper No. 6899, Februar 2018.

Lakner, Christoph und Branko Milanovic: Global Income Distribution. From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession, World Bank, Policy Research Working Paper No. 6719, Washington, D.C., Dezember 2013.

Ortiz-Juárez, Eduardo: „Applying PovRisk Tool to 15 Countries in Latin America. Regional Human Development Report for Latin America and the Caribbean: Update policy note“, United Nations Development Programme, 2017.

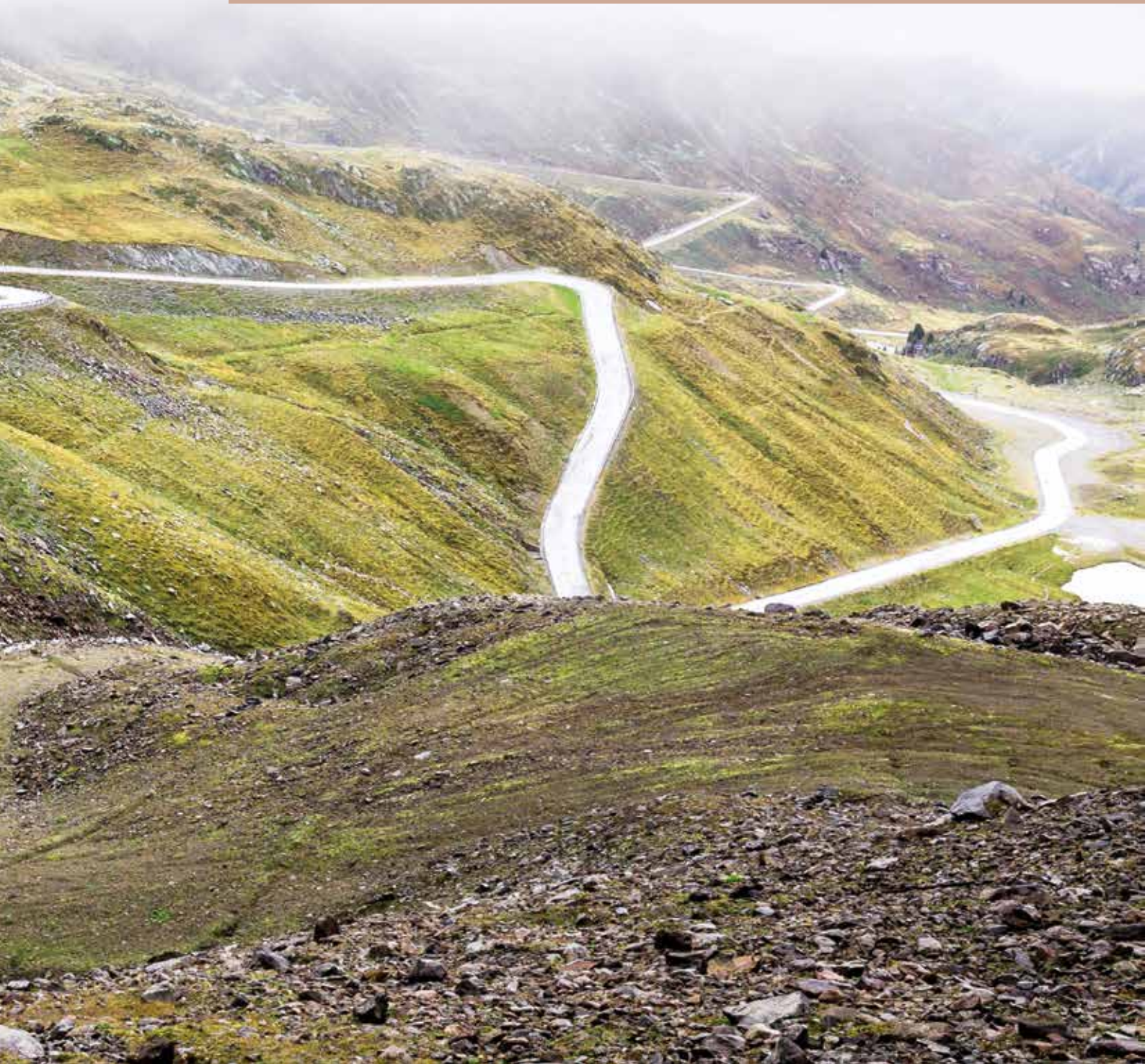
Piketty, Thomas: „Capital in the Twenty-First Century“, Harvard University Press, 2014.

Tiongson, Erwin R. et al.: „The Crisis hits Home: Stress-Testing Households in Europe and Central Asia“, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2010.

World Bank Group (2018): The Global Findex Database.

World Bank Group und The People's Bank of China (2018): Toward Universal Financial Inclusion in China. Models, Challenges, and Global Lessons, Washington, D.C. 2018.

APPENDIX



Appendix A: Methodologische Anmerkungen

Allgemeine Annahmen

Dem Allianz Global Wealth Report liegen die Daten aus 53 Ländern zugrunde. Diese Länderauswahl deckt 91% des weltweiten BIP und 68% der Weltbevölkerung ab. In 43 Ländern konnten wir auf Statistiken aus der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung zur Vermögensbilanz zurückgreifen. In den übrigen Ländern konnten wir das Geldvermögen durch Informationen aus Haushaltsumfragen, Bankstatistiken, Statistiken zum Aktien- und Bondvermögen und versicherungstechnischen Rückstellungen approximieren.

In einigen Ländern ist die Datenlage zum Geldvermögen der privaten Haushalte noch ausgesprochen schwierig. Dies soll kurz am Beispiel der lateinamerikanischen Länder illustriert werden. Für viele Länder sind nur Angaben für den gesamten privaten Sektor oder die gesamte Volkswirtschaft zu finden und diese geben oft nur geringe Auskunft über die Situation der privaten Haushalte. Neben Chile verfügt noch Kolumbien über eine recht gute Datenlage, die eine genauere Analyse der Finanzstruktur des Vermögens der privaten Haushalte ermöglicht. In Argentinien beispielsweise konnten wir mit Hilfe von Daten zu Bankeinlagen und Versicherungsreserven das Geldvermögen approximieren.

Um Wechselkursverzerrungen über die Zeit auszuschließen, wurde das Geldvermögen in Landeswährung zum festen Wechselkurs von Ende 2017 umgerechnet.

Statistische Abgrenzung

Im Zuge der Einführung des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010 (ESVG 2010) im September 2014 wurden die bisher geltenden Leitlinien zur Erstellung vieler makroökonomischer Statistiken aktualisiert und harmonisiert. Die neuen Vorgaben gelten auch für die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung. Eine Änderung bezieht sich dabei auf die privaten Haushalte: Nach den Regeln des ESVG 2010 werden die beiden Sektoren Private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck (POoE) nicht mehr wie bisher gemeinsam, sondern getrennt betrachtet. Dies hat auch Konsequenzen für den Allianz Global Wealth Report, der sich, sofern verfügbar, auf die Daten der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung stützt. Allerdings ist für viele Länder – vor allem außerhalb der Europäischen Union – zumindest momentan noch bzw. generell kein getrennter Ausweis der oben genannten Sektoren verfügbar. Um die globale Vergleichbarkeit zu wahren, werden in der vorliegenden Publikation daher wie gewohnt unter der Überschrift „Private Haushalte“ beide Sektoren zusammen analysiert.

Festlegung der Vermögensbänder für die globalen Vermögensklassen

Untere Vermögensgrenze: Zwischen dem Geldvermögen und dem Einkommen der privaten Haushalte besteht ein enger Zusammenhang. Nach Davies et al. (2009) besitzen Privatpersonen mit einem unterdurchschnittlichen Einkommen in der Regel keine oder nur geringe Vermögen. Erst mit mittleren und höheren Einkommen beginnt die Akkumulation nennenswerter Vermögenswerte.

Wir übertragen diesen Zusammenhang auf unsere Analyse. Haushalte mit oberem mittlerem Einkommen (nach der Ländereinteilung der Weltbank) bilden demnach die Gruppe, in der das durchschnittliche Vermögen der privaten Haushalte erstmals eine relevante Größenordnung erreicht. Dieser Vermögenswert markiert damit die Untergrenze für die globale Vermögensmittelklasse („middle wealth"). Wie hoch ist dieser Wert anzusetzen?

Bei der Einkommensbetrachtung zählen in der Regel Haushalte mit einem Einkommen von 75% bis 150% des durchschnittlichen Nettoeinkommens zur Mittelschicht. Nach Davies et al. halten Haushalte bei einem Einkommen von 75% des Durchschnittseinkommens ein Vermögen von 30% des Durchschnittsvermögens. Für die Obergrenze gilt, dass 150% des Durchschnittseinkommens 180% des Durchschnittsvermögens entsprechen. Daher legen wir die Grenzen für die Vermögensmittelschicht bei 30% bis 180% des durchschnittlichen Pro-Kopf-Vermögens fest. Zieht man zur Berechnung der beiden Grenzen das Netto-Geldvermögen heran, resultiert daraus für das Jahr 2017 ein Vermögensband von EUR 7.600 bis EUR 45.600 für die globale Vermögensmittelklasse. In der Brutto-Betrachtung liegen diese Grenzwerte bei EUR 9.900 und EUR 59.700.

Personen mit höherem Pro-Kopf-Geldvermögen zählen dann zur globalen Vermögensoberklasse („high wealth"), Personen mit niedrigerem Pro-Kopf-Geldvermögen zur „Low Wealth-Klasse".

Diese Vermögensbänder lassen sich natürlich auch zur Klassifizierung von Ländern nutzen. Länder, in denen das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf unter EUR 7.600 liegt, können demnach als „Low Wealth Countries" (LWC) bezeichnet werden. „Middle Wealth Countries" (MWC) sind alle Länder mit einem durchschnittlichen Netto-Geldvermögen pro Kopf zwischen EUR 7.600 und EUR 45.600; als „High Wealth Countries" (HWC) gelten schließlich alle Länder mit einem noch höheren durchschnittlichen Netto-Geldvermögen pro Kopf.

Klassifizierung der Länder nach deren Netto-Geldvermögen pro Kopf:

HWC	MWC	LWC
Australien*	Bulgarien*	Argentinien***
Belgien*	Chile*	Brasilien***
Dänemark*	China***	Indien*
Deutschland*	Estland*	Indonesien***
Frankreich*	Finnland*	Kasachstan**
Großbritannien*	Griechenland*	Kolumbien**
Irland*	Kroatien*	Mexiko***
Israel**	Lettland*	Peru***
Italien*	Litauen*	Rumänien*
Japan*	Malaysia**	Russland**
Kanada*	Norwegen*	Serbien***
Neuseeland*	Polen*	Slowakei*
Niederlande*	Portugal*	Thailand***
Österreich*	Slowenien*	Türkei*
Schweden*	Spanien*	Ukraine***
Schweiz**	Südafrika*	
Singapur*	Südkorea*	
Taiwan**		

*Vermögensbilanz 2017

**Hochrechnung auf Basis der Vermögensbilanz 2016

***Approximiert auf Basis anderer Statistiken

Appendix B:	Brutto-Geldvermögen			Netto-Geldvermögen	Gini-Koeffizient der Vermögensverteilung	BIP
Geldvermögen nach Ländern	in Mrd. Euro	2015, J/J in %	pro Kopf in Euro	pro Kopf in Euro	in %	pro Kopf in Euro
Argentinien	99	39,8	2.240	1.400	0,69	10.130
Australien	3.288	6,5	134.460	72.080	0,59	47.550
Belgien	1.348	1,6	117.940	93.580	0,57	38.180
Brasilien	1.950	13,4	9.320	6.290	0,74	7.920
Bulgarien	69	4,6	9.760	7.680	0,68	7.060
Chile	423	7,3	23.450	17.200	0,73	13.020
China	24.273	14,0	17.220	13.540	0,53	7.490
Dänemark	886	5,8	154.560	88.270	1,36	50.200
Deutschland	6.046	5,1	73.630	52.390	0,73	39.770
Estland	28	11,4	21.660	13.740	0,67	17.270
Finnland	331	4,8	59.850	30.230	0,65	40.190
Frankreich	5.389	4,6	82.930	59.100	0,66	35.230
Griechenland	268	5,8	24.010	14.000	0,58	16.120
Indien	1.957	11,5	1.460	1.290	0,66	1.640
Indonesien	306	10,9	1.160	650	0,76	3.160
Irland	377	3,0	79.250	47.440	0,70	59.180
Israel	725	5,4	87.150	68.710	0,65	36.520
Italien	4.407	4,1	74.240	58.610	0,58	28.790
Japan	14.338	4,0	112.470	92.000	0,55	31.610
Kanada	4.668	6,5	127.470	87.390	0,65	38.420
Kasachstan	27	4,2	1.460	730	0,63	6.580
Kolumbien	266	13,0	5.420	3.570	0,73	5.280
Kroatien	59	2,6	14.080	9.980	0,62	11.410
Lettland	29	6,3	14.650	11.010	0,74	13.800
Litauen	40	11,9	13.700	9.850	0,66	14.370
Malaysia	499	8,6	15.770	8.350	0,71	8.790
Mexiko	873	8,8	6.760	5.590	0,72	6.810
Neuseeland	516	3,8	109.700	83.570	0,65	34.670
Niederlande	2.452	-0,2	143.950	95.880	0,64	42.690
Norwegen	483	6,1	91.050	23.410	0,58	62.690
Österreich	659	3,3	75.460	53.980	0,70	41.670
Peru	111	11,6	3.440	2.590	0,70	5.560
Polen	486	6,1	12.730	8.270	0,58	12.400
Portugal	397	3,3	38.470	22.500	0,66	18.640
Rumänien	129	7,0	6.530	4.520	0,64	8.970
Russland	892	8,2	6.200	4.590	0,68	9.140
Schweden	1.400	6,1	141.280	98.380	0,79	46.790
Schweiz	2.213	5,9	261.100	173.990	0,64	67.240
Serbien	15	2,9	1.670	800	0,65	4.260
Singapur	719	8,9	125.960	90.650	0,65	46.810
Slowakei	71	5,5	12.980	6.190	0,48	15.560
Slowenien	43	4,3	20.720	14.260	0,60	20.340
Spanien	2.153	2,4	46.450	29.730	0,58	25.270
Südafrika	577	12,3	10.180	7.770	0,78	5.400
Südkorea	2.853	8,2	55.960	30.220	0,56	26.400
Taiwan	2.571	6,3	108.820	90.260	0,65	20.760
Thailand	607	6,2	8.790	4.330	0,68	5.640
Tschechische Republik	226	4,4	21.280	15.290	0,62	18.540
Türkei	292	13,9	3.620	2.040	0,69	8.350
UK	7.604	3,0	114.890	82.360	0,74	34.370
Ukraine	28	1,4	640	530	0,62	1.830
Ungarn	159	7,5	16.310	13.400	0,62	12.340
USA	67.650	8,5	208.500	168.640	0,81	49.760
Welt	168.275	7,7	0	25.320		12.180

Appendix C: Globale Rangliste

	...nach Netto-Geldvermögen pro Kopf (in Euro)			...nach Brutto-Geldvermögen pro Kopf (in Euro)	
1	Schweiz	173.990	1	Schweiz	261.100
2	USA	168.640	2	USA	208.500
3	Schweden	98.380	3	Dänemark	154.560
4	Niederlande	95.880	4	Niederlande	143.950
5	Belgien	93.580	5	Schweden	141.280
6	Japan	92.000	6	Australien	134.460
7	Singapur	90.650	7	Kanada	127.470
8	Taiwan	90.260	8	Singapur	125.960
9	Dänemark	88.270	9	Belgien	117.940
10	Kanada	87.390	10	Großbritannien	114.890
11	Neuseeland	83.570	11	Japan	112.470
12	Großbritannien	82.360	12	Neuseeland	109.700
13	Australien	72.080	13	Taiwan	108.820
14	Israel	68.710	14	Norwegen	91.050
15	Frankreich	59.100	15	Israel	87.150
16	Italien	58.610	16	Frankreich	82.930
17	Österreich	53.980	17	Irland	79.250
18	Deutschland	52.390	18	Österreich	75.460
19	Irland	47.440	19	Italien	74.240
20	Finnland	30.230	20	Deutschland	73.630
21	Südkorea	30.220	21	Finnland	59.850
22	Spanien	29.730	22	Südkorea	55.960
23	Norwegen	23.410	23	Spanien	46.450
24	Portugal	22.500	24	Portugal	38.470
25	Chile	17.200	25	Griechenland	24.010
26	Tschechische Republik	15.290	26	Chile	23.450
27	Slowenien	14.260	27	Estland	21.660
28	Griechenland	14.000	28	Tschechische Republik	21.280
29	Estland	13.740	29	Slowenien	20.720
30	China	13.540	30	China	17.220
31	Ungarn	13.400	31	Ungarn	16.310
32	Lettland	11.010	32	Malaysia	15.770
33	Kroatien	9.980	33	Lettland	14.650
34	Litauen	9.850	34	Kroatien	14.080
35	Malaysia	8.350	35	Litauen	13.700
36	Polen	8.270	36	Slowakei	12.980
37	Südafrika	7.770	37	Polen	12.730
38	Bulgarien	7.680	38	Südafrika	10.180
39	Brasilien	6.290	39	Bulgarien	9.760
40	Slowakei	6.190	40	Brasilien	9.320
41	Mexiko	5.590	41	Thailand	8.790
42	Russland	4.590	42	Mexiko	6.760
43	Rumänien	4.520	43	Rumänien	6.530
44	Thailand	4.330	44	Russland	6.200
45	Kolumbien	3.570	45	Kolumbien	5.420
46	Peru	2.590	46	Türkei	3.620
47	Türkei	2.040	47	Peru	3.440
48	Argentinien	1.400	48	Argentinien	2.240
49	Indien	1.290	49	Serbien	1.670
50	Serbien	800	50	Indien	1.460
51	Kasachstan	730	51	Kasachstan	1.460
52	Indonesien	650	52	Indonesien	1.160
53	Ukraine	530	53	Ukraine	640
	Welt	23.330		Welt	31.068

Impressum

Herausgeber
Allianz SE
Economic Research
Königinstraße 28
80802 München
www.allianz.com

Chefvolkswirt
Dr. Michael Heise

Autoren
Kathrin Brandmeir
Dr. Michaela Grimm
Dr. Arne Holzhausen

Redaktion
Heike Bähr
Dr. Lorenz Weimann

Photos
Getty Images

Design
Schmitt. GmbH, Hamburg

Redaktionsschluss
01. August 2018

Disclaimer
Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben wurden durch die Allianz SE bzw. zuverlässige Dritte sorgfältig recherchiert und geprüft. Für Richtigkeit, Vollständigkeit. und Aktualität können jedoch weder die Allianz SE noch dritte Lieferanten die Gewähr übernehmen. Von den Autoren geäußerte Meinungen sind nicht notwendigerweise identisch mit solchen der Allianz SE. Die in dieser Ausgabe enthaltenen Aussagen sind nicht als Angebot oder Empfehlung bestimmter Anlageprodukte zu verstehen. Dies gilt auch dann, wenn einzelne Emittenten oder Wertpapiere erwähnt werden. Hier enthaltene Informationen können eine auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers abgestellte, anleger- und objektorientierte Beratung nicht ersetzen. Bitte setzen Sie sich gegebenenfalls mit der Allianz SE in Verbindung.