



Economic Research

Allianz
**Global Wealth
Report 2017**

Allianz 

Allianz Global Wealth Report 2017

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

Vorwort

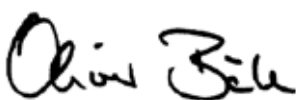
Vor zehn Jahren begann die große Finanzkrise, die zum Beinahe-Zusammenbruch des weltweiten Finanzsystems führte. Welche Lehren haben die Sparer aus diesem tiefgreifenden Ereignis gezogen? Die Antwort fällt überraschend und zugleich ernüchternd aus.

Trotz Niedrigzinsen haben die Privatanleger in den Industrieländern seit Ausbruch der Finanzkrise Jahr für Jahr durchschnittlich gut eine Billion Euro an frischen Spargeldern in Bankkonten angelegt, mehr als in jedes andere Finanzprodukt; im letzten Jahr war es die Rekordsumme von knapp EUR 1,4 Billionen. Ende 2016 hielten sie daher rund EUR 33 Billionen ihres Geldvermögens in Form von Bankeinlagen. Das Ergebnis dieses Anlageverhaltens ist paradox: Die Banken entpuppen sich aus diesem Blickwinkel als die Gewinner der Krise; und die Sparer erleiden damit in Zeiten der Nullzinsen herbe Verluste, allein 2016 dürften sie, trotz noch niedriger Inflation, durch die Geldentwertung etwa EUR 300 Milliarden eingebüßt haben.

Die Intention der Nullzinspolitik seit der Finanzkrise war eine andere. Eigentlich sollte die Abschaffung der Zinsen für risikolose Anlagen die Sparer ermuntern, zur Unterstützung der Wirtschaft risikoreichere Investments vorzuziehen, Aktien oder langfristige Anlagen zum Beispiel. Das Gegenteil ist geschehen. Es reicht aber nicht, dieses vorsichtige, liquiditätsorientierte Sparverhalten nur zu beklagen. Dies entspricht nicht unserem Anspruch als einem der weltweit führenden Finanzdienstleister. Vielmehr sind uns diese Zahlen ein Ansporn, bessere und einfachere Produkte für mehr Sparer zu entwickeln, um die „Anlagelethargie“ endlich zu überwinden. Mit der Digitalisierung haben wir dafür mittlerweile ein schlagkräftiges Instrument in der Hand, um den Zugang zu modernen Sparprodukten zu erleichtern. Denn eines ist klar: Angesichts der vor uns liegenden Herausforderungen – Klima- und demographischer Wandel sind hier entscheidende Stichworte – bedarf es langfristiger, renditeorientierter Anlagen, um unseren Wohlstand auch für die nächsten Generationen zu sichern.

Auch in den Schwellenländern stellt sich die Sparsituation nicht viel besser dar. Zwar konnten die privaten Vermögen auch nach der Finanzkrise zum Teil noch sehr hohe Wachstumsraten erzielen; immer mehr Menschen partizipieren am globalen Wohlstand und werden so Teil der neuen globalen Mittelklasse. Aber schätzungsweise weniger als 20 Prozent der Geldvermögen sind in langfristigen Sparprodukten investiert. Häufig fehlt schlicht der Zugang zu Anlagemöglichkeiten jenseits des einfachen Bankkontos. Es herrscht Handlungsbedarf. Die Digitalisierung dürfte dabei auch in diesen Ländern der Schlüssel zum Erfolg sein.

Die umfassende Analyse der globalen Vermögenssituation der privaten Haushalte, die wir mit dieser achten Ausgabe des „Allianz Global Wealth Reports“ fortsetzen, bietet also nicht nur eine Fülle an interessanten und überraschenden Daten und Fakten. Für mich ist dieser Report vor allem Anregung und Ansporn, unserer Verantwortung als führender Finanzdienstleister gegenüber Kunden und Gesellschaft in Zukunft noch besser nachzukommen.



Oliver Bäte

Vorstandsvorsitzender der Allianz SE

Inhaltsverzeichnis

8	Zusammenfassung
12	Entwicklung des globalen Geldvermögens: Erholung in turbulenten Zeiten
18	Box: Geld arbeiten lassen oder fürs Geld arbeiten?
30	Entwicklung der globalen Verbindlichkeiten: Rückkehr des Schuldenwachstums
41	Box: Keine Angst vor steigenden Zinsen
44	Vermögensverteilung: Licht und Schatten
58	Box: Verteilungswirkungen der unkonventionellen Geldpolitik
61	Regionale Unterschiede: Das Geldvermögen in den einzelnen Regionen
62	Lateinamerika
72	Nordamerika
82	Westeuropa
92	Box: Reiches Deutschland, armes Deutschland?
96	Osteuropa
108	Asien
124	Australien und Neuseeland
133	Literatur
134	Appendix A: Methodologische Anmerkungen
136	Appendix B: Geldvermögen nach Ländern
138	Appendix C: Globale Rangliste

Zusammenfassung

Erholung in turbulenten Zeiten

Die politischen Turbulenzen 2016 haben auf die Entwicklung der privaten Geldvermögen nicht abgefärbt: Nach einem schwächeren Jahr 2015 (+4,7%) zog das Wachstum im letzten Jahr wieder merklich an (+7,1%) und das globale Brutto-Geldvermögen kletterte auf den neuen Rekordwert von EUR 169,2 Bill. In allen drei Vermögensklassen – Bankeinlagen, Wertpapiere sowie Versicherungen und Pensionsfonds – beschleunigte sich das Wachstum; dank der Aktienmarktrallye zum Jahresende schnitten dabei die Wertpapiere mit einem Zuwachs von 8,7% weltweit am besten ab.

Bankeinlagen trotzen Nullzinsen

Trotz Nullzinsen bleiben Bankeinlagen populär: 2016 flossen zwei Drittel der frischen Spargelder den Banken zu. Wertpapiere wurden dagegen per Saldo von den Haushalten verkauft. Zwischen den Regionen gibt es dabei allerdings große Unterschiede im Sparverhalten – und diese Unterschiede spiegeln sich in den funktionalen Treibern des Vermögenswachstums wider. In Nordamerika gehen etwa drei Viertel des Vermögenswachstums auf Wertveränderungen im Bestand zurück; in Europa ist es gut die Hälfte und in Deutschland nur rund ein Viertel. Während die amerikanischen Haushalte also ihr Geld für sich arbeiten lassen, ist es in Europa und vor allem in Deutschland eher umgekehrt: Vermögenswachstum wird durch eigene Sparleistungen hart erarbeitet.

Asien wächst am schnellsten – mit großem Abstand

Auch 2016 stand die Region Asien (ex Japan) mit einem Zuwachs von 15% wieder unangefochten an der Spitze. Noch deutlicher wird die Dominanz dieser Region im langfristi-

gen Vergleich, vor allem wenn dabei auch die Inflationsentwicklung berücksichtigt wird: In der letzten Dekade wuchsen die Brutto-Geldvermögen pro Kopf in Asien (ex Japan) real um knapp 11% pro Jahr; die beiden anderen aufstrebenden Regionen, Lateinamerika und Osteuropa, erreichten nur Werte um die 5% – was aber immer noch mehr als doppelt so schnell ist wie das Expansionstempo in Nordamerika (+ 2,1% reales Wachstum seit 2006) und Westeuropa (+1,4%).

China dominiert

Der langsame Aufholprozess der Schwellenländer setzte sich 2016 fort. Auf die drei Regionen Lateinamerika, Osteuropa und Asien (ex Japan) entfielen knapp 23% des globalen Brutto-Geldvermögens. In den zurückliegenden zehn Jahren hat sich dieser Anteil damit mehr als verdoppelt. Beim Vermögenswachstum ist das Gewicht der Schwellenländer sogar noch größer, gut 40% des Zuwachses im letzten Jahr entfiel auf diese Ländergruppe. Allerdings geht dies vor allem auf die Entwicklung in China zurück, das allein 30% zum weltweiten Wachstum 2016 beitrug.

Schulden wachsen wieder deutlich schneller

2016 legten die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte weltweit um 5,5% zu, dem höchsten Wert seit 2007. Erstmals seit dem Jahr 2009 wuchsen die Schulden damit auch wieder schneller als die nominale Wirtschaftsleistung und die globale Schuldenstandsquote erhöhte sich um einen knappen Prozentpunkt auf 64,6%. Die Entwicklung in den einzelnen Regionen verlief dabei jedoch recht unterschiedlich: In West- und Osteuropa sowie Nordamerika kam es – auf moderatem Niveau – zu einer leichten Beschleunigung des Wachstums. In Lateinamerika ging das Wachstum weiter zurück.

In Asien (ex Japan) dagegen erhöhte sich das Schuldenwachstum noch einmal kräftig um vier Prozentpunkte, auf knapp 17%. Von den weltweit knapp EUR 41 Bill. privaten Verbindlichkeiten entfällt damit bereits knapp ein Fünftel auf diese Region; vor zehn Jahren lag dieser Wert noch bei unter 7%.

Osteuropa auf dem letzten Platz

Aus der Differenz von Brutto-Geldvermögen und Verbindlichkeiten errechnet sich das Netto-Geldvermögen, das Ende 2016 ein neues Rekordhoch von EUR 128,5 Billionen weltweit erreichte. Dies bedeutet ein Plus von 7,6% gegenüber dem Vorjahr – was zwar leicht unter dem Durchschnitt der Nachkrisenjahre liegt, aber deutlich über dem Vorjahreswert von 4,8%. 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 weltweit, das mittlere Pro-Kopf-Vermögen belief sich nach Abzug der Schulden Ende 2016 auf EUR 168.130. In Westeuropa lag dieser Wert bei EUR 58.910, in Osteuropa, der ärmsten Region, nur bei EUR 4.150.

Globale Vermögensverteilung: Licht...

Die Entwicklung der globalen Vermögensverteilung seit der Jahrtausendwende wird vor allem durch ein Phänomen bestimmt: durch das stürmische Wachstum der globalen Vermögensmittelklasse. Die Zahl ihrer Mitglieder hat sich in diesem Zeitraum von rund 450 Millionen (2000) auf über eine Milliarde Menschen mehr als verdoppelt. Die überwiegende Mehrheit der neuen Mitglieder der Mittelklasse rekrutiert sich dabei aus der Vermögensunterklasse, knapp 600 Millionen Menschen ist seit 2000 der Aufstieg gelungen.

... und Schatten

Trotz des Entstehens einer neuen globalen Vermögensmittelklasse ist die Welt als Ganzes noch weit von einer „gerechten“ Vermögensverteilung entfernt. Wird die Bevölkerung in den von uns untersuchten Ländern in globale Bevölkerungsdezile nach Netto-Geldvermögen pro Kopf eingeteilt, wird deutlich: Die reichsten zehn Prozent der Welt vereinen 79% der Netto-Geldvermögen auf sich. Im Jahr 2000 lag diese Vermögenskonzentration allerdings noch bei 91%. Ebenso ernüchternd ist der Vergleich der Median- und Durchschnittsvermögen: Einem Median-Netto-Geldvermögen pro Kopf von EUR 3.140 steht ein Durchschnittswert von EUR 25.510 gegenüber; im obersten Dezil klettern die durchschnittlichen Netto-Geldvermögen pro Kopf über die Marke von EUR 200.000. Immerhin ist das Median-Vermögen aber seit der Jahrtausendwende deutlich schneller – im Jahr mit durchschnittlich 15,2% – als das Durchschnittsvermögen (+4,8 Prozent) gewachsen. Die (relative) Lücke zwischen beiden Werten wird also kleiner.

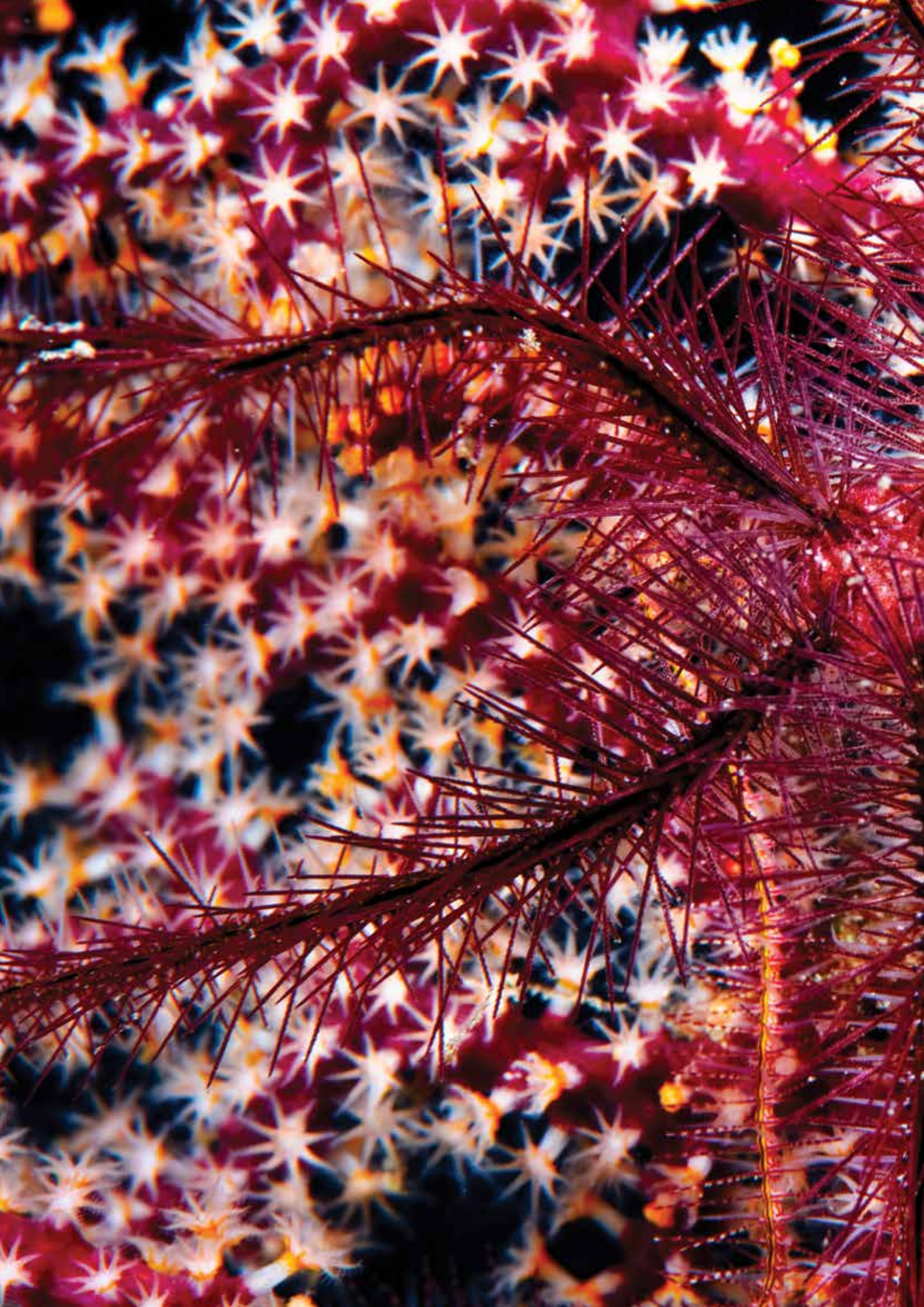
Elefant ohne Rüssel

Mit Hilfe der globalen Vermögensdezile lässt sich das berühmt-berüchtigte „elephant chart“, das das Einkommenswachstum je globalen Bevölkerungsperzentil abbildet, fürs Vermögenswachstum nachbilden. Ähnlichkeiten mit dem Original sind unübersehbar. Vor allem die Haushalte in der oberen Mitte der globalen Vermögensverteilung – die aufstrebende Mittelklasse in den Schwellenländern – profitierten vom Vermögenswachstum der letzten Jahre. Am oberen Ende der Verteilungspyramide gibt es jedoch einen markanten Unterschied: Das Wachstum schwächt sich im zehnten Dezil, dem Dezil mit dem höchsten Netto-

Geldvermögen pro Kopf, deutlich ab. Der Elefant hat keinen Rüssel; im Gegensatz zur Situation bei den Einkommen wachsen die höheren Vermögen langsamer als die mittleren.

Nationale Vermögensverteilung: Trendwende nach der Finanzkrise?

In den Schwellenländern hat sich in den letzten Dekaden die Vermögensverteilung tendenziell verbessert, in den Industrieländern tendenziell verschlechtert; Ausnahmen bestätigen die Regel. Seit der Finanzkrise haben sich diese Trends jedoch abgeschwächt; insbesondere in den Industrieländern rollt der Zug in Richtung ungleichere Verteilung seitdem deutlich langsamer, nicht zuletzt in den USA. Dennoch bleiben die Vereinigten Staaten eines der Länder mit einer sehr ungleichen Verteilung. Dies zeigt auch der direkte Vergleich zwischen Median- und durchschnittlichem Netto-Geldvermögen pro Kopf: In der globalen Rangliste der reichsten Länder nach Median-Werten ständen die USA nicht auf Platz 1 – wie im Ranking nach Durchschnittswerten –, sondern auf Platz 13.





Entwicklung des
globalen Geldvermögens

**Erholung in
turbulenten Zeiten**

2016 war ein politisch turbulentes Jahr. Im Juni stimmten die Briten mehrheitlich für den Austritt aus der EU und im November wählten die Amerikaner Donald Trump zu ihrem neuen Präsidenten. Beide Ergebnisse waren nicht nur überraschend, sondern ihre Implikationen gehen auch weit über die politische Sphäre hinaus, Wirtschaft und Märkte werden noch lange in ihrem Banne stehen.

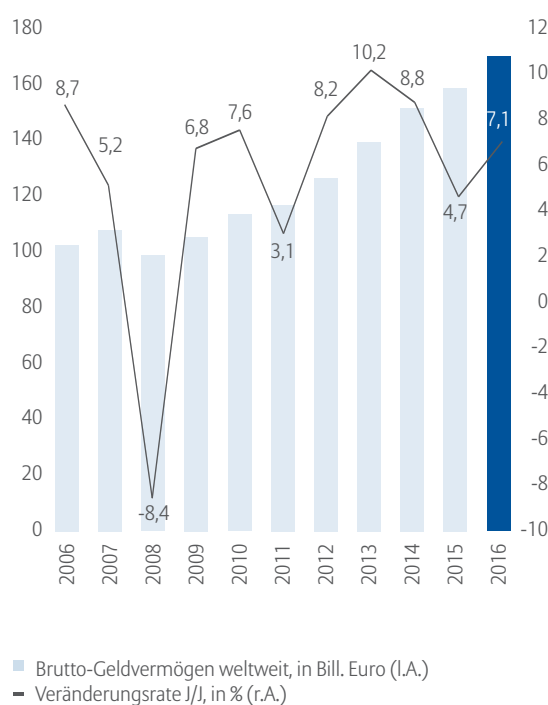
Auf die Entwicklung der privaten Geldvermögen scheint dieser politische Paradigmenwechsel allerdings kaum abgefärbt zu haben. Nach einem schwächeren Jahr 2015 (+4,7%) zog das Wachstum im letzten Jahr wieder an und das Brutto-Geldvermögen in den von uns untersuchten 53 Ländern stieg im Jahresverlauf um 7,1% – was ziemlich genau dem Durchschnitt der Nachkrisenjahre entspricht. Weltweit kletterten die Geldvermögen auf EUR 169,2 Bill. Die privaten Ersparnisse beliefen sich damit auf fast 270% der globalen Wirtschaftsleistung sowie auf 265% der weltweiten Marktkapitalisierung. Theore-

tisch könnten die Haushalte mit ihrem Finanzvermögen die aggregierten Staatsschulden in diesen Ländern dreimal tilgen.

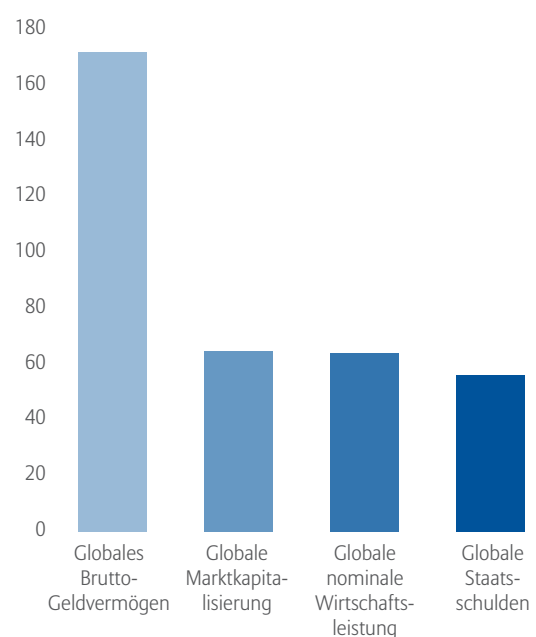
In langfristiger Betrachtung (seit 2006) haben sich die Ersparnisse der Haushalte damit weltweit bei einer mittleren jährlichen Wachstumsrate von 5,5% nicht nur annähernd verdoppelt, sondern sind auch etwas schneller gewachsen als die globale nominale Wirtschaftsleistung (+4,9% in der letzten Dekade). In Pro-Kopf-Rechnung sinken die langfristigen Veränderungsrate jeweils um knapp einen Prozentpunkt auf 4,6% bzw. 4,0%. Abzüglich der Inflationsrate (2,5% im weltweiten Durchschnitt) errechnet sich ein realer Vermögenszuwachs von 2,2% im Mittel pro Jahr und Kopf. Ende 2016 belief sich das mittlere Brutto-Geldvermögen pro Kopf auf globaler Ebene auf EUR 33.560 bei einer nominalen Wirtschaftsleistung von EUR 12.490 im Durchschnitt pro Kopf.

Vermögenswachstum zieht wieder an

Entwicklung des globalen Brutto-Geldvermögens



Ersparnisse der Haushalte im Vergleich 2016, in Bill. Euro



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

Industrieländer holen auf

Im Wesentlichen ging die Wachstumsbeschleunigung im letzten Jahr von den Industrieländern aus. Während die Schwellenländer ihr Tempo aus dem Vorjahr mehr oder weniger hielten (+15,5%), verdoppelte sich das Wachstum in den Industrieländern auf 5,2%. Vor allem zwei Länder stachen dabei heraus: die USA und Großbritannien – also genau die beiden Länder, die 2016 im Epizentrum des politischen Erdbebens waren. Und paradoxerweise dürften es gerade die Marktreaktionen auf die politischen Erschütterungen gewesen sein, die das Vermögenswachstum beflügelten.

In den USA wuchs das Brutto-Geldvermögen 2016 um knapp 6% (nach 2,3% im Jahr zuvor), getragen von kräftigen Zuwächsen im Wertpapiervermögen, die sich hauptsächlich der sog. „Trump-Rallye“ an den Aktienmärkten verdankten. Nachdem der S&P 500 die meiste Zeit des Jahres eher auf der Stelle trat, konnte er durch den Schub zum Jahresende für das Gesamtjahr

noch ein Plus von knapp 10% verzeichnen. In Großbritannien wiederum legte das Geldvermögen um 8% im letzten Jahr zu (nach einem Einbruch von gut 2% im Jahr 2015); verantwortlich dafür zeigte sich die Vermögensklasse Versicherungen und Pensionen, die – dank fallender Zinsen – kräftige Wertgewinne auf ihre Anleihebestände verbuchen konnte. Insgesamt stehen diese beiden Länder für gut 40% des weltweiten Vermögenszuwachses im Jahr 2016 – wobei mit über 35% der Löwenanteil naturgemäß auf die USA entfällt. Ein ähnlich großes Gewicht hat nur noch China, das gut 30% zum letztjährigen Wachstum beisteuerte. Es sind also vor allem diese beiden wirtschaftlichen Schwergewichte, die das globale Vermögenswachstum bestimmen. Auf das restliche Asien (ohne China) und Europa (ohne Großbritannien) entfallen jeweils nur knapp 10%.

Europäer sparen, Amerikaner investieren

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

Seit dem Einbruch durch die Finanzkrise stellten sich die Mittelflüsse in den letzten Jahren relativ stabil dar, lediglich 2013 kam es zu einer kleinen Delle. In der Zusammensetzung der Sparbeiträge lassen sich allerdings größere

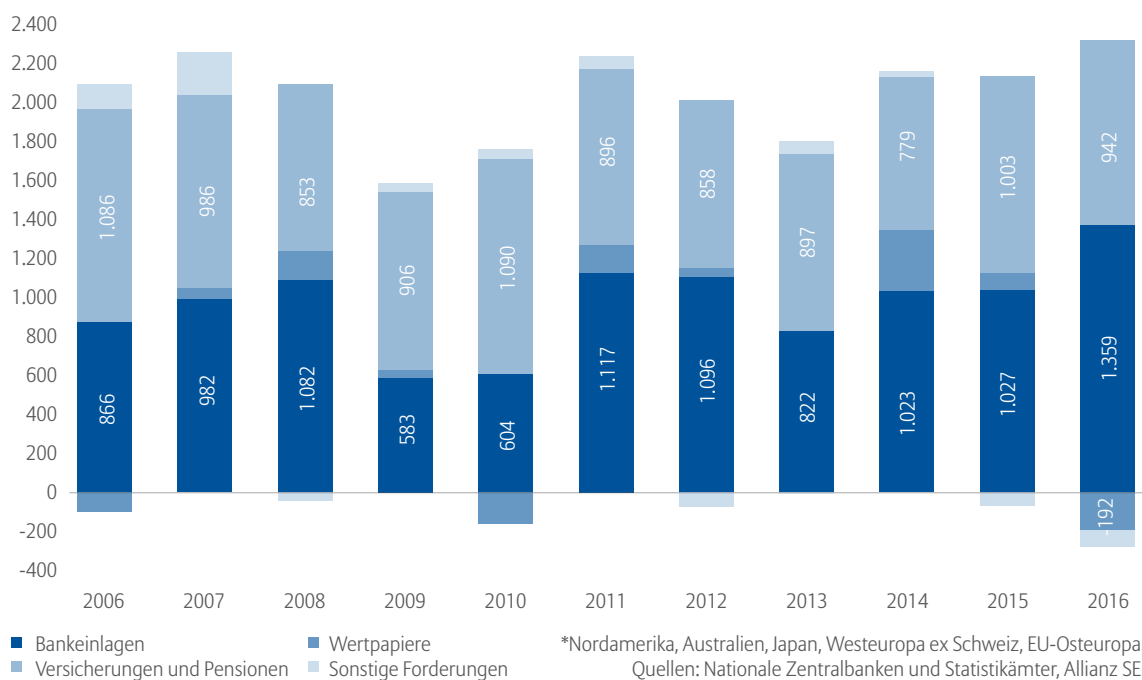
¹ Da nicht für alle Länder detaillierte Daten zu Mittelzuflüssen vorliegen, beschränkt sich die folgende Analyse im Wesentlichen auf die Industrieländer.

Verschiebungen erkennen. Während in den Vor-Krisenjahren etwa 40% der neuen Gelder zu den Banken flossen, erhöhte sich dieser Wert in den Nachkrisenjahren auf durchschnittlich gut 50%; im letzten Jahr wurden sogar zwei Drittel der Mittelzuflüsse zu den Banken gelenkt. Die Treue zu Bankeinlagen ist dabei vor allem in Europa (und Japan) sehr ausgeprägt. Nullzinsen scheinen die Sparer also nicht zu schrecken, Sicherheit und Liquidität zählen offenbar mehr. Dafür sind die Privatanleger auch bereit, einen hohen Preis zu zahlen: Denn trotz noch niedriger Inflation dürfte allein im letzten Jahr die Geldentwertung den Privatanlegern Verluste in Höhe von etwa EUR 300 Mrd. auf ihre Bankeinlagen beschert haben.

Spiegelbildlich zur größeren Beliebtheit von Bankeinlagen hat die Bedeutung von Versicherungen und Pensionen abgenommen, in den letzten Jahren wurden im Schnitt etwa 45% der Spargelder in diese Vermögensklasse investiert. Wertpapiere spielen dagegen seit jeher nur eine marginale Rolle, in vielen Jahren – und so auch 2016 – finden sich die Privatanleger sogar auf der Verkäuferseite wieder. Allerdings gibt es vor allem bei dieser Wertpapierklasse signifikante Unterschiede zwischen den Regionen: Während die Amerikaner in den letzten fünf Jahren für insgesamt über EUR 700 Mrd. Wertpapiere kauften, waren die Europäer in diesem Zeitraum durchgehend auf der Verkäuferseite und trennten sich von Wertpapieren in Höhe von rund EUR 350 Mrd. Damit bestätigen zumindest die letzten Jahre das Klischee von den risikofreudigen Amerikanern – die dem Aktienmarkt ihr Geld anvertrauen – und den ängstlichen Europäern – die den Märkten nicht (mehr) trauen.

Keine Angst vor Nullzinsen

Geldvermögensbildung* nach Anlageklassen, in Mrd. Euro

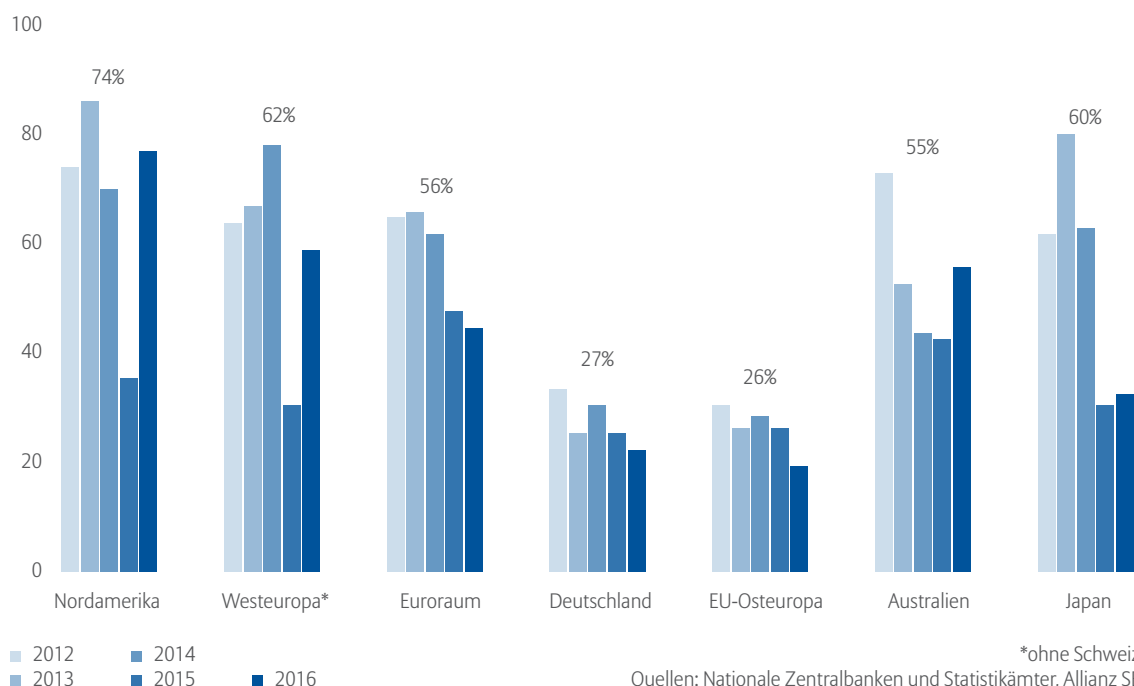


Diese Unterschiede im Sparverhalten spiegeln sich auch in den funktionalen Treibern des Vermögenswachstums wider. In Nordamerika gehen im Schnitt der letzten Jahre rund drei Viertel des Vermögenswachstums auf Wertveränderungen im Bestand zurück. Mit anderen Worten: Nur 25% des Wachstum wurden durch originäre Sparleistungen erzielt. Die Amerikaner lassen vor allem ihr Geld für sich arbeiten. In Europa ergibt sich ein anderes Bild: Während in Westeuropa – mit den marktaffinen britischen Haushalten – der Anteil der Wertveränderungen noch bei knapp über 60% liegt, fällt er im Euroraum auf 56% – immerhin 20 Prozentpunkte unter dem amerikanischen Wert. Im Land der „Sparweltmeister“, Deutschland, trugen die Wertveränderungen im Bestand gar nur rund ein Viertel bei, d.h. Vermögenswachstum wird in erster Linie durch die Anlage frischer Spargelder hart „erarbeitet“. Die Deutschen arbeiten für ihr Geld (wie hart, erläutert die folgende Box).

Ein Wort noch zur Lage in Japan: Der relativ hohe Wert von 60% (durchschnittlicher Anteil der Wertveränderungen am Vermögenswachstum in den letzten fünf Jahren) mag verwundern, lässt sich aber durch zwei Phänomene erklären: Zum einen durch den rapiden Anstieg des Aktienmarkts in den ersten Jahren der „Abenomics“, zum anderen durch die insgesamt niedrigen Sparleistungen der Japaner: Im Zuge der wirtschaftlichen Krise und Alterung der Gesellschaft nähert sich die Sparquote immer weiter der Nulllinie. Die Gelder allerdings, die noch gespart werden, werden nahezu ausschließlich bei Banken angelegt.

Unterschiedliche funktionale Wachstumstreiber

Anteil der Wertveränderungen am gesamten Geldvermögenswachstum, in %
Durchschnitt der letzten fünf Jahre



Geld arbeiten lassen oder fürs Geld arbeiten?

Sparverhalten und Portfoliostruktur sind entscheidende Variablen für den Erfolg der Sparanstrengungen. Dies zeigt ein Vergleich der (impliziten) Renditen des Geldvermögens im Euroraum.

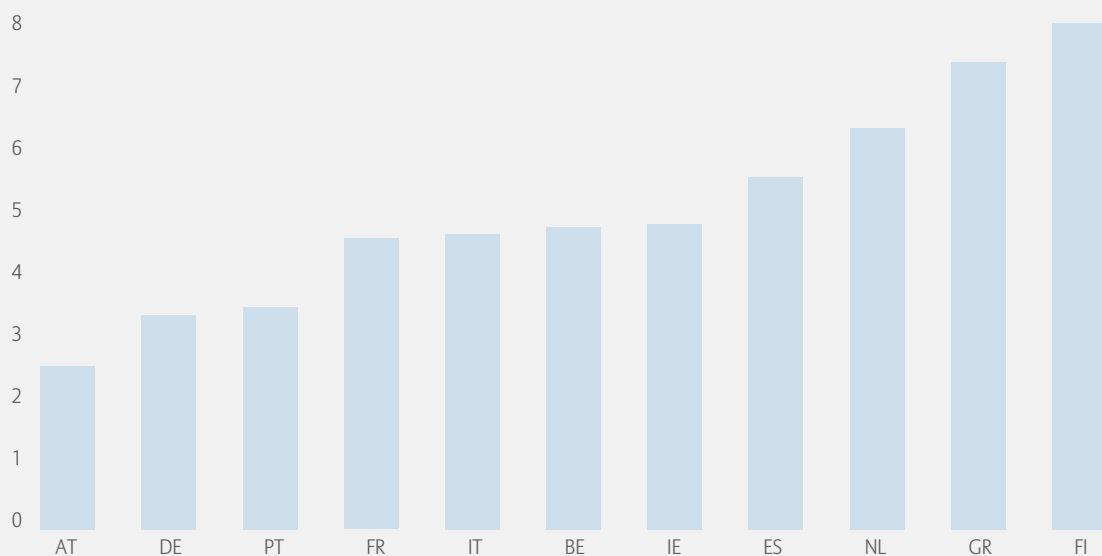
Der Euroraum ist für eine solche Untersuchung besonders geeignet, da hier alle Sparer mit denselben geldpolitischen Rahmenbedingungen konfrontiert sind. Unter der impliziten Rendite des Geldvermögens verstehen wir dabei die Summe aus Wertsteigerungen und Vermögenseinkommen bezogen auf den Bestand. Wir konzentrieren uns dabei auf den Fünfjahreszeitraum 2012 bis einschließlich 2016, der die Phase der extremen Geldpolitik der EZB umfasst – von „whatever it takes“ bis zu Negativzinsen und Wertpapierankäufen. Dabei achten wir auch weniger auf die in einzelnen Jahren erzielten Renditen – die in Abhängigkeit von der Performance an den Aktienmärkten stark schwanken können –, sondern auf die durchschnittliche Rendite über den gesamten Zeitraum hinweg, die eher die strukturellen Aspekte des Sparverhaltens widerspiegelt.

Durchschnittliche Rendite des Geldvermögens in ausgewählten Euroländern

Die Unterschiede zwischen den einzelnen Euroländern sind frappierend, sie reichen von 2,6 Prozent in Österreich bis 8 Prozent in Finnland. Natürlich spielen dabei auch Faktoren eine Rolle, die jenseits der Einflussnahme durch die Sparer liegen, wie eine kräftige (zwischenzeitliche) Erholung der Aktienmärkte, die beispielsweise in Griechenland die Rendite 2013 nach oben trieb. Aber es ist sicher kein Zufall, dass Finnland und die Niederlande am besten abschneiden: Unter den betrachteten Ländern weist Finnland die höchste Wertpapierquote im Portfolio auf und die niederländischen Haushalte sind mit Abstand am stärksten in Pensionsfonds (mit ihrer relativ ausgeprägten Aktienmarktnähe) engagiert. Auf der anderen Seite ist der Anteil der Bankeinlagen am

Einheitliche Geldpolitik, unterschiedliche Wirkungen

Durchschnittliche nominale Renditen des Geldvermögens, 2012 – 2016, in %



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Allianz SE.

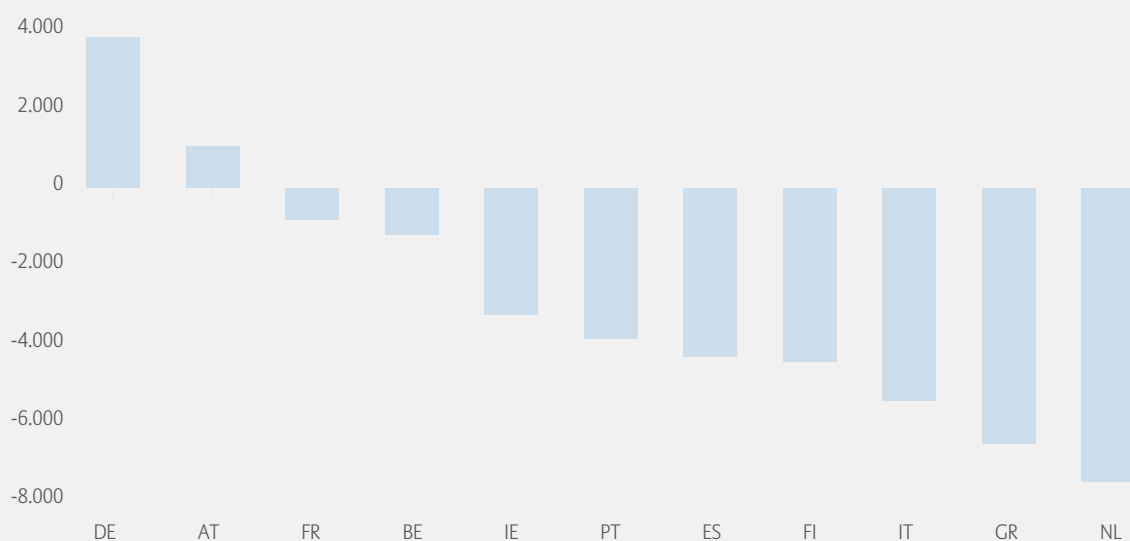
Geldvermögen in Österreich, Deutschland und Portugal am höchsten: Sicherheits- und liquiditätsorientiertes Sparen kostet Rendite.

Eine einfache Simulationsrechnung zeigt, um wieviel Geld es dabei geht: Hätten zum Beispiel die deutschen Haushalte in den letzten fünf Jahren nicht etwa 40% ihres Geldvermögens mit Verlust bei den Banken geparkt – die reale Rendite dieser Anlage betrug im Durchschnitt dieser Jahre -0,3% –, sondern „nur“ 30% und mit den so frei gewordenen Mitteln Aktien gekauft, wäre die Vermögensrendite in diesem Zeitraum um 1,2 Prozentpunkte höher ausgefallen. Die dadurch erzielten zusätzlichen Vermögenseinnahmen hätten bei knapp EUR 60 Mrd. pro Jahr bzw. EUR 290 Mrd. für die gesamten fünf Jahre gelegen.

Statt einer Portfolioumschichtung in Richtung risiko- und renditeorientierter Anlagen haben sich die deutschen Sparer jedoch für einen anderen Weg entschieden, die Verluste der extremen Niedrigzinsen zu kompensieren: Sie haben ihre Sparleistungen aus Arbeitseinkommen deutlich erhöht. Mit Erfolg: Wird das Wachstum der Pro-Kopf-Geldvermögen seit 2012 betrachtet, fällt auf, dass Deutschland – trotz miserabler Rendite – keineswegs das Schlusslicht bildet. Mit einer Gesamtrate von 24,1 Prozent liegt es vielmehr über dem Durchschnitt des Euroraums (21,3 Prozent) und deutlich vor Ländern wie Portugal (8,1 Prozent), Italien (15,9 Prozent) oder auch Frankreich (20,5 Prozent). Dieser Erfolg ist jedoch teuer erkauft: Deutschland ist – neben Österreich – das einzige Land, in dem Sparleistungen aus dem Arbeitseinkommen zum Vermögensaufbau beitrugen. In allen anderen Ländern verhält es sich dagegen genau umgekehrt: Die Vermögen wachsen allein durch Wertveränderungen und Sparleistungen aus Vermögenseinkommen; die Arbeitseinkommen werden nicht angetastet. Im Gegenteil: Vermögenseinkommen – und im Fall Portugals auch Wertsteigerungen – werden dazu genutzt, das Arbeitseinkommen aufzubessern: Das Geld arbeitet für die Sparer. In Deutschland (und Österreich) dagegen arbeiten die Sparer hart, um ihre Vermögen vor den Niedrigzinsen zu schützen: Seit 2012 haben beispielsweise die deutschen Sparer etwa EUR 310 Mrd. oder knapp EUR 4.000 pro Kopf ihrer Arbeitseinkommen – mit steigender Tendenz – statt in den Konsum in ihren Vermögensaufbau geleitet. Dadurch sind sie bisher weitgehend ohne Verluste durch die Niedrigzinsphase gekommen. Dass dies jedoch auch auf anderem Wege möglich gewesen wäre, hat die obige Simulationsrechnung gezeigt.

Sparen gegen die Niedrigzinsen

Sparleistungen pro Kopf aus Arbeitseinkommen, 2012 – 2016 kumuliert, in Euro



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Allianz SE.

Wertpapiere: Anteil am Vermögensportfolio wieder auf Vorkrisenniveau

Obwohl die Privatanleger in den Industrieländern im letzten Jahr per Saldo sogar Gelder aus Aktien, Anleihen und Investmentfonds abzogen, konnte diese Wertpapierklasse 2016 mit 8,7% den stärksten Zuwachs unter allen Vermögensklassen verzeichnen. Die Veränderungsrate gegenüber 2015 befand sich damit etwa auf dem Niveau der Nachkrisenjahre, aber deutlich unter den starken Börsenjahren 2012, 2013 und 2014, in denen die Wertpapierklasse jeweils zweistellig zulegte.

Zwei Faktoren sind vornehmlich für diese gute Entwicklung verantwortlich. Einmal die Jahresendrallye an den Aktienmärkten nach der US-Präsidentenwahl. Vor allem in Nordamerika konnte das Wertpapiervermögen dadurch kräftig zulegen (+7%); in Europa verhinderte der veröhnliche Jahresabschluss, dass die Wertpapierklasse ins Minus rutschte, am Ende stand eine schwarze Null zu Buche. Zum anderen verzeichneten Aktien und andere Wertpapiere in Asien (ex Japan) hohe Wachstumsraten, in dieser Region legte die Wertpapierklasse um knapp 23% zu. Wachstumstreiber waren dabei aber weniger die Börsenentwicklung – die Börse in Shanghai beispielsweise verlor 2016 gut 12% –, sondern hohe Zuflüsse. Insbesondere in China sind fond-sähnliche Produkte aufgrund der strikten Regulierung der Einlagenzinsen nach wie vor äußerst beliebt. Einen kräftigen Zuwachs (knapp 12%) konnte die Wertpapierklasse auch in Lateinamerika verbuchen, dieses Plus relativiert sich allerdings vor dem Hintergrund einer Inflationsrate von mehr als 10%.

Rund um den Globus summierte sich das Wertpapiervermögen der Privathaushalte Ende 2016 auf EUR 68,7 Bill. Die Anlageklasse bestritt damit einen Anteil von knapp 41% der gesamten Ersparnisse. Damit liegt sie wieder auf dem Niveau von vor der Krise.

Versicherungen und Pensionen: Wertsteigerungen dank fallender Zinsen

Die zweite große Anlageklasse im Vermögensportfolio, die Ansprüche der Privathaushalte gegenüber Versicherungen und Pensionseinrichtungen, verzeichnete auf globaler Ebene im Jahresverlauf 2016 einen Zuwachs von insgesamt 6%. Damit erzielte sie zwar das schwächste Wachstum aller Vermögensklassen, konnte ihr Wachstumstempo gegenüber 2015 aber beinahe verdoppeln.

Mit Ausnahme Lateinamerikas – wo das Wachstum allerdings inflationsgetrieben zweistellig blieb – konnten alle Regionen im letzten Jahr höhere Zuwachsraten verbuchen. Besonders markant war dabei der Sprung in Westeuropa, das Wachstum schnellte von 1,8% (2015) auf 8% in die Höhe. Ursächlich waren allerdings nicht stärkere Zuflüsse – die in etwa auf dem Vorjahresniveau verharrten –, sondern Wertveränderungen im Bestand, vor allem im Anleihebestand, der von fallenden Zinsen profitierte. Neben Großbritannien betraf dies vor

allem Frankreich (+13,1%) und die Niederlande (+9,5%). Wie wenig diese Zuwächse das tatsächliche Sparverhalten widerspiegeln, zeigt das Beispiel Frankreichs, wo die Privatanleger ihre Anlagen bei Versicherungen und Pensionen im letzten Jahr um knapp 17% reduzierten. Die bevorstehende Zinswende könnte die Wertgewinne des letzten Jahres also schnell wieder ausradieren. Während Versicherungen und Pensionen in Nordamerika ein solides Jahr hatten (+4,5%), war die Entwicklung in Asien (ex Japan) und Osteuropa deutlich dynamischer, die Zuwachsraten lagen jeweils über 10%. Allerdings spielt diese Vermögensklasse in beiden Regionen noch eine untergeordnete Rolle.

Insgesamt übertraf der globale Bestand an Versicherungen und Pensionen mit EUR 50,5 Bill. erstmals die 50-Billionen-Euro-Marke – dies ist ein Plus von 56% gegenüber dem Höchststand von vor der Finanzkrise. Dennoch verzeichnete diese Anlageklasse, im Vergleich zu Wertpapieren und Bankeinlagen, in der letzten Dekade den schwächsten Zuwachs. Ihr Anteil am Vermögensportfolio ist daher auch leicht gefallen, um einen halben Prozentpunkt auf knapp 30%.

Bankeinlagen: Keine Angst vor Nullzinsen

Die Popularität der Anlageklasse Bankeinlagen als „sicherer Hafen“ und Liquiditätsgarant ist ungebrochen. Mit 6,3% erzielten Sicht-, Termin- und Spareinlagen 2016 wieder ein kräftiges Wachstum, das nicht nur über dem

Durchschnittswachstum der Nachkrisenjahre, sondern auch einen glatten Prozentpunkt über dem des Vorjahres lag. Insgesamt summierte sich das in Form von Bankeinlagen gehaltene Vermögen Ende 2016 auf EUR 45,8 Bill. und lag damit 70% über dem Niveau des Jahres 2007. Verglichen mit den Vorkrisenjahren liegt ihr Anteil am Vermögensportfolio mit gut 27% immer noch zwei Prozentpunkte höher.

Der Zuwachs der Bankeinlagen speist sich in Zeiten der Nullzinsen naturgemäß aus dem Zufluss frischer Spargelder. Im letzten Jahr erhöhten die Haushalte² diese Sparanstrengungen um knapp 30%; in der Eurozone schnellten die Gelder, die bei Banken angelegt wurden, sogar um über 50% in die Höhe. Als Konsequenz verzeichneten Bankeinlagen im Euroraum mit 4% das höchste Wachstum seit 2008. Diese Entwicklung lässt sich auf zweierlei Weise interpretieren: Zum einen spiegelt sich im stärkeren Zustrom an Spargeldern die wirtschaftliche Erholung Europas wider, steigende Löhne und mehr Arbeitsplätze verschaffen den Haushalten größere finanzielle Spielräume. Zum anderen spricht aus der Tatsache, dass zwei Drittel der Ersparnisse zu den Banken getragen werden – die dafür keine Zinsen bieten – ein nach wie vor tiefes Misstrauen gegenüber dem Zustand der europäischen Finanzmärkte. Die Europäische Zentralbank konnte daran bisher mit ihrer extrem expansiven und unkonventionellen Geldpolitik wenig ändern. Viele Menschen dürfte vielmehr das fortgesetzte Operieren der Geldpolitik im Krisenmodus als Bestätigung ihrer Zweifel ansehen.

² Diese Werte beziehen sich auf die Haushalte in Nordamerika, Westeuropa (ex Schweiz), EU-Osteuropa, Australien und Japan.

Neben Westeuropa verzeichnete auch Nordamerika 2016 ein Anziehen des Wachstums bei Bankeinlagen (auf 6,6%), auch hier getrieben durch höhere Zuflüsse, die ein Plus von 30% erzielten. Offenbar wollten viele Privatanleger in den USA im Vorfeld der richtungsweisenden Präsidentenwahl auf Nummer Sicher gehen: Die Mittel, die zusätzlich zu den Bankflossen, entsprachen ziemlich genau der Summe, die weniger in Aktien, Anleihen und Fonds investiert wurde. Auch in Asien (ex Japan) legte das Wachstum der Bankeinlagen leicht zu; mit 9,6% blieb es allerdings unter dem zweistelligen Durchschnitt der Nachkrisenjahre. In den beiden anderen aufstrebenden Regionen, Lateinamerika und Osteuropa, schwächte sich das Wachstum dagegen ab – in Lateinamerika gar das fünfte Jahr in Folge. Dahinter dürfte weniger eine stärkere Diversifikation der Spargelder auf verschiedene Anlageklassen zu vermuten sein,

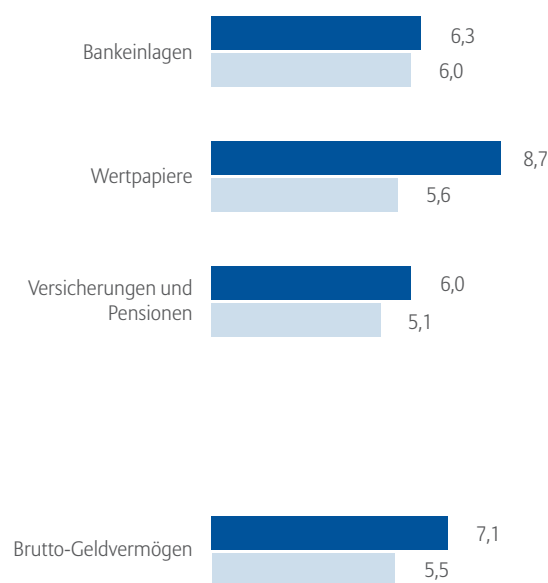
sondern vielmehr die schwächere wirtschaftliche Entwicklung. Dies trifft insbesondere auf die lateinamerikanische Situation zu, wo Bankeinlagen zwar mit gut 8% wuchsen, damit aber auch klar hinter der Inflationsrate zurückblieben.

Ungebrochenes Vermögenswachstum in Asien

Die asiatischen Haushalte verfügten Ende 2016 über Ersparnisse in Höhe von insgesamt EUR 47,6 Bill. Seit 2006 hat sich das private Geldvermögen der Region bei einer mittleren jährlichen Wachstumsrate von 8,0% mehr als verdoppelt. Bereits im Jahr 2012 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 1,1% im Mittel pro Jahr an-

Wertpapiere mit dem höchsten Zuwachs

Veränderung der Anlageklassen, in %

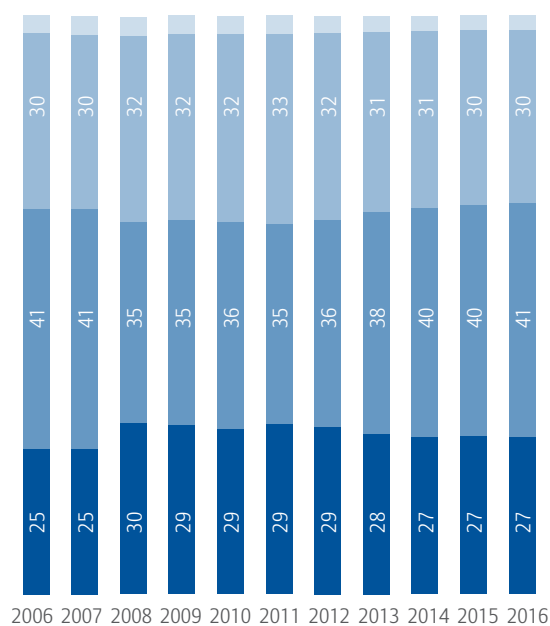


■ 2016/2015

■ CAGR* 2006-2016

*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens



■ Bankeinlagen

■ Wertpapiere

■ Versicherungen und Pensionen

■ Sonstige Forderungen

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

stieg und für beinahe ein Drittel der gesamten Ersparnisse in Asien steht, verdoppelt sich das jährliche Durchschnittswachstum nahezu auf rund 15%. Im Jahresverlauf 2016 hat sich das Vermögenswachstum in diesem Länderkreis gegenüber 2015 sogar noch einmal um gut einen halben Prozentpunkt auf 15% beschleunigt. Das rasante Wachstumstempo Asiens (ex Japan) erreichte keine andere Region – 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 fast 21% pro Jahr zulegte. Der Anteil der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt am Geldvermögen in der Region Asien (ex Japan) kletterte in diesem Zeitraum um 28 Prozentpunkte auf rund 69%. 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 lediglich ein Viertel des privaten Geldvermögens in Japan – Ende letzten Jahres hingegen waren diese sogar um annähernd 50% höher. Der Anteil der gesamten Region Asiens (ex Japan) am globalen Vermögensstock hat sich in diesem Zeitraum mehr als verdoppelt, auf rund 19%.

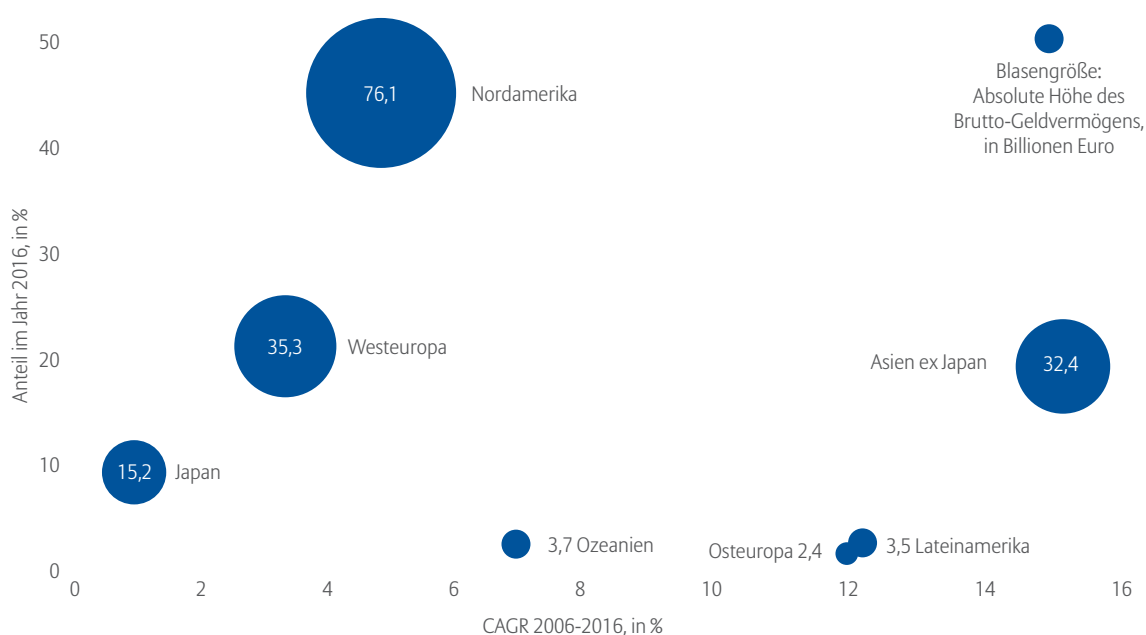
Der wirtschaftliche Aufstieg Chinas mit seinem schier unersättlichen Hunger nach Rohstoffen trug mittelbar auch zum Aufschwung in Lateinamerika bei: Hohe Weltmarktpreise für Erdöl, Kupfer und andere Rohstoffe sicherten der an Bodenschätzen so reichen Region steigende Exporteinnahmen und Kapitalzufuhren. 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 2006 bis 2016 eine jährliche Zuwachsrate von 12% im Durchschnitt – wobei sich die Wachstumsdynamik seit 2011 deutlich abschwächte. Das nachlassende Wachstum in China und der Preisverfall an den Rohstoffmärkten stürzte die Region in eine Krise, die auch beim privaten Vermögensaufbau ihre Spuren hinterließ: Während die Ersparnisse der Haushalte in der ersten Hälfte der letzten Dekade noch im Mittel einen Anstieg von knapp 15% pro Jahr verzeichneten, ging die Zuwachsrate in der zweiten Hälfte auf knapp 10% zurück. Der Großteil davon wird zudem von der steigenden Geldentwertung aufgeessen: Im vergangenen Jahr verbuchte das Geldvermögen in der Region zwar einen Anstieg von knapp 11% – nach Abzug der durchschnittlichen Teuerungsrate von rund 10% blieb den Haushalten davon allerdings kaum etwas übrig. Trotz der Abkühlung der letzten Jahre haben sich die Vermögen der Haushalte Lateinamerikas seit 2006 mehr als verdreifacht und summierten sich Ende 2016 auf fast EUR 3,5 Bill. Der regionale Anteil am globalen Brutto-Geldvermögen kletterte in diesem Zeitraum von 1,1% auf 2,1%.

Eine spürbare Entschleunigung des Vermögenswachstums war auch in Osteuropa zu beobachten. Zwar legten die Ersparnisse der Haushalte im vergangenen Jahr mit 7,9% etwas schneller zu als im globalen Durchschnitt. Allerdings geht das Wachstumstempo nun schon über die letzten drei Jahre hinweg kontinuierlich zurück. Die Vermögensentwicklung verlangsamte sich somit in der zweiten Hälfte der vergangenen Dekade auf einen mittleren jährlichen Anstieg von 10,4%, während die Ersparnisse von 2006 bis 2010 noch mit durchschnittlich 13,7% pro Jahr wuchsen. Diese Entwicklung fiel dabei in den Ländern außerhalb der Europäischen Union noch viel markanter aus als in den EU-Mitgliedsstaaten Osteuropas – 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 Schwellenländern. Ein klassisches Beispiel hierfür ist Japan. In Pro-Kopf-Rechnung zählt das Land mit einem Brutto-Geldvermögen von EUR 118.950 zu den zehn reichsten Ländern weltweit. Mit durchschnittlich nur 1,1% pro Jahr seit 2006 wuchs der private Vermögensstock aber sogar noch deutlich langsamer als in Westeuropa oder Nordamerika (+3,4 % bzw. +4,8% 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

Vermögen und Wachstum nach Regionen

Anteil am globalen Brutto-Geldvermögen 2016 und durchschnittliches jährliches Wachstum seit 2006



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

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 fast EUR 2,7 Bill. Allerdings spielt diese Anlageklasse mit einem Anteil von 18% am Portfolio eine eher untergeordnete Rolle, so dass der Gesamteffekt bescheiden blieb. 2016 trat der Nikkei beinahe auf der Stelle (+0,4%), das Wertpapiervermögen verzeichnete immerhin ein Plus von 2,4%. Das Wachstum des gesamten Geldvermögens der Japaner lag mit 1,8% im letzten Jahr marginal über dem Vorjahresniveau (+1,7%). In Summe beliefen sich die Ersparnisse der Japaner Ende 2016 auf EUR 15,2 Bill. Der Anteil am globalen Geldvermögen ging im Laufe der vergangenen Dekade von 13,4% auf 9,0% zurück.

Mehr als doppelt so schnell wie in Japan wuchs im letzten Jahr das Finanzvermögen der Haushalte in Westeuropa, wo die Zuwachsrate im Vorjahresvergleich um zwei Prozentpunkte auf 4,7% anstieg. Die Entwicklung verlief damit wieder dynamischer als im langfristigen Durchschnitt (+3,4% pro Jahr). Die schwache Performance der Wertpapierklasse (+0,6%) konnte dank kräftiger Wertgewinne der in Form von Versicherungen und Pensionen gehaltenen Vermögen sowie – auf hohem Niveau – stabiler Mittelzuflüsse mehr als wettgemacht werden. Die Präferenz für schnell liquidierbare Anlagen ist in Westeuropa zwar nicht so ausgeprägt wie in Japan. Mit einem Portfolioanteil von 30,0% lagen Ende 2016 aber mehr Ersparnisse auf Sparkonten als im Durchschnitt der Industrieländer

(23,9%). Risikoreichere Investments wie Aktien und andere Wertpapiere kamen auf einen Anteil von 26,5%. Das beliebteste Sparprodukt bleiben Versicherungen und Pensionen, auf die insgesamt 40,9% des Portfolios entfielen. Insgesamt summierten sich die Ersparnisse der westeuropäischen Haushalte auf EUR 35,3 Bill. oder knapp 21% des globalen Vermögensstocks.

Eine risikofreudigere Investmentstrategie verfolgen die Haushalte in Nordamerika. Dort bestritt die Wertpapierklasse Ende letzten Jahres mit 51,4% mehr als die Hälfte des Vermögensportfolios. Die in Japan und Westeuropa so populären Bankeinlagen kamen hingegen nur auf einen Anteil von 14,0%. Fast 32% 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 2006 bezifferte sich in Nordamerika auf 4,8% und lag damit über dem westeuropäischen (+3,4%) sowie dem japanischen (+1,1%) Mittelwert. Im letzten Jahr verlief die Entwicklung dank des „Trump-Effekts“ an den Börsen sogar überdurchschnittlich – der gesamte Vermögensbestand verzeichnete einen kräftigen Anstieg von 6,0% auf EUR 76,1 Bill. Mit einem Anteil von rund 45% am globalen Geldvermögen ist Nordamerika die reichste Region der Erde.

Den mit Abstand höchsten Vermögenszuwachs unter den wohlhabenderen Regionen verbuchte 2016 aber Ozeanien: Die Ersparnisse der Haushalte Australiens und Neuseelands legten um insgesamt 7,6% zu – 2,3 Prozentpunkte mehr als die entwickelten Volkswirtschaften im Durchschnitt. Die gute Performance speist

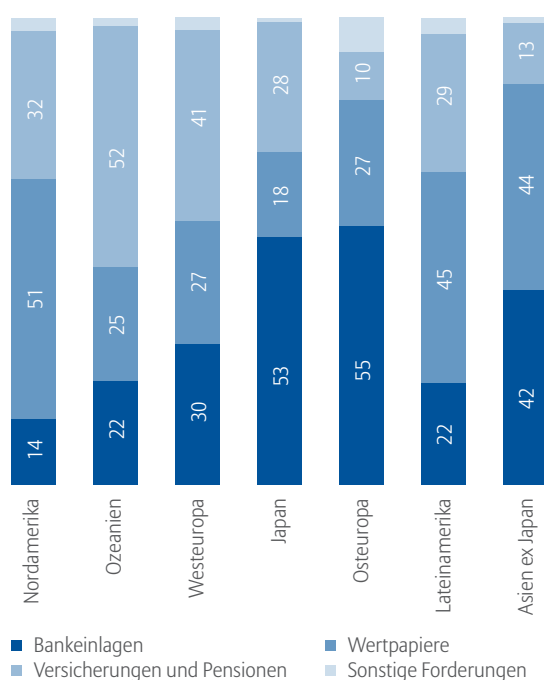
sich insbesondere aus dem kräftigen Zuwachs des in Form von Versicherungen und Pensionen gehaltenen Vermögens (+10,2%) sowie der Bankeinlagen (+7,3%). Auch im langfristigen Vergleich fällt die positive Vermögensentwicklung Down Under ins Auge. Nicht zuletzt dank des vergangenen Rohstoffbooms war auch das jährliche Durchschnittswachstum der letzten Dekade mit 6,9% relativ hoch. Zum Vergleich: Der Industrieländerdurchschnitt lag bei „nur“ 4,1%. Insgesamt haben sich die privaten Ersparnisse in Ozeanien seit 2006 mehr als verdoppelt und summierten sich Ende 2016 auf EUR 3,7 Bill. Etwas mehr als die Hälfte ihres Vermögens investieren die Haushalte in Versicherungen und Pensionen. Bankeinlagen und Wertpapiere halten sich mit einem Anteil von 22,1% und 24,5% am Portfolio beinahe die Waage.

Ärmere Regionen holen auf

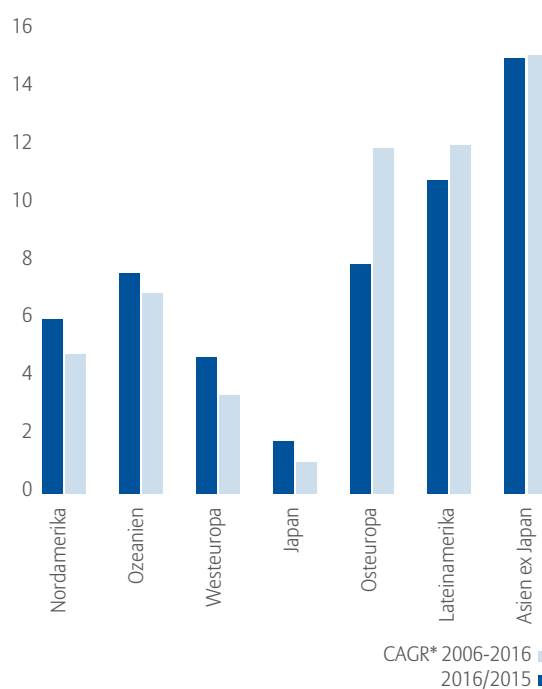
Obwohl das Vermögenswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften über die vergangene Dekade hinweg durchschnittlich mehr als viermal so hoch war wie in den Industrieländern, verschieben sich die Gewichte auf der Vermögensweltkarte nur langsam. Seit Ende 2006 ist der Anteil Nordamerikas und Westeuropas am globalen Brutto-Geldvermögen zwar um knapp 9 Prozentpunkte gesunken. Ende letzten Jahres verfügten die beiden Regionen zusammen aber immer noch über zwei Drittel des globalen Vermögensstocks. Mit einem „Weltanteil“ von rund 45% war Nordamerika die reichste Region der Erde. Im asiatisch-pazifischen Raum konzentrierten sich weitere 9,0% auf Japan sowie 2,2% auf Australien und Neuseeland. Insgesamt lagen damit mehr als drei Viertel des globalen

Vermögensstruktur und -wachstum nach Regionen

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2016



Veränderung des Brutto-Geldvermögens, in %



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

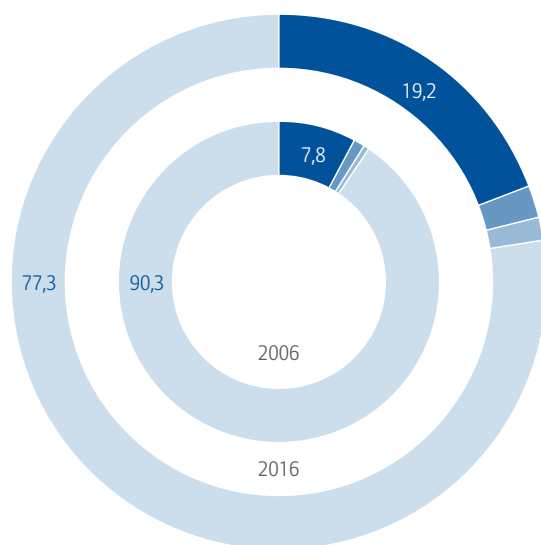
Geldvermögens in den Händen der Privathaushalte, die in den reicheren Teilen der Welt leben. Dabei stellen diese Haushalte weniger als ein Fünftel (knapp 19%) der Gesamtbevölkerung dar. Die verbleibenden knapp 23% des weltweiten Finanzvermögens verteilen sich auf Lateinamerika (2,1%), Osteuropa (1,4%) und die übrigen Nationen Asiens (19,2%), also auf insgesamt rund 4 Milliarden Menschen. Allein im letzten Jahr stieg ihr Anteil am globalen Geldvermögen um 1,4 Prozentpunkte 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 rund 53% Ende 2016 weit unter dem Anteil am weltweiten Vermögen,

auch der Rückgang um zwölf Prozentpunkte seit 2006 fiel stärker aus als beim Vermögensstock. Vice versa stieg das Gewicht der ärmeren Regionen seither um fast 16 Prozentpunkte auf gut 37% der globalen Wirtschaftstätigkeit an. Noch dramatischer ist der Bedeutungszuwachs der aufstrebenden Volkswirtschaften am weltweiten Wirtschaftswachstum: Steuern die Regionen Asien (ex Japan), Lateinamerika und Osteuropa 2006 noch knapp 42% des absoluten Zuwachs des globalen Bruttoinlandsprodukt bei, waren es 2016 schon rund 62%. Beim Vermögenswachstum sind es erst rund 40%. Wobei aber in beiden Fällen das Gros auf die rasante Aufholjagd Asiens zurückzuführen ist, genauer gesagt auf China: Das Reich der Mitte war 2016 allein für gut 26% des weltweiten Wirtschaftswachstums und 30% des globalen Vermögenswachstums verantwortlich.

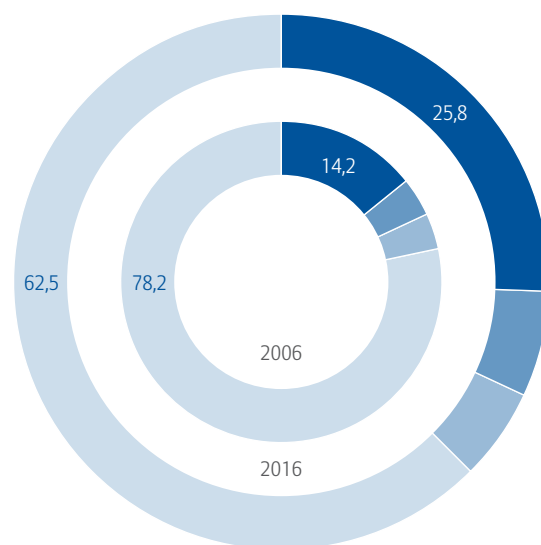
Langsamer Aufholprozess beim Vermögen

Anteil am globalen Geldvermögen, in %



■ Asien ex Japan
■ Lateinamerika
■ Osteuropa
■ Übrige Welt

Anteil an der globalen Wirtschaftsleistung, in %



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

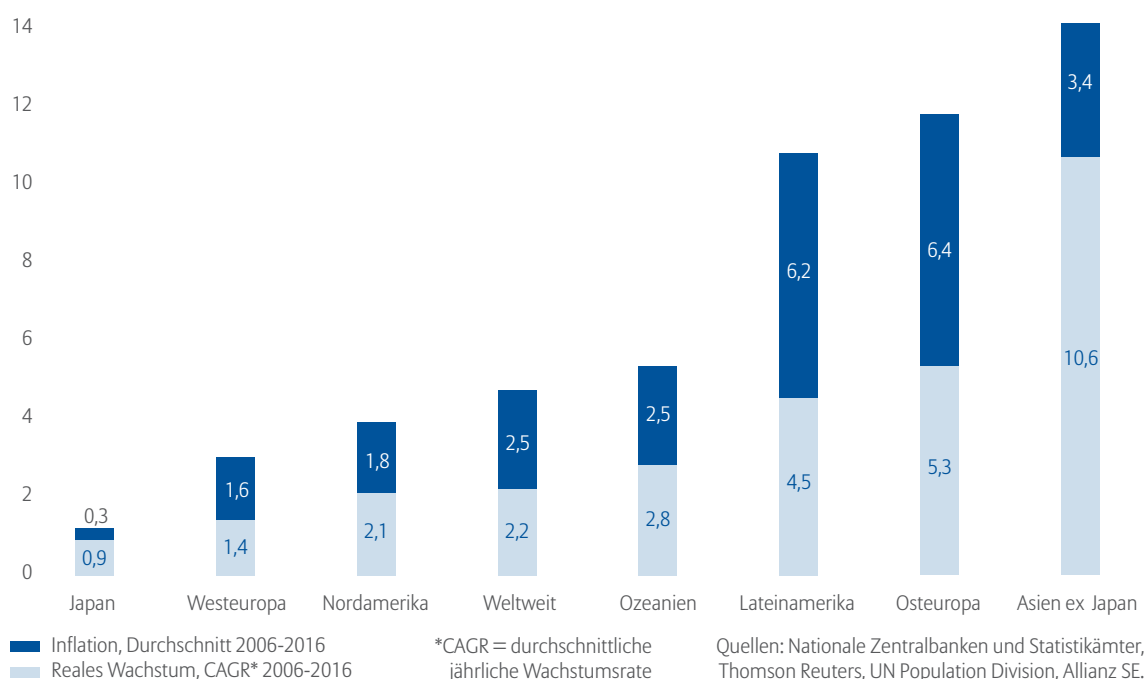
Geldentwertung nagt am Vermögensaufbau

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 Vermögenswachstums, 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 5,3% (statt 11,7%) bzw. 4,5% (statt 10,8%). Klarer Spitzenreiter im langfristigen Vergleich bleibt auch nach Abzug der Teuerungsrate Asien (ex Japan), das immer noch 10,6% Wachstum p.a. seit 2006 erreicht.

Geldentwertung nagt vor allem in Lateinamerika und Osteuropa am Vermögen

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



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 2,1% Wachstum pro Jahr (reales Brutto-Geldvermögen pro Kopf seit 2006), Westeuropa bei nur noch 1,4% – und liegt damit in der inflationsbereinigten Betrachtung nur noch knapp vor Japan mit 0,9%. Deutlich kleiner als in der langfristigen Analyse wird der Keil, den die Inflation zwischen nominale und reale Wertentwicklung treibt, wenn nur die Entwicklung im vergangenen Jahr in den Blick genommen wird. Hier kam den Sparern in Nordamerika, Westeuropa und Japan die weitestgehende Abwesenheit von Preissteigerungen entgegen, so dass die Vermögen unterm Strich kaum an Kaufkraft verloren. Dies unterstreicht einmal mehr, dass der hartnäckige Kampf der Zentralbanken für höhere Inflationsraten nicht unbedingt auch im Interesse der Sparer liegt.





Entwicklung der globalen
Verbindlichkeiten

**Rückkehr des Schul-
denwachstums**

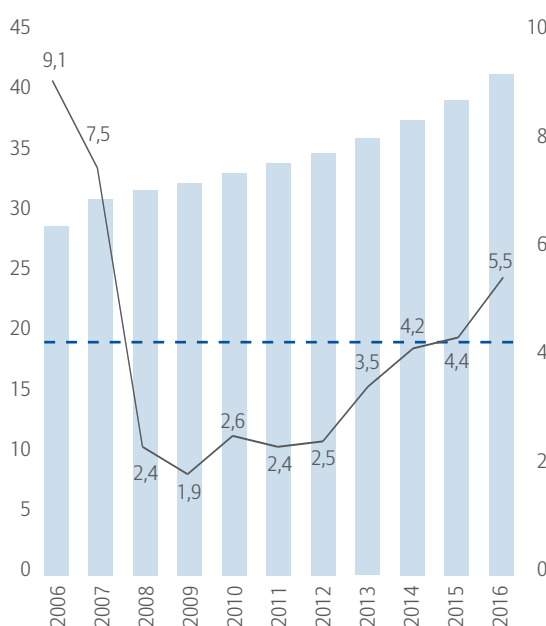
2016 übertrafen die Verbindlichkeiten der Privathaushalte weltweit erstmals die Marke von EUR 40 Bill. Die Zuwachsrate lag mit 5,5% über dem Vorjahresniveau von 4,4%. Bereits seit 2013 nahm das Schuldenwachstum wieder spürbar zu und scheint allmählich wieder auf gewohntes Terrain zurückzukehren. Zum 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 fast 18 Prozentpunkte nach oben.

Hinter dem globalen Schuldenwachstum verbergen sich allerdings unterschiedliche Entwicklungen auf regionaler Ebene. Im Ver-

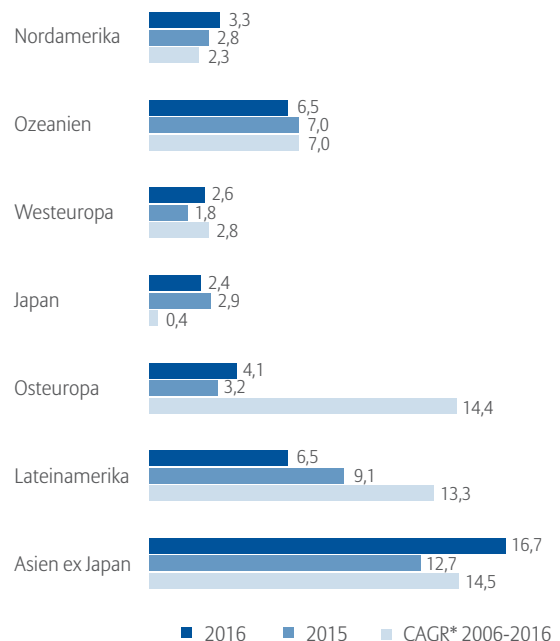
gleich zu 2015 beschleunigte sich das Wachstumstempo im Jahresverlauf in Nordamerika (von +2,8% auf +3,3%), Westeuropa (von +1,8% auf +2,6%) und Osteuropa (von +3,2% auf 4,1%). Eine moderate Verlangsamung war in Japan (von +2,9% auf +2,4%) zu beobachten, während in den übrigen Ländern der Region die privaten Schulden in Summe mit 16,7% wuchsen und damit um 4 Prozentpunkte schneller als 2015. Die Haushalte in Lateinamerika hingegen nahmen den Fuß vom Gaspedal: Die ausstehende Kreditsumme wuchs im letzten Jahr um 6,5% und damit 2,6 Prozentpunkte langsamer als 2015. Und sogar in Ozeanien, wo die Schulden im Industrieländervergleich überdurchschnittlich schnell ansteigen, ging die Wachstumsgeschwindigkeit immerhin um einen halben Prozentpunkt auf 6,5% zurück.

Rückkehr des globalen Schuldenwachstums – Unterschiedliche Entwicklungen auf regionaler Ebene

Entwicklung der globalen Schuldenlast



Schuldenwachstum nach Regionen, in %



■ Verbindlichkeiten weltweit, in Bill. Euro (I.A.) ■ CAGR* 2006-2016, in % (r.A.)
 ■ Veränderungsrate I/I, in % (r.A.)

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

Im langfristigen Durchschnitt stehen Osteuropa und Asien (ex Japan) mit durchschnittlichen jährlichen Zuwachsraten von jeweils rund 14% im Zeitraum von 2006 bis 2016 gemeinsam an der Spitze in puncto Schuldenwachstum. Die Passiva dieser Haushalte haben sich damit über die vergangene Dekade hinweg mehr als vervierfacht. Gerade in Osteuropa, das stark vom wirtschaftlichen Zustand des Euroraums abhängt, waren die Haushalte mit dem Ausbruch der Finanzkrise aber gezwungen, ihre Schuldenaufnahme drastisch zu drosseln. Schließlich waren in den Vorkrisenjahren Zuwächse von über 30% pro Jahr die Regel.

Innerhalb Osteuropas sind die Wachstumsdifferenzen im langfristigen Vergleich zwischen den EU-Mitgliedsstaaten und den Ländern außerhalb der Europäischen Union allerdings signifikant: Während die Schulden in den Mitgliedsländern von 2006 bis 2016 im Mittel um rund 10% anstiegen, legten die Verbindlichkeiten in den übrigen Ländern der Region sogar um durchschnittlich gut 22% pro Jahr zu. Das rasanteste Wachstum in Kasachstan, Russland, Serbien, der Türkei und der Ukraine relativiert sich aber, wenn man bedenkt, dass die Haushalte dort von einem sehr niedrigen Niveau aus starteten: Die mittlere Pro-Kopf-Verschuldung lag im Jahr 2006 in diesen Ländern bei gerade einmal EUR 250, in den EU-Mitgliedsstaaten war sie zu diesem Zeitpunkt bereits fast siebenmal so hoch.

Über die letzten Jahre hinweg ist es jedoch sowohl beim Wachstum als auch bei den absoluten Werten zu einer Annäherung gekommen. Hierin spiegeln sich zum einen die Erholung in Euroraum, zum anderen der Russland-Ukraine-Konflikt sowie die Wachstumschwäche der stark vom Ölpreis abhängigen russischen Volkswirtschaft wider. Im vergangenen Jahr wuchsen die Schulden der osteuropäischen Haushalte innerhalb und außerhalb der EU mit rund 4% sogar im Gleichschritt. Trotzdem war

Ende 2016 die Verschuldung pro Kopf in den Mitgliedsstaaten mit durchschnittlich EUR 3.730 „nur“ mehr knapp dreimal so hoch wie im Rest der Region.

In Asien (ex Japan), das von der Finanzkrise kaum getroffen wurde, war in der zweiten Hälfte der letzten Dekade nur eine marginale Entschleunigung zu beobachten: Während die ausstehende Kreditsumme von 2006 bis 2010 noch durchschnittlich um mehr als 15% pro Jahr anstieg, belief sich die mittlere jährliche Zuwachsrate seither auf knapp 14%. Die Verschuldung pro Kopf war dort mit durchschnittlich EUR 2.350 etwas höher als in Osteuropa (EUR 1.910). In Lateinamerika, wo die Verbindlichkeiten seit 2006 im Mittel um gut 13% pro Jahr anstiegen, war erst in den letzten drei Jahren ein spürbarer Rückgang beim Wachstumstempo zu beobachten. Seit 2014 wachsen die privaten Schulden im einstelligen Bereich – und damit auch langsamer als die Inflation. Die wirtschaftliche Krise zwingt die Haushalte zum Konsumverzicht und damit auch zur Drosselung der Kreditaufnahme.

In Nordamerika, Westeuropa und Japan, wo das Verschuldungsniveau im Vergleich zu den aufstrebenden Regionen naturgemäß bereits viel höher ist, lag das langfristige Durchschnittswachstum im niedrigen einstelligen Bereich. Japan bildet dabei das Schlusslicht: Die private Verschuldung verzeichnete seit 2006 einen mittleren jährlichen Anstieg von nur 0,4%.

Anders als in Nordamerika und Westeuropa hatten die Haushalte dort ihre Verbindlichkeiten in den Vorkrisenjahren sogar reduziert. Über die letzten Jahre hinweg verzeichnet aber auch die private Verschuldung in Japan wieder steigende Zuwachsraten. 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 2016 um 8 Prozentpunkte zu, nachdem bis dahin ein Einbruch von über 80% zu konstatieren war.

Die Verbindlichkeiten der nordamerikanischen Haushalte wuchsen im Zeitraum von 2006 bis 2016 mit durchschnittlich 2,3% pro Jahr etwas langsamer als in Westeuropa (im Mittel +2,8% pro Jahr). Dies ist insbesondere auf die Entwicklung von 2008 bis 2011 zurückzuführen, als gerade die US-Amerikaner im Zuge der Subprime-Krise gezwungen waren, ihre Vermögensbilanz zu sanieren. In diesen vier Jahren ging die private Verschuldung in den USA um gut 5% oder rund EUR 690 Mrd. zurück – zum Teil auch aufgrund von Zahlungsausfällen. 2012 drehte sich die Entwicklung wieder und das Schuldenwachstum kletterte kontinuierlich auf 3,2% im letzten Jahr. Dafür sorgten in erster Linie Studenten- und Autokredite, die seither jeweils mit etwa 8% pro Jahr zulegten und Ende 2016 insgesamt knapp 17% oder EUR 2,4 Bill. 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 werden. 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 14,3 Bill. Die Pro-Kopf-Verschuldung belief sich Ende 2016 in Nordamerika auf EUR 44.120.

Auch in Westeuropa setzte mit dem Ausbruch der Finanzkrise eine Phase zurückhaltender Kreditnachfrage ein. Insbesondere die Haushalte in den Eurokrisenländern machten seither deutliche Fortschritte beim Schuldenabbau: Seit Ende 2008 sind die privaten Verbindlichkeiten in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien um insgesamt EUR 283 Mrd. oder durchschnittlich 2,6% pro Jahr geschrumpft. In den übrigen Ländern der Region hingegen nahmen die Schulden im selben Zeitraum im Mittel um 2,2% pro Jahr zu. Nachdem die Verschuldung in Westeuropa 2012 und 2013 stagnierte, zeigt der Trend wieder leicht nach oben, wenn auch auf niedrigem Niveau. Die Pro-Kopf-Verschuldung belief sich Ende 2016 im Durchschnitt auf EUR 25.960, wobei die Bandbreite enorm ist: Sie reicht von EUR 10.220 in Griechenland bis EUR 93.120 in der Schweiz.

Gut dreimal so schnell wie in Westeuropa stiegen die privaten Verbindlichkeiten Down Under, wo über die vergangene Dekade eine mittlere jährliche Zuwachsrate von 7,0% zu beobachten war. Obwohl sich das Wachstumstempo im letzten Jahr zumindest um einen halben

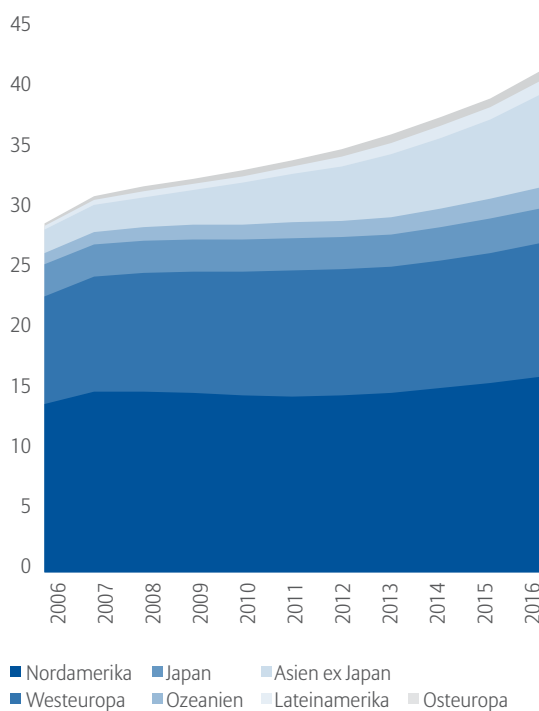
Prozentpunkt verlangsamte, war die Zuwachsrate immer noch beinahe doppelt so hoch wie in Nordamerika. In Australien und Neuseeland steigen die Hauspreise schon seit Anfang der 2000er Jahre mit nur kurzen Unterbrechungen rasant an. Allein in den letzten vier Jahren sind die nominalen Preise laut OECD noch einmal um knapp ein Drittel in Australien und fast 50% in Neuseeland in die Höhe geschossen. Mit Blick auf die Pro-Kopf-Verschuldung überholten die Haushalte in Ozeanien bereits 2009 die Nordamerikaner; Ende 2016 standen sie schließlich mit EUR 59.470 im Durchschnitt pro Kopf in der Kreide. Down Under war die Verschuldung damit um das 31-fache höher als in Osteuropa, der Region mit der niedrigsten Pro-Kopf-Verschuldung.

Erwartungsgemäß verteilten sich Ende letzten Jahres die globalen Verbindlichkeiten auf die einzelnen Regionen in ähnlichem Maße wie die Vermögen: Auf Nordamerika, Westeu-

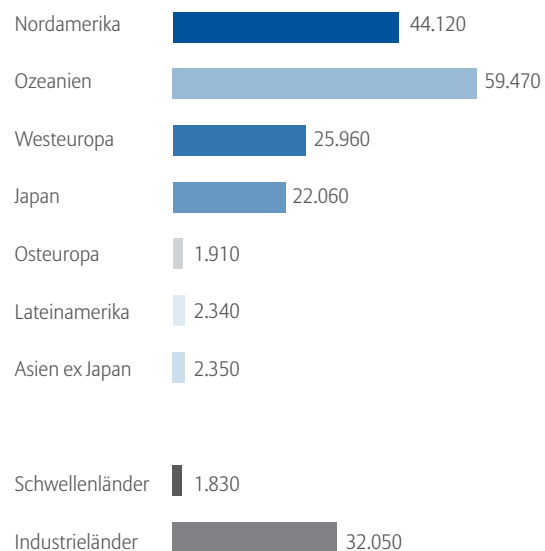
ropa und Ozeanien entfielen in Summe 70% der weltweiten Verschuldung; dies entspricht in etwa dem Anteil dieser Regionen am globalen Brutto-Geldvermögen. Weitere 7,0% haben die japanischen Haushalte zu schultern, auf den übrigen asiatischen Raum verteilen sich 18,4%. Osteuropa bildet mit einem Anteil von 1,9% nach Lateinamerika (2,8%) das Schlusslicht. Während Asien (einschließlich Japan) damit – verglichen mit den globalen Vermögensanteilen – einen unterdurchschnittlichen Anteil an den weltweiten Schulden trägt, ist es in den beiden anderen Regionen genau umgekehrt. Im Laufe der vergangenen Dekade haben die aufstrebenden Regionen aber bereits spürbar an Gewicht gewonnen: Seit 2006 ist ihr Anteil an der globalen Verschuldung von knapp 9% auf gut 23% gestiegen.

Bedeutung der aufstrebenden Regionen nimmt zu – aber Pro-Kopf-Verschuldung noch vergleichsweise niedrig

Entwicklung der globalen Verschuldung, in Bill. Euro



Schulden pro Kopf 2016, in Euro



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

Globales Deleveraging kommt zum Ende

2016 wuchs die weltweite Verschuldung erstmals seit dem Jahr 2009 wieder schneller als die nominale Wirtschaftsleistung (+4,5%). Die globale Schuldenstandsquote, d.h. die Verbindlichkeiten gemessen in Prozent des BIP, erhöhte sich damit von 63,9% im Vorjahr auf 64,6%. Seit ihrem historischen Rekordwert im Jahr 2009 ging die Quote um mehr als 7 Prozentpunkte zurück. Der Vorsprung des Wirtschaftswachstums gegenüber dem Schuldenwachstum wurde dabei allerdings bereits in den Jahren vor 2016 immer geringer. Der globale Deleveraging-Prozess ist zu seinem Ende gekommen.

Trotz des rasanten Kreditwachstums in der Vergangenheit ist das Verhältnis der Verbindlichkeiten zur generellen Wirtschaftstätigkeit in keiner anderen Region so niedrig wie in Osteuropa. Nachdem das Schuldenwachstum in den letzten Jahren deutlich abbremste und durchwegs langsamer als die Wirtschaft wuchs, ging die Quote im Vorjahresvergleich von 22,6% auf 22,1% zurück. Erwartungsgemäß war diese

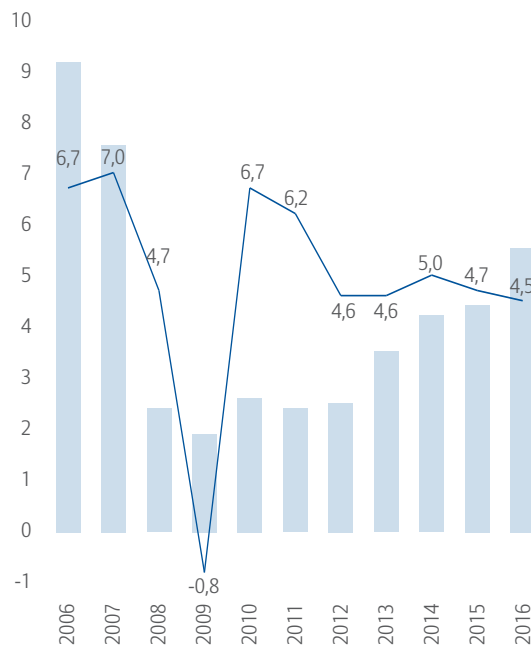
in den EU-Mitgliedsstaaten mit durchschnittlich knapp 33% zwar deutlich höher als im übrigen Teil der Region (annähernd 17%), befand sich aber noch immer in allen Ländern unter der 50%-Marke. Fast 7 Prozentpunkte höher als in Osteuropa, bei knapp 29%, lag die Quote in der Region Lateinamerika, wo die Verbindlichkeiten im Zeitraum von 2006 bis 2016 mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate von gut 13% spürbar schneller als die Wirtschaftsleistung (beinahe 10% im Mittel pro Jahr) gewachsen sind. Allerdings hat bisher auch dort kein Land die 50%-Marke überschritten. Größere Sorgen hingegen bereitet Asien (ex Japan). Aus dem Kreis der Schwellenländer verfügt diese Region über die höchste Schuldenstandsquote, die im Jahresverlauf 2016 noch einmal um 3,6 Prozentpunkte auf rund 46% kletterte. In manchen asiatischen Ländern ist das Verhältnis der Verbindlichkeiten zum BIP bereits gefährlich hoch: Die Quoten waren Ende 2016 in Thailand (80,4%), Malaysia (88,5%) und Südkorea (95,8%) auf einem ähnlichen Niveau wie Ende 2007 in Spanien (86,6%), Irland (100,7%) und den USA (99,7%) kurz vor dem Platzen der Kreditblase. In China liegt die Quote mit 45,1% zwar noch unter der 50%-Marke; sie hat sich aber in der letzten Dekade nahezu verdreifacht.

Japans Haushalte wiesen Ende 2016 eine Quote von 64,6% aus, die gegenüber dem Vorjahr um 0,7 Prozentpunkte anstieg und weit unter dem Durchschnitt der Industrieländer (79,6%) lag. Etwas über dem Durchschnitt befand sich die Schuldenstandsquote in Nordamerika, die im Jahresverlauf um 0,4 Prozentpunkte anstieg, auf 83,1%. Gegenüber dem Rekordwert aus dem Jahr 2009 von 97,9% aber schrumpfte das Verhältnis der Schulden zur Wirtschaftsleistung um beinahe 15 Prozentpunkte. In Westeuropa sank die Quote seither um immerhin 4,7 Prozentpunkte auf 75,0% im vergangenen Jahr. Der mit dem Ausbruch der Finanzkrise einhergegangene globale Deleveraging Prozess geht damit fast ausschließlich auf diese beiden Regionen zurück.

In keiner anderen Region der Welt ist die relative Schuldenlast so hoch wie in Ozeanien. Anders als in Nordamerika und Westeuropa stieg die Schuldenstandsquote gegenüber dem Jahr 2009 sogar noch weiter an, um insgesamt 12 Prozentpunkte auf 128,3%. Allein im vergangenen Jahr bezifferte sich die Zunahme auf 3,2 Prozentpunkte. Ozeanien entfernt sich damit immer weiter vom weltweiten Durchschnitt: Während der Abstand zum globalen Mittelwert im Jahr 2006 noch bei rund 38 Prozentpunkte lag, belief er sich Ende 2016 auf fast 64 Prozentpunkte. Diese Entwicklung ist aber nicht nur auf ein vergleichsweise hohes Schuldenwachstum zurückzuführen, sondern auch eine Folge des abgekühlten Wirtschaftswachstums in der Region.

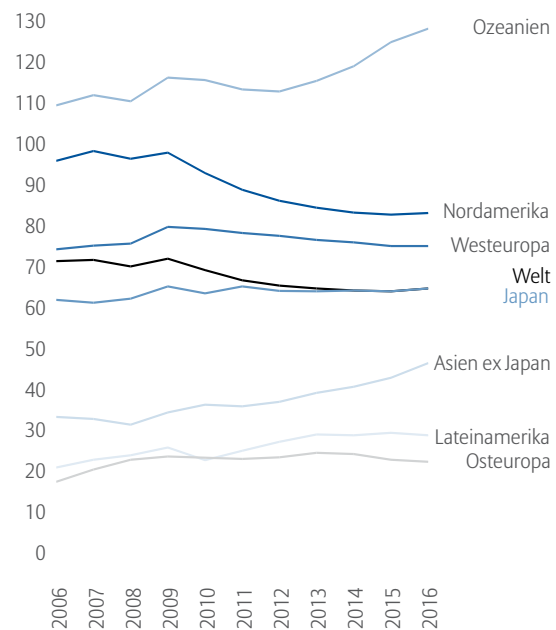
Schuldenwachstum überholt wieder das Wirtschaftswachstum

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



■ Verschuldung weltweit
■ Nominale Wirtschaftsleistung weltweit

Verbindlichkeiten in % der nominalen Wirtschaftsleistung



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

Hohes Wohlstandsgefälle zwischen den Regionen

Aus der Differenz von Brutto-Geldvermögen und Verbindlichkeiten errechnet sich das Netto-Geldvermögen, das Ende 2016 ein neues Rekordhoch von EUR 128,5 Bill. weltweit erreichte. Da das Wachstum der gesamten Ersparnisse von 7,1% im vergangenen Jahr 1,6 Prozentpunkte über dem Schuldenwachstum lag, resultiert in der Netto-Betrachtung ein Plus von 7,6% – eine für die Nachkrisenjahre 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 im vergangenen Jahr auf EUR 168.130. Demgegenüber war Osteuropa die Region mit dem geringsten Netto-Geldvermögen, die Haushalte besaßen Ende 2016 nach Abzug ihrer Verbindlichkeiten durchschnittlich EUR 4.150 pro Kopf. Die Nordamerikaner verfügten demnach über das 41-fache des Vermögens der Osteuropäer. Im Jahr 2006 lag dieser Faktor aber sogar noch bei 71. Zumindest „stimmt“ die Richtung der Entwicklung.

Am anderen Ende der Welt, im asiatisch-pazifischen Raum, standen die japanischen Haushalte mit einem mittleren Pro-Kopf-Vermögen von EUR 96.890 an der Spitze. Der Vorsprung vor Taiwan (EUR 92.360) und Singapur (EUR 89.570) ist dabei jedoch nur noch sehr knapp, schon im nächsten Jahr könnte zumindest Taiwan an Japan vorbeiziehen. Zu Anfang der Dekade war das Netto-Geldvermögen pro Kopf in Japan noch um mehr als 60% höher als in diesen beiden Ländern. In der Region Asien (ex Japan) insgesamt bezifferte sich das Geldvermögen pro Kopf auf EUR 7.850 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

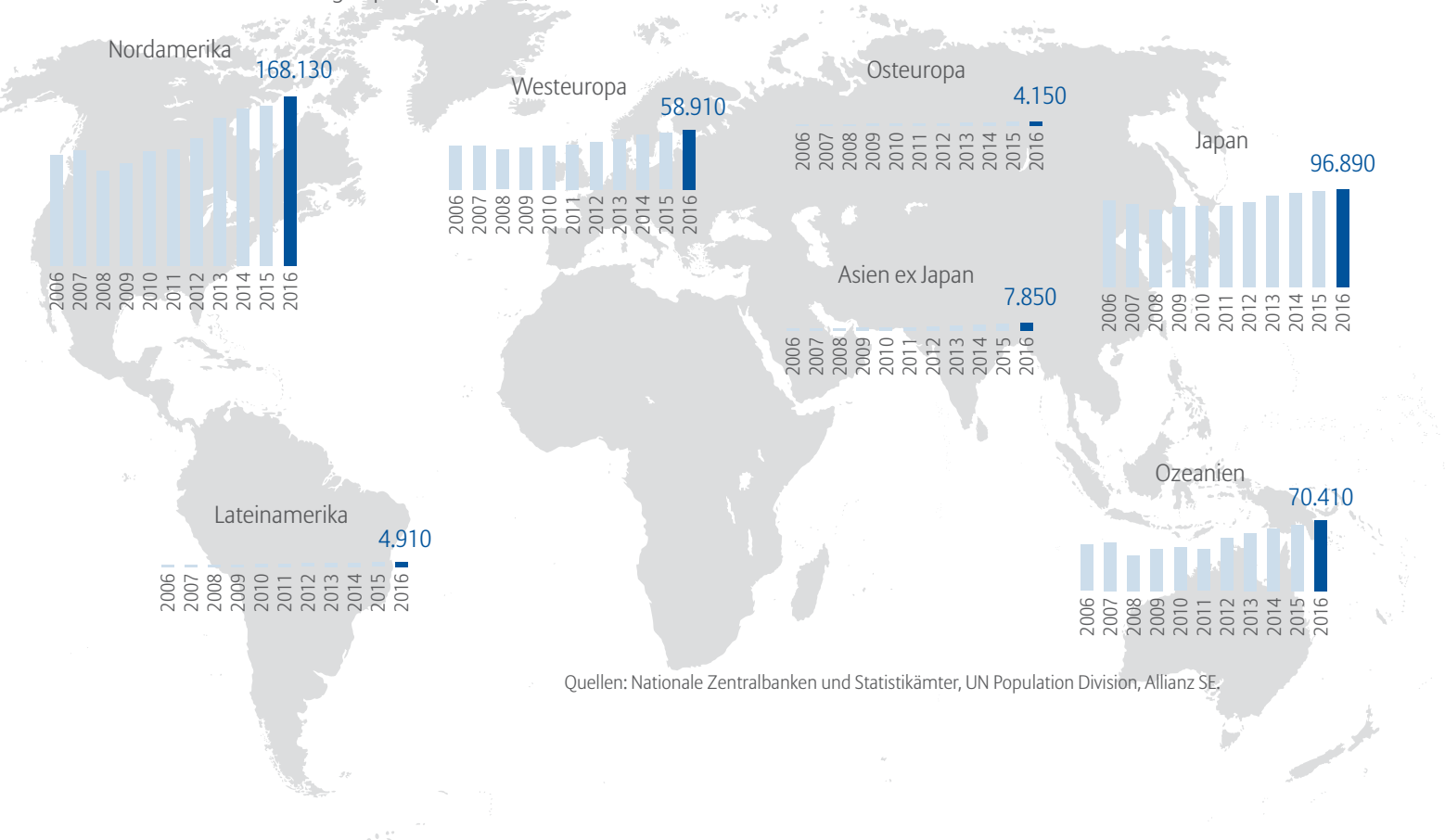
Australiens und Neuseelands mit EUR 70.410 pro Kopf deutlich unter dem Durchschnitt Japans. Ohne die Berücksichtigung der Verbindlichkeiten lägen nämlich die Haushalte Ozeaniens mit einem durchschnittlichen Brutto-Geldvermögen von EUR 129.880 pro Kopf vor den Japanern mit EUR 118.950.

In Westeuropa war das Netto-Geldvermögen pro Kopf Ende 2016 niedriger als in Ozeanien und bezifferte sich auf EUR 58.910. Die Kluft zwischen West- und Osteuropa ist zwar im Laufe der vergangenen Dekade schon spürbar kleiner geworden, aber immer noch signifikant: 2006 war das mittlere Pro-Kopf-Vermögen in Westeuropa 28 mal höher als im Osten des Kontinents,

bis Ende letzten Jahres hat sich dieser Faktor immerhin halbiert. In 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 39% des Pro-Kopf-Vermögens in Nordamerika, Ende 2016 waren es nur noch 35%.

Vermögensweltkarte auf einen Blick

Netto-Geldvermögen pro Kopf in Euro, 2016



Asien (ex Japan) hängt alle ab

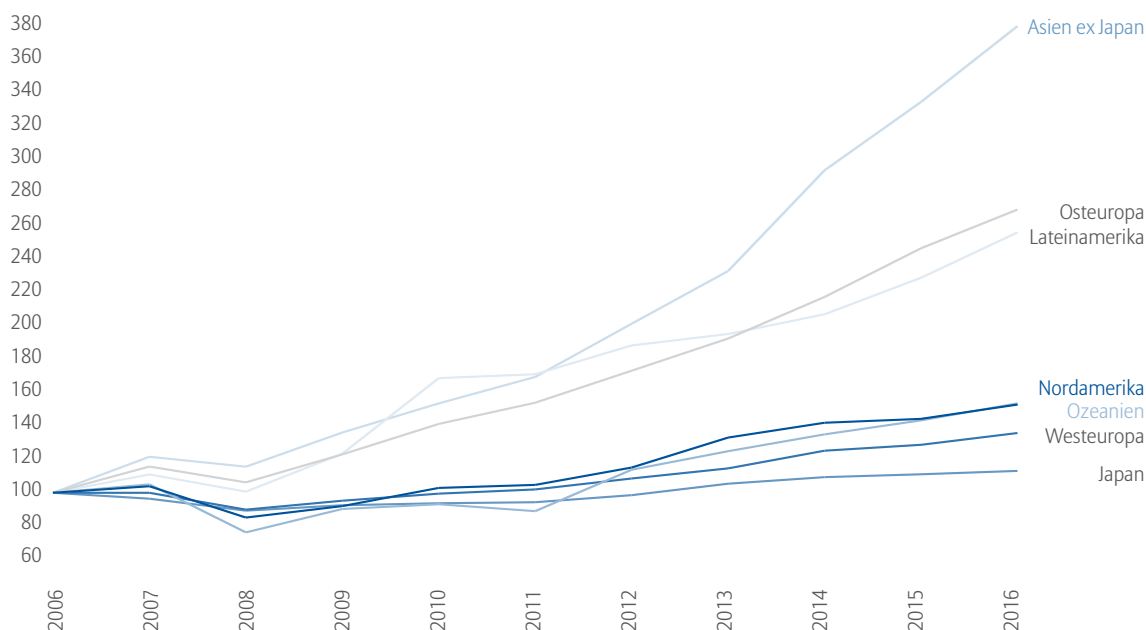
Über die vergangene Dekade hinweg entwickelten sich die privaten Ersparnisse in der Region Asien (ex Japan) – auch nach Abzug der Verbindlichkeiten – am dynamischsten. Das Netto-Geldvermögen pro Kopf legte dort seit 2006 um durchschnittlich 14,2% pro Jahr zu. Dabei hat sich das Wachstumstempo in der zweiten Hälfte der Dekade sogar nochmal spürbar beschleunigt. In Osteuropa verbuchten die Pro-Kopf-Vermögen Dank des abnehmenden Schuldenwachstums in der Netto-Betrachtung eine mittlere jährliche Zuwachsrate von knapp 11%. Allerdings war auch auf der Aktivseite der Vermögensbilanz eine Entschleunigung zu beobachten, so dass die Region unter dem Strich nicht mit Asien (ex Japan) Schritt halten konnte. Letzteres gilt auch für Lateinamerika, wo die Ersparnisse in den letzten Jahren deutlich langsamer anstiegen als noch zu Beginn der Dekade.

In der Netto-Betrachtung errechnet sich für die lateinamerikanischen Haushalte eine mittlere jährliche Zuwachsrate von rund 10% seit 2006.

Ozeanien und Nordamerika liegen mit einem langfristigen Durchschnittswachstum von 5,1% bzw. 4,7% beinahe gleichauf und deutlich vor Westeuropa (im Mittel +3,3% pro Jahr). Japan bildet mit einem mittleren Zuwachsrate von 1,3% 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 +1,0% in Japan.

Asien schlägt alle

Entwicklung des Netto-Geldvermögens pro Kopf nach Region, Index (2006=100)



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

Keine Angst vor steigenden Zinsen

41

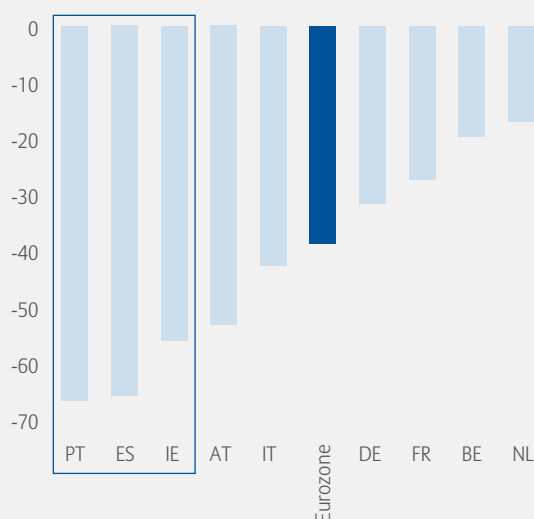
Auch wenn die EZB noch unbeirrt an ihrem Kurs festhält – das Ende der extremen Niedrigzinsen rückt langsam in Sichtweite. Seit dem Sommer letzten Jahres sind die Langfristzinsen, gemessen an den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, bereits um rund 60 Basispunkte gestiegen. Mit Blick auf den weiteren Kurs der amerikanischen Geld- und Fiskalpolitik ist ein weiterer Anstieg sehr wahrscheinlich. Wie wirkt sich die geldpolitische Normalisierung auf die Zinszahlungen der Privathaushalte im Euroraum aus?

Der öffentliche Sektor hat das aus seiner Sicht günstige Marktumfeld genutzt und viele langlaufende Titel begeben, um sich die Niedrigzinsen für die nächste Jahre (und Jahrzehnte) zu sichern. Dagegen dürften sich die Finanzierungsbedingungen für die Haushalte mit einer Zinswende schon recht schnell ändern: Sie hängen weitgehend vom Bankkredit ab, Zinsbindungsfristen – sofern es sie überhaupt gibt – sind hier in der Regel weitaus kürzer; häufig werden die Zinsen stattdessen an die Marktzinsen angepasst. Eine (gewichtige) Ausnahme bilden dabei allerdings Immobilienkredite in einigen Märkten im Euroraum, wie z.B. Deutschland.

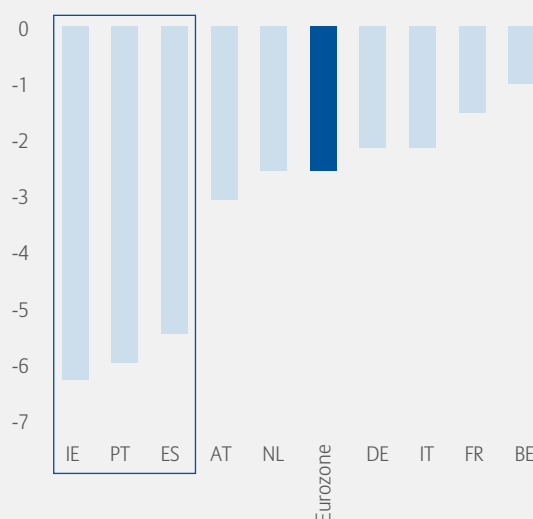
Im Gegensatz zu den Staaten hat der Haushaltssektor die zurückliegenden Jahre jedoch genutzt, seine Schuldenlast zu reduzieren. Gemessen an der Wirtschaftsleistung sind die privaten Schulden im Euroraum seit ihrem Höhepunkt im Jahr 2009 immerhin um 5,9 Prozentpunkte zurückgegangen. Zusammen mit dem dramatischen Fall der Zinsen führte dies zu einer kräftigen Reduzierung der Zinszahlungen: Im Jahr 2008 lagen die Ausgaben für Zinsen im Eurozonendurchschnitt noch bei EUR 1.080 pro Kopf, acht Jahre später waren es fast zwei Fünftel weniger, nämlich knapp EUR 660. Insgesamt waren im Jahr 2016 die Zinszahlungen im Euroraum um annähernd EUR 135 Mrd. niedriger als 2008. Diese Einsparungen kommen einer impliziten Einkommenssteigerung gleich: Während die Ausgaben für Kreditzinsen 2008 im Durchschnitt der Eurozone noch 5,8 Prozent des verfügbaren Einkommens ausmachten, ging der Anteil bis zum Jahr 2016 auf schätzungsweise 3,3 Prozent zurück. Relativ betrachtet sind die in den Peripherieländern lebenden Haushalte dabei die größten Gewinner der extrem expansiven Geldpolitik, und zwar sowohl in Pro-Kopf-Rechnung als auch gemessen am verfügbaren Einkommen (siehe Schaubild 1).

Peripherieländer profitieren überdurchschnittlich

Veränderung der Zinszahlungen pro Kopf
2016e gegenüber 2008, in Prozent



Veränderung der Zinszahlungen in Prozent des verfügbaren Einkommens
2016e gegenüber 2008, in Prozentpunkten



Quellen: Eurostat, EZB, Allianz SE.

3 Ausführlich zu unserer Methodik siehe das Research Paper: A. Boata, K. Brandmeir und A. Holzhausen (2017), ECB QE – Quest for Exit. Keine Angst vor steigenden Zinsen, Allianz Research.

Sind die Haushalte also gerüstet, wieder höhere Zinsen zu verkraften? Mit Hilfe eines linearen Regressionsmodells haben wir geschätzt, wie sich ein Anstieg des EZB-Leitzinses auf die zukünftigen durchschnittlichen Bankkreditzinsen und die damit verbundenen Zinszahlungen für die Haushalte auswirkt. Dabei betrachten wir drei Szenarien einer möglichen Leitzinsentwicklung bis zum Jahr 2022: Unser Basisszenario ist eine sanfte Normalisierung, wobei die EZB erst ab 2019 den Leitzins zu erhöhen beginnt. Die anderen beiden Szenarien beschreiben demgegenüber eine moderate Normalisierung bzw. eine kräftige Normalisierung. Entsprechend unseren Annahmen liegt der Leitzins am Ende des Jahres 2022 im Basisszenario bei 2 Prozent, bei 3 Prozent im zweiten und schließlich bei 4,25 Prozent im dritten Szenario. Zugleich unterstellen wir, dass sich nach dem Deleveraging-Prozess der vergangenen Jahre das Wachstumstempo der privaten Schulden im Eurozonendurchschnitt wieder jenem der allgemeinen Wirtschaftsleistung annähern wird.³

Selbst unter der Annahme einer kräftigen Normalisierung des Leitzinses übersteigen unseren Schätzungen zufolge die durchschnittlichen Kreditzinsen im Jahr 2022 in keinem Land den jeweiligen Höchstwert von 2003 bzw. 2008. Den höchsten Anstieg gegenüber 2016 müssen nach unseren Berechnungen die Haushalte Portugals fürchten: Im ungünstigsten Szenario einer kräftigen Normalisierung dürfte eine Zunahme der Kreditzinsen um 3,4 Prozentpunkte auf 5,7 Prozent erfolgen. Vice versa werden unseren Regressionsanalysen zufolge die Kreditzinsen in den Niederlanden, Frankreich, Belgien und Deutschland weniger stark anziehen als im Durchschnitt der Eurozone (+1,6 Prozentpunkte).

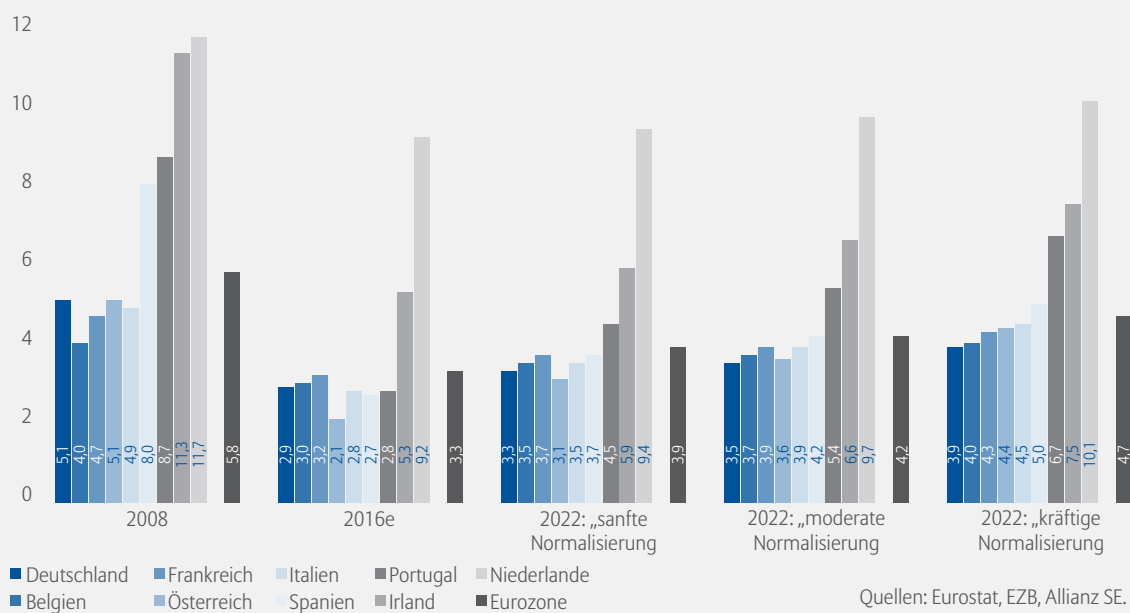
Absolut betrachtet liegen unseren Berechnungen zufolge im Jahr 2022 die Ausgaben für Zinsen im Euroraum je nach Szenario um EUR 94 Mrd., EUR 119 Mrd. oder EUR 162 Mrd. über dem Niveau von 2016. Verglichen mit dem historischen Rekordwert des Jahres 2008 dürften die Zinszahlungen 2022 im Szenario einer sanften wie auch moderaten Normalisierung dennoch um EUR 41 Mrd. bzw. EUR 15 Mrd. niedriger ausfallen; lediglich im Falle einer kräftigen Normalisierung gehen wir davon aus, dass die Zinsbelastung noch höher sein wird als 2008, und zwar um EUR 27 Mrd.

Auch in relativer Betrachtung, d.h. gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens, erwarten wir für den Euroraum einen Anstieg der Zinszahlungen. Selbst im Szenario einer kräftigen Normalisierung wird er mit 1,4 Prozentpunkten (von 3,3 Prozent im Jahr 2016 auf 4,7 Prozent 2022) aber relativ moderat ausfallen (siehe Schaubild 2); in den beiden anderen Szenarien beläuft sich der Anstieg auf lediglich 0,6 bzw. 0,9 Prozentpunkte. In jedem Fall aber liegt der Anteil des verfügbaren Einkommens, den die Haushalte für Zinszahlungen aufwenden müssen, im Jahr 2022 im Eurozonendurchschnitt deutlich unter dem Niveau des Jahres 2008; selbst im ungünstigen Szenario um mehr als einen Prozentpunkt. Auch auf Länderebene liegt die Zinsbelastung 2022 überall unter dem jeweiligen Höchstwert von 2003 bzw. 2008 – mit Ausnahme Belgiens, wo diese im ungünstigen Szenario auf das Niveau von 2008 ansteigen dürfte. Zudem ist eine deutliche Nivellierung der Zinsbelastung erkennbar, lediglich Portugal, Irland und vor allem die Niederlande liegen noch deutlich über dem Durchschnitt.

Unter dem Strich: Wieder steigende Zinsen sind keine gute Nachricht für die privaten Schuldner. Die Haushalte im Euroraum werden davon unterschiedlich betroffen sein. Insbesondere für die portugiesischen Haushalte könnte die Anpassung schmerzhaft werden. In Summe aber ist der Haushaltssektor im Euroraum in der Lage, eine Normalisierung der Geldpolitik zu verkraften. Es gibt also keinen Grund, sich vor steigenden Zinsen zu fürchten, der Normalisierung der Geldpolitik steht von dieser Seite nichts entgegen.

Wer fürchtet sich vor steigenden Zinsen?

Zinszahlungen in Prozent des verfügbaren Einkommens: Historische und geschätzte Werte im Jahr 2022 nach Szenario







Vermögensverteilung

**Licht und
Schatten**

⁴ Siehe zum Beispiel Lakner und Milanovic (2013), Global income distribution: From the fall of the Berlin Wall to the Great Recession, Policy research working paper 6719, The World Bank.

Die beiden vorangegangenen Kapitel haben sich mit der Entwicklung der Geldvermögen und Schulden befasst; naturgemäß stehen dabei jährliche Wachstumsraten und ihre Treiber im Mittelpunkt. In diesem Kapitel geht es dagegen um die Verteilung der Vermögen, d.h. um strukturelle Fragen, bei denen sich Veränderungen eher langsam vollziehen, weshalb der Fokus hier auf dem langfristigen Vergleich liegt. Zudem haben wir unsere Methoden, die Vermögensverteilung zu messen und in geeignete Indikatoren zu übertragen weiter verfeinert: In diesem Jahr haben wir erstmals nicht nur nationale, sondern auch globale Vermögensdezile berechnet. Dies erlaubt es uns zum Beispiel, das berühmte „elephant chart“ zur globalen Entwicklung der Einkommen⁴ für Geldvermögen „nachzubauen“. Darüber hinaus haben wir nicht mehr nur durchschnittliche Geldvermögen pro Kopf, sondern auch die Median-Werte berechnet. Vor allem die Unterschiede zwischen diesen beiden Größen können wichtige Aufschlüsse über die Vermögensverteilung geben.

Wie in den Vorjahresberichten teilen wir unsere Analyse dabei in zwei Teile: Zuerst untersuchen wir die Situation in einem globalen Kontext, dann wenden wir uns der Vermögensverteilung im nationalen Rahmen zu.

Global betrachtet: China steigt auf

Zur Untersuchung der Vermögensverteilung im globalen Maßstab teilen wir alle Haushalte / Personen in drei globale Vermögensklassen ein: High-Wealth-, Middle-Wealth- und Low-Wealth-Individuals. Diese Einteilung orientiert sich am weltweiten durchschnittlichen Netto-Geldvermögen pro Kopf. 2016 lag es bei EUR 25.510 und damit 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. Für 2016 belaufen sich die Vermögensgrenzen für die globale Vermögensmittelschicht damit auf EUR 7.700 und EUR 45.900. Als „low wealth“ (LW, Vermögensunterklasse) gelten dagegen alle Personen, deren Netto-Geldvermögen unter der Schwelle von EUR 7.700 liegt, während als „high wealth“ (HW, Vermögensoberklasse) diejenigen mit einem Netto-Geldvermögen von über EUR 45.900 bezeichnet werden (ausführlich zur Herleitung der Bestimmung der Vermögensgrenzen siehe Appendix A).

Die Entwicklung der Vermögensverteilung seit der Jahrtausendwende wird vor allem durch ein Phänomen bestimmt: dem stürmischen Wachstum der globalen Vermögensmittelschicht. Die Zahl ihrer Mitglieder hat sich in diesem Zeitraum von 444 Millionen (2000) auf über eine Milliarde Menschen mehr als verdoppelt. Dieser Sprung ist umso bemerkenswerter als sich in dieser Zeit auch die Eintrittshürde für

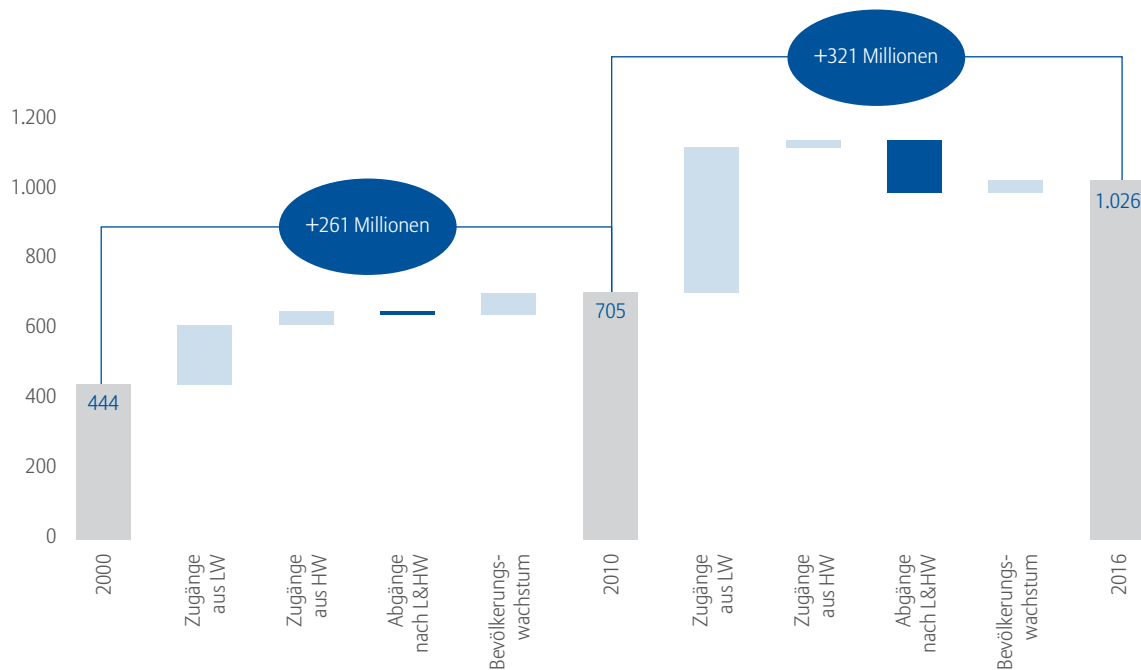
die Mittelklasse deutlich verschoben hat: Konnte sich im Jahr 2000 bereits jemand mit einem Netto-Geldvermögen von über EUR 3.600 dieser Klasse zugehörig fühlen, liegt die Schwelle heute mehr als doppelt so hoch.

Und noch aus einem weiteren Grund ist dieser (Netto-)Zuwachs von knapp 600 Millionen Menschen beachtlich: Im gleichen Zeitraum sind der globalen Vermögensmittelklasse auch knapp 150 Millionen Menschen „abhanden“ gekommen, durch Aufstieg in die Oberklasse. Insgesamt sind also in der kurzen Zeitspanne von nur 16 Jahren 750 Millionen Menschen neu in die globale Vermögensmittelklasse hinzugekommen. Zu einem geringen Teil (knapp 100 Millionen) geht diese Entwicklung auf das allgemeine Bevölkerungswachstum zurück. Die überwiegende Mehrheit der neuen Mitglieder der Mittelklasse rekrutiert sich jedoch aus der Vermögensunterklasse, knapp 600 Millionen ist seit 2000 der Aufstieg gelungen.

Allerdings ist das rasante Wachstum der globalen Mittelklasse nicht nur eine Aufstiegs Geschichte. Etwa 60 Millionen der neuen Mitglieder der Mittelklasse sind auch 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 Krisenländer wie Italien oder Griechenland.

Mehr Dynamik nach der Finanzkrise

Veränderungen in der globalen Vermögensmittelklasse, in Millionen



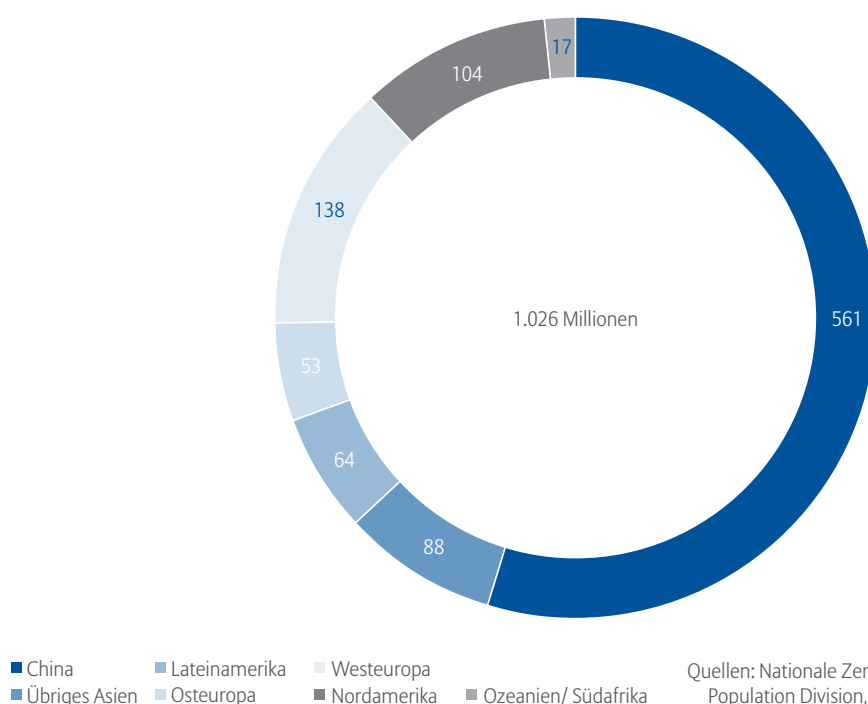
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

Bei näherer Untersuchung der Entwicklung fallen zudem noch zwei weitere Aspekte ins Auge, die eng miteinander verbunden sind: Nach 2010, also in der Post-Finanzkrisen-Ära, hat die Entwicklung noch einmal an Dynamik gewonnen – und ein Blick auf die nationale Zugehörigkeit der Aufsteiger offenbart: Mehr als 80% von ihnen sind Chinesen. Die Verdopplung der globalen Vermögensmittelschicht spiegelt also im Wesentlichen den Aufstieg Chinas wider – und Chinas Stern strahlte besonders hell in den Jahren nach der Finanzkrise, als die Vermögensentwicklung im „Westen“ noch unter den Nachwirkungen der Krise litt. Tatsächlich ist in diesem Zeitraum (seit 2010) nicht nur 400 Millionen Chinesen der Aufstieg in die Mittelklasse gelungen, sondern auch mehr als 100 Millionen von dort wiederum der nächste Schritt in die globale Vermögensoberklasse.

Allein deshalb wuchs auch die Vermögensoberklasse. Zwar gehören ihr heute beispielsweise auch mehr Koreaner, Taiwanesen oder Südafrikaner als in der Vergangenheit an, aber dieser Zuwachs hätte nicht ausgereicht, den „Aderlass“ in den alten Industrieländern zu kompensieren. Dank der chinesischen „Auffrischung“ aber zählen heute weltweit rund 550 Millionen Personen zur globalen Vermögensoberklasse, etwa 130 Millionen oder 30% mehr als noch im Jahr 2000. Insgesamt hat die Oberklasse dadurch heute auch ein deutlich heterogeneres Aussehen als früher, als zu ihr nahezu ausschließlich Westeuropäer, Amerikaner und Japaner zählten: Diese stellten zu Beginn des Jahrtausends noch deutlich über 90% der Mitglieder, heute sind es nur noch zwei Drittel.

Vermögensmittelklasse spricht Chinesisch

Vermögensmittelklasse nach Regionen, in Millionen



Zum Schluss noch ein Wort zur globalen Vermögensunterklasse: Ihr gehört nach wie vor mit 3,5 Milliarden Menschen die überwiegende Mehrheit der in den von uns untersuchten Ländern lebenden Bevölkerung an. Ihre Zahl ist gegenüber dem Jahr 2000 aber, trotz des anhaltenden Bevölkerungswachstums leicht gefallen. Dadurch ist der prozentuale Anteil der Vermögensunterklasse an der Gesamtbevölkerung inzwischen von 80% im Jahr 2000 auf 69% geschrumpft.

Unter dem Strich stellt die Entwicklung der globalen Vermögensverteilung also eine rundum positive Geschichte dar? Sicherlich, der massenweise Aufstieg in die globale Vermögensmittelklasse ist eine Erfolgsgeschichte. Im globalen Maßstab können immer mehr Menschen am weltweiten Wohlstand partizipieren.

Problematisch erscheint jedoch, dass die Entwicklung maßgeblich von einem einzigen Land getragen wird: China. In einer Welt ohne China wäre die globale Vermögensoberklasse geschrumpft, und die Mittelklasse wäre lediglich um 150 Millionen Personen gewachsen – wobei mehr als die Hälfte dieses Zuwachses auf „Absteiger“ und natürliches Bevölkerungswachstum zurückzuführen gewesen wäre; auch die Vermögensunterklasse wäre nicht kleiner, sondern größer geworden. Diese starke Abhängigkeit von China ist die logische Konsequenz daraus, dass es den anderen bevölkerungsstarken Ländern der Erde, von Indien und Indonesien über Russland bis hin zu Brasilien, bislang kaum gelungen ist, ihr Potenzial auszuschöpfen. Gelänge es zum Beispiel Indien in den nächsten Jahrzehnten eine auch nur annähernd ähnlich dynamische Entwicklung wie China in den zurückliegenden Dekaden, wäre dem weiteren Wachstum der globalen Vermögensmittelklasse keine Grenzen gesetzt.

Vermögenskonzentration unvermindert hoch

Und es gibt noch einen weiteren Wermutstropfen. Trotz des Entstehens einer neuen globalen Vermögensmittelklasse ist die Welt noch weit von einer „gerechten“ Vermögensverteilung entfernt. Um dies näher zu untersuchen, haben wir in diesem Report die Bevölkerung der von uns untersuchten Länder nicht nur in die drei Vermögensklassen eingeteilt, sondern auch globale Dezile nach Netto-Geldvermögen pro Kopf gebildet. Das Ergebnis: Die reichsten zehn Prozent vereinen 79% der Netto-Geldvermögen auf sich; für die untere Bevölkerungshälfte verbleiben weniger als 1%. Wobei die letztere Zahl mit Vorsicht zu interpretieren ist: Zur Gruppe der Vermögensärmsten zählen nämlich auch viele verschuldete Personen aus den reichsten Ländern – die deshalb aber nicht unbedingt zu den Armen der Welt gerechnet werden sollten. Die skandinavischen Länder sind dafür ein gutes Beispiel: Die Haushalte in Dänemark, Norwegen und Schweden zählen weltweit zu den am stärksten verschuldeten, entsprechend weisen 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 mit einer Hypothek belasteter Hausbesitzer in Dänemark sollte nicht mit einem mittellosen Tagelöhner in Indien verwechselt werden. An der starken Vermögenskonzentration in der Spitze ändern diese Überlegungen zwar nichts,

aber immerhin geht die Entwicklung auch in dieser Hinsicht in die richtige Richtung. Im Jahr 2000 lag die Vermögenskonzentration, d.h. der Anteil des obersten Bevölkerungsdezils am Gesamtvermögen, global betrachtet noch bei 91%.

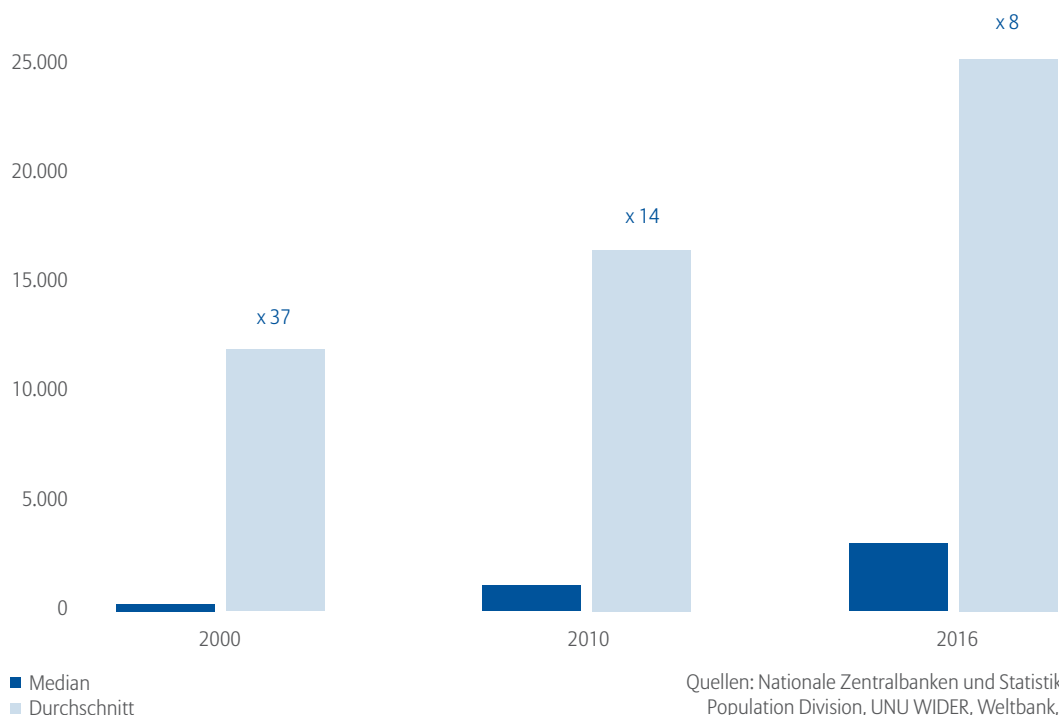
Ein Vergleich mit den nationalen Werten zeigt allerdings, wie weit der Weg zu einer gerechteren Welt noch ist. Auf nationaler Ebene erreicht die Vermögenskonzentration in den „ungleichsten“ Ländern wie den USA und Südafrika zwar auch Werte von über 70%; der einfache Durchschnitt der von uns untersuchten Länder liegt jedoch bei 53%. Im Gegensatz zur globalen Vermögenskonzentration ist hier aber in der Summe aller Länder seit 2000 keine Verbesserung zu erkennen.

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-Wert des Netto-Geldvermögens pro Kopf von EUR 3.140 steht ein Durchschnittswert von EUR 25.510 gegenüber, d.h. auf globaler Ebene ist das durchschnittliche Geldvermögen also achtmal größer als das eines Medianhaushalts. Nationale Spitzenwerte dieser Kenngröße liegen dagegen bei 6 (wiederum Südafrika und die USA), der einfache Mittelwert bei 2,5. Aber wie bei der Vermögenskonzentration gilt auch für das Medianvermögen: Die Entwicklung geht in die richtige Richtung, das Medianvermögen ist seit der Jahrtausendwende deutlich schneller – im Jahr mit durchschnittlich 15,2% – als das Durchschnittsvermögen (+4,8%) gewachsen. Global betrachtet ist die (relative) Lücke zwischen Median und Durchschnitt rapide geschrumpft; auf nationaler Ebene lässt sich ein ähnlicher Trend dagegen nicht feststellen.

Die Lücke schrumpft

Globales Median- und durchschnittliches Netto-Geldvermögen pro Kopf, in Euro



Ein Elefant ohne Rüssel

Mit Hilfe der globalen Vermögensdezile lässt sich nun auch das berühmt-berüchtigte „elephant chart“, das das Einkommenswachstum je globalem Bevölkerungsperzentil zwischen 1988 und 2008 abbildet, fürs Vermögenswachstum nachbilden. Entsprechend der Verfügbarkeit unserer Daten beschränken wir uns dabei auf den Zeitraum zwischen 2000 und 2016.

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. Darin spiegelt sich nicht zuletzt eine Besonderheit bei der Untersuchung der Vermögen wider: Im Gegensatz zu Einkommen können Netto-Geldvermögen auch negative Werte aufweisen, Stichwort: überschuldete Haushalte. Die negative Wachstumsrate für dieses Dezil signalisiert damit eine schnellere Zunahme der Schulden als der Vermögen – so wie es auch die Daten zur Schuldenentwicklung (siehe vorangegangenes Kapitel) erwarten lassen; insbesondere vor der Finanzkrise waren die Verbindlichkeiten in vielen Ländern mit atemberaubendem Tempo gewachsen.

Die übrigen Vermögensdezile weisen dagegen durchweg positive Wachstumsraten auf – mit den höchsten Zuwächsen im sechsten und siebten Dezil. Ähnlich wie beim Einkommen sind es also vor allem die Haushalte in der oberen Mitte der globalen Vermögensverteilung – insbesondere 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 – wenn man von den überschuldeten Haushalte am anderen Ende des Verteilungsspektrums absieht – mit Abstand am schwächsten: Der Elefant hat folglich keinen Rüssel. An diesem Befund ändert sich auch nichts, wenn anstelle des reichsten Dezils das reichste Perzentil – das eine Prozent an der Spitze der Verteilungspyramide – in den Blick genommen würde. Zwar liegt hier die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate etwas höher als bei den reichsten zehn Prozent (4,4% vs. 3,9%), an die knapp 15% in den Dezilen fünf und sechs kommt sie dennoch bei weitem nicht heran.

Im Gegensatz zu den Einkommen nimmt bei den Vermögen also das Wachstum mit der Höhe ab. Warum? Die Erklärung dürfte tatsächlich vor allem in der Höhe der Vermögen selbst zu finden sein. Bereits im obersten Dezil liegen die durchschnittlichen Netto-Geldvermögen pro Kopf inzwischen über der Marke von EUR 200.000 (2016); sie sind damit etwa neunmal höher als der Durchschnittswert – und mehr als fünfzigmal höher als der entsprechende Wert

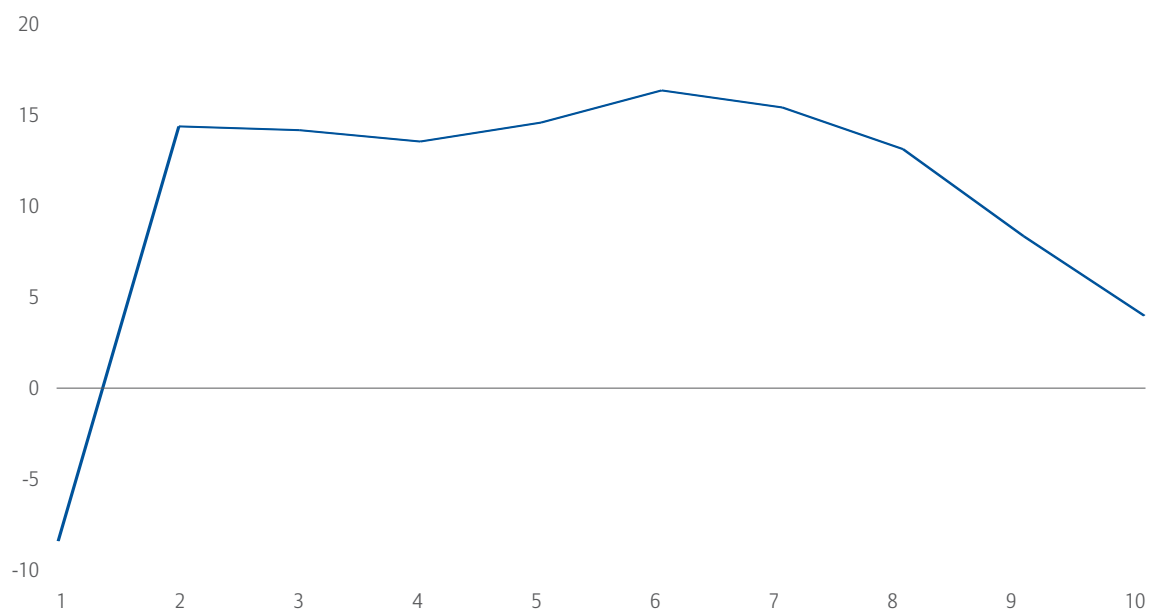
für das sechste Vermögensdezil. Das reichste Vermögensperzentil ist noch weiter von diesen Werten entfernt, im Durchschnitt beliefen sich die Netto-Geldvermögen pro Kopf hier 2016 auf knapp über EUR 900.000. Bei Geldvermögen dieser Größenordnung speisen sich die Zuwächse in der Regel nicht mehr aus Sparleistungen, sondern vor allem aus Vermögenserträgen, die in langfristiger Betrachtung in etwa dem nominalen Wirtschaftswachstum entsprechen sollten. Hinzu kommt, dass hohe Vermögen häufig vornehmlich mit dem Ziel des Werterhalts angelegt werden. Eine Ausnahme davon bilden naturgemäß die „Unternehmertypen“, deren Vermögen in erster Linie aus Anteilen am eigenen Unternehmen besteht und bei denen es daher – parallel zum Unternehmenswachstum – auch zu großen Vermögenssprüngen kommen kann – siehe

die neuen Tech-Milliardäre im Silicon Valley. Bevor es jedoch ob der geringeren Zuwachsraten bei den „armen Reichen“ zu Missverständnissen kommt: Eine jährliches Plus von 4,4% impliziert immer noch eine Verdopplung des Vermögens im untersuchten Zeitraum. In absoluter Betrachtung wächst also die Kluft zwischen den Reichsten und dem Rest der Welt nach wie vor.

Fazit: Die Geldvermögen sind im globalen Maßstab immer noch extrem ungleich verteilt. Aber die Verhältnisse ändern sich. Die Mitte wird breiter – wenn auch der Abstand zur absoluten Spitze immer noch unüberbrückbar erscheint. Mit dem Aufstieg Chinas ist aber ein Anfang gemacht.

Der Elefant ohne Rüssel

CAGR* der Netto-Geldvermögen pro Kopf zwischen 2000 und 2016, nach Vermögensdezilen



*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

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

National betrachtet: Die USA steigen ab

Die Einteilung in globale Vermögensklassen ist zwar aufschlussreich 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.

Vermögensungleichheit im nationalen Rahmen lässt sich auf verschiedene Weise messen. Eine Möglichkeit besteht darin, wie im vorangegangenen Abschnitt zur globalen Vermögensverteilung, den Vermögensanteil des reichsten Bevölkerungsdezils zu analysieren. Im nationalen Kontext ist es dabei häufig allerdings weniger die absolute Höhe – die von vielen gesellschaftlichen und entwicklungshistorischen Faktoren determiniert wird –, sondern die Veränderung im Zeitablauf, die darüber entscheidet, ob die Situation in einem Land eher als „gerecht“ oder „ungerecht“ wahrgenommen wird. Ein Beispiel dafür ist Lateinamerika, wo die Vermögenskonzentration mit deutlich über 50% – teilweise (Brasilien) sogar über 60% – noch immer sehr hoch ist, die Entwicklung aber in allen Ländern in die „richtige“ Richtung zeigt.

Auf den ersten Blick präsentieren sich die 53 von uns untersuchten Länder dabei sehr uneinheitlich: In etwas mehr als der Hälfte der Länder hat die Vermögenskonzentration seit dem Jahr 2000 abgenommen, in den übrigen hat sie zugenommen. Bei näherem Hinschauen lassen sich jedoch einige Muster erkennen: Vor allem in den Schwellenländern ist die Vermögenskonzentration über die letzten Dekaden zurückgegangen – wobei es gewichtige Ausnahmen gibt: Indien und Indonesien in Asien, Russland in Osteuropa und Südafrika. Und noch eine weitere Einschränkung gilt: Seit der Finanzkrise, scheint sich die Tendenz hin zu einer egalitäreren Vermögensverteilung in den Schwellenländern abgeschwächt zu haben; was insbesondere für viele lateinamerikanische Länder gilt. In einigen Schwellenländern hat die Entwicklung sogar komplett gedreht, d.h. seit 2010 nimmt der Vermögensanteil des obersten Bevölkerungsdezils dort wieder zu – zu diesen Ländern zählen bezeichnenderweise China und die Türkei.

In den Industrieländern ergibt sich ein anderes Bild: In der Mehrzahl der untersuchten Länder ist der Vermögensanteil der reichsten zehn Prozent gestiegen, besonders stark zum Beispiel in Dänemark, der Schweiz, den USA oder in Frankreich. Aber auch unter den Industrieländern gibt es prominente Ausnahmen, die die Regel der zunehmenden Ungleichheit bestätigen: In Kanada, Österreich und Belgien hat die Vermögenskonzentration seit der Jahrtausendwende abgenommen. Und ebenso wie

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

in den Schwellenländern scheint sich seit der Finanzkrise der Trend abgeschwächt zu haben: Der Zug in Richtung ungleichere Verteilung rollt seitdem deutlich langsamer. Dies gilt beispielsweise für die Schweiz und Deutschland, wo der Vermögensanteil des obersten Bevölkerungsdezils nur noch minimal gestiegen ist, die USA, wo der Trend gestoppt werden konnte, und Italien, wo es sogar zu einer Trendumkehr kam. Auch in den Industrieländern stellt sich die Entwicklung der Vermögensverteilung also differenzierter dar, als es auf den ersten, flüchtigen Blick erscheint.

Weitere häufig verwendete Maße zur Messung der nationalen Vermögensverteilung sind der Anteil der Mittelklasse am Gesamtvermögen oder – als umfassende Kennziffer – der Gini-Koeffizient. Die Situation der Mittelklasse, ihre vermeintliche Erosion, hatten wir im letztjährigen Report ausführlich analysiert. Auch dabei lautete das Ergebnis, dass es zwar mehrheitlich die alten Industrieländer sind, die eine negative Tendenz aufweisen, aber insgesamt die Entwicklungen doch zu vielschichtig sind, um sie auf einen simplen Nenner zu bringen. In jedem Fall ließ sich ein allgemeiner Abstieg der Mittelklasse als weltweites Phänomen nicht feststellen. Seit zwei Jahren berechnen wir zudem auch für jedes Land einen Gini-Koeffizienten, basierend auf den durchschnittlichen Netto-Geldvermögen je Bevölkerungsdezil. Da der Gi-

ni-Koeffizient jedoch eine Gesamtkennziffer ist, die die Veränderungen in allen Vermögensdezilen gleichzeitig misst, sind hier die Verschiebungen von Jahr zu Jahr nur gering. Die Schlussfolgerungen der letzten Jahren gelten daher immer noch: Es sind vornehmlich die Schwellenländer, in denen sich der Gini-Koeffizient auf lange Sicht verbessert hat, wohingegen eine Verschlechterung vor allem in den Industrieländern zu beobachten war.⁵

In diesem Jahr nähern wir uns dem Thema der nationalen Verteilung auf eine noch andere Weise: Wir berechnen das Medianvermögen und analysieren seine Entwicklung über die letzten Jahre, insbesondere im Vergleich zu den Veränderungen des Durchschnittsvermögens.

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 ganz anderes Aussehen. Der Wechsel an der Spitze – von den USA zur Schweiz – wäre dabei noch die geringste Veränderung; insgesamt behielten nur drei Länder – Japan, Österreich und Finnland – ihre alten Plätze, der Rest würde zum Teil kräftig durchgewirbelt werden. Zum Beispiel die USA: Sie fielen von Platz 1 auf 13; oder Schweden, von Platz 4 auf 12. Zu den anderen Verlierern zählten Dänemark (-11 Plätze), Großbritannien (- 5 Plätze) und Deutschland (-3 Plätze) – das damit auch aus den Top 20 herausfiel. In all diesen Ländern ist das Medianvermögen deutlich niedriger als das Durchschnittsvermögen, ein Indiz für eine relativ ungleiche Vermögensverteilung. In den

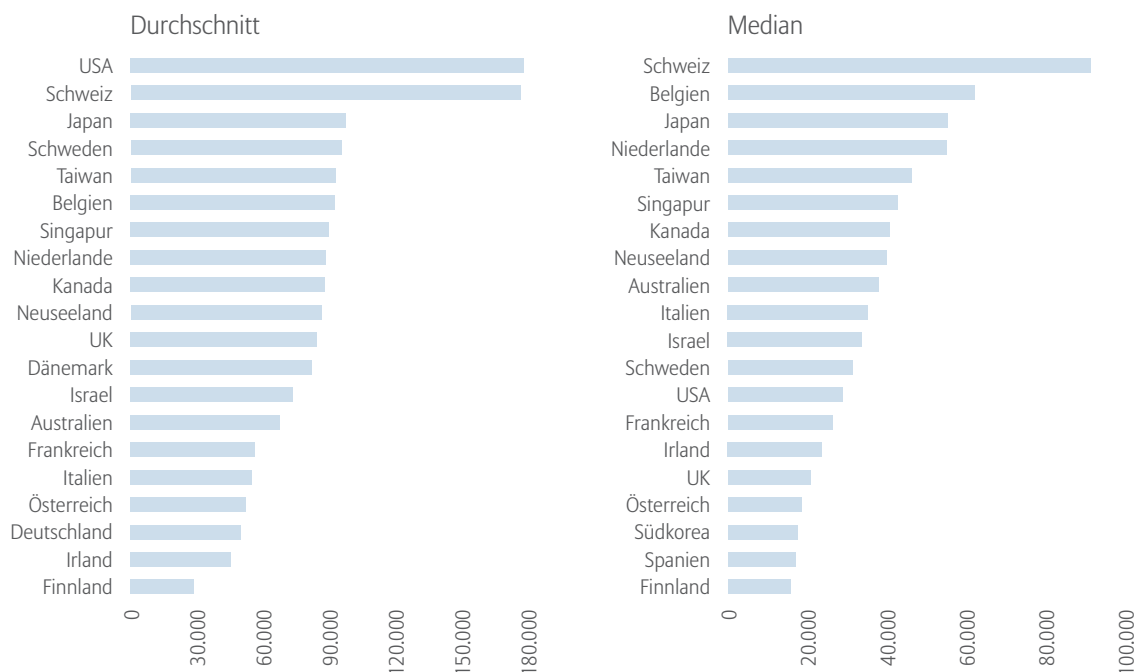
skandinavischen Ländern ist dies vor allem auf die hohe Verschuldung zurückzuführen. Auf der anderen Seite gäbe es aber auch viele Aufsteiger, allen voran Italien (+ 6 Plätze) und Australien (+5 Plätze); auch den Niederlanden, Belgien und Südkorea (jeweils +4) gelänge ein relativ großer Sprung nach vorne. In diesen Ländern ist der Abstand zwischen den verschiedenen Messwerten eher gering, die Vermögensverteilung mithin gleichmäßiger. Insgesamt bestätigt die „alternative“ Rangliste also unsere bisherigen Analysen, nicht zuletzt mit Blick auf die USA.

Dennoch überraschen die großen Unterschiede im Verhältnis zwischen Median- und Durchschnittsvermögen. Sie reichen vom Faktor 1,3 in der Slowakei – d.h. hier liegt das Durchschnittsvermögen etwa 30% höher als das des Medianhaushalts – bis zum Faktor 6,6 in Südafrika – wo das Durchschnittsvermögen um beinahe 700% größer ist. Am oberen Ende der Ska-

la befinden sich auch Dänemark und die USA. Beide Länder weisen einen sehr hohen Faktor von 6,2 auf. In konkreten Zahlen bedeutet dies: Während das durchschnittliche Netto-Geldvermögen eines US-Amerikaners EUR 177.210 erreicht, sind es in der Mitte der Verteilung gerade einmal EUR 28.540. Einmal mehr bestätigen diese Zahlen den Ruf der USA als eines der „ungleichsten“ Länder der Erde. Die übrigen Länder mit einem großen Abstand zwischen Median- und Durchschnittswert (Faktor über 3) stellen eine ziemlich gemischte Gruppe dar: Neben vier lateinamerikanischen Ländern und Indonesien – traditionell eher „elitäre“ Gesellschaften – zählen dazu auch Großbritannien, Deutschland und Schweden; zumindest die beiden letzteren

Die alternative Rangliste

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



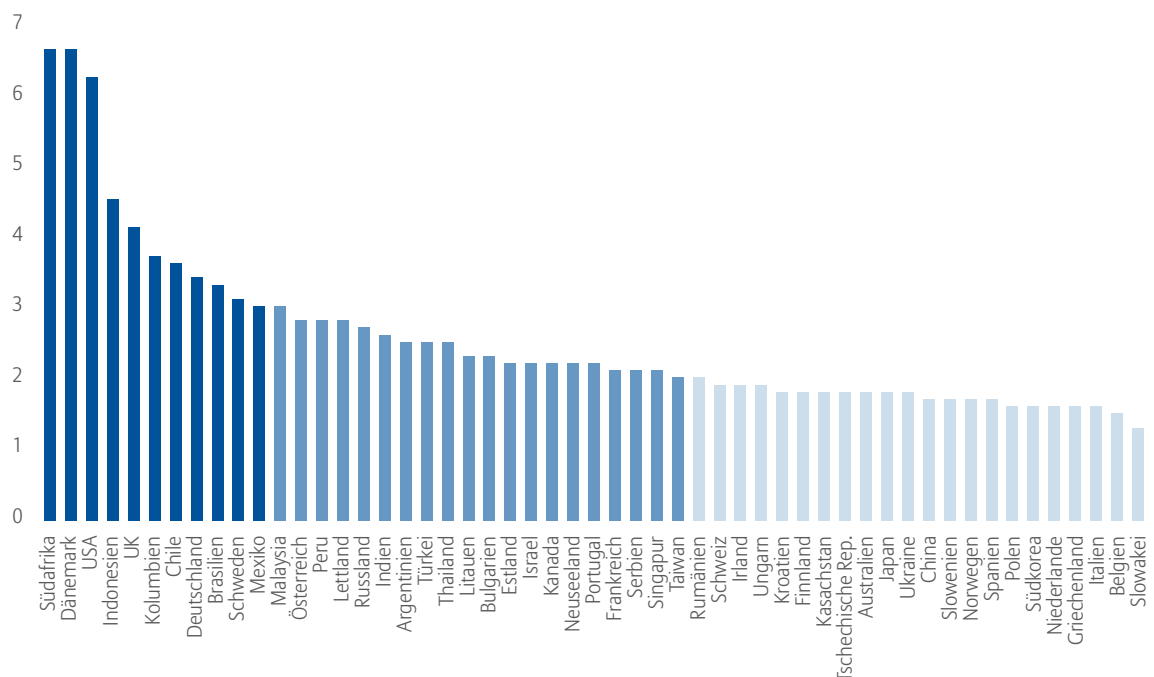
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

Länder gehören ihrem eigenen Selbstverständnis nach eher in die Riege der „egalitären“ Gesellschaften, in denen der Staat mit Hilfe kräftiger Umverteilung ausgeglichene Verhältnisse schaffen möchte. Was bei den Einkommen auch leidlich funktioniert, nicht aber bei Vermögen. In Schweden (wie auch Dänemark) ist dafür in erster Linie die hohe Verschuldung weiter Teile der Bevölkerung verantwortlich; in Deutschland dürfte die relativ hohe Ungleichheit bei Vermögen auf die späte Wiedervereinigung zurückzuführen sein. Für Deutschland gilt aber zumindest: Seit der Finanzkrise wachsen die Medianvermögen etwas schneller als die Durchschnittsvermögen, die relative Lücke zwischen beiden sollte über die Zeit also etwas kleiner werden. Auch in den USA ist der Trend des Auseinanderdriftens in den letzten Jahren offenbar zum Stillstand gekommen.

Ähnlich bunt gemischt ist die Ländergruppe am anderen Ende des Spektrums, wo Median- und Durchschnittswert relativ eng beieinander liegen (Faktor unter 2). Neben vielen osteuropäischen Ländern, in denen aufgrund des verspäteten Starts in den Aufbau privater Vermögen noch immer einigermaßen ausgeglichene Vermögensverhältnisse herrschen, finden sich hier auch viele westeuropäische Länder wie Belgien, Italien, Griechenland, die Niederlande oder Spanien wieder. Damit hören die Gemeinsamkeiten zwischen diesen Ländern aber auf. Belgien und die Niederlande sind nicht nur traditionell eher egalitäre Gesellschaften, in beiden Ländern sind über die letzten Jahre und Jahrzehnte hinweg auch Median- und Durchschnittsvermögen weitgehend im Gleichschritt gewachsen, in Belgien sogar mit leichten Vorteilen beim Medianvermögen; an diesem Trend hat die Finanzkrise nichts geändert. Ebenso stabil ist die Entwicklung in Spanien, allerdings mit umgekehrten Vorzeichen: Hier wuchsen

The bad, the ugly, and the good

Durchschnittliches Netto-Geldvermögen als Vielfaches des Median-Netto-Geldvermögens



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

die Durchschnittsvermögen generell schneller, seit der Finanzkrise hat sich ihr Vorsprung sogar noch vergrößert. Ähnlich in Griechenland, nur noch ausgeprägter: Seit der Krise liegt die Zuwachsrates bei den Durchschnittsvermögen rund 50% höher. In beiden Ländern hat die tiefe Krise also offenbar zu einer stärkeren Vermögensspreizung beigetragen. Immerhin kann Griechenland in jüngster Zeit überhaupt wieder Wachstumsraten vorweisen. Dies ist schon ein Erfolg, denn tatsächlich ist Griechenland in unserem Länderkreis das einzige Land, in dem über die längere Frist, seit 2000, Median- und Durchschnittsvermögen zurückgegangen sind, jeweils um etwa ein Drittel. Auch für Italien schließlich stellt die Finanzkrise einen Einschnitt dar: Seitdem wachsen die Medianvermögen wieder etwas schneller. Mit Blick auf die Vermögensverteilung (nicht jedoch aufs Vermögenswachstum) scheint die Krise also für Italien eine positive Trendwende herbeigeführt zu haben.

Auch die Analyse der Medianvermögen zeigt also: Selbst in Ländern mit so ähnlichen Rahmenbedingungen wie den Euroländern stellt sich die Vermögenssituation in den letzten Jahren sehr unterschiedlich dar. Vor Verallgemeinerungen wird daher dringend gewarnt. Die Verteilungsfrage ist sowohl auf globaler wie auch nationaler Ebene komplizierter als es die eingängigen Überschriften von der stetig wachsenden Ungleichheit suggerieren. Diesseits der USA – die ohne Frage ein Verteilungsproblem haben – wird das Bild immer unklarer, Licht und Schatten halten sich die Waage: die Grautöne überwiegen. Und durch die unkonventionelle Geldpolitik der letzten Jahre ist die Lage eher noch unübersichtlicher geworden (siehe folgende Box).

Verteilungswirkungen der unkonventionellen Geldpolitik

Mit zunehmender Dauer stößt die EZB mit ihrer extremen Geldpolitik an ihre Grenzen.

Dies zeigt die Analyse der direkten Einkommenswirkungen der Geldpolitik im Euroraum. Unter den direkten Einkommenseffekten verstehen wir dabei die Zinsgewinne bzw. -verluste der privaten Haushalte, die sich aus den Veränderungen der Zinsen für Bankeinlagen und -kredite ergeben. Im Gegensatz zu den Wirkungen der Geldpolitik auf Vermögenspreise von Aktien, Anleihen oder auch Ansprüchen gegenüber Versicherungen und Pensionen – die erst einmal „nur“ Buchgewinne oder -verluste darstellen – sind diese Veränderungen für die Haushalte direkt im Portemonnaie (bzw. auf dem Konto) zu spüren.

Nach wie vor profitieren die privaten Haushalte im Euroraum von der EZB-Politik kräftig: Seit 2012, dem Jahr der „Eurorettung“ („whatever it takes“), kumulieren sich die Zinsgewinne auf EUR 145 Mrd. oder EUR 430 pro Kopf. Und immer noch ist die extrem expansive Geldpolitik vor allem für die Haushalte im Süden ein Segen, die ihren Schuldendienst erheblich reduziert. Allerdings haben sich die Zinsgewinne in den letzten Jahren merklich abgeschwächt. Spanien steht exemplarisch für diese Entwicklung. Gegenüber den Jahren 2012 und 2013 haben sich die Zinsgewinne pro Kopf mehr als halbiert. Zwei Faktoren sind dafür ausschlaggebend: Zum einen reagierten die spanischen Kreditzinsen sehr schnell auf die Maßnahmen der EZB, da z.B. Hypotheken traditionell variable Zinsen oder nur kurze Zinsbindungsfristen aufweisen. In den letzten Jahren sind die Kreditzinsen aber kaum mehr gefallen, der Zinssenkungsspielraum ist weitestgehend ausgeschöpft. Zum anderen haben die spanische Haushalte die zurückliegenden Jahre auch zum Abbau ihrer Schulden genutzt: Seit Ausbruch der Krise ist die private Verschuldung um knapp 20% zurückgegangen – während die Bankeinlagen im selben Zeitraum um gut 9% gestiegen sind. In dem Maße aber, wie die spanischen Haushalte ihre Finanzen wieder in Ordnung bringen, schwächt sich auch die Wirkung der extremen Geldpolitik auf ihre Einkommenssituation ab. In diesem Jahr dürfte daher nicht mehr eines der Südländer, sondern Frankreich der größte Profiteur der EZB-Politik sein.

Auf den ersten Blick erfreulich ist dagegen die entgegengesetzte Entwicklung, die in Deutschland zu beobachten ist: Die Zinsverluste sind in den letzten Jahren deutlich geringer geworden, in diesem Jahr dürften sie nur noch ein Drittel des Werts aus den Jahren 2013 bis 2015 erreichen. Hierin spiegeln sich eine wieder steigende Verschuldung sowie der langsamere aber kontinuierliche Rückgang der Kreditzinsen wider: Im Gegensatz zu Spanien ist der deutsche Hypothekenmarkt von langen Zinsbindungsfristen geprägt, fallende Marktzinsen kommen entsprechend erst mit einiger Zeitverzögerung bei den Kreditnehmern an.

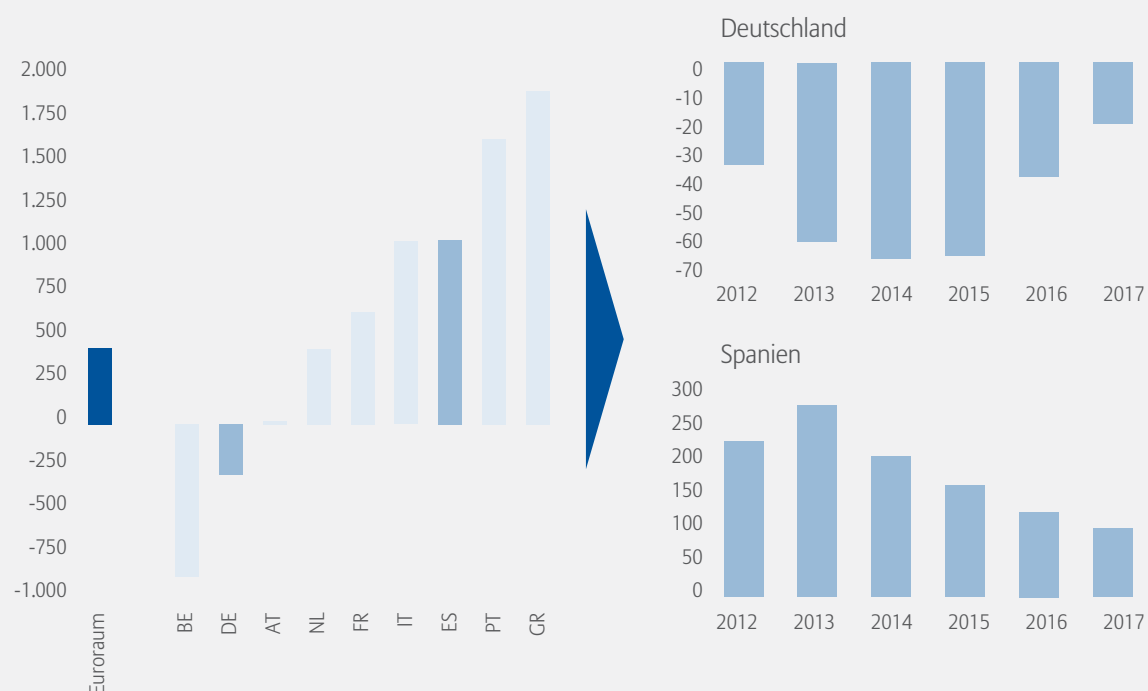
Allerdings profitieren davon nicht alle Haushalte im gleichen Ausmaß. Mit Hilfe der Daten aus der PHF-Studie⁶ ist es möglich, die unterschiedlichen Wirkungen auf die einzelnen Einkommensgruppen zu approximieren. Und dabei zeigt sich, dass es vor allem die einkommensstärkeren Haushalte sind, die sowohl absolut als auch relativ (bezogen auf ihr Einkommen) Nutznießer der extremen Niedrigzinspolitik der EZB sind. Dies gilt besonders für die Haushalte zwischen dem sechsten und achten Dezil der Einkommensverteilung: Hier sind die Einkommen noch nicht sehr hoch – wohl aber der Anteil der Hausbesitzer mit großen Hypotheken. Tatsächlich zeigt auch ein Blick auf die Höhe der Einlagen und Kredite, dass in den unteren Einkommensgruppen das Volumen der Einlagen im Durchschnitt das der Kredite übertrifft, während in den höheren Einkommensgruppen genau der umgekehrte Fall gilt. Darin spiegelt sich ein relativ simpler Zusammenhang wider: Einkommen ist das wichtigste Kriterium, das über den Zugang zu Krediten entscheidet.

Unter dem Strich bleibt also ein ernüchterndes Fazit: In den (ehemaligen) Krisenländern lässt die Wirkung der extremen Niedrigzinsen allmählich nach und zunehmend sind es auch die Haushalte mit hohen Einkommen, die davon profitieren. Die Effektivität der unkonventionellen Maßnahmen der EZB hat ihren Zenit überschritten.

⁶ „Private Haushalte und ihre Finanzen (PHF)“ ist eine großangelegte Befragung der Bundesbank zur finanziellen Situation der Haushalte: Deutsche Bundesbank (2016), Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2014, Monatsbericht März 2016.

Unterschiedliche Entwicklung

Direkter Einkommenseffekt: Zinsgewinne bzw. -verluste pro Kopf in Euro, 2012-2017*



*extrapoliert auf Basis der Zahlen von Januar bis April.
Quellen: EZB, Allianz SE.

Regionale Unterschiede

Das Geldvermögen in den einzelnen Regionen

62	Lateinamerika
72	Nordamerika
82	Westeuropa
92	Box: Reiches Deutschland, armes Deutschland?
96	Osteuropa
108	Asien
124	Australien und Neuseeland



Lateinamerika

Bevölkerung

In den untersuchten Ländern	477 Mio.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....	76,7%
Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung.....	6,4%

BIP

In den untersuchten Ländern	EUR 3.901 Mrd.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....	82,2%
Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP.....	5,5%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 3.461 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 7.250 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	2,0%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 1.116 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 2.340 pro Kopf
In % des BIP	28,6%

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 zwischen 2000 und 2010 nahezu vervierfacht und der Anteil der Region am globalen Vermögensstock kletterte von 0,7% auf 1,7%.

Heute allerdings scheint das „goldene Jahrzehnt“ Lateinamerikas nur noch eine ferne Erinnerung zu sein. Die nachlassende Wachstumsdynamik in China und der Preisverfall an den Rohstoffmärkten stürzte die Region in eine tiefe Krise. Daneben 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

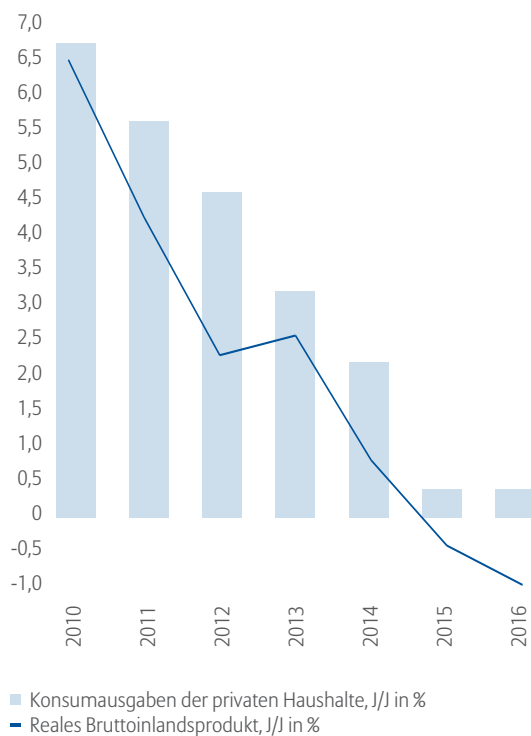
Wirtschaftswachstum in den von uns untersuchten Ländern Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko und Peru ging seit 2010 kontinuierlich zurück, bis auf -1,0% im Jahr 2016. Die Verbraucher schnürten den Gürtel enger, so dass die jährliche Veränderungsrate der Konsumausgaben von +6,7% im Jahr 2010 auf jeweils +0,4% in den vergangenen zwei Jahren abnahm. Gleichzeitig verlangsamte sich das Wachstumstempo des privaten Geldvermögens auf durchschnittlich knapp 10% pro Jahr. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Inflation sank das mittlere Vermögenswachstum in realer Rechnung von 8,5% (von 2001 bis 2010) auf 2,5% (von 2011 bis 2016). Im vergangenen Jahr verzeichneten die Ersparnisse eine Zuwachsrate von knapp 11% auf insgesamt fast EUR 3,5 Bill. – nach Abzug der durchschnittlichen Teuerungsrate von rund 10% blieb den Haushalten davon allerdings kaum etwas übrig.

Zumindest an den Börsen scheint jedoch wieder Optimismus zurückzukehren: Der MSCI Emerging Markets Latin America gewann im Jahresverlauf kräftig an Wert und notierte Ende 2016 um fast 29% im Plus. Darin lassen sich nicht zuletzt die im vergangenen Jahr wieder gestiegenen Rohstoffpreise ablesen, die sich positiv auf die Erträge der Rohstoffkonzerne auswirkten. So kletterte das Wertpapiervermögen der lateinamerikanischen Haushalte im vergangenen Jahr um schätzungsweise knapp 12% auf insgesamt fast EUR 1,6 Bill. Mit Ausnahme Mexikos (+6,2%) verzeichneten die Leitindizes in allen anderen der untersuchten Länder durchwegs zweistellige Zuwachsraten. Sogar in Brasilien (+38,9%), Kolumbien (+18,2%) und Peru (+82,8%) konnte die drei Jahre dauernde Baisse beendet

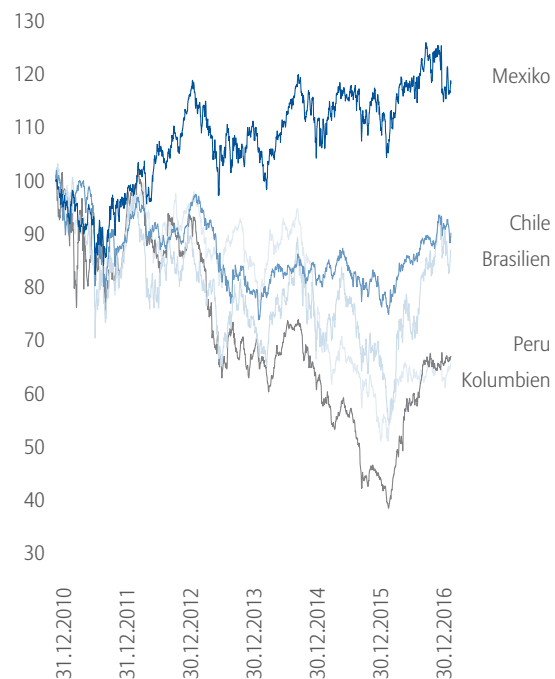
werden. Allerdings lagen die Börsenbarometer in den drei Ländern damit noch weit unter ihren jeweiligen Rekordwerten: Während Brasiliens BOVESPA gegenüber 2010 rund 13% einbüßte, befanden sich die Indizes in Kolumbien und Peru sogar um 34,8% bzw. 33,4% im Minus.

Konjunkturelle Talsohle überwunden?

Entwicklung von privatem Konsum und BIP



Entwicklung der nationalen Leitindizes
Index (31.12.2010 = 100)



Quellen: Weltbank, Thomson Reuters, Allianz SE.

Unterschiedliche Vermögensstruktur in den einzelnen Ländern

Das Bruttoinlandsprodukt Brasiliens, der größten Volkswirtschaft Lateinamerikas, schrumpfte 2016 um weitere 3,6%, nach einem Rückgang von 3,8% im Vorjahr. Das Land, das für annähernd die Hälfte der regionalen Wirtschaftskraft steht, steckt in der tiefsten Rezession seit hundert Jahren. Mit seiner stark rohstofflastigen Exportindustrie litt Brasilien besonders unter dem Preisverfall von Eisen, Erdöl und anderen Rohstoffen. Die Arbeitslosigkeit hat sich in den vergangenen zwei Jahren fast verdoppelt, auf 12,0% im letzten Jahresviertel 2016. Vor diesem Hintergrund mussten die Haushalte weiterhin ihre Konsumausgaben einschränken (-4,2% nach -3,9% im Vorjahr). Die schwache Konjunktur lässt zumindest die Inflationsrate allmählich sinken: Noch im Dezember 2015 war die Teuerungsrate mit 11,3% so hoch wie zuletzt 2003; 2016 belief sich der Jahresdurchschnitt auf 9,4%, wobei die Rate im Jahresverlauf auf 6,6% fiel.

Auf die Amtsenthebung von Präsidentin Rousseff im letzten Jahr und die Ankündigung eines Reformpaktes durch ihren Nachfolger, Michael Temer, reagierte die Börse euphorisch. Ganz oben auf der Agenda der neuen Regierung stand die Reform des großzügigen staatlichen Rentensystems, womit die wachsende Staatsverschuldung gebremst werden soll. Von der kräftigen Aktienmarktentwicklung profitierten auch die privaten Haushalte, die fast die Hälfte ihres Vermögens in Form von Aktien, Fonds oder anderen Anteilsrechten halten. Das Wertpapiervermögen verzeichnete ein kräftiges Plus von

schätzungsweise 17%; auch Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionen legten im Sog der Aktienmärkte zweistellig zu. Bankeinlagen dagegen traten im zweiten Jahr in Folge mehr oder weniger auf der Stelle, Ausdruck der anhaltenden Wirtschaftskrise. Insgesamt stiegen die Ersparnisse der Brasilianer dennoch um etwa 12% auf rund EUR 1,7 Bill., was gut der Hälfte des regionalen Vermögensstocks entspricht.

Ein Viertel des privaten Geldvermögens Lateinamerikas entfiel Ende 2016 auf Mexiko, das gemessen an der Wirtschaftskraft zweitgrößte Land der Region. Die mexikanischen Haushalte investieren sogar mehr als 60% ihrer Ersparnisse in Wertpapiere, die im letzten Jahr einen Zuwachs von 5,6% 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 belief sich der Wertpapieranteil nämlich noch auf gut 73%. Den größten Anstieg unter den Anlageklassen verzeichneten 2016 Bankeinlagen, deren Bestand um rund 13% zulegte. Insgesamt erhöhte sich der Vermögensbestand des mexikanischen Haushaltssektors um 7,6% gegenüber dem Vorjahr.

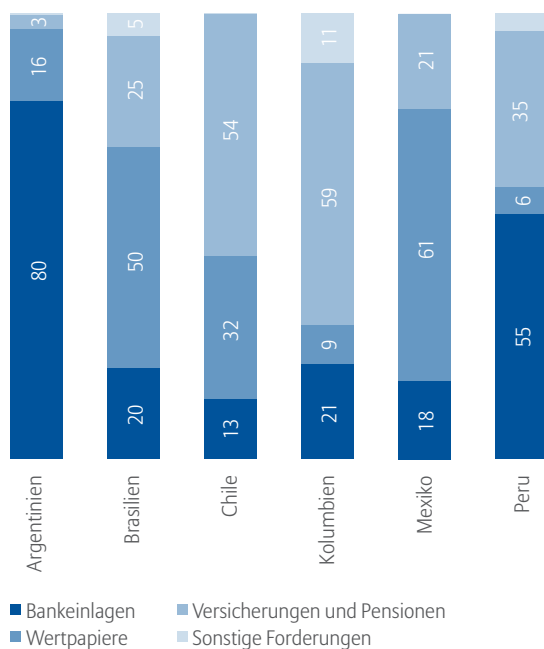
Die Haushalte Argentinien, Chiles, Kolumbiens und Perus teilen sich das übrige Viertel des regionalen Geldvermögens, wobei sie knapp 30% der Bevölkerung der analysierten Länder darstellen. Das Vermögenswachstum in diesen Ländern reichte 2016 von 5,9% in Chile bis hin zu mehr als 50% in Argentinien. Der 2015 ins Amt gewählte argentinische Präsident Macri hat zwar bereits marktwirtschaftliche Reformen umgesetzt, allerdings leidet die

Wirtschaft unter der Schwäche Brasiliens, dem wichtigsten Handelspartner des Landes. Zudem führte die Wechselkurs-Freigabe des Peso zu massiven Wertverlusten, was die Importe verteuerte und die ohnehin galoppierende Inflation weiter nach oben trieb. Im Jahresdurchschnitt 2016 belief sich die Teuerungsrate auf 38%, was an den Einkommen und privaten Ersparnissen nagt. 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 gut 3% zurück.

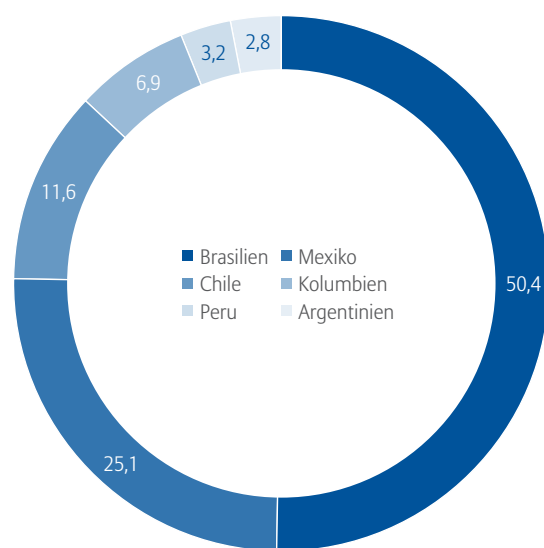
In Chile und Kolumbien hingegen dominieren Versicherungen und Pensionen mit einem Anteil von 54% bzw. 59% das Vermögen-sportfolio der Haushalte. Das chilenische Rentenversicherungssystem, das bereits 1980 unter der Regierung Pinochet von einem umlagefinanzierten in ein privates, kapitalgedecktes System umgestellt wurde, hat weltweit schon für viele Länder Pate gestanden. Im letzten Jahr stiegen die Forderungen der Haushalte gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds um knapp 8% in Chile sowie um rund 14% in Kolumbien.

Unterschiedliche Vermögensstruktur in den einzelnen Ländern

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2016



Anteil am regionalen Geldvermögen nach Ländern, 2016 in %



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Nachlassende Dynamik beim Schuldenwachstum

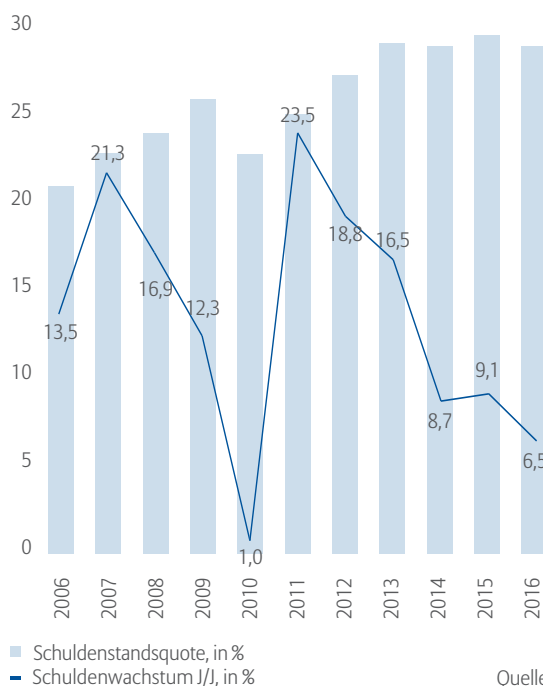
Im Laufe des „goldenen Jahrzehnts“ erhöhten sich aber nicht nur die Vermögen der privaten Haushalte, sondern auch die Schulden: Sie wuchsen über diesen Zeitraum mit durchschnittlich rund 14% pro Jahr sogar im Gleichschritt mit den Ersparnissen. Während aber beim Vermögenswachstum bereits 2011 eine deutliche Entschleunigung eintrat, zog das Schuldenwachstum noch einmal spürbar an, auf knapp 20% im Mittel von 2011 bis 2013. Erst in den letzten drei Jahren war auch auf der Passivseite der Vermögensbilanz eine nachlassende Dynamik zu beobachten. So ging das Wachstum der Kreditsumme 2016 auf 6,5% zurück, von gut 9% im Vorjahr. Insgesamt belief sich die Verschuldung der lateinamerikanischen Haushalte Ende letz-

ten Jahres auf rund EUR 1,1 Bill. Hinsichtlich der Länderanteile verhalten sich die Relationen dabei ähnlich wie bei den Vermögen: Mehr als drei Viertel der regionalen Verschuldung konzentrierten sich auf die brasilianischen und mexikanischen Haushalte.

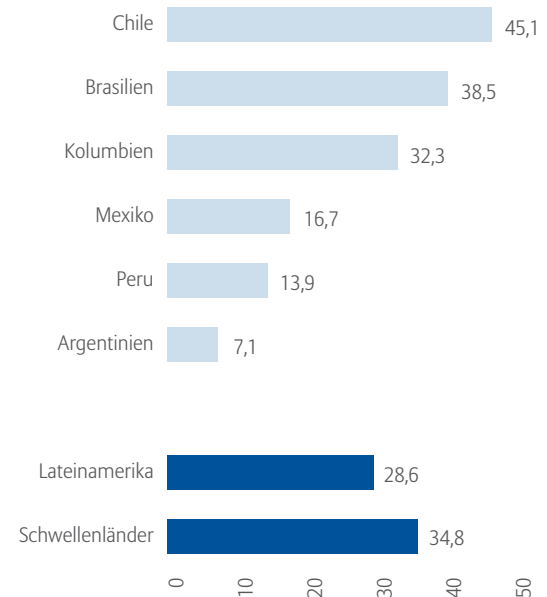
Der Anteil der Region an der globalen Schuldenlast stieg in der vergangenen Dekade von 1,1% auf 2,7%. Vor dem Hintergrund, dass die Verbindlichkeiten in diesem Zeitraum schneller als die nominale Wirtschaftsleistung der Region (durchschnittlich +9,9% pro Jahr) zulegten, kletterte die Schuldenstandsquote, d.h. das Verhältnis der Schulden zum BIP, von 20,7% im Jahr 2006 auf 28,6% im vergangenen Jahr. Trotzdem befindet sich die Region insgesamt damit noch auf einem für aufstrebende Volkswirtschaften üblichen Niveau: Im Durchschnitt der Schwellenländer lag das Verhältnis der Schulden zur Wirtschaftsleistung Ende 2016

Wachstumstempo der Schulden geht zurück

Entwicklung der Verschuldung seit 2006



Schuldenstandsquote nach Ländern 2016, in %



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

bei fast 35%. Allerdings sind die Unterschiede in den einzelnen Ländern enorm. Während die Quote in Argentinien bei lediglich rund 7% lag, stand Chile mit gut 45% an der Spitze. Auch in Pro-Kopf-Rechnung belegten die chilenischen Haushalte mit durchschnittlich EUR 5.990 Platz eins innerhalb der Region. Am niedrigsten war die Verschuldung pro Kopf wiederum in Argentinien mit schätzungsweise EUR 760. Der regionale Mittelwert bezifferte sich auf EUR 2.340 pro Kopf, womit die Lateinamerikaner spürbar über dem Durchschnitt der Schwellenländer von EUR 1.830 lagen.

Wachsende Vermögensmittelschicht – Ungleichheit noch immer problematisch

Im vergangenen Jahr betrug das Netto-Geldvermögen pro Kopf, also sämtliche Ersparnisse abzüglich der Schulden, im regionalen Durchschnitt EUR 4.910. Chile ist dabei das einzige Land in Lateinamerika, wo das mittlere Pro-Kopf-Vermögen der Haushalte den Schwellenwert von EUR 7.700 übertraf und damit zu den Ländern mit mittlerem Geldvermögensbestand (MWC) zählte. Mit durchschnittlich EUR 16.460 pro Kopf lagen die chilenischen Haushalte nur einen Platz hinter Portugal auf Platz 25 der globalen Rangliste. Selbst für Mexiko und Brasilien, deren Haushalte Ende 2016 im Mittel über EUR 5.650 bzw. EUR 4.980 pro Kopf verfügten, dürfte der Sprung in den Kreis der MWCs noch einige Jahre in Anspruch nehmen: Legten die Netto-Geldvermögen pro Kopf im Mittel weiterhin mit der jeweiligen jährlichen Wachstumsrate der letzten Dekade (rund +7% in Mexiko und gut 12% in Brasilien) zu, lägen sie in Mexiko erst im Jahr

2021 und in Brasilien 2020 über dem heutigen Schwellenwert. Mit der globalen Vermögensentwicklung wird dieser Wert bis dahin allerdings auch weiter ansteigen. Im internationalen Vergleich standen die beiden Länder auf den Plätzen 40 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 7.700 und EUR 45.900) zur Verfügung hat, belief sich Ende 2016 auf rund 13%. Rund 64 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 45.900 pro Kopf, die jedoch mit 0,4% im Jahr 2016 nur einen Bruchteil der Gesamtbevölkerung darstellten.

Noch immer zählt mit über 86% das Gros der Bevölkerung zur unteren Vermögensschicht. Fast 412 Millionen Lateinamerikaner besaßen demnach weniger als EUR 7.700 im Durchschnitt. Zu berücksichtigen ist dabei aber auch, dass Währungsverluste es diesen Ländern zusätzlich erschweren, die in Euro berechneten Schwellenwerte zu überschreiten.

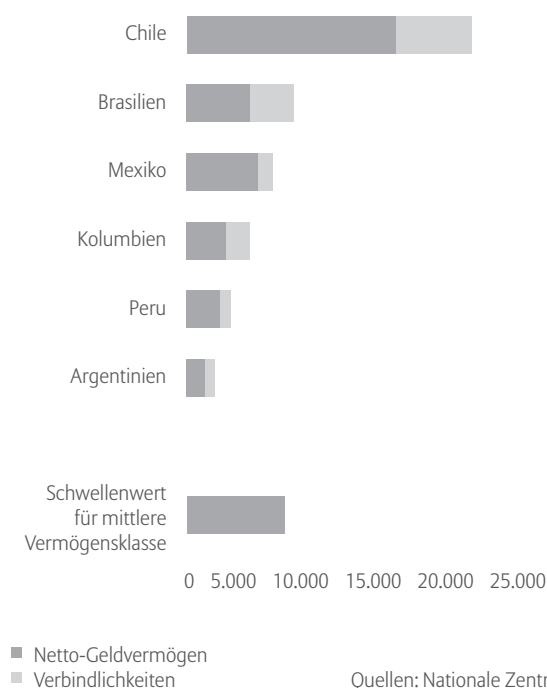
⁷ United Nations Development Programme (2016): Multidimensional progress: well-being beyond income. Regional Human Development Report for Latin America and the Caribbean.

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 53% des Einkommens und verfügen über fast 77% des Vermögens, während die jeweiligen Anteile in den Schwellenländern insgesamt bei knapp 47% und etwa 72% und weltweit bei durchschnittlich 42% und 70% liegen. Trotz der nach wie vor herrschenden Ungleichheit von Einkommen und Vermögen sind gegenüber den frühen 2000er Jahren zwar deutliche Fortschritte bei der Armutsbekämpfung zu erkennen: So hat sich der Bevölkerungsanteil der Menschen, die unter der jeweils nationalen

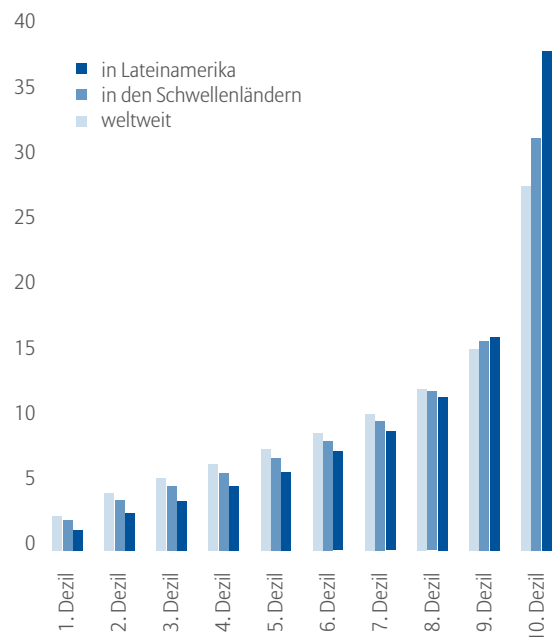
Armutsgrenze leben, beispielsweise in Brasilien und Peru seither mehr als halbiert, auf 7,4% (2014) und 21,8% (2015). Auch in Kolumbien ging der Anteil der in Armut lebenden Bevölkerung von beinahe 50% auf knapp 28% (2015) zurück. Allerdings geht das Entwicklungsprogramm der Vereinten Nationen (UNDP) in einer Studie aus dem Jahr 2016⁷ davon aus, dass sich erstmals seit über zehn Jahren die Zahl der Armen in Lateinamerika und der Karibik wieder erhöht. Mit dem Rückgang des Wirtschaftswachstums steigt für viele die Gefahr, wieder in die Armut zurückzufallen.

Große Kluft zwischen Arm und Reich

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2016, in Euro



Durchschnittliche Einkommensverteilung im Vergleich



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



Nordamerika

Bevölkerung

Insgesamt	358 Mio.
Anteil an der Weltbevölkerung	4,9%

BIP

Insgesamt	EUR 19.039 Mrd.
Anteil am Welt-BIP	26,7%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 76.087 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 212.260 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	45,0%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

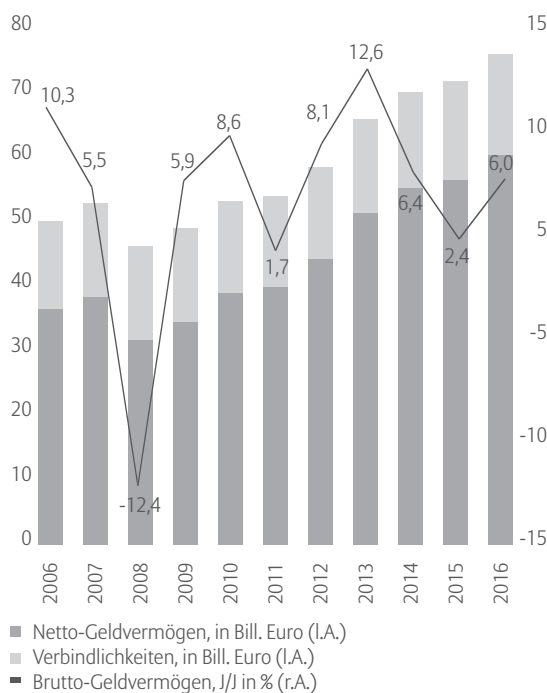
Insgesamt	EUR 15.816 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 44.120 pro Kopf
In % des BIP	83,1%

Die Privathaushalte der USA und Kanadas verfügten Ende 2016 über insgesamt rund EUR 76 Bill. oder 45% des globalen Geldvermögens. Nordamerika ist damit nach wie vor die reichste Region weltweit. Nach einer Verlangsamung des Wachstums in den beiden Vorjahren beschleunigte sich die Vermögensentwicklung im vergangenen Jahr wieder: In den USA hat sich die Zuwachsrate mehr als verdoppelt, von 2,3% im Jahr 2015 auf 5,9%. Auch in Kanada wuchsen die privaten Ersparnisse mit 7,6% spürbar schneller als 2015 (+4,2%). Für die Region insgesamt errechnet sich ein Anstieg von 6,0%, womit Nordamerika über dem Mittelwert der Industrieländer (+5,2%) lag. Getragen wurde der Vermögensanstieg von allen der drei großen Anlageklassen, wobei Bankeinlagen und Wertpapiere mit 6,6% bzw. 7,0% die höchsten Zuwachsraten verzeichneten.

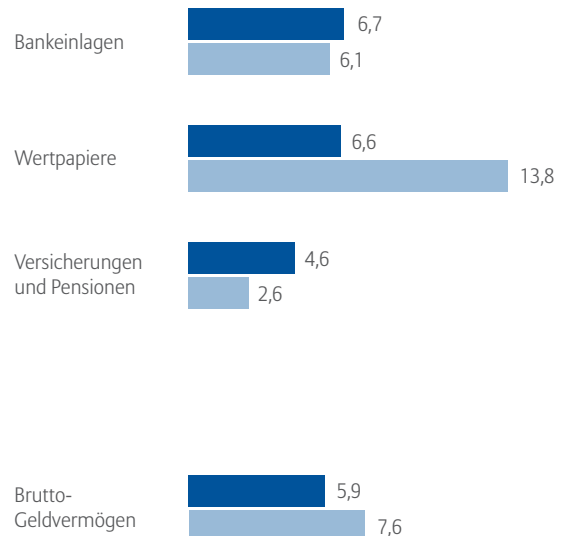
Die Wertpapierklasse hatte im ersten Quartal allerdings noch mit Verlusten zu kämpfen: Schwache Konjunkturdaten aus China und der Absturz des Ölpreises sorgten für Verunsicherung an den Märkten; der S&P 500 knickte im Januar um 5,1% ein und auch der kanadische Leitindex gab um 1,4% nach. Der enttäuschende Jahresauftakt schlug in der Vermögensbilanz der US-amerikanischen Haushalte negativ zu Buche: Das in Form von Aktien, Investmentfondsanteilen und sonstigen Anteilsrechten gehaltene Vermögen ging in den ersten drei Monaten des Jahres um EUR 145 Mrd. oder 0,4% gegenüber dem Vorquartal zurück. Nachdem

Wachstumsgeschwindigkeit der Vermögen legte 2016 wieder zu

Entwicklung von Vermögen und Schulden in Nordamerika



Wachstumsraten nach Anlageklassen, 2016/ 2015 in %



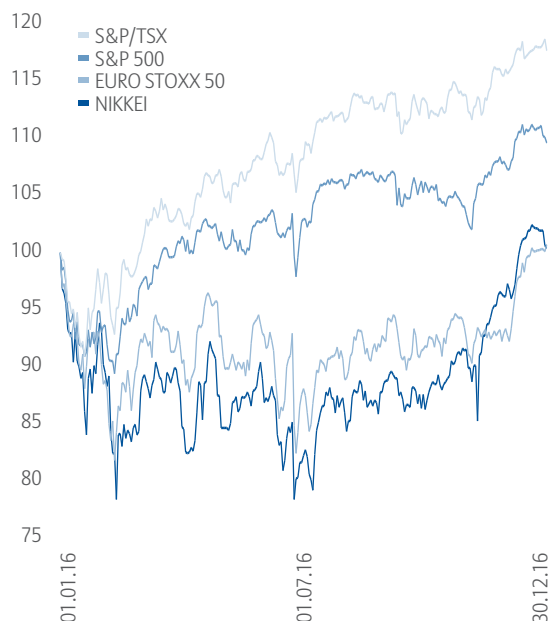
Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistics Canada, Allianz SE.

sich die Wogen an den Kapitalmärkten wieder geglättet hatten, löste das unerwartete Brexit-Votum Ende Juni einen weiteren Kurseinbruch aus. Unter dem Strich verzeichnete das Wertpapiervermögen der US-Amerikaner im zweiten Quartal aber sogar einen leichten Zuwachs von 0,5%. Eine deutliche Aufholjagd war hingegen in der zweiten Jahreshälfte zu beobachten: Der überraschende Sieg Donald Trumps bei der US-Präsidentschaftswahl ließ die Märkte nur kurz einknicken – seine Versprechen auf Steuersenkungen und Infrastrukturinvestitionen lösten eine regelrechte Aktienrallye in den letzten Wochen des Jahres aus. Insgesamt erhöhte sich das Wertpapiervermögen der Privathaushalte in den USA von Juli bis Dezember um knapp EUR 2,3 Bill. oder EUR 7.130 pro Kopf. Der S&P 500 schloss das Jahr mit einem Plus von 9,5%. In Kanada schien

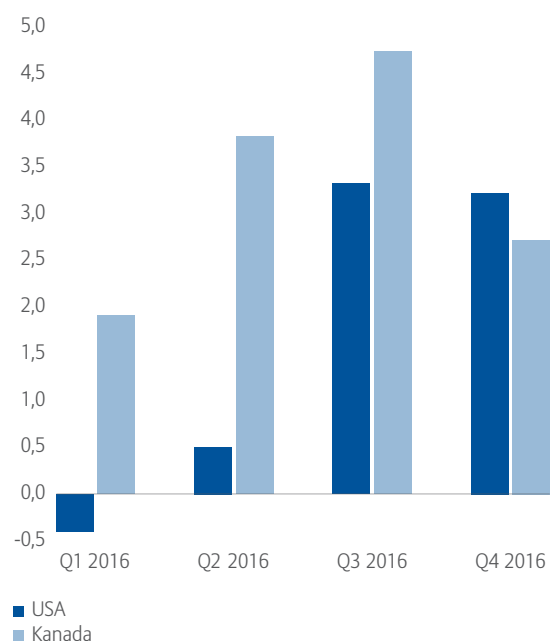
das Auf und Ab an den Finanzmärkten dem privaten Wertpapiervermögen nichts anhaben zu können: Im Jahresverlauf war ein kontinuierlicher Anstieg zu verzeichnen, insgesamt erhöhte sich der Bestand gegenüber 2015 um 13,8%. Der kanadische Leitindex legte im vergangenen Jahr nach einer sehr schwachen Performance 2015 (-11,1%) um 17,5% zu.

Jahresendrally nach Trump-Sieg

Wichtige Aktienindizes, indexiert
(01.01.16 = 100)



Entwicklung des Wertpapiervermögens,
Q/Q in %



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

„Wait-and-see-Attitude“ bei der Geldanlage

Traditionell sind die US-amerikanischen Haushalte mit einem Wertpapieranteil von über 52% am Vermögensportfolio bereits deutlich risikofreudiger investiert als ihre Nachbarn in Kanada, wo Ende 2016 immerhin rund 39% des Geldvermögens in Form von Aktien, Investmentfonds oder sonstigen Anteilsrechten gehalten wurden. Die kanadischen Haushalte lagen damit exakt auf dem Durchschnitt der Industrieländer. Wenn es allerdings um die Investition „frischer“ Spargelder geht, präferierten die Haushalte beider Länder im vergangenen Jahr Bargeld und Bankeinlagen: 2016 floss der Großteil der Ersparnisbildung in diese Anlageklasse – in Pro-Kopf-Rechnung bezifferten sich die Mittelzuflüsse auf EUR 1.910 in den USA und EUR 1.620 in Kanada; der Bestand legte damit im letzten Jahr um 6,7% bzw. 6,1% zu. Wertpapiere wurden hingegen per Saldo verkauft, wenn auch nur in relativ geringem Umfang: In den USA waren es durchschnittlich EUR 190 pro Kopf, in Kanada EUR 90. Das Bestandswachstum des Wertpapiervermögens speiste sich daher ausschließlich aus Wertgewinnen, die sich im Mittel auf EUR 7.410 bzw. EUR 6.200 pro Kopf beliefen.

In dieser starken Liquiditätspräferenz kommt die nach wie vor anhaltende Verunsicherung der Anleger zum Ausdruck. Unter anderem tragen auch die niedrigen Zinsen dazu bei, dass immer mehr Gelder eher kurzfristig geparkt als langfristig angelegt werden. Im Vergleich zu den Vorkrisenjahren lagen die Mittelzuflüsse in Bankeinlagen in den letzten fünf Jahren im Durchschnitt gut ein Drittel höher. Mit Blick auf den gesamten Geldvermögensbestand spielt die Anlageklasse aber in beiden Ländern immer noch eine eher untergeordnete Rolle: Der Anteil belief sich Ende 2016 auf 13,5% bzw. 21,4%.

Die in Nordamerika zweit beliebteste Anlageform, Versicherungen und Pensionen, verbuchte in den USA einen robusten Zuwachs von 4,6%. In den letzten Jahren haben sich die Mittelzuflüsse allerdings tendenziell abgeschwächt – 2016 reduzierten sie sich um 14% auf EUR 1.250 pro Kopf; darin dürften sich ohne Frage auch die demographischen Verschiebungen widerspiegeln – 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 2016 Wertgewinne von durchschnittlich EUR 1.800 zu Buche. In Kanada gingen die Mittelzuflüsse im Vorjahresvergleich sogar noch stärker zurück als in den USA, von durchschnittlich EUR 1.200 auf EUR 290 pro Kopf. Dank

der Wertgewinne von EUR 890 im Mittel betrug das Bestandswachstum immerhin 2,6%. 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 2016 bei rund 31% lag, bezifferte er sich in Kanada sogar auf knapp 37%.

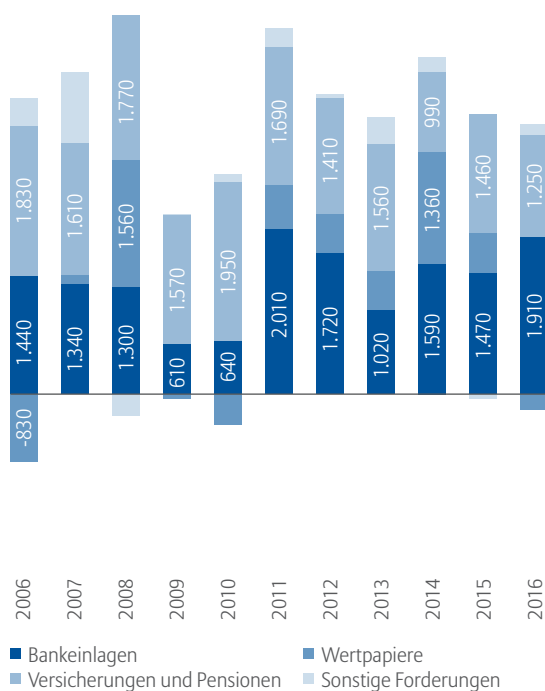
US-Amerikaner korrigieren Schuldenexzesse der Vergangenheit...

Im regionalen Vergleich entfiel auf Nordamerika nicht nur der größte Anteil des weltweiten Geldvermögens. Auch bezogen auf die globale Schuldenlast lagen fast 39% davon jenseits des Atlantiks, so viel wie in keiner anderen Region der Welt. Über die letzten Jahre hinweg ging der Anteil allerdings kontinuierlich zurück, im Jahr 2007 bezifferte er sich immerhin noch auf fast 48%. Zum einen bauten die Haushalte in den aufstrebenden Volkswirtschaften parallel zu einem sich entwickelnden Finanzsektor ihre Verbindlichkeiten aus. Zum anderen spiegelt sich darin auch die Schuldendisziplin der US-amerikanischen Haushalte wider, die mit dem Ausbruch der Finanzkrise einsetzte.

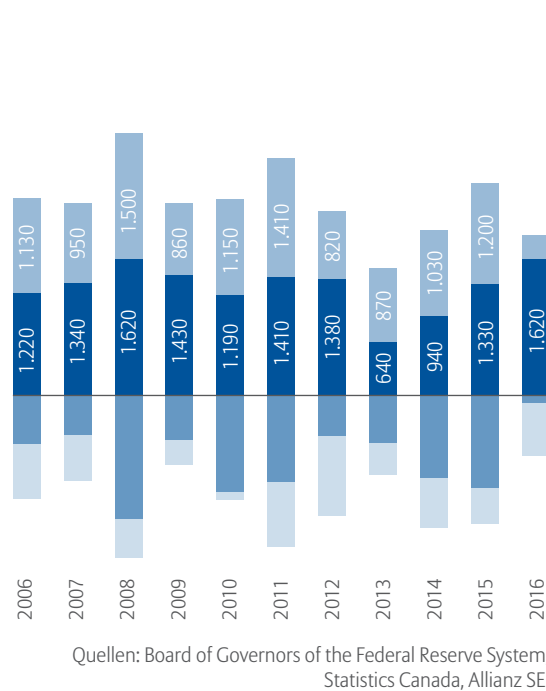
„Wait-and-see-Attitude“: Bankeinlagen verzeichnen hohe Zuflüsse

Mittelzu- und -abflüsse nach Anlageklassen, pro Kopf in Euro

USA



Kanada



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

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 99,4% im Jahr 2000 auf den historischen Spitzenwert von 137,3% 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 116,4% des verfügbaren Einkommens. Seit 2012 drehte das Schuldenwachstum zwar wieder in den positiven Bereich, blieb aber mit durchschnittlich 2,0% pro Jahr dank der verbesserten Situation auf dem Arbeitsmarkt hinter dem Wachstum der verfügbaren Einkommen (im Mittel +3,5% pro Jahr) zurück. Das Verhältnis der Verbindlichkeiten zu verfügbaren Einkommen sank somit um weitere 8,3 Prozentpunkte auf 107,8%. In Pro-Kopf-Rechnung stiegen die Verbindlichkeiten im Laufe des letzten Jahres um 2,4% auf durchschnittlich EUR 44.480 an und befanden sich damit in etwa auf dem Niveau des Jahres 2006 (im Mittel 44.820 pro Kopf). 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 lag Ende 2016 bei 10,0%; 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 4,8% im letzten Jahresviertel 2016 mehr als halbiert hat. Damit ist das Vorkrisenniveau von 4,7% (Ende 2006) fast wieder erreicht. Insgesamt hat der Haushaltssektor die Verschuldungsexzesse der Boomjahre 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. Zwar ging mit dem Ausbruch der Finanzkrise zumindest eine Entschleunigung des Schuldenwachstums einher; während die mittlere jährliche Zuwachsrate in den Vorkrisenjahren noch bei rund 9% lag, fiel diese seitdem auf knapp 6%. Mit einer Veränderungsrate von 5,1% gegenüber 2015 stiegen die Verbindlichkeiten in Kanada im letzten Jahr aber nicht nur deutlich schneller als in den USA (+3,2%), sondern auch schneller als die verfügbaren Einkommen (+3,7%). Gemessen an den verfügbaren Einkommen nahm der Verschuldungsgrad kontinuierlich von 107,4% in 2000 auf 168,3% im letzten Jahr zu – und lag damit rund 60 Prozentpunkte über dem US-amerikanischen Niveau. Die Pro-Kopf-Verschuldung klettert von Jahr zu Jahr auf neue Rekordstände und belief sich Ende 2016 auf durchschnittlich EUR 40.920.

Die Gefahr, dass das kanadische Finanzsystem aufgrund der wachsenden Schuldenlast des Haushaltssektors in eine Schieflage gerät, hat in den vergangenen Jahren also deutlich zugenommen. Dazu trägt nicht nur die absolute Höhe der Verschuldung bei, sondern auch ihre Verteilung: Die Verbindlichkeiten konzentrieren sich immer mehr auf hochverschuldete Haushalte, deren Fähigkeit ihre Kredite zu bedienen im Falle eines Wirtschaftsabschwungs besonders gefährdet sein könnte. Daneben spitzen die rasant steigenden Hauspreise im Großraum Vancouvers und Torontos die Lage weiter zu. Mit den Hauspreisen steigt auch das Wachstum der Hypothekarkredite, was wiederum den Anteil hochverschuldeter Haushalte erhöht. Außerdem stoßen 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 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, wo die Hauspreisinflation bei über 30% liegt. Die Bank of Canada beschreibt in ihrem aktuellen Bericht zur Stabilität des Finanzsystems das Phänomen „extrapolativer Erwartungen“: Die in letzter Zeit besonders stark gestiegenen Hauspreise im Großraum Torontos seien nicht mehr allein durch Fundamentaldaten zu erklären; vielmehr würden die Käufer Immobilien auch deshalb erwerben, weil sie weiter steigende Preise erwarten – oder befürchten. Ein Indiz dafür ist laut Zentralbank die Tatsache, dass in den letzten Jahren die Preise viel schneller als die Mieten gestiegen sind und die Mietrenditen nach Abzug der Kosten sogar negativ waren.

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 letzten Jahres neue Regelungen zur Wohnbaufinanzierung ein; dabei wird das Verhältnis von Schuldendienst zu Einkommen bei der Kreditvergabe

auf ein maximal zulässiges Niveau begrenzt. Außerdem dürfte die kanadische Notenbank mit ihrer Zinsanhebung im Juli diesen Jahres – der ersten seit sieben Jahren – dazu beitragen, dass sich der überhitzte Immobilienmarkt etwas abkühlt. Eine Umkehr zu einer soliden und nachhaltigen Vermögenssituation ist in Kanada aber trotzdem dringend geboten.

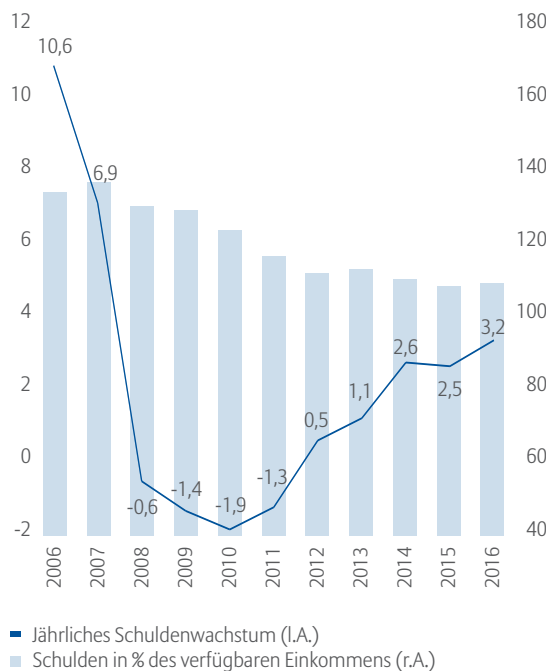
USA auf Platz eins der reichsten Haushalte weltweit

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 168.130; zum Vergleich: Das mittlere Pro-Kopf-Vermögen in Westeuropa lag bei „nur“ EUR 58.910. 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 45.900 im Durchschnitt pro Kopf und gehören damit im globalen Maßstab zur oberen Vermögenschicht. Weltweit betrachtet leben mehr als ein Viertel der Menschen mit einem hohen Vermögen in Nordamerika.

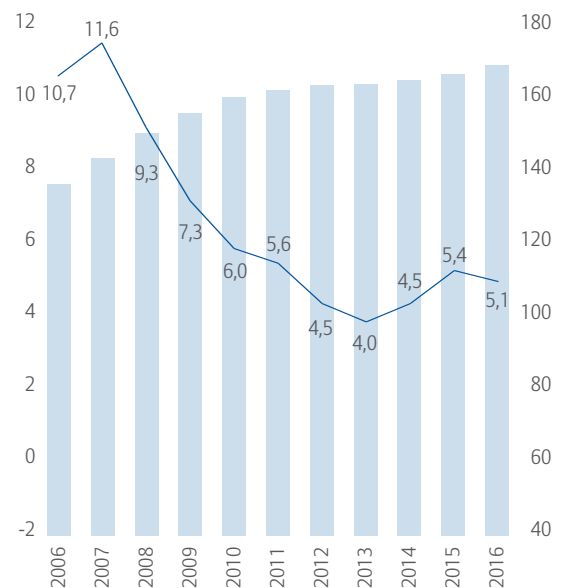
Verschuldung in Kanada alarmierend hoch

Schuldenstandsquote und -wachstum

USA



Kanada



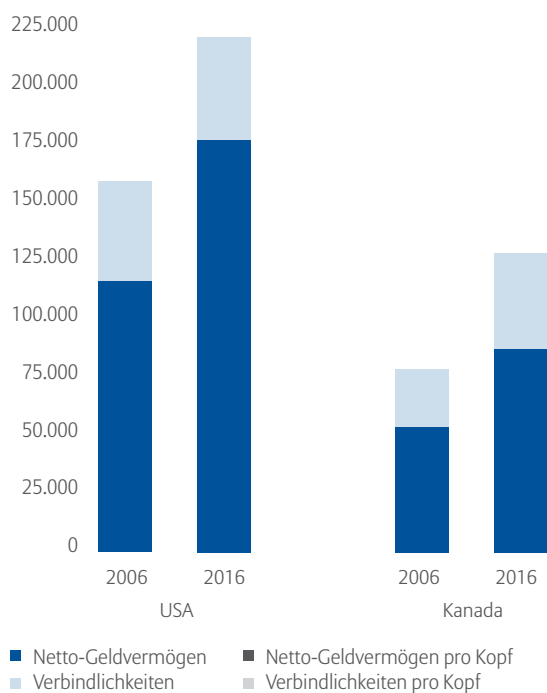
Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistics Canada, Thomson Reuters, Allianz SE.

Vergleicht man die beiden Nachbarn miteinander, sind die Privathaushalte in den USA mit durchschnittlich EUR 177.210 netto pro Kopf deutlich vermögender als die Haushalte Kanadas (EUR 87.580 pro Kopf). Der absolute Abstand zwischen den beiden Ländern hat über die vergangene Dekade sogar spürbar zugenommen: 2006 verfügten die US-Amerikaner noch über ein um knapp EUR 63.000 höheres Netto-Geldvermögen als die Kanadier, bis Ende letzten Jahres stieg der Vermögensabstand sogar auf fast EUR 90.000. Umgekehrt verhält es sich hingegen bei den Verbindlichkeiten: Seit Ende 2006 ist der Abstand der USA zu Kanada bei der Pro-Kopf-Verschuldung von gut EUR 18.000 auf nur mehr EUR rund 3.500 geschrumpft. Die seit der Krise unterschiedlich eingeschlagenen Wege spiegeln sich hierin wider.

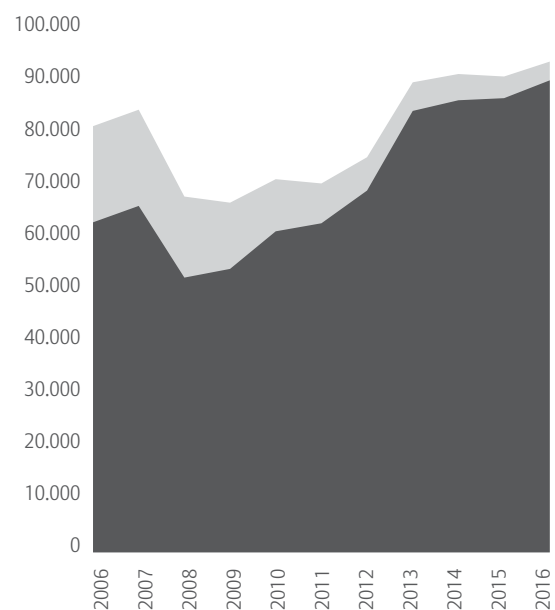
Auf der globalen Rangliste konnten die US-Amerikaner erstmals an den Schweizern vorbeiziehen und belegten im letzten Jahr den ersten Platz – neben ihrer neu entdeckten Schulden Disziplin kam ihnen dabei aber auch eine leichte Aufwertung des US-Dollar zugute. Auch die Kanadier konnten dank des kräftigen Vermögenswachstums im vergangenen Jahr einen Platz aufsteigen und landeten auf Rang 9, hinter den Niederlanden 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



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



Westeuropa

Bevölkerung

Insgesamt	416 Mio.
Anteil an der Weltbevölkerung	5,7%

BIP

Insgesamt	EUR 14.415 Mrd.
Anteil am Welt-BIP	21,3%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 35.324 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 84.860 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	20,9%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 10.804 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 25.960 pro Kopf
In % des BIP	75,0%

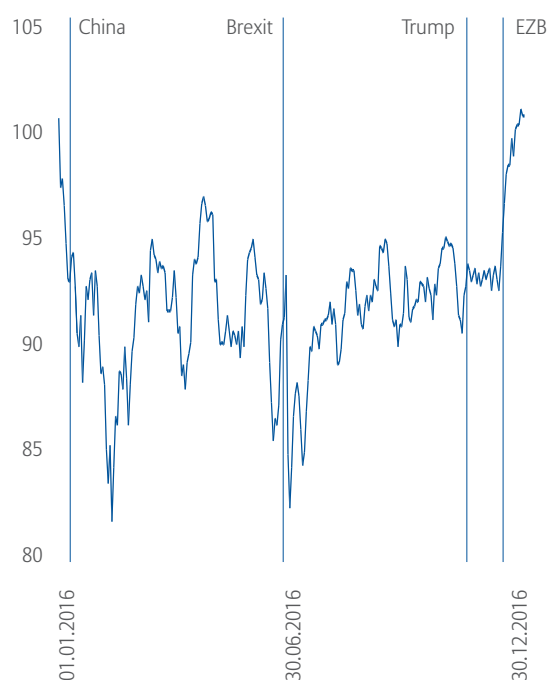
Das Geldvermögen der Privathaushalte Westeuropas verzeichnete im Jahresverlauf 2016 einen robusten Anstieg in Höhe von 4,7% auf insgesamt EUR 35,3 Bill. Gegenüber dem Vorjahr (+2,7%) hat sich das Vermögenswachstum auf dem alten Kontinent damit zwar beschleunigt, allerdings verlief die Entwicklung weniger dynamisch als in den anderen „reicheren“ Regionen, Nordamerika (+6,0%) und Ozeanien (+7,6%).

Ursache für das im Industrieländervergleich unterdurchschnittliche Wachstum ist die schwache Entwicklung des Wertpapiervermögens, das lediglich ein Plus von 0,6% verbuchte. Konjunktursorgen um China, ein schwacher Ölpreis und nicht zuletzt die Entscheidung der Briten, die Europäische Union zu verlassen, hatten die Aktienkurse in der ersten Jahreshälfte einbrechen lassen. Trotz zwischenzeitlicher Erholungsphasen notierte der Euro Stoxx 50 am Ende des ersten Halbjahres um 12,3% im Minus – 2016 schien ein verlorenes Börsenjahr zu werden. Nachdem sich die Aktienkurse aber relativ rasch

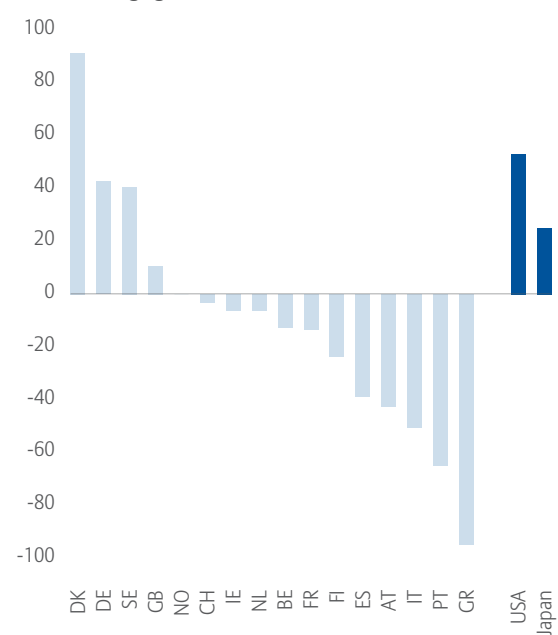
vom Brexit-Votum erholt und auch die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten überraschend gut weggesteckt hatten, versüßte einmal mehr die Europäische Zentralbank (EZB) den Anlegern den Jahresausklang: EZB-Präsident Mario Draghi verkündete Anfang Dezember die Verlängerung des Anleihe-Kaufprogramms bis mindestens Dezember 2017. Die weitere geldpolitische Lockerung trieb die Vermögenspreise nach oben, so dass der europäische Leitindex Boden gut machen konnte: Er schloss das Jahr mit einem leichten Plus von 0,7%. Zum Vergleich: Der S&P 500 legte 2016 um knapp 10 % zu. Sein Vorkrisenniveau hat Europas Börsenbarometer damit noch lange nicht erreicht; gegenüber 2007 lag er um gut 25% im Minus. Neben dem deutschen Aktienindex DAX (+42,3%) befanden sich Ende vergangenen Jahres lediglich in drei weiteren der insgesamt 16 westeuropäischen Län-

Geldpolitische Lockerung rettet Euro Stoxx ins Plus

Euro Stoxx 50 im Jahresverlauf
Index (01.01.2016 = 100)



Prozentuale Veränderungsrate der nationalen Leitindizes gegen über 2007



Quellen: Thomson Reuters, Allianz SE.

der die Leitindizes über dem Vorkrisenniveau, allesamt keine Mitglieder der Währungsunion: In Dänemark (+90,5%), Schweden (+40,3%) und Großbritannien (+10,6%).

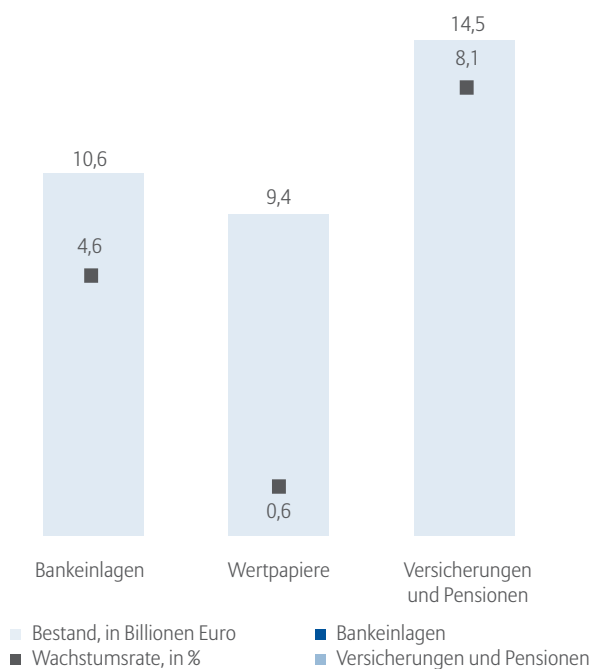
Verglichen mit Nordamerika, wo die Haushalte über die Hälfte ihres Geldvermögens in Wertpapiere investieren, ist diese Anlageklasse in Westeuropa mit einem Portfolioanteil von knapp 27% eher unterrepräsentiert. Eine Trendwende im Anlageverhalten zeichnet sich trotz Nullzinspolitik bislang noch nicht ab: Unter dem Strich verzeichnete die Anlageklasse nun schon das fünfte Jahr in Folge Mittelabflüsse – so verkauften die Haushalte auch 2016 per Saldo Wertpapiere in Höhe von EUR rund EUR 91 Mrd.⁸ Insgesamt zogen die Sparer seit 2012 gut EUR 355 Mrd. aus dieser Anlageklasse ab. Die Nordamerikaner investierten im selben Zeitraum über EUR 700 Mrd. an frischen Geldern in Aktien und Fonds.

Die dominierende Säule im Portfolio der Westeuropäer bleiben Versicherungen und Pensionen. In Summe beliefen sich die Forderungen gegenüber Versicherungen und Pensionsseinrichtungen auf knapp EUR 14,5 Bill., bzw. 8,1% mehr als im Vorjahr. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise investierten die Haushalte im Mittel fast 60% ihrer „frischen Spargelder“ in diese Anlageklasse. Der Anteil am gesamten Geldvermögensbestand stieg dadurch bis Ende 2016 um fast sieben Prozentpunkte auf knapp 41%. Diese Entwicklung dürfte zum einen auf ein zunehmendes Bewusstsein, verstärkt eigenverantwortlich fürs Alter vorsorgen zu müssen, zurückzuführen zu sein. Denn die Bedeutung

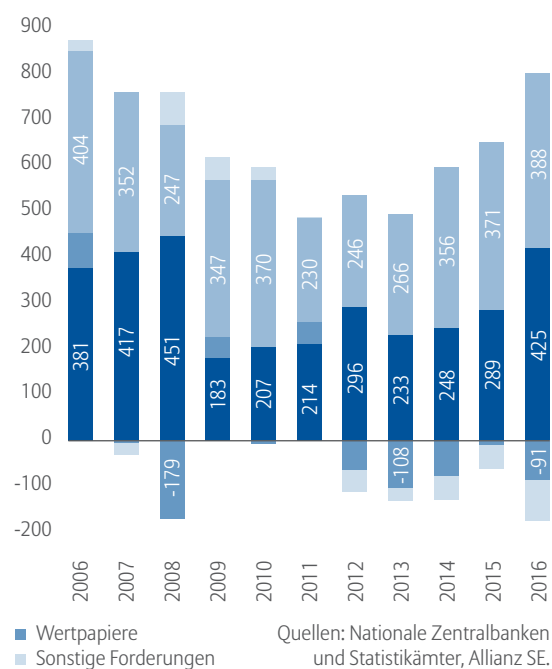
⁸ Ohne Berücksichtigung der Schweizer Haushalte.

Sparer präferieren sichere Anlageformen

Bestand und Wachstum nach Anlageklassen, 2016



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



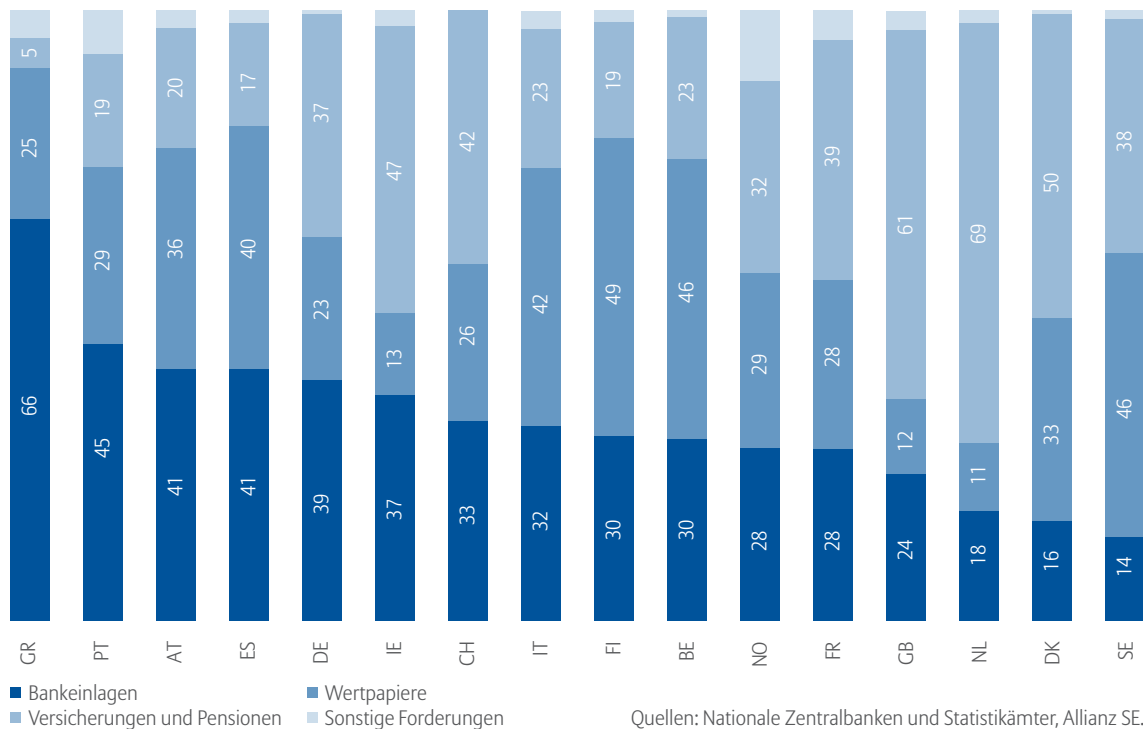
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

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 abgedeckt werden sollen. Zum anderen setzte schon um die 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 30% ihrer Ersparnisse in Form von Bargeld, Sicht-, Termin- und Spareinlagen. Dass der Bestand gegenüber 2015 um 4,6% zulegte, ist, wie in den letzten Jahren, in erster Linie kräftigen Mittelzuflüssen zu verdanken: Im Vorjahresvergleich nahmen die Zuflüsse 2016 noch einmal um fast 50% zu und beliefen sich auf EUR 425 Mrd. – der höchste Stand seit 2008. Damit waren 2016 Bankeinlagen wieder die Anlageklasse mit den höchsten Mittelzuflüssen. Ein Abzug der Gelder, die im Zuge der Finanzkrise im sicheren Hafen „Bankeinlagen“ angelegt wurden, ist – mit Ausnahme Griechenlands – nicht zu erkennen.

Unterschiedliche Präferenzen im Ländervergleich

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2016



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Vergleicht man die einzelnen Länder, zeichnet sich bei der Vermögensstruktur kein einheitliches Muster ab. So reicht beim Anteil des Wertpapiervermögens am gesamten Geldvermögen die Bandbreite von 11,1% in den Niederlanden bis hin zu 48,9% in Finnland. Bankeinlagen dominieren das Vermögensportfolio der griechischen (65,8%) und portugiesischen (45,4%) Haushalte, was nicht nur auf eine bewusste Anlageentscheidung zurückzuführen ist, da diese Anteile vor dem Ausbruch der Finanzkrise deutlich niedriger waren (52,2% in Griechenland und 38,6% in Portugal). Vielmehr sorgten in diesen Ländern insbesondere Verluste im Wertpapiervermögen für die Verschiebung in der Vermögensstruktur.

In den nördlichen Ländern Westeuropas war 2016 ein im regionalen Vergleich überdurchschnittliches Vermögenswachstum zu beobachten. An der Spitze standen dabei die Haushalte Großbritanniens, deren Ersparnisse um 8,0% zunahmen. Wachstumstreiber war dabei insbesondere die Vermögensklasse Versicherungen und Pensionen, die allein 6,1 Prozentpunkte zum Gesamtwachstum beitrug. Das Brexit-Votum hat offensichtlich noch keinen Niederschlag in den privaten Vermögensbilanzen gefunden. Auf den Plätzen zwei bis vier folgten Schweden (+7,4%), die Niederlande (+6,3%) und Norwegen (+6,0%). Während in den beiden skandinavischen Ländern über alle Anlageklassen hinweg robuste Zuwächse zu beobachten

waren, basierte der Anstieg in den Niederlanden überwiegend auf der kräftigen Entwicklung des Versicherungs- und Pensionsvermögens. Wie in Großbritannien stellt auch dort die betriebliche Altersvorsorge eine entscheidende Komponente im Sparverhalten der Haushalte dar. Der Anteil dieser Anlageklasse am Vermögensportfolio belief sich Ende 2016 auf knapp 61% in Großbritannien sowie fast 69% in den Niederlanden. Schneller als im westeuropäischen Mittel wuchs der Vermögensbestand auch in Frankreich (+5,5%) und Finnland (+5,2%), wobei in Frankreich überwiegend das Versicherungs- und Pensionsvermögen, in Finnland hingegen das Wertpapiervermögen die treibende Kraft war. Belgien und Deutschland schlugen mit einem Anstieg von 4,8% bzw. 4,7% nur knapp den regionalen Mittelwert. Der Vermögenszuwachs in der Bundesrepublik speiste sich trotz Minizinsen zu einem Großteil aus der Anlageklasse Bankeinlagen – dem deutschen Spareifer sei Dank.

Schlusslichter der Region waren die Länder im Süden Westeuropas: Während die Zuwachsraten in Spanien (+1,4%), Portugal (+1,3%) und Italien (+0,3%) immerhin noch im positiven Bereich lagen, wies die Geldvermögensstatistik für das Privatvermögen in Griechenland ein Minus von 1,8% aus. Die italienischen Haushalte,

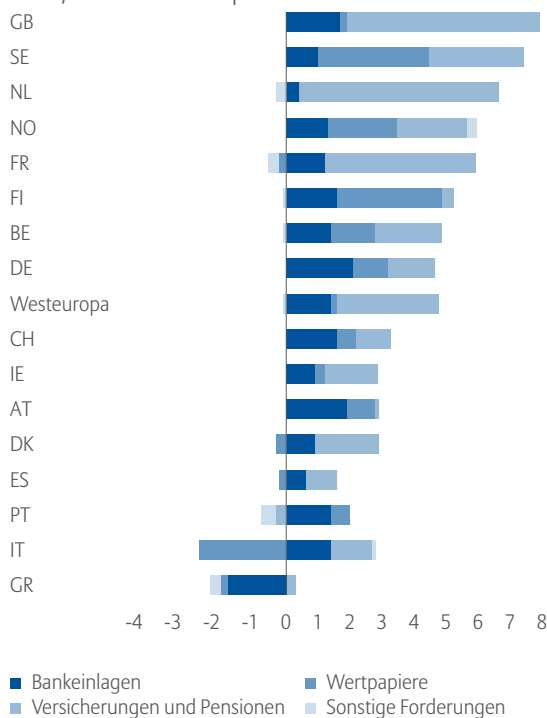
die im westeuropäischen Vergleich überdurchschnittlich stark in Wertpapiere investiert sind, bekamen im letzten Jahr die schwache Performance des heimischen Aktienmarktes zu spüren: Der italienische Leitindex büßte im Jahresverlauf rund 10% ein, das Wertpapiervermögen der Haushalte sank um 5,4%. Die Griechen zogen weiterhin Ersparnisse von ihren Bankkonten ab (-2,4%) und auch das Wertpapiervermögen ging um 0,9% zurück. Den offiziellen Statistiken zufolge lag das gesamte Geldvermögen der Hellenen Ende 2016 um rund 25% unter dem Vorkrisenhöchstwert. In allen übrigen westeuropäischen Ländern befanden sich die Haushalte dagegen gegenüber 2007 im Plus. Spitzenreiter sind Schweden mit einem Zuwachs von 82,3%, Norwegen (+69,4%) und die Niederlande (+65,5%).

Kreditwachstum legt wieder leicht zu

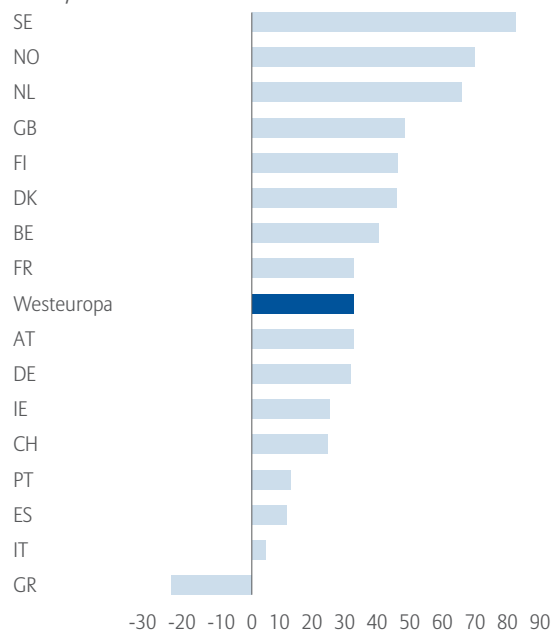
Wie auf globaler Ebene markierte der Ausbruch der Finanzkrise auch in Westeuropa eine Trendwende mit Blick auf die Verschuldungsdynamik. Die jährlichen Veränderungsraten des Kreditwachstums gingen deutlich zurück, vom Spitzenwert im Jahr 2006 (+8,8%) auf Nullwachstum sechs Jahre später. Seither zeigt der Trend wieder leicht nach oben, wenn auch auf niedrigerem Niveau. 2016 kletterte das Wachstumstempo der Verbindlichkeiten von jeweils 1,8% in den Jahren 2014 und 2015 auf 2,6%. 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 vier Jahre hinweg aber immer noch spürbar langsamer als die Vermögen: Während die Verbindlichkeiten im Mittel um 1,6% pro Jahr anstiegen, verzeichneten die Ersparnisse jährliche Zuwachsraten von durchschnittlich 4,5%.

Wachstumsgefälle zwischen Nord und Süd

Wachstumsbeitrag nach Anlageklassen, 2016/2015 in Prozentpunkten



Veränderung des Brutto-Geldvermögens, 2016/2007 in %



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Das Verhältnis der Schulden zum Finanzvermögen der Haushalte reduzierte sich kontinuierlich vom Rekordhoch im Jahr 2008 (37,6%) auf 30,6%. Insgesamt summierten sich die ausstehenden Kredite der westeuropäischen Haushalte Ende 2016 auf EUR 10,8 Bill., was einem Anteil von 26,6% der weltweiten Schuldenlast entspricht.

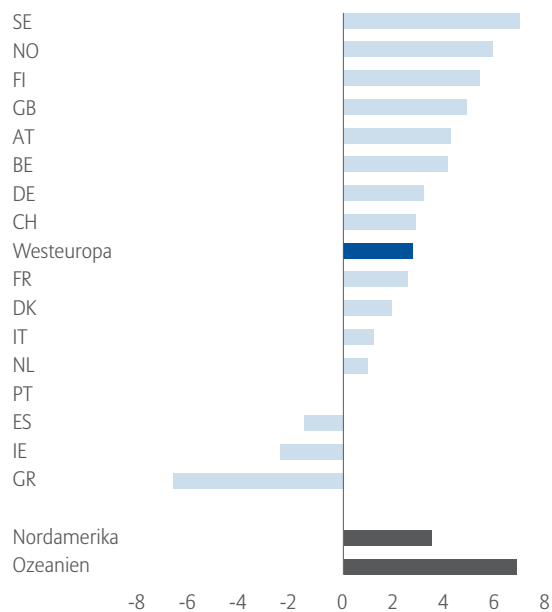
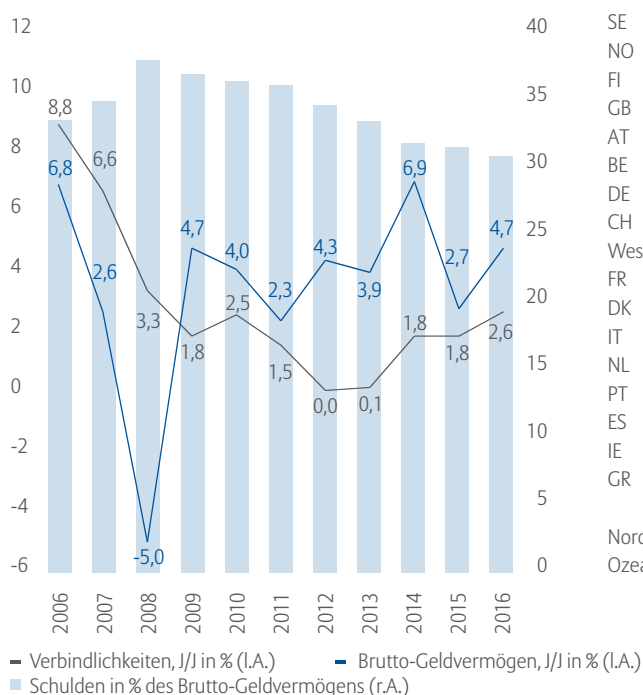
Parallel zur Vermögensentwicklung war im letzten Jahr auch beim Schuldenwachstum eine grobe Teilung der Region in Nord und Süd zu erkennen. Den größten Anstieg verzeichneten die Haushalte in Schweden, wo die Verbindlichkeiten um 6,6% zunahmen. Mit Norwegen (+5,6%), Finnland (+5,1%) und Großbritannien (+4,6%) wiesen drei weitere Länder aus dem nördlichen Teil der Region einen überdurchschnittlich hohen Schuldenzuwachs aus. Weiter südlich, im deutschsprachigen Raum, nahm die ausstehende Kreditsumme um 4,0%

in Österreich, 3,0% in Deutschland sowie 2,7% in der Schweiz zu. Langsamer als im westeuropäischen Mittel wuchsen die Verbindlichkeiten in Italien (+1,1%) und auch den Niederlanden (+0,9%). Während die Verschuldung in Portugal im letzten Jahr stagnierte, meldeten die Zentralbanken der anderen beiden südeuropäischen Staaten, Spanien und Griechenland, sogar einen weiteren Rückgang der Schulden um 1,5% bzw. 6,4%. Auch die irischen Haushalte setzten im letzten Jahr ihren Konsolidierungskurs fort und reduzierten ihre Passiva um 2,4%. Seit dem Rekordhoch im Jahr 2008 sind die privaten Schulden in Irland damit um mehr als ein Viertel gesunken.

Schulden wachsen wieder schneller – aber langsamer als die Vermögen

Vermögens- und Schuldenentwicklung in Westeuropa

Schuldenwachstum nach Ländern 2016/2015, in %



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

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 10.220 in Griechenland bis hin zu EUR 93.120 in der Schweiz zu konstatieren. Der Abstand zwischen diesen beiden Ländern ist seit Ausbruch der Krise von rund EUR 65.000 auf fast EUR 83.000 gestiegen. Während die griechischen Haushalte ihre „Schuldenexzesse“ aus den Vorkrisen Jahren korrigierten und ihre Verbindlichkeiten im Mittel um 0,8% pro Jahr zurückführten, 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 privaten Pro-Kopf-Verschuldung zählten neben der Schweiz die beiden skandinavischen Staaten Norwegen (EUR 69.560) und Dänemark (EUR 64.900); alle drei weisen dabei deutlich höhere Schuldenstände auf als die USA (EUR 44.480 pro Kopf). Die beiden Schwergewichte, Deutschland und Frankreich, auf die sich Ende 2016 annähernd 30% der regionalen Schuldenlast konzentrierten, fanden sich mit durchschnittlich EUR 22.800 bzw. EUR 20.590 im unteren Mittelfeld wieder. Zusammen mit Griechenland bildeten die Haushalte aus den übrigen südeuropäischen Ländern, Spanien (EUR 16.610), Portugal (EUR 15.890) und Italien (EUR 15.600), 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 stehen – wenig überraschend – jene Haushalte mit der höchsten Pro-Kopf-Verschuldung an der Spitze: Die Dänen führten dabei 2016 mit einer Quote von 133,7% und deutlichem Abstand zu den Schweizern (128,8%) die Rangliste an – obwohl seit Ende 2009 bereits ein Rückgang von 16 Prozentpunkten zu beobachten war. Signifikant über der 100%-Marke lag die Quote auch in den Niederlanden (120,7%) und Norwegen (106,6%). Die niedrigste Quote weist seit Jahren Österreich aus: Mit 52,8% war der Verschuldungsgrad dort um fast 81 Prozentpunkte niedriger als in Dänemark. Der Abstand zu Deutschland, das im letzten Jahr die zweitniedrigste Quote in der Region aufwies, wird allerdings immer kleiner und schrumpfte von 12,4 Prozentpunkten im Jahr 2006 auf nur mehr einen Prozentpunkt.

In einer engeren Bandbreite bewegt sich das Verhältnis der Verbindlichkeiten zum Brutto-Geldvermögen: Zwischen Belgien, wo die Quote mit 20,2% Ende 2016 am niedrigsten war, und dem Spitzenreiter Norwegen (74,3%) lagen rund 54 Prozentpunkte. Auffallend ist hierbei, dass mit Ausnahme Italiens (22,2%) alle Euro-Krisenländer, Griechenland (44,9%), Portugal (43,3%), Irland (42,1%) und Spanien (36,8%) teils deutlich über dem regionalen Durchschnitt (30,6%) 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 175.720 über das höchste Netto-Geldvermögen pro Kopf, und zwar mit weitem Abstand zu den zweitplatzierten Schweden (EUR 95.050). Im weltweiten

Vergleich allerdings wurden die Eidgenossen, die traditionell nicht nur die regionale, sondern auch die globale Rangliste der reichsten Haushalte anführten, im vergangenen Jahr von den US-Amerikanern (EUR 177.210) auf den zweiten Platz verwiesen. Neben ihrer konsequenten Bilanzsanierung kam den Amerikanern im letzten Jahr außerdem die leichte Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro zugute.

Unter den ersten zehn Plätzen der reichsten Haushalte weltweit befanden sich neben der Schweiz und Schweden nur noch zwei weitere westeuropäische Länder: Belgien (EUR 92.080) und die Niederlande (EUR 87.980).

Von den insgesamt 16 Staaten der Region zählten sechs zum Kreis der Länder mit mittlerem Geldvermögensbestand (MWCs⁹). Neben den Krisenländern Südeuropas, Griechenland,

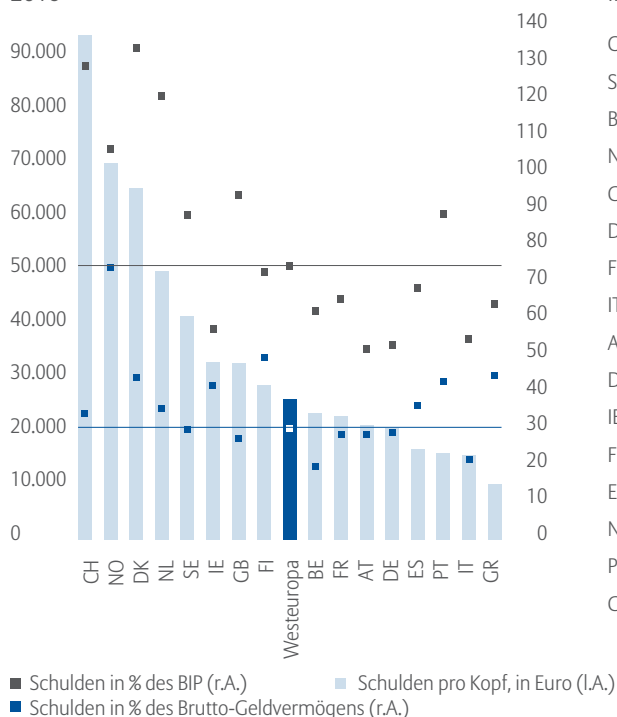
Portugal und Spanien, gehörten auch Finnland und Norwegen sowie – denkbar knapp mit EUR 45.100 – Irland dazu.

Die Westeuropäer verteilen sich hinsichtlich ihres Netto-Geldvermögens gleichmäßig auf alle drei Vermögensklassen. Beinahe 34% oder 140 der 416 Millionen Menschen, die in dieser Region leben, verfügten Ende letzten Jahres nach Abzug ihrer Verbindlichkeiten im Mittel über ein Finanzvermögen von mindestens EUR 45.900 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 138 Millionen Westeuropäer (33%), deren Ersparnisse sich auf weniger als durchschnittlich EUR 7.700 pro Kopf summierten. Ein Drittel der Bevölkerung waren im letzten Jahr demzufolge Teil der Vermögensmittelklasse.

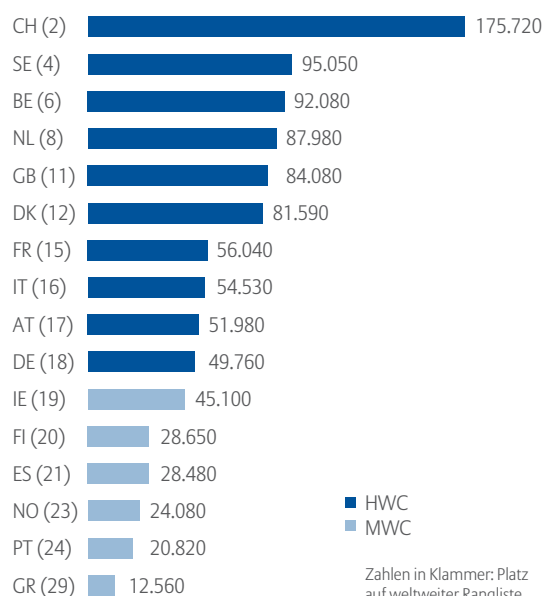
⁹ Middle Wealth Countries. Das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf lag in diesen Ländern im Jahr 2016 zwischen EUR 7.700 und EUR 45.900.

Schulden und Vermögen in der Schweiz am höchsten

Schuldenquoten und Schulden pro Kopf, 2016



Rangliste nach Netto-Geldvermögen pro Kopf 2016, in Euro



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

Reiches Deutschland, armes Deutschland?

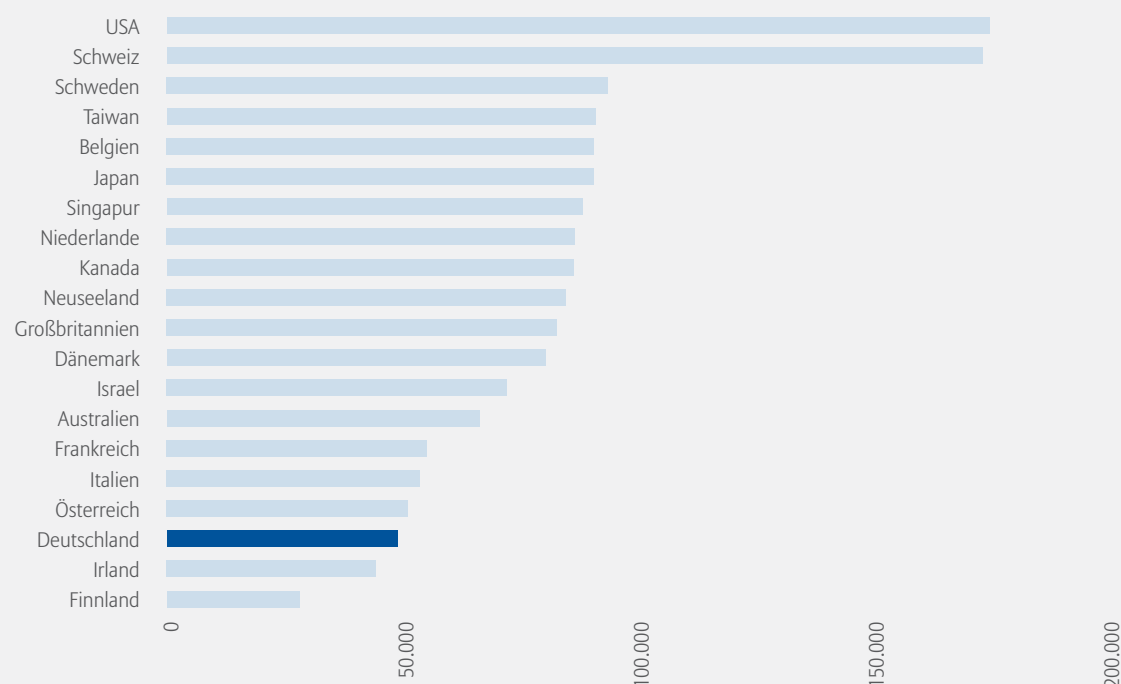
Seit Jahren ist Deutschland in unserem globalen Ranking (Netto-Geldvermögen pro Kopf) auf Platz 18 abonniert. Angesichts der deutschen Wirtschaftsstärke ein eher enttäuschendes Abschneiden. Denn nicht nur die Schweizer und Amerikaner rangieren deutlich vor den Deutschen, sondern auch viele europäische Nachbarländer, einschließlich Österreich, Italien und Frankreich.

Im Wesentlichen werden zwei Ursachen häufig genannt, um das relativ niedrige Geldvermögen der Deutschen zu erklären: die späte Wiedervereinigung und die in der Vergangenheit relativ hohen gesetzlichen Rentenansprüche, die den Aufbau einer kapitalgedeckten betrieblichen und privaten Altersvorsorge vor der Rentenreform obsolet erscheinen ließen.

Durch die späte Wiedervereinigung wurde knapp ein Fünftel der Bevölkerung jahrzehntelang der Möglichkeit beraubt, privates Vermögen aufzubauen. Die Quittung: Selbst 25 Jahre nach der Wiedervereinigung sind die Geldvermögen in Ostdeutschland im Schnitt nur halb so hoch wie im Westen. Würden wir in unserem Ranking nur Westdeutschland berücksichtigen, lägen die durchschnittlichen Pro-Kopf-Werte etwa 10 bis 15 Prozent höher. Deutschland würde damit Österreich und Italien hinter sich lassen und zu Frankreich aufschließen (Rang 15). Andere Nachbarn wie Dänemark oder die Niederlande blieben aber weiterhin außer Reichweite.

Deutschland auf Platz 18 im globalen Ranking

Netto-Geldvermögen pro Kopf, in Euro



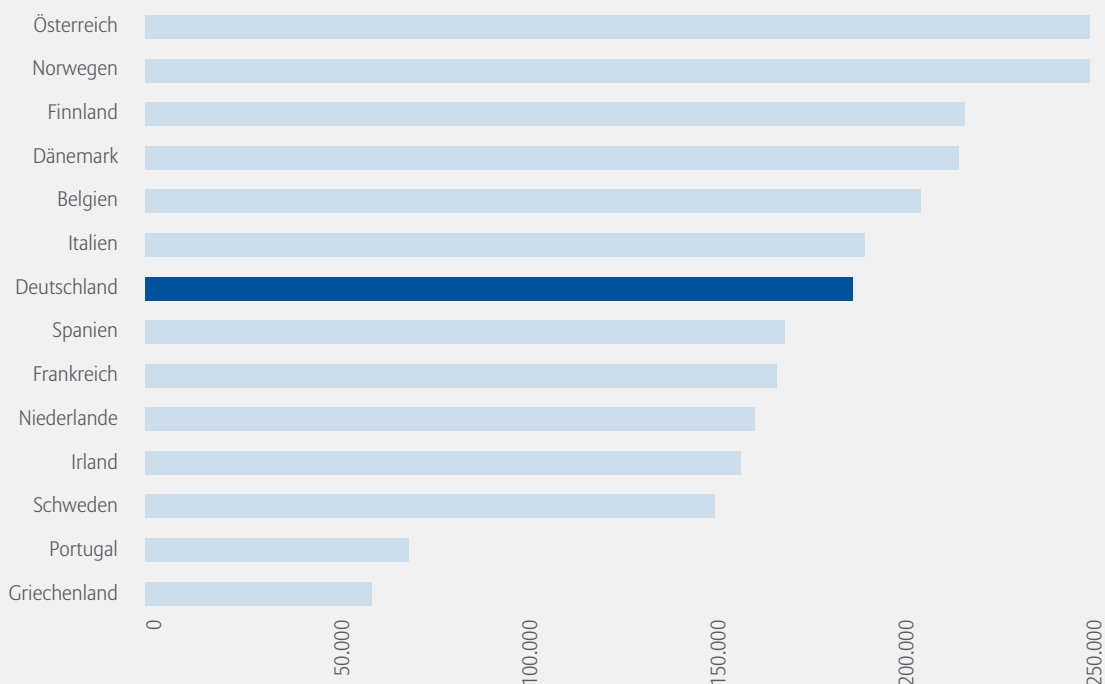
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

Ändert sich dies, wenn die gesetzlichen Rentenansprüche in die Berechnung der privaten Geldvermögen miteinbezogen werden? Natürlich stellen Rentenanwartschaften kein Vermögen im herkömmlichen Sinne dar, da es sich bei ihnen nicht um einen privatrechtlich geschützten Kapitalbestand handelt – der beispielsweise auch jederzeit veräußert werden könnte. Dennoch könnten (zumindest in der Vergangenheit) viele Sparer im Vertrauen auf die spätere staatliche Rente weniger ehrgeizig den Aufbau ihres Vermögens betrieben haben. Hohe gesetzliche Rentenansprüche wären somit mit einem geringeren Geldvermögen korreliert.

Staatliche Rentenanwartschaften gibt es selbstredend nicht nur in Deutschland. Wir haben daher für eine Reihe europäischer Länder den heutigen Barwert zukünftiger Rentenzahlungen überschlagsmäßig berechnet. Dabei haben wir uns auf einen repräsentativen Sparer beschränkt: 40 Jahre alt, Durchschnittseinkommen und 20 Jahre Rentenbezug ab 65. Diese Annahmen sind für alle untersuchten Länder identisch. Auch hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung von Wachstum und Inflation nehmen wir keine weiteren Differenzierungen vor (und setzen der Einfachheit halber beide Größen auf null); ebenso ist der Zins (2 Prozent) für alle gleich. Als Variablen fließen also nur die heutige Einkommenshöhe und die derzeitige Ausgestaltung des Rentensystems – die über das Rentenniveau entscheidet – in die Berechnung mit ein.

Deutschland im europäischen Mittelfeld

Durchschnittlicher Barwert staatlicher Rentenzahlungen, in Euro



Quellen: EU Kommission, Allianz SE

Vor allem zwei Aspekte fallen bei dieser einfachen Berechnung auf: Die Barwerte der Rentenansprüche übertreffen die tatsächlichen Geldvermögen in der Regel deutlich und die Unterschiede zwischen den hier untersuchten Ländern sind gewaltig, selbst zwischen Ländern mit ähnlichem Einkommensniveau wie Österreich und Schweden. Dies spiegelt die großen Unterschiede in der Ausgestaltung der Rentensysteme wider.

Deutschland liegt bei den gesetzlichen Rentenansprüchen im europäischen Mittelfeld. Die Erklärung relativ niedriger Geldvermögen mit vermeintlich sehr hohen Anwartschaften aus dem staatlichen Rentensystem trifft also nur bedingt zu. Mit Blick auf die Niederlande und Schweden zum Beispiel wird die „Vermögenslücke“ zu diesen Ländern tatsächlich deutlich kleiner, wenn die fiktiven Rentenansprüche einbezogen werden. Auch gegenüber Frankreich kann Deutschland aufholen, der durchschnittliche deutsche Sparer wäre sogar „reicher“ als sein französisches Pendant. Auf der anderen Seite stehen aber Länder wie Österreich, Dänemark oder Belgien, deren Geldvermögen bereits höher und deren gesetzliches Rentensystem gleichzeitig großzügiger ausgestaltet ist. Würden beispielsweise die Barwerte der gesetzlichen Rente einfach zum Netto-Geldvermögen hinzuaddiert, stünden die Österreicher an der Spitze in Europa.

Solche Berechnungen auf Basis repräsentativer „Ecksparer“ sind natürlich cum grano salis zu interpretieren. Eins zeigen sie aber dennoch deutlich: Die üblichen Erklärungen zum relativ niedrigen Geldvermögen in Deutschland überzeugen nur teilweise. Es bleibt daher bei der – aus deutscher Sicht – wenig erfreulichen Feststellung: Die deutschen Sparer machen aus ihrer hervorragenden Startposition – hohe Einkommen, hohe Sparleistungen – zu wenig.



Osteuropa

Bevölkerung

In den untersuchten Ländern	398 Mio.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....	84,2%
Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung.....	5,4%

BIP

In den untersuchten Ländern	EUR 3.439 Mrd.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....	94,3%
Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP.....	4,9%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 2.412 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 6.060 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	1,4%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 760 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 1.910 pro Kopf
In % des BIP	22,1%

Osteuropäische EU-Mitglieder

Der Zuwachs des privaten Geldvermögens in den osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten lag 2016 mit 6,7% leicht über dem Vorjahresniveau (+6,3%). Dabei war in jedem dieser elf Länder¹⁰ eine positive Wachstumsrate zu beobachten. Insgesamt summierten sich die Ersparnisse der Haushalte Ende letzten Jahres auf EUR 1,2 Bill. 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 knapp 6% zurück.

Den Großteil ihres Geldvermögens (gut 45%) hielten die Privathaushalte noch immer in Form von Bankeinlagen. Obwohl die großen Zentralbanken der Welt mit ihrer expansiven Geldpolitik den Zins quasi abschafften, stiegen die Mittelzuflüsse in diese Anlageklasse über die letzten drei Jahre hinweg kontinuierlich an und stellten im Durchschnitt gut zwei Drittel der jährlichen Sparleistung dar. So brachten die Privathaushalte auch im abgelaufenen Jahr per Saldo knapp EUR 42 Mrd. zur Bank – 20% mehr als 2015. Entsprechend verbuchte der Bestand ein kräftiges Plus von insgesamt 8,5%.

Das Wachstumstempo des Wertpapiervermögens in der Region verlangsamte sich im Vorjahresvergleich von 7,0% auf 5,1%. In den einzelnen Ländern verlief die Entwicklung dabei sehr unterschiedlich. Während in Ungarn und Lettland Zuwächse von 10,5% bzw. 23,9% zu beobachten waren, erlitten die Haushalte in Rumänien und Slowenien Verluste von 4,7% bzw. 0,6%. Nachdem die Mittelzuflüsse in diese Anlageklasse in der Summe der Länder vom Re-

kordwert EUR 19,9 Mrd. im Jahr 2012 auf EUR 2,7 Mrd. drei Jahre später zurückgingen, war 2016 wieder ein Anstieg auf EUR 6,0 Mrd. zu beobachten. In fast allen osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten verzeichnete der jeweilige Leitindex im Jahresverlauf einen Zuwachs im zweistelligen Bereich, Ausnahmen waren Rumänien (+1,2%), die Slowakei (+9,0%), Slowenien (+3,1%) sowie die Tschechische Republik, wo der Leitindex gegenüber dem Vorjahr sogar um 3,6% zurückging. Vergleicht man die Schlusswerte Ende letzten Jahres mit dem jeweiligen Vorkrisenniveau, befanden sich die Leitindizes in mehr als der Hälfte der elf Länder aber noch immer im Minus. Lediglich in Estland, Lettland, Litauen und Ungarn notierten die Aktienmärkte gegenüber 2007 im Plus. Im Aggregat summierte sich der Wertpapieranteil am gesamten Brutto-Geldvermögen auf knapp 30% – 9,6 Prozentpunkte weniger als im Spitzenjahr 2007.

Die Ansprüche der Haushalte gegenüber Versicherungen und Pensionskassen verbuchten im letzten Jahr einen Anstieg von 9,0%, der höchste Wert unter den drei großen Anlageklassen. Der mit 23,4% 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 470, während der regionale Mittelwert bei EUR 1.590 lag. Der Anteil der Anlageklasse am Brutto-Geldvermögen variiert dabei von Land zu Land. In Rumänien beispielsweise entfielen nur 7,8% auf diese Vermögensklasse, während sich der Anteil in Kroatien und der Slowakei bereits auf 25% bzw. 20% belief. Der Durchschnittswert der osteuropäischen EU-Länder kletterte mit dem Aufbau der privaten Altersvorsorge seit Beginn des Jahrtausends von 6,3% auf 13,6% im letzten Jahr, wobei sich der zwischenzeitliche Höchstwert sogar

¹⁰ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik und Ungarn.

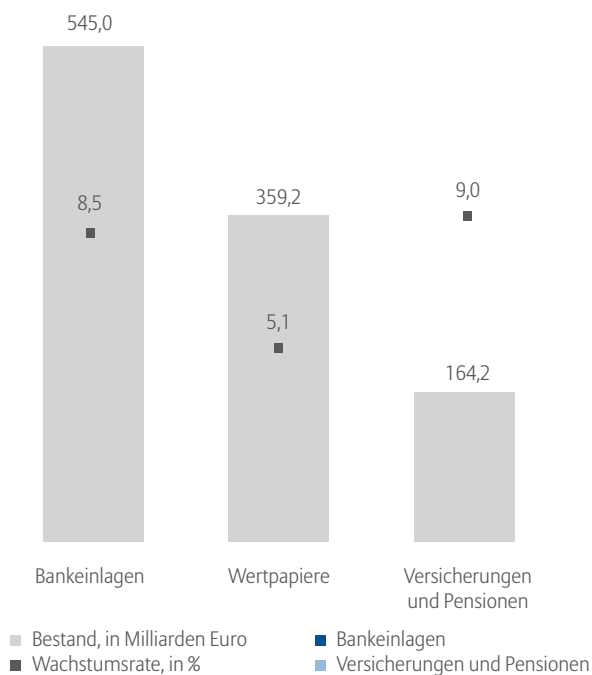
auf 18,2% im Jahr 2010 bezifferte. Die gesunkene Bedeutung der Anlageklasse am Vermögenportfolio der Haushalte ist auf Eingriffe durch die Politik in Ungarn und Polen zurückzuführen. Das ungarische Parlament unter Premierminister Viktor Orbán beschloss Ende 2010 die Verstaatlichung der privaten, kapitalgedeckten 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 mehr als halbiert; Ende 2016 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

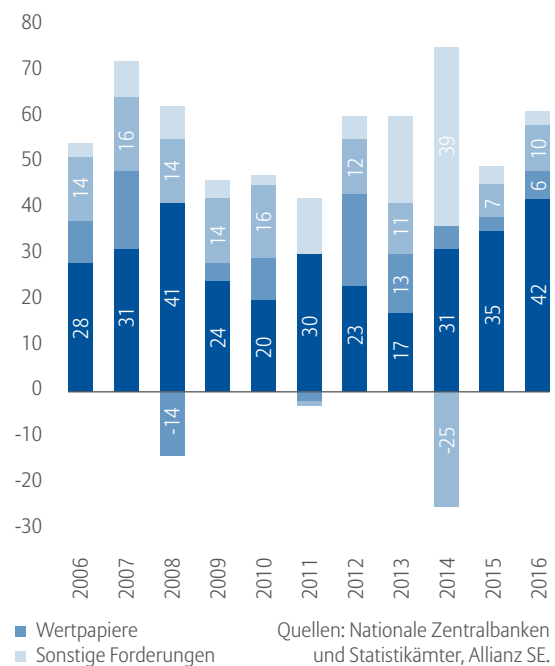
das staatliche Rentensystem überführt. Laut den Statistiken der polnischen Zentralbank wurden die „konfiszierten“ Ersparnisse in der Vermögensbilanz der Haushalte nicht mehr als Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds/-kassen, sondern als sonstige Forderungen verbucht. Zumindest auf dem 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 zwei Jahren auf durchschnittlich knapp EUR 3 Mrd. – nicht einmal halb so viel wie in den Jahren vor der Reform. Ihr Anteil am Vermögenportfolio verringerte sich um über 10 Prozentpunkte auf 15%.

Osteuropäische EU-Mitgliedsstaaten – Bankeinlagen dominieren das Vermögensportfolio

Bestand und Wachstum nach Anlageklassen, 2016



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



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

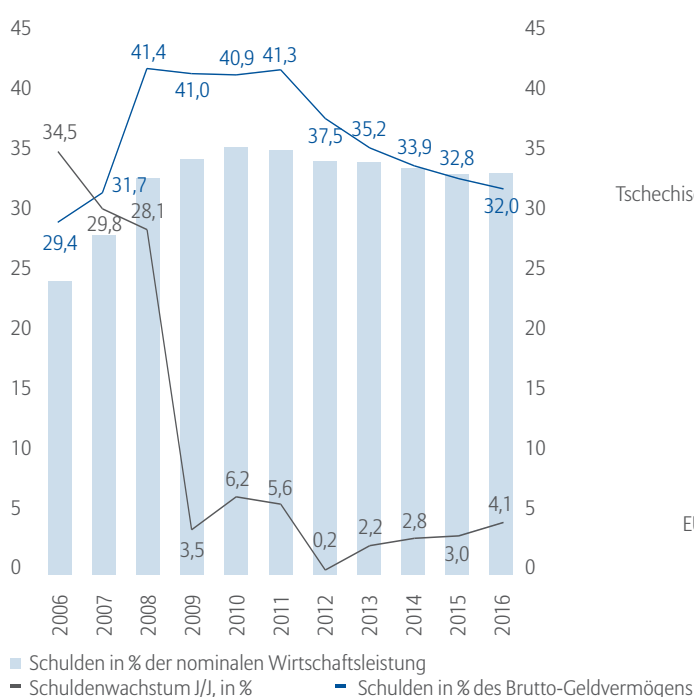
Schulden wachsen wieder schneller – aber auf niedrigem Niveau

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 9,8% des Bruttoinlandsprodukts auf rund 32%.

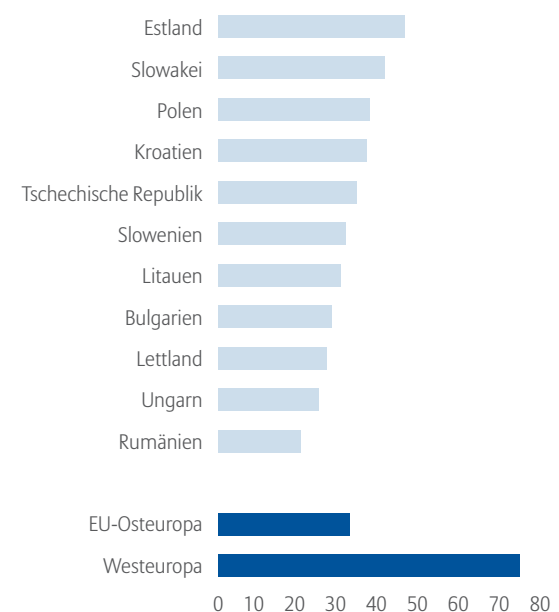
Im Jahr 2009 setzte die Finanzkrise dem enormen Boom ein rapides Ende, nachdem sich die Banken gezwungen sahen, ihre Kreditvergabe in und nach Osteuropa zu drosseln. Die jährliche Zuwachsrate ging in den drei darauffolgenden Jahren auf durchschnittlich 4,0% zurück. Nachdem die Kreditaufnahme im Jahr 2012 stagnierte, nahm das Schuldenwachstum wieder langsam an Fahrt auf. Parallel zur globalen Entwicklung beschleunigte sich das Kreditwachstum auch in den osteuropäischen EU-Ländern kontinuierlich auf 4,1% im vergangenen Jahr. Die Haushalte der Slowakei und der Tschechischen Republik, die zusammen beinahe ein Viertel der regionalen Schuldenlast tragen, lagen mit einem Zuwachs von 10,8% bzw. 5,4% deutlich über dem Durchschnitt. Drei der elf Länder hingegen

Verschuldungsgrad der Haushalte sinkt

Entwicklung der Verschuldung seit 2006



Schulden in % des BIP, 2016 nach Ländern



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

meldeten im vergangenen Jahr per Saldo sogar einen Rückgang der Verbindlichkeiten: Kroatien bereits das fünfte, Ungarn das sechste und Lettland das achte Jahr in Folge.

Obwohl das Wachstumstempo der Verschuldung im regionalen Kontext wieder zulegen, wuchsen die Verbindlichkeiten mit durchschnittlich 2,5% über die vergangenen fünf Jahre hinweg immer noch deutlich langsamer als die Vermögen, die im Mittel pro Jahr um 7,8% anstiegen. Die relative Verschuldung der Haushalte, gemessen in Prozent des Brutto-Geldvermögens, ging damit um gut 9 Prozentpunkte auf 32,0% 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 Verbindlichkeiten zum BIP, ging somit von 34,7% Ende 2011 auf 32,8% zurück. Innerhalb Osteuropas variiert die Quote von Land zu Land stark, bei einer Spanne von 20,5% in Rumänien bis hin zu 46,5% in Estland. Obwohl die Esten die höchste Schuldenquote in dieser Ländergruppe aufweisen, liegen sie immer noch weit unter dem westeuropäischen Durchschnitt von 75,0%.

Haushalte in der Franken-Falle

Die überraschende Aufhebung der Kopplung des Schweizer Franken an den Euro durch die Schweizer Nationalbank (SNB) Mitte Januar 2015 und die darauffolgende abrupte Aufwertung der Währung führten zu einer weiteren Erhöhung der Verbindlichkeiten in Osteuropa, wo viele Haushalte wegen des niedrigeren Zinsniveaus einen großen Teil ihrer (Hypothekar)Kredite in Franken aufgenommen hatten. Insbesondere in Rumänien, Kroatien und Polen, wo der Anteil der Franken-Kredite relativ hoch ist, könnte dies zu einer Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems werden: Die Kreditnehmer müssen in ihrer jeweiligen Lokalwährung mehr Geld zurückbezahlen und könnten daher in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Um dieses Risiko zu mindern, ergriffen die Behörden in Ungarn bereits im November 2014 – noch vor der Entscheidung der SNB – Maßnahmen: Sie zwangen die Banken,

die auf Franken lautenden Hypothekenkredite in Lokalwährung zu konvertieren – zu einem für die Kreditnehmer günstigeren Kurs. Auch in Kroatien setzte das Parlament 2015 als „Wahlzuckerl“ per Gesetz die Zwangskonvertierung der auf Franken laufenden Kredite in Euro um. Die Kosten des Kursunterschiedes haben wie in Ungarn die Finanzinstitute zu tragen. In Polen gehörte der Umtausch der Franken-Kredite zu Lasten des Bankensektors ebenfalls zu den Wahlversprechen des im Oktober 2015 ins Amt gewählten Präsidenten Andrzej Duda von der nationalkonservativen Partei „Recht und Gerechtigkeit“. Schätzungen zufolge hätten die Zwangsumwandlung Kosten für die kreditgebenden Banken in Höhe von umgerechnet rund EUR 15 Mrd. verursacht. Nachdem die polnische Finanzmarktaufsicht davor warnte, dass ein derartiger Eingriff das Finanzsystem ins Wanken bringen könnte, ruderte die Partei zurück:

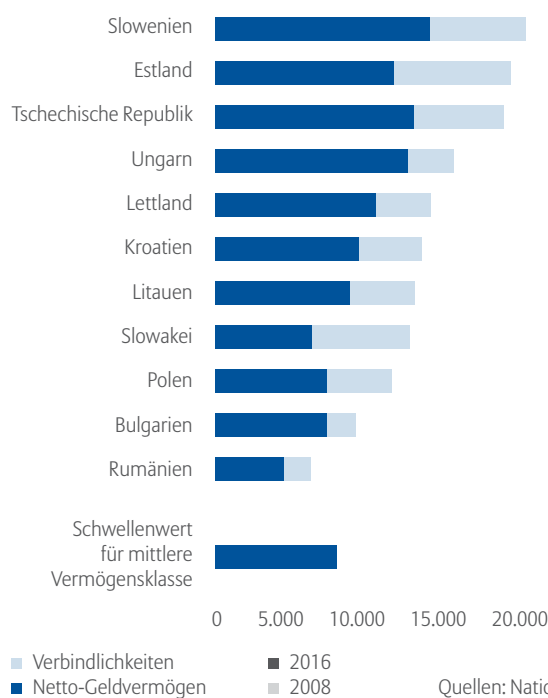
Der Chef der Regierungspartei, Jaroslaw Kaczynski, erteilte den rund 500.000 betroffenen Haushalten im Februar diesen Jahres eine Absage. Anstatt auf staatliche Hilfe zu warten, empfahl Kaczynski den Schuldnern den Gang vor Gericht.

Vermögensgefälle zwischen Ost und West

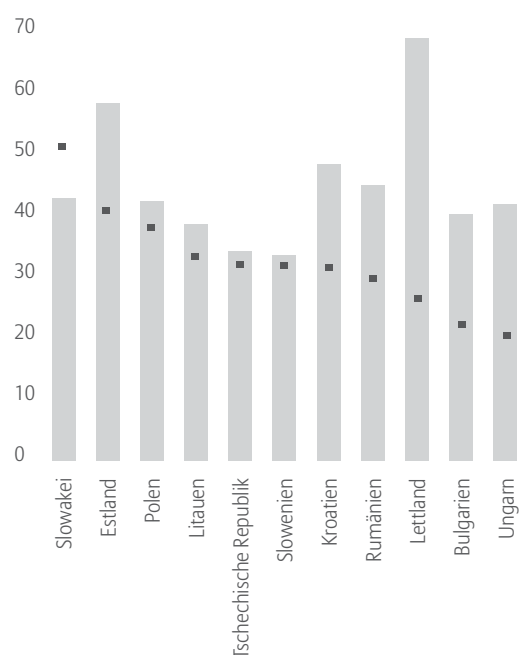
Nach Abzug der Verbindlichkeiten verfügten die Haushalte in den osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten Ende 2016 über ein mittleres Pro-Kopf-Vermögen von EUR 7.920. Spitzenreiter dieser Ländergruppe ist und bleibt Slowenien mit durchschnittlich EUR 13.640 pro Kopf. Ein Blick nach Westeuropa zeigt, dass die Slowenen sogar reicher sind als die Haushalte Griechenlands, wo das mittlere Pro-Kopf-Vermögen seit Ende 2007 von EUR 19.110 auf EUR 12.560 abgeschmolzen ist. Rumänien bildet mit durchschnittlich

Spitzenreiter Slowenien, Schlusslicht Rumänien

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2016, in Euro



Schulden in % des Brutto-Geldvermögens nach Ländern



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

EUR 4.330 pro Kopf das Schlusslicht der Region und zählt noch zum Kreis der LWCs (Low Wealth Countries). Neben Rumänien fallen in der Netto-Betrachtung noch Bulgarien, Polen und die Slowakei in die Gruppe der LWCs. Im Verhältnis zum Brutto-Geldvermögen ist die Verschuldung in Polen und der Slowakei im regionalen Vergleich überdurchschnittlich hoch: Die Relation Passiva zu Aktiva lag 2016 mit knapp 37% in Polen und gut 50% in der Slowakei über dem regionalen Mittel von 32%. In der Brutto-Betrachtung hingegen, also ohne Abzug der Verbindlichkeiten, zählen beide Länder zu den MWCs (Middle Wealth Countries).

Den Sprung in den Kreis der HWCs (High Wealth Countries), für den das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf 2016 die Schwelle von EUR 45.900 überschreiten muss, hat bisher noch kein osteuropäisches EU-Mitglied geschafft. Seit Ende 2000 hat sich das mittlere Pro-Kopf-Vermögen der Region zwar annähernd vervierfacht, knapp 68% der Bevölkerung besitzen aber noch immer weniger als EUR 7.700 pro Kopf. Immerhin ist der Anteil in diesem Zeitraum um 17 Prozentpunkte gefallen. Spiegelbildlich hat sich die Zahl der Mitglieder der globalen Vermögensmittelklasse mehr als verdoppelt, auf 31 Millionen (30% der Gesamtbevölkerung). Und immerhin knapp drei Millionen Osteuropäer können sich zur globalen Vermögensoberklasse zählen. Insgesamt sind die Unterschiede zwischen den ost- und westeuropäischen EU-Mitgliedsstaaten aber noch immer enorm: Während die osteuropäischen Haushalte bei einem Bevölkerungsanteil von 2,1% in den von uns untersuchten 53 Ländern 2016 über le-

diglich 0,6% des globalen Netto-Geldvermögens verfügten, besaßen die westeuropäischen EU-Bürger, die 8,0% der Bevölkerung stellten, knapp 18% des weltweiten Vermögens. Das mittlere Pro-Kopf-Vermögen in den EU-Ländern Westeuropas war mit EUR 56.920 gut 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 18% per annum. Trotz dieser dynamischen Entwicklung entfielen Ende 2016 lediglich 0,7% des globalen Vermögensstocks oder rund EUR 1,2 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 4.100, während die Ersparnisse in den EU-Mitgliedsstaaten bereits beinahe dreimal so hoch waren. Im vergangenen Jahr lag der Vermögenszuwachs in diesen fünf Ländern bei insgesamt 9% und damit weit unter dem historischen Mittelwert.

Schneller noch als die Ersparnisse stiegen im langfristigen Durchschnitt aber die Verbindlichkeiten: Im Zeitraum von 2006 bis 2016 waren auf der Passivseite der Vermögensbilanz jährliche Zuwachsraten von durchschnittlich rund 22% zu beobachten. Trotzdem befand sich die Verschuldung gemessen in Prozent der Wirtschaftsleistung noch auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau: Mit einer Schuldenstandsquote von 16,5% lag der Verschuldungsgrad Ende 2016 weit unter jenem Lateinamerikas (knapp 29%) oder Asiens (rund 50%). Auch die mittlere Pro-Kopf-Verschuldung war in diesem Länderkreis (EUR 1.270) niedriger als im Durchschnitt aller Schwellenländer (EUR 1.830). Das Wachstumstempo der Verbindlichkeiten verlangsamte sich über die letzten Jahre hinweg drastisch von annähernd 28% im Jahr 2011 auf rund 3% 2015 und gut 4% im vergangenen Jahr. In der Netto-Betrachtung verfügten die Haushalte über durchschnittlich EUR 2.830 pro Kopf. Der Löwenanteil des gesamten Netto-Geldvermögens lag in den Händen der russischen (72%) und türkischen (21%) Privathaushalte, wo insgesamt über drei Viertel der Bevölkerung dieser Ländergruppe lebt.

Russland, das als Rohstoffnettoexporteur vom Ölpreisverfall besonders hart getroffen wurde, kommt langsam aus der Rezession heraus. 2016 sank die Wirtschaftsleistung real um „nur“ mehr 0,2% nach einem Rückgang von 2,8% im Vorjahr. Der tiefe Absturz der heimischen Währung ließ die Verbraucherpreise explodieren: Die Inflation hat sich im Jahresverlauf 2015 auf annähernd 16% verdoppelt, was die Reallöhne sinken und den Haushalten weniger Spielraum zum Sparen ließ. Die makroökonomischen Entwicklungen lassen sich schließlich

in der Vermögensbilanz des Haushaltssektors ablesen: So verlangsamte sich das Wachstum des Geldvermögens von 16,7% im Jahr 2014 auf 13,7% 2015 und schätzungsweise gut 6% im vergangenen Jahr. Zumindest ging 2016 auch die Inflationsrate auf 7,1% im Jahresdurchschnitt zurück, womit sie aber immer noch über dem Vermögenswachstum lag – in realer Rechnung mussten die russischen Privathaushalte also weiter Vermögenseinbußen hinnehmen. Nach Abzug der Verbindlichkeiten in Höhe von EUR 1.480 – die in den letzten beiden Jahren mehr oder weniger stagnierten – summierten sich die Ersparnisse der Russen auf durchschnittlich EUR 4.180 pro Kopf.

In der Ukraine hingegen erholte sich die Vermögensentwicklung im letzten Jahr: Das Brutto-Geldvermögen verzeichnete einen Zuwachs von schätzungsweise knapp 9%, so dass die in 2014 und 2015 erlittenen Verluste wettgemacht werden konnten – zumindest auf dem Papier. Nach Abzug der Inflationsrate von fast 15% im letzten Jahr war der Vermögenszuwachs wieder dahin. Das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf belief sich Ende 2016 auf nur EUR 680, das niedrigste unter den analysierten Ländern.

In der Türkei blieb das Vermögenswachstum auch 2016 mit 15,8% stabil auf dem hohen Niveau der letzten Jahre. Die wirtschaftliche Entwicklung, die das Land nach der Finanzkrise 2001 durchlief, ist beeindruckend: Das türkische BIP ist seither real um durchschnittlich 5,7% pro Jahr gewachsen und die nominale Wirtschaftsleistung pro Kopf hat sich in diesem Zeitraum mehr als verachtfacht, auf EUR 8.640 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 fast 80 Millionen Einwohner der Aufstieg in die globale Vermögensmittelklasse. Die privaten Ersparnisse, die sich Ende 2016 auf insgesamt EUR 315 Mrd. summierten, 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 (knapp 41%). 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 rund 17% gegenüber dem Euro an Wert verlor, verteuert die Importe und treibt die Inflation in die Höhe. Im April dieses Jahres gipfelte die Teuerungsrate bei 11,9%, so hoch wie seit neun Jahren nicht mehr und weit entfernt vom Zielwert von 5%. Nach Abzug der Verbindlich-

keiten, die sich Ende letzten Jahres auf durchschnittlich EUR 1.720 pro Kopf beliefen (+8,8%), stand den türkischen Haushalten ein mittleres Netto-Geldvermögen in Höhe von EUR 2.240 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 rund 10% zulegen, wäre erst im Jahr 2029 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.

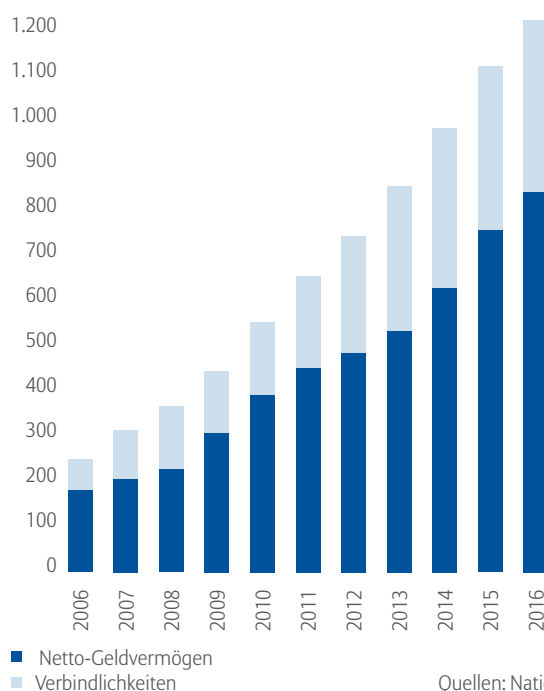
Die Haushalte Kasachstans und Serbiens haben im Mittel lediglich EUR 870 bzw. EUR 780 pro Kopf zur Verfügung. Bankeinlagen machen auch dort den Großteil des Geldvermögens aus, wobei auch dort die Haushalte sichere Fremdwährungen bevorzugen. In Kasachstan waren mehr als 60% der Bankeinlagen in Fremdwährungen notiert. Die serbischen Privathaushalte hielten sogar rund 85% 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 Schwarzwirtschaft. Die Erfassung der tatsächlichen Vermögenssituation ist unter diesen Umständen natürlich sehr schwierig, eine Einschränkung, die sicherlich nicht nur für Serbien gilt.

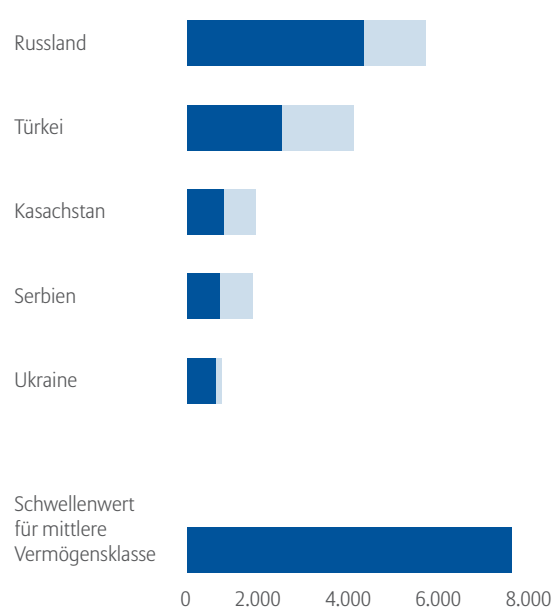
Bei allen fünf Ländern handelt es sich um LWCs und der Sprung in den Kreis der MWCs liegt noch in weiter Ferne. Auch Russland erreichte nur etwas mehr als die Hälfte des Schwellenwertes, der für die Klassifizierung als MWC mindestens notwendig ist. Ende 2016 zählten über 92% der Bevölkerung oder 272 Millionen Menschen zur im globalen Maßstab unteren Vermögensschicht und lediglich 22 Millionen Menschen zur mittleren. Selbst die reichsten 10% der Bevölkerung konnten sich im Durchschnitt nicht zur obersten Vermögensschicht rechnen. Die teilweise massiven Währungsverluste in diesen Ländern machen es umso schwieriger, die in Euro berechneten Schwellenwerte zu überschreiten.

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

Netto-Geldvermögen und Schulden, in Mrd. Euro



Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2016, in Euro

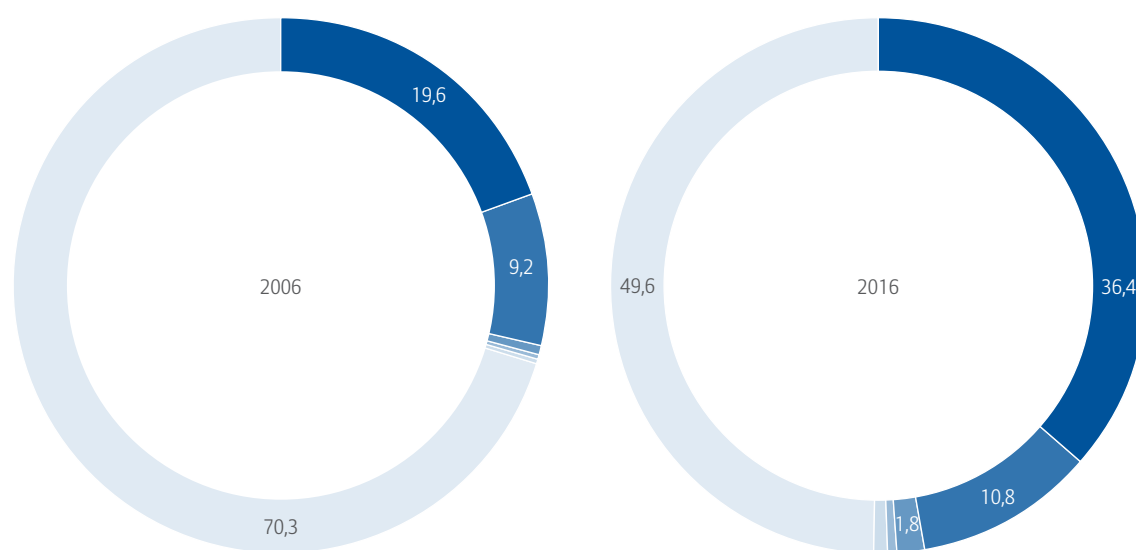


Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

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 2006 um fast 21 Prozentpunkte auf rund 50%.

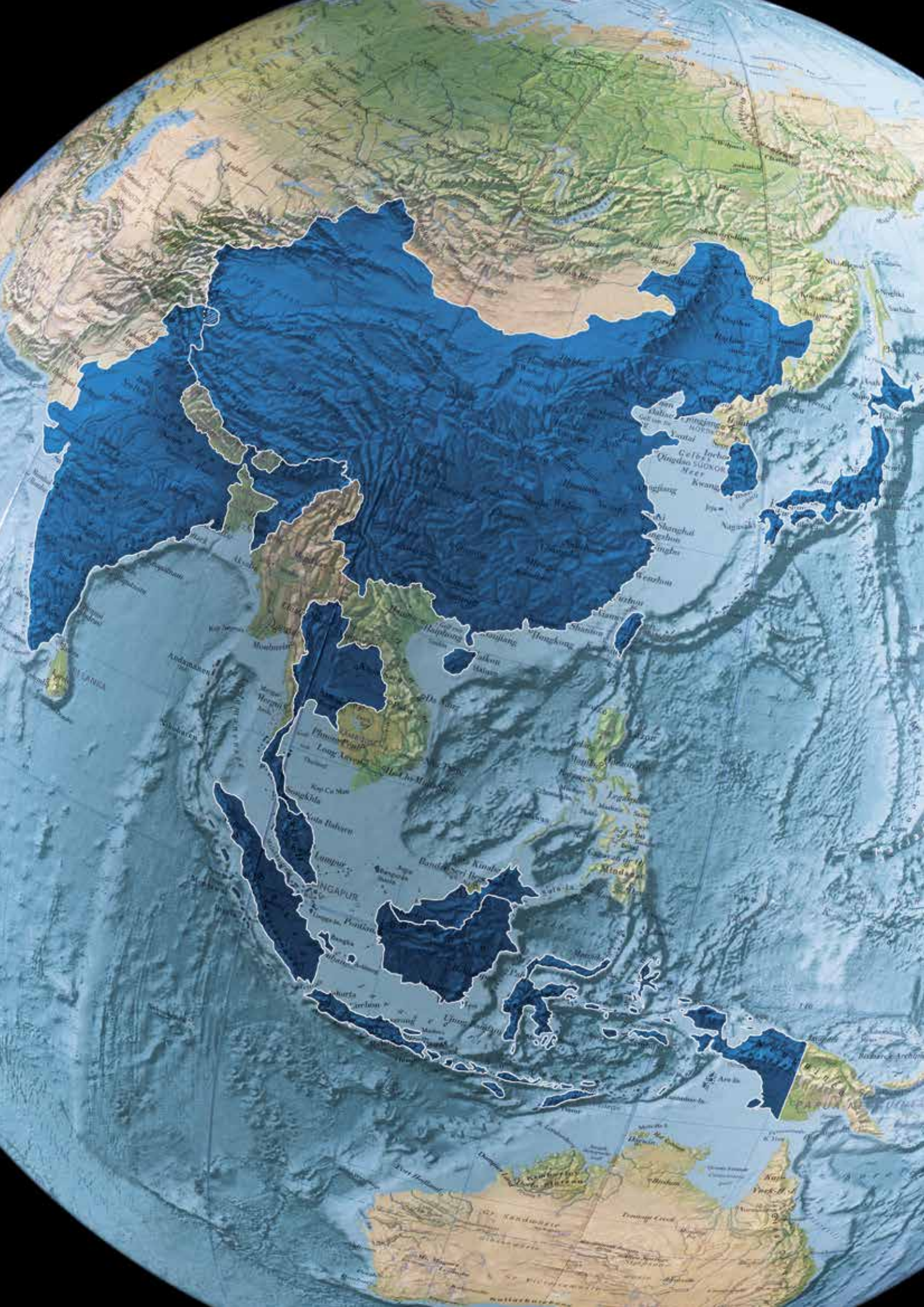
Die Gewichte verschieben sich

Anteil der Nicht-EU-Länder am Netto-Geldvermögen der gesamten Region Osteuropa 2006 und 2016, in %



■ Russland ■ Ukraine ■ Kasachstan
■ Türkei ■ Serbien ■ Übriges Osteuropa

Quellen: Nationale Zentralbanken
und Statistikämter, Allianz SE.



Asien

Bevölkerung

In den untersuchten Ländern	3.305 Mio.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....	86,6%
Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung.....	44,8%

BIP

In den untersuchten Ländern	EUR 20.510 Mrd.
Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....	94,5%
Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP.....	30,0%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 47.620 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 14.410 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	28,1%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 10.287 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 3.110 pro Kopf
In % des BIP	50,2%

11 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.

Das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte in Asien¹¹ ist im vergangenen Jahr um 10,4% und damit wie in allen Jahren seit Ausbruch der Finanzkrise deutlich stärker als in den übrigen Weltregionen gewachsen, wo das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte 2016 insgesamt um 5,8% stieg. Mit einem Brutto-Geldvermögen in Höhe von rund EUR 47,6 Billionen ist Asien inzwischen zwar zur zweitwohlhabendsten Region hinter Nordamerika avanciert, dessen Haushalte Ende 2016 knapp zwei Drittel des Brutto-Geldvermögens der Haushalte in der übrigen Welt in Höhe von EUR 121,6 Billionen besaßen. Gemessen an der Bevölkerungszahl von 3,3 Mrd. ist das Geldvermögen der asiatischen Haushalte jedoch nach wie vor gering: Auf 60% der Bevölkerung aller weltweit betrachteten Länder entfielen gerade einmal 28% des globalen Brutto-Geldvermögens.

Region gekennzeichnet durch große Unterschiede in der Wachstumsdynamik

Die Entwicklung in der Region verlief wie in den Vorjahren jedoch keineswegs homogen, wobei die Wachstumsraten den wirtschaftlichen Nachholbedarf und die Unterschiede im Entwicklungsstand der Finanzsysteme der einzelnen Länder widerspiegeln. Die höchsten Zuwächse im Brutto-Geldvermögen verzeichneten 2016 wiederum die privaten Haushalte in China mit einem Plus von 17,9% gefolgt von den Haushalten Indiens, deren Brutto-Geldvermögen um 13,7% stieg, und Thailands mit einer Zunahme

Brutto-Geldvermögen in Asien wächst deutlich stärker als im Rest der Welt

Brutto-Geldvermögen, Veränderungsraten und Stand Ende 2016, in % und in Mrd. Euro



Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistikämter, Allianz SE.

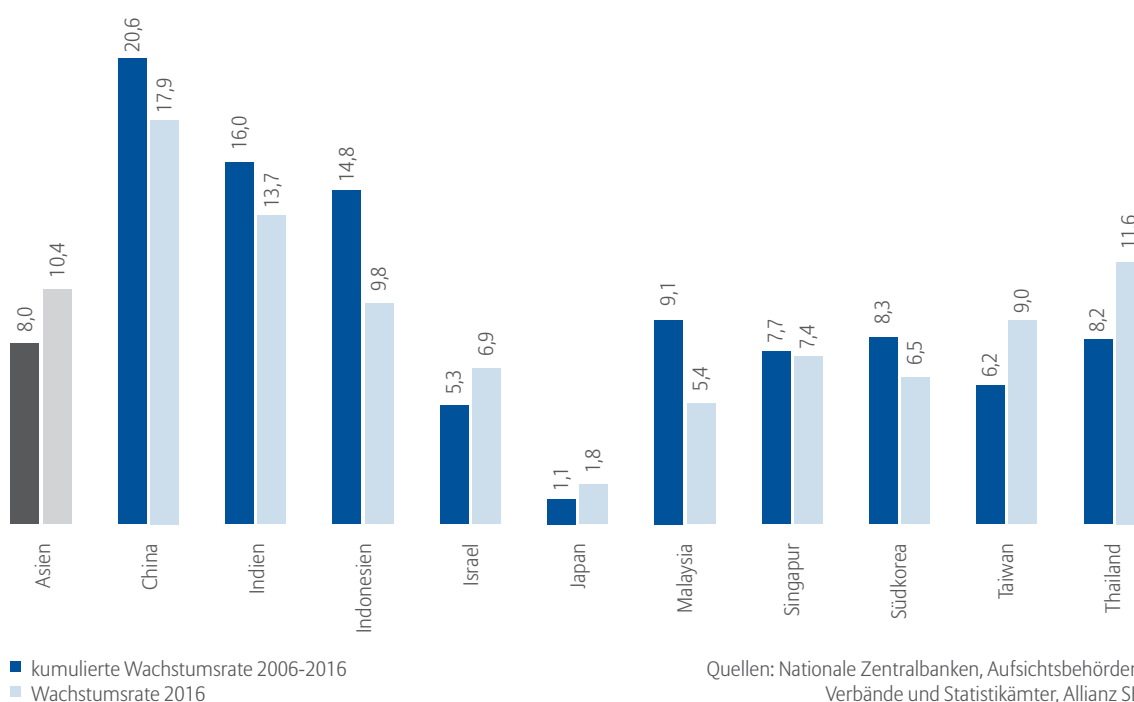
um rund 12%, in der sich insbesondere die Erholung an den Wertpapierbörsen niederschlug. Das Mittelfeld mit Wachstumsraten zwischen 5,4% und 9,8% bildeten Malaysia (5,4%), Südkorea (6,5%), Israel (6,9%), Singapur (7,4%), Taiwan (9,0%) und Indonesien (9,5%). Mit einem deutlich geringeren Zuwachs von lediglich 1,8% bildet Japan wie bereits in den Vorjahren das Schlusslicht.

Die kumulierten Wachstumsraten über die letzten 10 Jahre hinweg zeigen ein ähnliches Bild: Wachstumsspitzenreiter sind China, Indien und Indonesien mit jeweils zweistelligen Zuwachsraten in Höhe von 20,6%, 16,0% und 14,8%. Im oberen Mittelfeld befinden sich Malaysia, Singapur, Südkorea und Thailand; in diesen Ländern wuchs das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte im Zeitraum von 2006 bis 2016 im Schnitt um zwischen 7,7% in Singapur und 9,1% in Malaysia pro Jahr. Das untere Mittelfeld bilden

Israel und Taiwan mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten von 5,3% bzw. 6,2%. Die rote Laterne geht auch in dieser Betrachtung an Japan, wo das Brutto-Geldvermögen seit 2006 kumuliert um lediglich 1,1% pro Jahr gestiegen ist. Über alle betrachteten Länder in der Region hinweg wuchs das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte um durchschnittlich 8,0% pro Jahr.

Deutliche Unterschiede in der Wachstumsdynamik

Wachstum des Brutto-Geldvermögens, in %



Chinas Haushalte besitzen das mit Abstand höchste Brutto-Geldvermögen in der Region

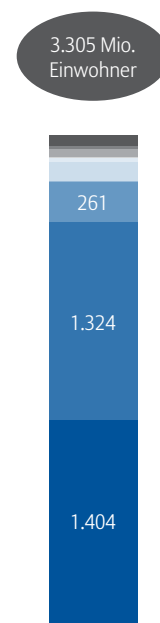
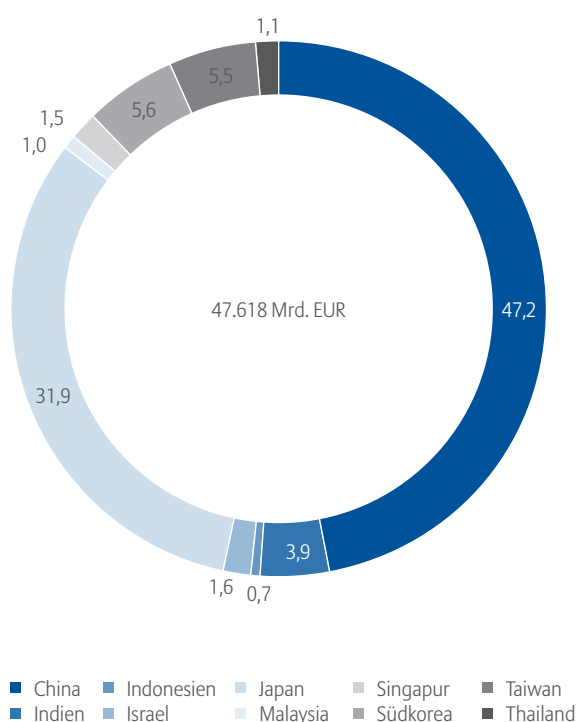
Im Zuge dieser Entwicklung hat China Japan inzwischen von der Position der gemessen am Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte reichsten Nation Asiens verdrängt. 2016 stieg das Brutto-Geldvermögen aller privaten Haushalte in China auf umgerechnet EUR 22.469 Mrd., was einem Anteil von gut 47% am gesamten Brutto-Geldvermögen der Region entsprach. Der Anteil Japans hingegen sank auf rund 32%. Zum Vergleich: 2006 verfügten die privaten Haushalte Japans noch über rund 63% und die Chinas gerade einmal über rund 16% des gesamten Brutto-Geldvermögens aller betrachteten Länder in der Region. Das Land mit dem drittgrößten Brutto-Geldvermögen war wie bereits im Vorjahr Südkorea mit einem regionalen Anteil von 5,6%, knapp behauptet vor Taiwan, dessen private Haushalte 5,5% hielten. Dahinter folgte Indien, das nach China zweitbevölkerungsreichste

Land weltweit, dessen Haushalte inzwischen knapp 4% des Brutto-Geldvermögens in Asien halten. Israel mit seinen rund 8,2 Millionen Einwohnern besaß rund 1,6% und Singapur mit einer Bevölkerung von 5,6 Millionen rund 1,5% des gesamten Brutto-Geldvermögens der privaten Haushalte in Asien. Schlusslicht blieb Indonesien; die Haushalte im nach China und Indien drittbevölkerungsreichsten Land in der Region mit 261 Millionen Einwohnern, verfügten über weniger als 1% des gesamten Brutto-Geldvermögens der betrachteten Länder in Asien.

Die privaten Haushalte Chinas und Japans besitzen drei Viertel des Brutto-Geldvermögens der Region

Brutto-Geldvermögen nach Ländern, in %

Bevölkerung nach Ländern



Zweigeteiltes Asien: Stadtstaat Singapur mit dem höchsten Brutto-Geldvermögen pro Kopf

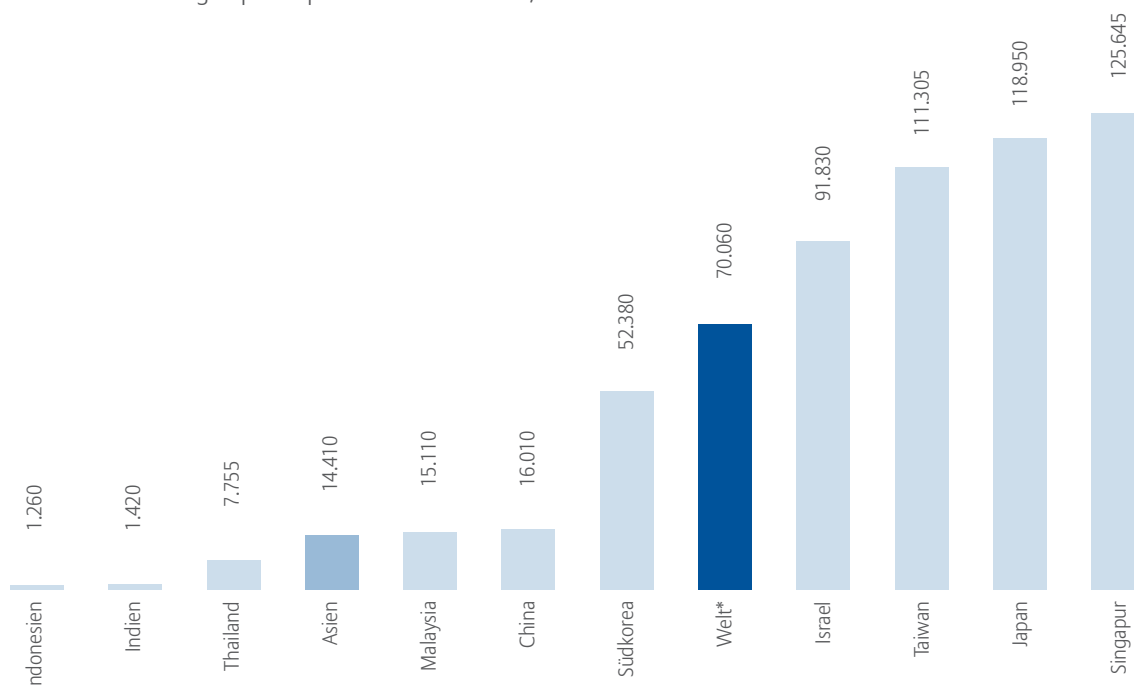
Die Gegenüberstellung von Einwohnerzahl und Brutto-Geldvermögen im vorigen Abschnitt deutete allerdings bereits an, dass die Vormachtstellung Chinas zum Teil seiner schieren Bevölkerungsgröße geschuldet ist.

Betrachtet man nämlich das Brutto-Geldvermögen pro Kopf ergibt sich ein anderes Bild: Mit umgerechnet EUR 125.645 je Einwohner führte der Stadtstaat Singapur die Rangliste vor Japan (EUR 118.950) und Taiwan (EUR 111.300) an. Israel komplettierte die Spitzengruppe; mit knapp EUR 92.000 lag hier das Brutto-Geldvermögen pro Kopf ebenfalls über dem Durchschnittswert in der übrigen Welt in Höhe von EUR 70.060. Südkorea bildete, wenn auch mit deutlichem Abstand, das Schlusslicht der oberen Hälfte in dieser Rangliste. Bedingt durch den Vermögensverlust im Zuge der Asienkrise Ende

der 1990er Jahre war hier das durchschnittliche Brutto-Geldvermögen mit umgerechnet rund EUR 52.400 zwar nach wie vor deutlich niedriger als in der Spitzengruppe, jedoch mehr als dreimal so hoch wie in China, das in puncto Brutto-Geldvermögen pro Kopf erstmals Malaysia hinter sich lassen konnte: Mit gut EUR 16.010 war es um EUR 900 höher als in Malaysia, dessen Einwohner im Schnitt über EUR 15.110 verfügten. In beiden Ländern lag das Brutto-Geldvermögen pro Kopf damit über dem regionalen Durchschnitt (EUR 14.410). Mit knapp EUR 7.760 war es in Thailand nur halb so hoch, das somit die Spitze des unteren Drittels bildete. Am Ende der Skala befanden sich nach wie vor Indien und Indonesien mit einem Brutto-Geldvermögen von umgerechnet EUR 1.420 bzw. EUR 1.260 pro Kopf.

Singapur vor Japan mit dem höchsten Brutto-Geldvermögen pro Kopf in der Region

Brutto-Geldvermögen pro Kopf 2016 nach Ländern, in Euro



*Welt ohne Asien

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

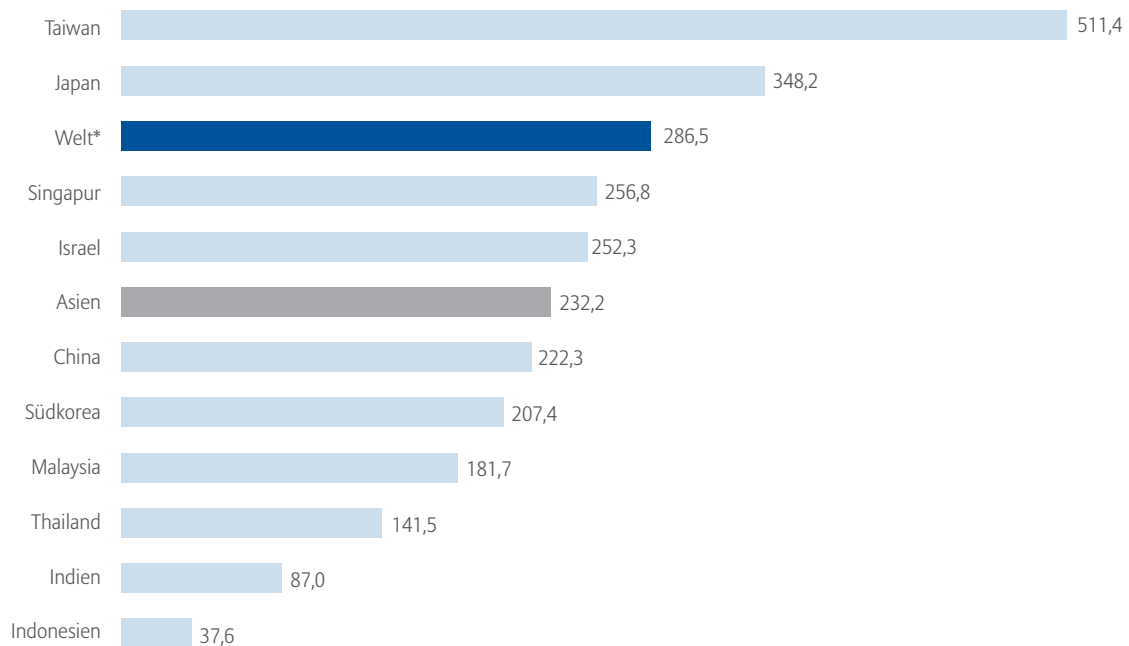
Zugang zu Finanzdienstleistungen maßgeblich für Vermögensaufbau

Neben der Wirtschaftskraft spielen der Zugang zu Finanzdienstleistungen und das Finanzwissen in der Bevölkerung eine entscheidende Rolle für den Geldvermögensaufbau. In allen betrachteten Ländern haben die Regierungen in den letzten Jahren ihre Bemühungen verstärkt, die Allgemeinbildung der Bevölkerung mit Blick auf das Finanzwissen zu fördern sowie die Effizienz und Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten bzw. zu erhöhen. Zieht man die Vermögensquote (Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte in Prozent des Bruttoinlandsprodukts) als Indikator für den Reifegrad eines Finanzsystems heran, zeigen sich innerhalb der Region erwartungsgemäß deutliche Unterschiede.

In den zehn betrachteten Ländern Asiens lagen die Vermögensquoten 2016 zwischen 511% in Taiwan und knapp 38% in Indonesien. Der regionale Durchschnitt lag bei rund 232% und damit um gut 50 Prozentpunkte unter dem in der übrigen Welt von 286%. Lediglich in Japan war die Vermögensquote mit 348% ebenso wie in Taiwan über diesem globalen Durchschnitt. Singapur und Israel befanden sich in einer „Sandwich-Position“: Beide Länder wiesen mit 257% und 252% jeweils eine Vermögensquote aus, die zwar unter dem Wert in der übrigen Welt, aber über dem regionalen Durchschnitt lag. China und Südkorea komplettieren das Mittelfeld mit Quoten von 222% bzw. 207%, wobei sich die Brutto-Vermögensquote in China dank des dynamischen Wachstums des Geldvermögens innerhalb der letzten zehn Jahre nahezu verdoppelt hat, während sie in Südkorea um

Vermögensquote spiegelt Unterschiede in der Reife der Finanzmärkte wider

Brutto-Geldvermögen in % des BIP, 2016 nach Ländern



*Welt ohne Asien

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

knapp ein Drittel gestiegen ist. Die untere Hälfte war zweigeteilt: In Malaysia und Thailand lagen die Vermögensquoten mit 182% und 142% zwar noch unter 200%, aber doch deutlich höher als in Indien (87%) und Indonesien, wo sich das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte aufgrund der für einen Großteil der Bevölkerung noch vorhandenen Beschränkungen beim Zugang zu Finanzdienstleistungen Ende 2016 auf weniger als 40% des BIP belief.

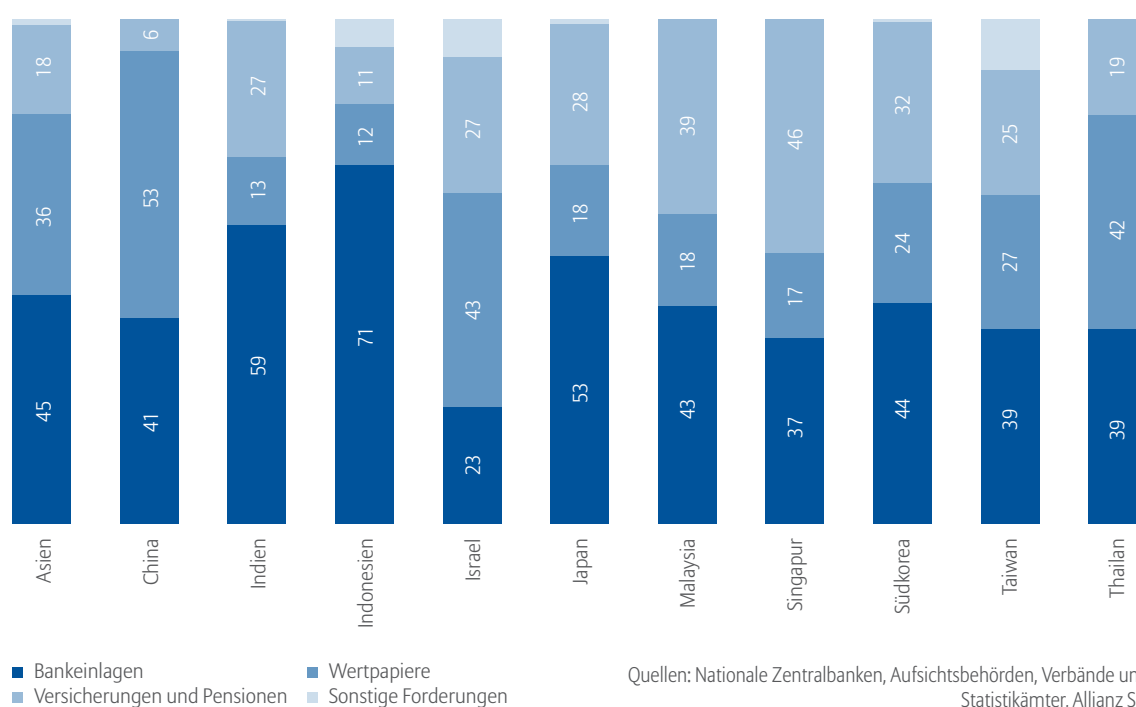
Zunehmende Diversifizierung der Portfolios

Der Entwicklungsstand spiegelt sich auch in der Diversifizierung des Portfolios wider. Je geringer der Anteil der Bankeinlagen und je breiter das Anlagevermögen auf verschiedene Anlageklassen verteilt ist, desto entwickelter ist in der Regel das Finanzsystem.

Bankeinlagen waren 2016 mit einem Anteil 45,3% am gesamten Brutto-Geldvermögen nach wie vor die beliebteste Anlageklasse der privaten Haushalte in Asien. Allerdings gab es zwischen den Ländern deutliche Unterschiede: Der Anteil der Bankeinlagen reichte von 23% in Israel bis zu über 70% in Indonesien. Maßgeblich für den im regionalen Schnitt hohen Anteil war das Anlageverhalten der japanischen Haushalte, die trotz des nachweislich hohen Entwicklungsstands des japanischen Finanzsystems wie in den Vorjahren über 50% ihres Geldvermögens in Form von Spareinlagen hielten, gefolgt von Ansprüchen gegenüber Lebensversicherungen und Pensionsfonds, die rund 28% ausmachten und Wertpapieren, auf die nur 18% ihres Geldvermögens entfielen. Lediglich die privaten Haushalte in Indien und Indonesien hielten noch höhere Anteile ihres Geldvermögens in Form von Bankeinlagen. Während dies im Falle

Bankeinlagen sind (noch) die größte Anlageklasse

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2016



¹² Siehe World Bank: Global Financial Inclusion Database und Demircuc-Kunt, Asli, Leora Klapper, Dorothea Singer und Peter van Oudheusden (2015): The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion around the World, Policy Research Working Paper 7255, World Bank, Washington, D.C.

Japans jedoch vor allem einer Skepsis gegenüber Wertpapieranlagen, insbesondere in Form von Aktien, geschuldet ist, mangelt es den meisten Haushalten in Indien und Indonesien schlicht an Anlagealternativen bzw. am Zugang zum Finanzmarkt. So hatten im Jahr 2014 in Indien nur rund 53% der Bevölkerung im Alter über 15 Jahre ein Bankkonto und in Indonesien gerade einmal 36%. Zum Vergleich: von den Japanern im Alter 15 und älter verfügten knapp 97% über ein Konto bei einer Bank.¹²

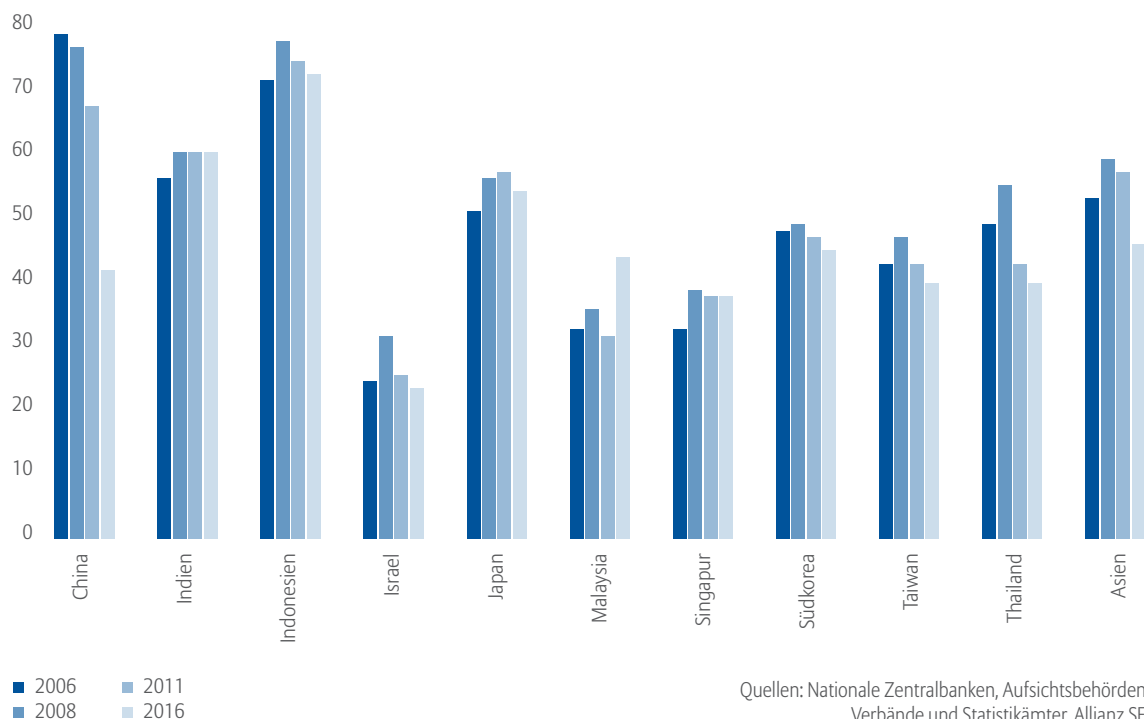
Über einen Zeitraum von zehn Jahren betrachtet, ist der Anteil der Bankeinlagen im Portfolio der privaten Haushalte jedoch deutlich zurückgegangen. 2006 lag er noch bei knapp 53% und war im Zuge der Finanzkrise im Jahr 2008 sogar auf 56% gestiegen. Zwischenzeitlich ist er in allen betrachteten Ländern mit Ausnahme Malaysias zwar wieder zurückgegangen, liegt in einigen Ländern jedoch nach wie vor höher als vor der Finanzkrise: Dazu zählen neben Indien

und Indonesien auch Japan und Singapur. Der stärkste Rückgang ist in China zu verzeichnen, wo die privaten Anleger ihr Geldvermögen auf der Suche nach höherrentierlichen Produkten seit einigen Jahren vermehrt in sogenannte Vermögensmanagementfonds umschichten, die häufig auch von Banken angeboten werden. Dadurch erklärt sich der inzwischen relativ hohe Wertpapieranteil im Portfolio der privaten Haushalte in China.

Während die Anleger in China ihre Geldvermögen vor allem in wertpapiernahe Produkte umschichteten, zogen die privaten Haushalte in Singapur, Südkorea und Taiwan vor allem Lebensversicherungen und Pensionsfonds vor. Ein Blick auf die Entwicklung der Leitindizes in den einzelnen Ländern liefert eine Erklärung für das Anlegerverhalten: Ein Anleger in Japan, der am 31.12.1999 EUR 100 in den Nikkei investiert hätte,

Diversifizierung des Finanzvermögens nimmt zu

Bankeinlagen in % des Brutto-Geldvermögens nach Ländern



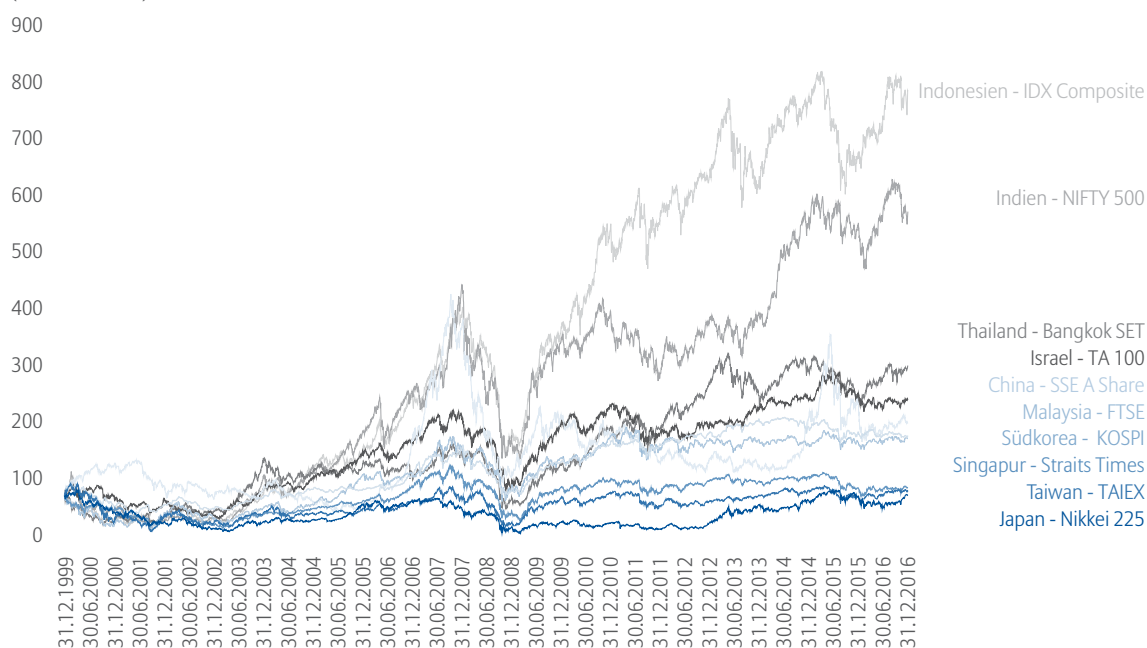
Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistikämter, Allianz SE.

hätte Ende vergangenen Jahres gerade einmal EUR 0,95 an Wertsteigerung verbucht; dies entspricht einer Rendite von 0,06% pro Jahr; wobei er in der Zwischenzeit deutliche (Buch)Wertverluste hinnehmen hätte müssen. Die Skepsis vieler Japaner gegenüber einer Investition in den Aktienmarkt ist also nicht verwunderlich. Auch die Zugewinne der Aktienanleger in Taiwan und Singapur waren langfristig betrachtet eher bescheiden. Wer Ende 1999 EUR 100 im TAIEX investiert hätte, hätte Ende 2016 EUR 109 auf dem Konto gehabt, und wer in den Straits Times investiert hätte, EUR 114, was einer jährlichen Rendite von 0,5% bzw. 0,8% entsprochen hätte. Mit einer Wertsteigerung von 4,1% bzw. 4,2% wären die Anleger in Südkorea und Malaysia über den Anlagezeitraum zwar besser gefahren, allerdings stagnieren seit einigen Jahren beide Märkte auf

dem erreichten Niveau. Am dynamischsten verlief die Entwicklung der Aktienmärkte in Indonesien und Indien, deren Leitindizes seit Anfang des Jahrtausends um 680% bzw. 480% gestiegen sind, wenngleich die Entwicklung immer wieder durch zum Teil kräftige Rückgänge unterbrochen wurde, die sich auch im Finanzvermögen und Anlageverhalten der privaten Haushalte niederschlugen.

Aktienmärkte in Indonesien und Indien boomen – verhaltenere Entwicklung in übrigen Ländern

Aktienindizes nach Ländern
(31.12.1999 = 100)



Quellen: Thomson Reuters, Allianz SE.

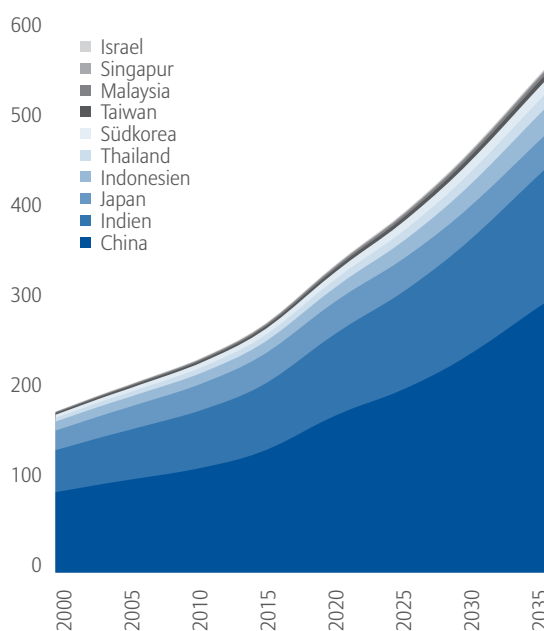
Altersstruktur und Ausgestaltung des Rentensystems beeinflussen Anlageentscheidungen

Bei der Anlageentscheidung spielen neben den vorhandenen Alternativen die Altersstruktur der Gesellschaft und die Ausgestaltung des Rentensystems eine maßgebliche Rolle. So verfügen Singapur und Malaysia über eine starke zweite Säule, was den hohen Anteil der Ansprüche der privaten Haushalte gegenüber Lebensversicherungen und Pensionsfonds im Portfolio der privaten Haushalte erklärt. Aus demographischer Sicht erscheint dies im Falle Malaysias etwas überraschend, da es in den nächsten zwanzig Jahren – ebenso wie Indonesien und Indien – weitaus geringer von der Alterung der Gesellschaft betroffen sein wird als die übrigen Länder in der Region.

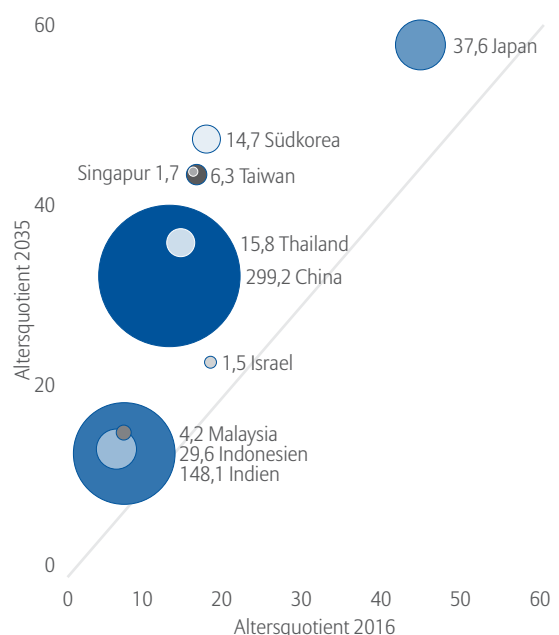
Laut UN dürfte die Zahl der über-65-jährigen Personen in Malaysia aufgrund der steigenden Lebenserwartung bis 2035 auf 4,2 Mio. anwachsen und sich damit mehr als verdoppeln. Der Anteil der Personen im Rentenalter an der Gesamtbevölkerung läge dann jedoch mit knapp 11% ebenso wie der Altersquotient mit 16% nach wie vor deutlich unter den Werten der meisten anderen Ländern der Region. Dasselbe gilt für Indien und Indonesien, wo die Anteile der Über-65-Jährigen an der Gesamtbevölkerung bis 2035 unter 10% bleiben und die Altersquotienten dann bei rund 14% liegen dürften. In China liegt der Altersquotient bereits heute bei 14%. Bis 2035 dürfte die Zahl der Über-65-Jährigen von 142 Mio. auf 299 Mio. anwachsen, was aufgrund des durch die Ein-Kind-Politik bedingten Rückgangs der Personen im Erwerbsalter zu einem Anstieg

Die Alterung trifft die Länder in den nächsten zwanzig Jahren in unterschiedlichem Maße

Bevölkerung im Alter 65+, nach Ländern in Millionen



Altersquotienten, Bevölkerung im Alter 65+, (AQ in %, Bevölkerung 65 und älter in Millionen)



Der Altersquotient ist das Verhältnis der Zahl der Personen im Rentenalter 65 und älter zu der der Personen im erwerbsfähigen Alter zwischen 15 und 64 in Prozent. Die Größe der Blase steht für die Bevölkerung im Alter 65 und älter in Millionen im Jahr 2035.

Quellen: UN Population Division, Allianz SE.

des Altersquotienten auf über 32% führen dürfte. Ein weitaus kräftigerer Anstieg der Altersquotienten als in China wird in Singapur, Südkorea, Taiwan und Thailand erwartet: Innerhalb der nächsten zwanzig Jahre dürfte er in Singapur und Taiwan von gegenwärtig rund 17% auf gut 43%, in Südkorea von 18% auf knapp 47% und in Thailand von 15% auf 36% ansteigen. Absolut betrachtet wird jedoch Japan Spitzenreiter bleiben, bis 2035 dürfte der Altersquotient hier von 44% auf knapp 57% klettern.

Vor dem Hintergrund, dass die Zahl der Personen im Rentenalter in den betrachteten Ländern in den nächsten zwanzig Jahren um 272 Mio auf 559 Mio., ansteigen dürfte – zum Vergleich: in den 28 Ländern der EU leben heute insgesamt rund 510 Mio. Einwohner – ist davon auszugehen, dass die Haushalte ihre Geldvermögen weiterhin stärker umschichten werden. Dabei wird vor allem der Anteil der Lebensversicherungen und Pensionen in den Portfolios

der privaten Haushalte, ähnlich wie in Südkorea und Taiwan, weiter ansteigen. Es stellt sich jedoch die Frage, ob es allen Haushalten gelingt, genügend Vermögen anzusparen bevor sie ins Rentenalter kommen. Dies trifft insbesondere auf die unteren Einkommensschichten zu, wo die Möglichkeiten zum Aufbau eines Vorsorgevermögens häufig gering und die Verbindlichkeiten zum Teil höher sind als die Guthaben.

Verschuldung der privaten Haushalte weiter gestiegen

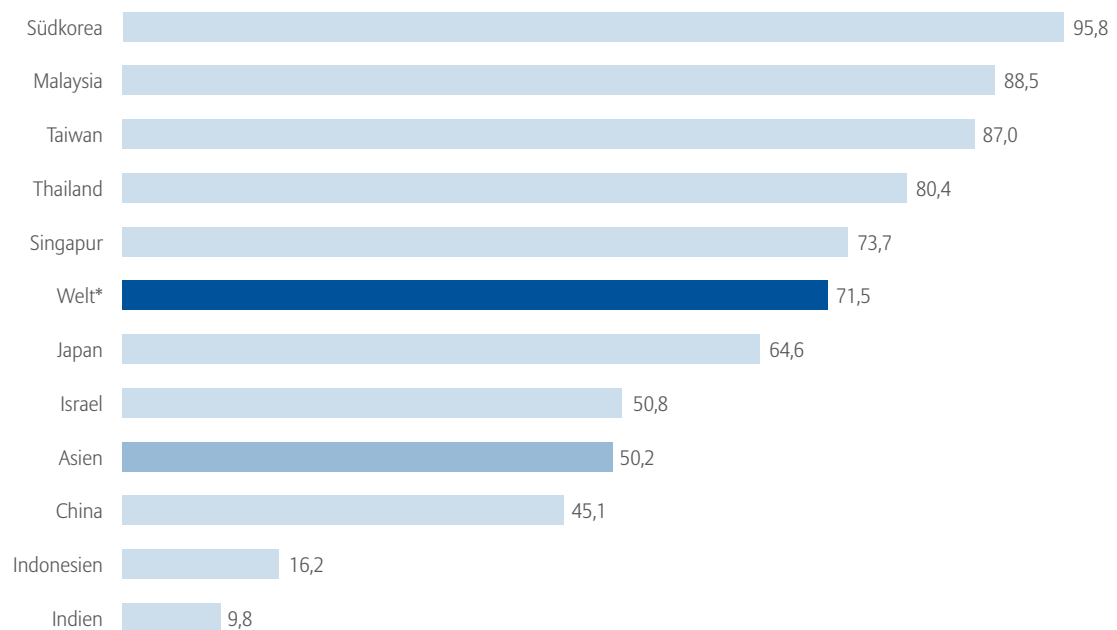
In allen betrachteten Ländern der Region sind die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte im vergangenen Jahr weiter gewachsen. Am stärksten stiegen sie in China mit einem Plus von 23,5% und am schwächsten in Japan mit 2,4%. Am unteren Ende der Skala befanden sich neben Japan auch Singapur (+2,5%) und Thailand, wo sich das Kreditwachstum weiter verlangsamt hat und 2016 bei 3,3% lag. Am oberen Ende standen neben China Indien und Südkorea, wo die Wachstumsraten mit 13,5% bzw. 10% jeweils im zweistelligen Bereich lagen. Während dies im Falle Indiens – ebenso wie im Fall Chinas – unter der Rubrik „Nachholbedarf“ zu verzeichnen ist, erscheint das anhaltend hohe Wachstum der Verbindlichkeiten in Südkorea mit Blick

auf die Schuldenquote eher bedenklich: 2016 entsprachen die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte in Südkorea 95,8% des BIP, das damit die höchste Schuldenquote aller betrachteten Länder in Asien hatte. In Indien war sie hingegen am niedrigsten, hier summierte sich die Verschuldung der privaten Haushalte auf gerade einmal 9,8% des BIP. Am unteren Ende der Skala befanden sich neben Indien Indonesien, wo sich die Verschuldung der privaten Haushalte auf 16,2% des BIP belief, und China mit einer Quote von 45,1%. Allen drei Ländern ist gemeinsam, dass ihre Schuldenquote damit unter dem regionalen Durchschnitt von 50,2% lag.

Indien, Indonesien und China befanden sich auch gemessen an der Pro-Kopf-Verschuldung am unteren Ende der Skala: In Indien lag sie Ende 2016 mit umgerechnet EUR 160 ebenso wie in Indonesien, dessen Bevölkerung im Schnitt mit EUR 545 pro Kopf verschuldet war, deutlich unter dem regionalen Durchschnittswert von EUR 3.115. In China ist sie mit EUR 3.245 zwar knapp über den regionalen Schnitt gestiegen, lag aber nach wie vor deutlich niedriger als in Thailand (EUR 4.410) und Malaysia (EUR 7.360). Damit lag die Verschuldung pro Kopf in diesen fünf Ländern deutlich unterhalb des Durchschnitts in der übrigen Welt, der Ende 2016 bei rund EUR 17.500 lag. An der Spitze der zehn betrachteten Länder standen die Haushalte Singapurs mit deutlichem Abstand vor denen Südkoreas und Japans. Während sich die Verbindlichkeiten je Einwohner im Stadtstaat Singapur Ende 2016 auf EUR 36.075 summierten,

Verschuldungsquote in Südkorea deutlich über 90%

Schulden in % des BIP, 2016 nach Ländern



*Welt ohne Asien

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

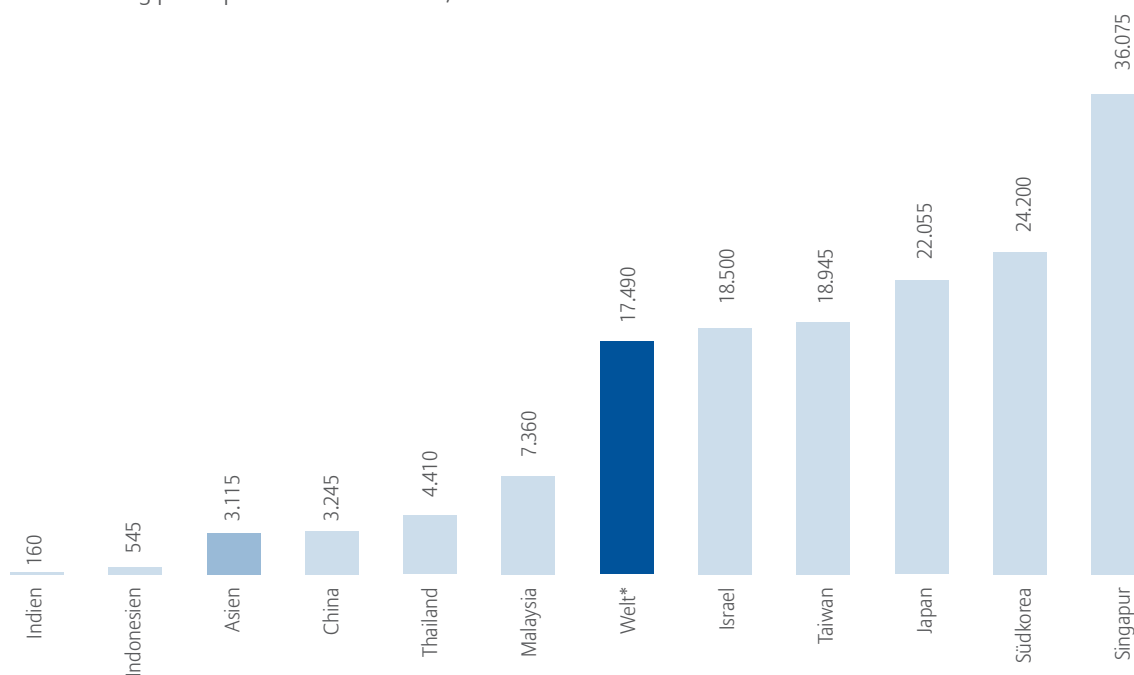
beliefen sich die Schulden pro Kopf in Südkorea auf EUR 24.200 und in Japan gemäß der Revision der japanischen Zentralbank auf EUR 22.055. Die obere Hälfte komplettierten Taiwan mit durchschnittlichen Verbindlichkeiten in Höhe von umgerechnet EUR 18.945 und Israel mit einem Schuldenstand von EUR 18.500 pro Kopf.

Japans Haushalte verfügen über das höchste Netto-Geldvermögen pro Kopf

Zieht man die Verbindlichkeiten von den Guthaben ab, blieb damit Japan mit umgerechnet EUR 96.890 2016 wie in der Vergangenheit die Nation mit dem höchsten Netto-Geldvermögen pro Kopf in Asien, vor Taiwan, dessen Einwohner im Schnitt über ein Netto-Geldvermögen von EUR 92.360 verfügten und Singapur mit EUR 89.570. Mit deutlichem Abstand folgten Israel und Südkorea. Während das Netto-Geldvermögen pro Kopf in Israel mit EUR 73.330 jedoch noch über dem weltweiten Durchschnittswert von EUR 52.570 lag, war es in Südkorea aufgrund der hohen Verschuldung der privaten Haushalte mit

Singapur mit der höchsten Pro-Kopf-Verschuldung

Verschuldung pro Kopf 2016 nach Ländern, in Euro



*Welt ohne Asien

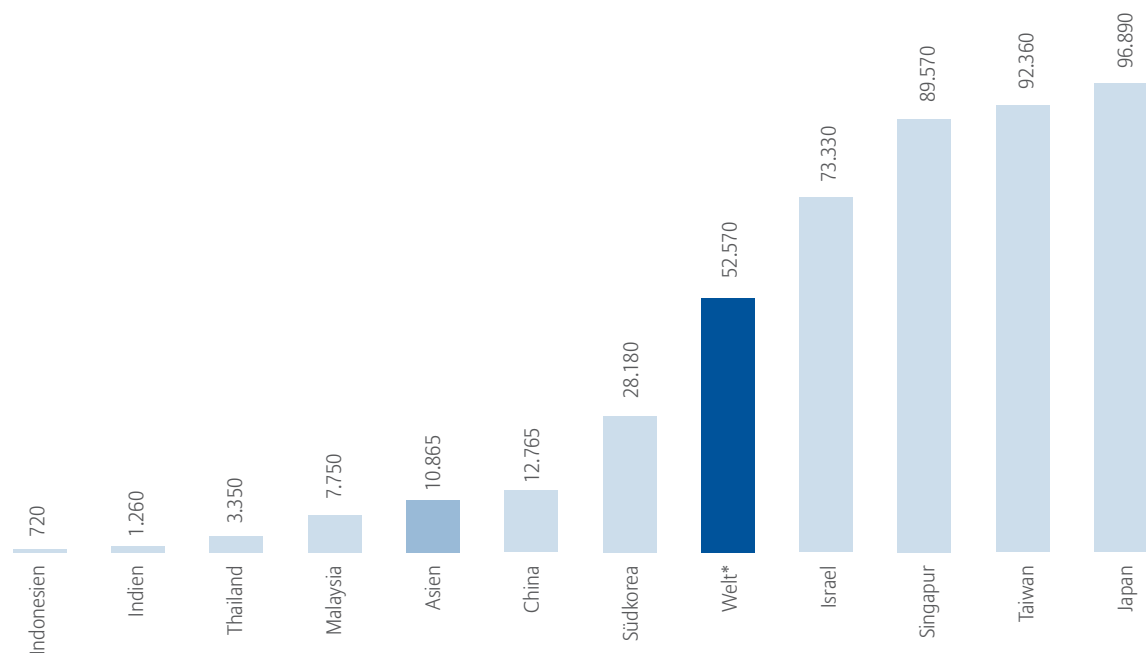
Quellen: Nationale Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Verbände und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

EUR 28.180 nicht nur absolut wesentlich niedriger. Auch der Abstand zum globalen Durchschnitt (ohne Asien) und den reichsten Haushalten in der Region war merklich größer als in der Bruttobetrachtung: das Brutto-Geldvermögen pro Kopf war in Singapur „nur“ 2,3mal und das der übrigen Welt 1,3mal so hoch wie in Südkorea; legt man jedoch das Netto-Geldvermögen pro Kopf zugrunde, sind die entsprechenden Multiplikatoren 3,4 und 1,9. Nichtsdestotrotz war das durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf in Südkorea nach wie vor mehr als doppelt so hoch wie in China, wo es mit EUR 12.765 allerdings noch über dem regionalen Durchschnitt von EUR 10.865 lag. In Malaysia hingegen

sank es aufgrund der Verschuldung der privaten Haushalte inzwischen deutlich unter den regionalen Durchschnitt und lag Ende 2016 bei umgerechnet EUR 7750. Am unteren Ende der Skala befinden sich wie in den Vorjahren Thailand mit EUR 3.350, Indien mit EUR 1.260 und Indonesien mit EUR 720.

Japan nach wie vor mit dem höchsten Netto-Geldvermögen pro Kopf

Netto-Geldvermögen pro Kopf 2016 nach Ländern, in Euro



*Welt ohne Asien

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

Trotz wachsender Zahl an Haushalten mit mittel-hem Finanzvermögen besteht weiter Nachholbedarf

Nicht zuletzt aufgrund des weiteren Anstiegs des Netto-Geldvermögens in der Region um 10,1%, ist die Zahl der Einwohner in Asien, die sich zur globalen Vermögensmittelklasse (Netto-Geldvermögen pro Kopf zwischen EUR 7.700 und EUR 45.900) zählen können, weiter gestiegen. Ende 2016 waren dies 19,7% der Gesamtbevölkerung der Region oder 649 Mio. Menschen. Zur globalen Vermögensoberklasse (Netto-Geldvermögen pro Kopf über EUR 45.900) zählten 245 Mio. oder 7,4% der Bevölkerung. Zum Vergleich: 2010 lagen die entsprechenden Anteile noch bei 11,0% bzw. 3,8%. Allen Erfolgen zum Trotz darf dies jedoch nicht den Blick darauf verstellen, dass mit 72,9% nach wie vor nahezu drei Viertel der Bevölkerung in der Region über ein Netto-Geldvermögen von weniger als EUR 7.700 verfügen – und damit zur globalen Vermögensunterklasse zu rechnen sind. Angesichts der Alterung der Bevölkerung und mit Blick auf die häufig nur rudimentäre Absicherung im Alter durch die staatlichen Sozialsysteme besteht daher weiterhin dringender Nachholbedarf bei der Entwicklung der Finanzsysteme und dem Zugang zu entsprechenden Finanzdienstleistungen, um die Möglichkeiten, langfristige Ersparnisse zu bilden, weiter zu verbessern.



Australien und Neuseeland

Bevölkerung

Insgesamt	28,8 Mio.
Anteil an der Weltbevölkerung	0,4%

BIP

Insgesamt	EUR 1.335 Mrd.
Anteil am Welt-BIP	1,9%

Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 3.739 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 129.880 pro Kopf
Anteil am globalen Geldvermögen	2,2%

Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

Insgesamt	EUR 1.712 Mrd.
Durchschnittlich	EUR 59.470 pro Kopf
In % des BIP	128,3%

Für die privaten Haushalte Australiens endete das Jahr 2016 mit einem kräftigen Plus ihres Finanzvermögens von 8,3%. So hat sich das Wachstum ihrer Ersparnisse im Vorjahresvergleich sogar leicht beschleunigt (+7,4%, 2015) und lag nicht nur über jenem in Neuseeland (+3,1%), sondern auch über dem Durchschnitt aller Industrieländer (+5,2%). Insgesamt summierte sich das private Geldvermögen der Australier auf rund EUR 3,2 Bill. Den höchsten Zuwachs verzeichneten mit 10,3% Forderungen gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds, die Ende letzten Jahres über 58% des durchschnittlichen australischen Vermögensportfolios darstellten. Wie in den vergangenen Jahren investierten die Haushalte mit knapp EUR 69 Mrd. den Großteil ihres Sparaufkommens (62%) auch 2016 in diese Anlageklasse. Die Mittelzuflüsse in Bankeinlagen blieben stabil auf dem Niveau der beiden Vorjahre (knapp EUR 50 Mrd.), so dass beim Bestand an Bar-, Sicht- und Spareinlagen auch im Umfeld historisch niedriger Zinsen ein robuster Anstieg von 7,4% zu beobachten war. Zaghaft stehen die Australier einer Investition in Wertpapiere gegenüber, deren Anteil am gesamten Geldvermögen über die vergangene Dekade hinweg um mehr als 10 Prozentpunkte auf nur mehr rund 17% zurückging. Fünf Jahre in Folge verkauften die Haushalte nun schon per Saldo Aktien oder Investmentfondsanteile, 2016 waren es insgesamt gut EUR 10 Mrd. oder EUR 420 pro

Kopf. Dem stehen allerdings Wertgewinne an den Börsen von EUR 28,4 Mrd. gegenüber – nach zwei mageren Jahren gewann der australische Leitindex wieder an Schwung und notierte zum Jahresende um 7,0% im Plus, so dass die Wertpapierklasse 2016 per Saldo um 3,4% zulegte.

Die Haushalte im benachbarten Neuseeland sind dagegen deutlich risikofreudiger investiert: Wertpapiere bestritten Ende 2016 mit knapp 69% den Löwenanteil des privaten Finanzvermögens, wovon wiederum 45% als direktes Aktienvermögen gehalten wurden. Das Wachstum der Wertpapierklasse hat sich allerdings im Einklang mit einer schwächeren Performance des heimischen Leitindex im vergangenen Jahr noch einmal verlangsamt, von 5,2% (2015) auf 1,6% (2016). Ein Fünftel ihrer Ersparnisse hielten die Neuseeländer in Form von Bar-, Sicht- und Spareinlagen, deren Bestand 2016 um „nur“ mehr 6,8% zulegte. Im Vorjahr belief sich der Zuwachs noch auf 11,0% – das insbesondere in der zweiten Jahreshälfte gestiegene Verbrauchervertrauen hat den privaten Konsum beflügelt und zu einer Reduktion der Sparquote beigetragen. Die Forderungen der Haushalte

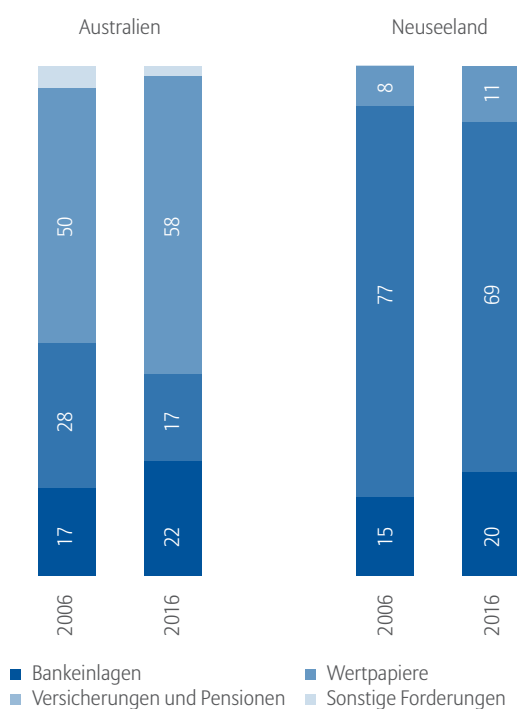
gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds, die knapp 11% des Geldvermögens darstellten, wuchsen mit 6,4% ebenfalls langsamer als 2015 (+8,7%). Insgesamt kletterten die Ersparnisse in Neuseeland im Jahresverlauf auf EUR 530 Mrd., was einem Zuwachs gegenüber 2015 von 3,1% entspricht.

Private Verschuldung alarmierend hoch

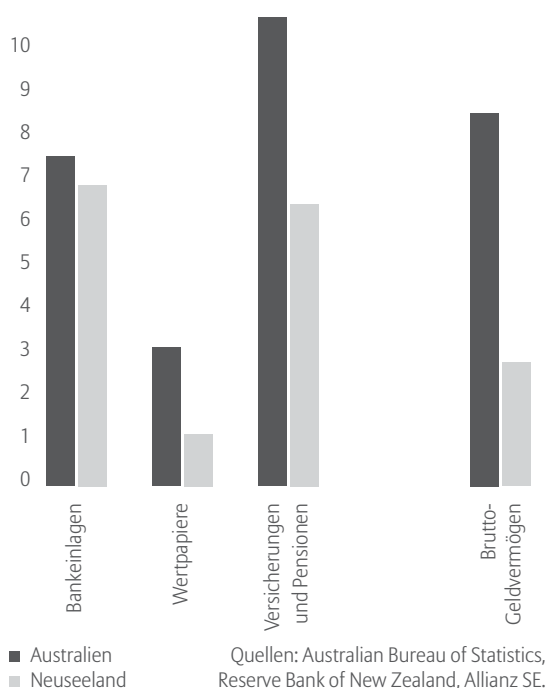
Der Ausbruch der Finanzkrise stoppte vorerst das rapide Wachstum der privaten Schulden in Australien, die bis dahin dank der stabilen Wirtschaftsentwicklung, steigenden Einkommen und eines einfacheren Zugangs zu Krediten mit zweistelligen Zuwachsraten in die Höhe geschossen waren. Gleichzeitig schnellte die durchschnittliche Sparquote von nur 1,9% im Jahr 2007 auf 8,8% im Jahr 2009 nach oben. Bis 2014 schwankte die Quote um die 9%-Marke, erst in den letzten beiden Jahren war wieder ein Abwärtstrend eingetreten, auf zuletzt 6,3%. Nachdem auch das Wachstum der Verbindlichkeiten im Jahr 2012 mit 2,7% auf ein historisch niedriges Niveau gesunken war, dreht sich seither das Schuldenkarussell wieder schneller und die Verbindlichkeiten legten um durchschnittlich 6,6% pro Jahr zu. 2016 belief sich der Anstieg auf 6,4%, während die verfügbaren Einkommen nur um

Spiegelbildliches Vermögensportfolio

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens, 2006 und 2016



Wachstumsraten nach Anlageklassen, 2016/2015 in %



3,0% gewachsen sind. Die relative Verschuldung der australischen Haushalte, gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens, hat gerade in den letzten 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 2016 kletterte das Verhältnis von Schulden zu Einkommen von 183,0% auf 188,8%. In Pro-Kopf-Rechnung entfielen auf jeden Australier im Mittel EUR 65.620 an Verbindlichkeiten – doppelt so viel wie im Durchschnitt der Industrieländer; weltweit wird dieser Wert nur von den Schweizern und Norwegern übertroffen.

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 8,6% im Schlussquartal stabil auf dem relativ niedrigen Niveau der letzten drei Jahre (durchschnittlich 8,7%); der bisherige Spitzenwert wurde mit 13,2% im dritten Quartal 2008 verzeichnet. Insgesamt aber hat die Verwundbarkeit des Haushaltssektors vor dem Hintergrund wieder steigender Schulden bei

gleichzeitig nur sehr moderater Einkommensentwicklung zugenommen: Potentielle Einkommensminderungen oder höhere Zinsen können insbesondere für hochverschuldete Haushalte zur Gefahr werden. Hinzu kommen wachsende Risiken auf dem Immobilienmarkt. In Sydney und Melbourne steigen die Häuserpreise rapide. Zugleich besteht allerdings auch die Sorge eines Überangebots an Appartements in Teilen Melbournes und Brisbanes, wo die Preise dafür zuletzt sanken, die Mietpreise nur mäßig anstiegen und die Leerstandsquoten nach oben tendierten. Die Ratingagentur Moody's stuft Mitte dieses Jahres die vier Großbanken des Landes herab, Standard & Poor's tat dies kurz davor für fast alle australischen Finanzinstitute – der Immobilienboom Down Under wirkt immer bedrohlicher.

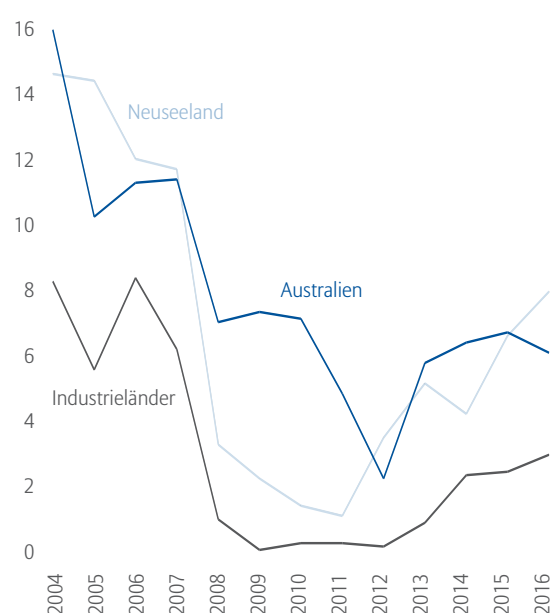
Eine ganz ähnliche „Schuldenstory“ lässt sich über die Entwicklung in Neuseeland erzählen. Auch dort waren die Haushalte durch die Finanzkrise gezwungen, ihre Kreditaufnahme massiv zu drosseln. Das Verhältnis von Schulden zu Einkommen, das Mitte 2008 bei 158,6% gipfelte, ging in den Folgejahren spürbar zurück. Erst 2012, als das Kreditwachstum deutlich anzog, begann die Quote wieder zu steigen, von 146,4% auf 166,8% Ende 2016. Im Laufe des letzten Jahres stiegen die Schulden um 8,2%, der höchste Wert seit 2007. Trotzdem wiesen die Neuseeländer immer noch einen deutlich niedrigeren Verschuldungsgrad auf als die Australier, sowohl relativ als auch absolut: Die Verbindlichkeiten pro Kopf waren mit durchschnittlich EUR 27.630 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 Eigenheimnachfrage und damit den Anstieg der Hauspreise an. Eine Überhitzung des Marktes birgt das Risiko einer starken Preiskorrektur, das zu einer Gefahr für die Finanzstabilität werden kann: 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. Die Hauspreis-inflation ist zwar seit Herbst letzten Jahres spürbar gefallen, von rund 14% im Oktober auf 8% im April diesen Jahres. Dennoch sind die Preise relativ zu Einkommen und Mieten gerade

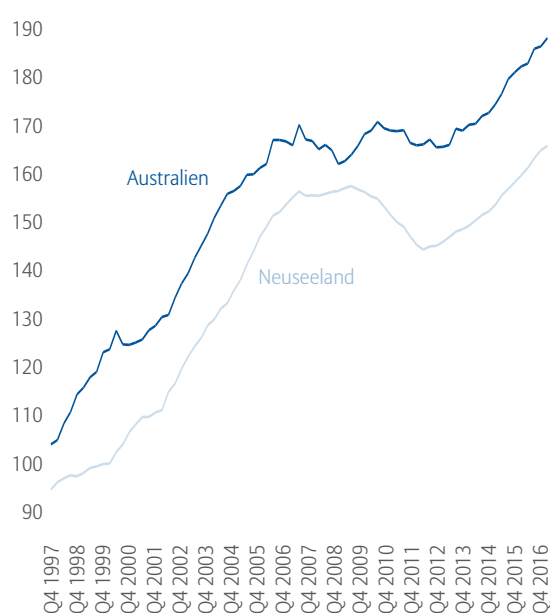
in Auckland sehr hoch. Der Druck auf die Häuserpreise bleibt ein ernstzunehmendes Risiko für die Finanzstabilität, wie die neuseeländische Zentralbank in ihrem aktuellen Bericht zum wiederholten Male betont.

Schulden wachsen schneller als die Einkommen

Schuldenwachstum, J/J in %



Schulden in Prozent des verfügbaren Einkommens



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

Unterschiedliches Verhältnis von Vermögen zu Schulden

Mit Blick auf die Region insgesamt verfügten knapp 42% der Bevölkerung Ende 2016 über ein im globalen Maßstab hohes Netto-Geldvermögen, d.h. über mehr als durchschnittlich EUR 45.900 pro Kopf. In Nordamerika bezifferte sich dieser Anteil auf 41% und in Westeuropa auf „nur“ knapp 34%.

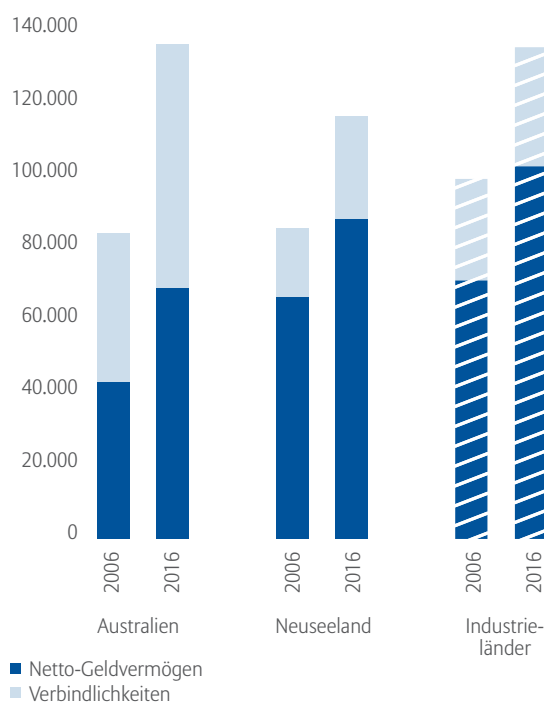
Betrachtet man lediglich die Aktivseite der Vermögensbilanz, besaßen die Australier Ende letzten Jahres mit EUR 133.010 im Durchschnitt pro Kopf ein um 17% höheres Finanzvermögen als die Neuseeländer (EUR 113.660 pro Kopf). Nach Abzug der Passiva standen Letztere aber deutlich besser da: Aufgrund der relativ hohen Schuldenlast schrumpfte das Geldvermögen der Australier in der Netto-Betrachtung auf EUR 67.390 pro Kopf, während auf die Bevölkerung Neuseelands im Mittel EUR 86.030 pro Kopf entfielen. Australiens Haushalte sind also nicht

nur absolut, sondern auch relativ höher verschuldet als ihre Nachbarn: Jedem geliehenen Euro standen dort EUR 2,00 an Aktiva gegenüber, in Neuseeland waren es mehr als EUR 4,00.

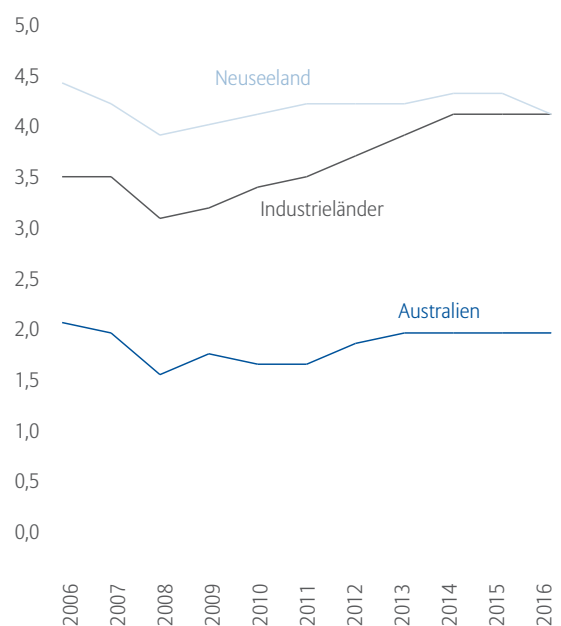
Auf der globalen Rangliste der höchsten Netto-Geldvermögen pro Kopf rangiert Neuseeland nach Kanada auf Platz zehn und vier Ränge vor Australien. Gegenüber dem Jahr 2000 ist das Land um drei Plätze nach unten gerutscht, während Australien sogar von Rang 19 auf 14 aufgestiegen ist. Hierin spiegelt sich die Tatsache wider, dass in Australien nicht nur die Schulden, sondern auch die Vermögen kräftig gewachsen sind – seit Ende 2000 um durchschnittlich 8,6% pro Jahr, in Neuseeland waren es im Mittel 6,0%.

Schulden in Australien deutlich höher als im Industrieländerdurchschnitt

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf, in Euro



Brutto-Geldvermögen als Vielfaches der Schulden



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

Literatur

Ariyaprachaya, Kiatipong: „Thailand’s household sector balance sheet dynamics: evidence from microeconomic and macroeconomic data“, IFC Bulletin, No. 25, S. 91-100, 2007.

Aron, Janine; Muellbauer, John; Prinsloo, Johan: „Estimating the Balance Sheet of the Personal Sector in an Emerging Market Country. South Africa 1975 – 2003“, United Nations University, UN-Wider, Research Paper No. 2006/99, 2006.

Attanasio, Orazio und Székely, Miguel: „Household Saving in Developing Countries – Inequality, Demographics and All That: How Different are Latin America and South East Asia?“, Inter-American Development Bank, Working Paper No. 427, 2000.

Board of Governors of the Federal Reserve System: „Changes in U.S. Family Finances from 2010 to 2013: „Evidence from the Survey of Consumer Finances“, September 2014.

Bonnet, Odrian 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.

Davies, James B.; Sandstrom, Susanna; Shorrocks, Anthony; Wolff, Edward N.: „The Level and Distribution of Global Household Wealth“, November 2009.

Deutsche Bundesbank: Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2014, in: Monatsbericht März 2016, S. 61-86.

Demirguc-Kunt, Asli, Leora Klapper, Dorothe Singer und Peter van Oudheusden: „The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion around the World“, Policy Research Working Paper 7255, World Bank, Washington, D.C., 2015.

Europäische Zentralbank: „Jahresbericht 2016“, 2017.

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

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

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

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

Tiongson, Erwin R.; Sugawara, Naotaka; Sulla, Victor; Taylor, Ashley; Gueorguieva, Anna I.; Levin, Victoria; Subbarao, Kalanidhi: „The Crisis hits Home: Stress-Testing Households in Europe and Central Asia“, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2010.

United Nations Development Programme: „Multidimensional progress: well-being beyond income. Regional Human Development Report for Latin America and the Caribbean“, 2016.

APPENDIX A: METHODOLOGISCHE ANMERKUNGEN

Allgemeine Annahmen

Dem Allianz Global Wealth Report liegen die Daten aus 53 Ländern zugrunde. Diese Länderauswahl deckt rund 90% des weltweiten BIP und 69% 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 2016 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 ESGV 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 2016 ein Vermögensband von EUR 7.700 bis EUR 45.900 für die globale Vermögensmittelklasse. In der Brutto-Betrachtung liegen diese Grenzwerte bei EUR 10.100 und EUR 60.400.

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 7.700 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 7.700 und EUR 45.900; 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

Australien*
Belgien*
Dänemark*
Deutschland*
Frankreich*
Großbritannien*
Israel**
Italien*
Japan*
Kanada*
Neuseeland*
Niederlande*
Österreich*
Schweden*
Schweiz**
Singapur*
Taiwan**
USA*

MWC

Chile*
China***
Estland*
Finnland*
Griechenland*
Irland*
Kroatien*
Lettland*
Litauen*
Malaysia**
Norwegen*
Portugal*
Slowenien*
Spanien*
Südkorea*
Tschechische Republik*
Ungarn*

LWC

Argentinien***
Brasilien***
Bulgarien*
Indien***
Indonesien***
Kasachstan*
Kolumbien**
Mexiko***
Peru***
Polen*
Rumänien*
Russland**
Serbien***
Slowakei*
Südafrika*
Thailand***
Türkei*
Ukraine***

*Vermögensbilanz 2016

**Hochrechnung auf Basis der Vermögensbilanz 2015

***Approximiert auf Basis anderer Statistiken

Appendix B:	Brutto- Geldvermögen			Netto- Geldvermögen	Gini-Koeffizient der Vermögensverteilung	BIP
	in Mrd. Euro	2016, J/I in %	pro Kopf in Euro	pro Kopf in Euro	in %	pro Kopf in Euro
Geldvermögen nach Ländern						
Argentinien	96	54,1	2.190	1.440	0,68	10.640
Australien	3.209	8,3	133.010	67.390	0,59	48.160
Belgien	1.311	4,8	115.430	92.080	0,57	37.120
Brasilien	1.745	12,3	8.410	4.980	0,73	8.900
Bulgarien	64	3,8	8.920	7.050	0,66	6.640
Chile	402	5,9	22.460	16.460	0,74	13.290
China	22.469	17,9	16.010	12.770	0,53	7.200
Dänemark	837	2,6	146.490	81.590		48.520
Deutschland	5.763	4,7	70.350	49.760	0,73	38.260
Estland	25	5,4	18.740	11.320	0,67	15.940
Finnland	315	5,2	57.240	28.650	0,65	38.900
Frankreich	5.102	5,5	78.840	56.040	0,66	34.440
Griechenland	255	-1,8	22.780	12.560	0,58	15.730
Großbritannien	7.669	8,0	116.570	84.080	0,75	34.540
Indien	1.878	13,7	1.420	1.260	0,66	1.630
Indonesien	330	9,8	1.260	720	0,76	3.360
Irland	368	3,0	77.860	45.100	0,70	56.290
Israel	752	6,9	91.830	73.330	0,65	36.400
Italien	4.168	0,3	70.130	54.530	0,58	28.140
Japan	15.196	1,8	118.950	96.890	0,55	34.160
Kanada	4.664	7,6	128.510	87.580	0,65	39.500
Kasachstan	29	16,8	1.610	870	0,62	6.780
Kolumbien	240	9,9	4.940	3.090	0,74	5.720
Kroatien	55	3,3	13.080	9.100	0,62	10.750
Lettland	27	2,6	13.630	10.190	0,74	12.700
Litauen	37	7,5	12.630	8.560	0,66	13.290
Malaysia	471	5,4	15.110	7.750	0,70	8.320
Mexiko	868	7,6	6.800	5.650	0,71	6.930
Neuseeland	530	3,1	113.660	86.030	0,65	37.040
Niederlande	2.336	6,3	137.540	87.980	0,64	41.040
Norwegen	492	6,0	93.640	24.080	0,58	65.250
Österreich	637	2,8	73.160	51.980	0,70	40.100
Peru	109	6,9	3.440	2.620	0,70	5.890
Polen	428	8,6	11.200	7.070	0,58	11.000
Portugal	381	1,3	36.710	20.820	0,66	17.830
Rumänien	120	5,9	6.060	4.330	0,63	8.480
Russland	815	6,4	5.660	4.180	0,69	9.330
Schweden	1.341	7,4	136.270	95.050	0,80	46.410
Schweiz	2.259	3,4	268.840	175.720	0,63	72.320
Serbien	14	8,3	1.550	780	0,65	3.650
Singapur	706	7,4	125.640	89.570	0,64	48.920
Slowakei	67	9,8	12.310	6.150	0,48	14.870
Slowenien	41	4,1	19.680	13.640	0,60	19.140
Spanien	2.090	1,4	45.090	28.480	0,58	24.030
Südafrika	531	4,7	9.470	7.080	0,79	5.350
Südkorea	2.660	6,5	52.380	28.180	0,54	25.260
Taiwan	2.622	9,0	111.310	92.360	0,64	21.770
Thailand	534	11,6	7.760	3.350	0,67	5.480
Tschechische Republik	194	4,5	18.290	12.630	0,61	16.450
Türkei	315	15,8	3.960	2.240	0,68	8.640
Ukraine	36	8,6	810	680	0,61	1.830
Ungarn	148	8,2	15.140	12.220	0,62	11.620
USA	71.424	5,9	221.690	177.210	0,81	54.640
Welt	169.172	7,1	33.570	25.510		12.490

Appendix C: Globale Rangliste					
...nach Netto-Geldvermögen pro Kopf (in Euro)			...nach Brutto-Geldvermögen pro Kopf (in Euro)		
1	USA	177.210	1	Schweiz	268.840
2	Schweiz	175.720	2	USA	221.690
3	Japan	96.890	3	Dänemark	146.490
4	Schweden	95.050	4	Niederlande	137.540
5	Taiwan	92.360	5	Schweden	136.270
6	Belgien	92.080	6	Australien	133.010
7	Singapur	89.570	7	Kanada	128.510
8	Niederlande	87.980	8	Singapur	125.640
9	Kanada	87.580	9	Japan	118.950
10	Neuseeland	86.030	10	Großbritannien	116.570
11	Großbritannien	84.080	11	Belgien	115.430
12	Dänemark	81.590	12	Neuseeland	113.660
13	Israel	73.330	13	Taiwan	111.310
14	Australien	67.390	14	Norwegen	93.640
15	Frankreich	56.040	15	Israel	91.830
16	Italien	54.530	16	Frankreich	78.840
17	Österreich	51.980	17	Irland	77.860
18	Deutschland	49.760	18	Österreich	73.160
19	Irland	45.100	19	Deutschland	70.350
20	Finnland	28.650	20	Italien	70.130
21	Spanien	28.480	21	Finnland	57.240
22	Südkorea	28.180	22	Südkorea	52.380
23	Norwegen	24.080	23	Spanien	45.090
24	Portugal	20.820	24	Portugal	36.710
25	Chile	16.460	25	Griechenland	22.780
26	Slowenien	13.640	26	Chile	22.460
27	China	12.770	27	Slowenien	19.680
28	Tschechische Republik	12.630	28	Estland	18.740
29	Griechenland	12.560	29	Tschechische Republik	18.290
30	Ungarn	12.220	30	China	16.010
31	Estland	11.320	31	Ungarn	15.140
32	Lettland	10.190	32	Malaysia	15.110
33	Kroatien	9.100	33	Lettland	13.630
34	Litauen	8.560	34	Kroatien	13.080
35	Malaysia	7.750	35	Litauen	12.630
36	Südafrika	7.080	36	Slowakei	12.310
37	Polen	7.070	37	Polen	11.200
38	Bulgarien	7.050	38	Südafrika	9.470
39	Slowakei	6.150	39	Bulgarien	8.920
40	Mexiko	5.650	40	Brasilien	8.410
41	Brasilien	4.980	41	Thailand	7.760
42	Rumänien	4.330	42	Mexiko	6.800
43	Russland	4.180	43	Rumänien	6.060
44	Thailand	3.350	44	Russland	5.660
45	Kolumbien	3.090	45	Kolumbien	4.940
46	Peru	2.620	46	Türkei	3.960
47	Türkei	2.240	47	Peru	3.440
48	Argentinien	1.440	48	Argentinien	2.190
49	Indien	1.260	49	Kasachstan	1.610
50	Kasachstan	870	50	Serbien	1.550
51	Serbien	780	51	Indien	1.420
52	Indonesien	720	52	Indonesien	1.260
53	Ukraine	680	53	Ukraine	810

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
Alexander Maisner
Dr. Lorenz Weimann

Photos
Getty Images

Design
Schmitt. GmbH, Hamburg

Redaktionsschluss
01. August 2017

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.

