



Public Policy &  
Economic Research

Allianz  
**Global Wealth  
Report 2014**

**Allianz** 



# Allianz Global Wealth Report 2014

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



# Vorwort

Beinahe 10% Wachstum des globalen Geldvermögens im vergangenen Jahr, 29% Zuwachs seit 2007, dem letzten Vorkrisenjahr – die wichtigsten Ergebnisse des diesjährigen „Allianz Global Wealth Reports“ vermitteln auf den ersten Blick ein sehr positives Bild: Die Krise scheint – endlich! – abgehakt. Hinter diesen Zahlen verbergen sich allerdings ein paar unangenehme Wahrheiten, die keinen Anlass zu Zufriedenheit, gar Selbstzufriedenheit geben sollten.

Erstens: Das kräftige Wachstum 2013 geht vor allem auf die günstige Entwicklung der Aktienmärkte in Japan, USA und Europa zurück. Das abgelaufene Jahr bescherte vielen Anlegern hohe Bewertungsgewinne im Portfolio. Ein Ruhekissen ist dies nicht, nur eine Momentaufnahme. Die turbulenten letzten Monate haben wieder schmerzhaft in Erinnerung gerufen, dass die Börsenentwicklung keine Einbahnstraße ist.

Zweitens: Die Sparleistungen befinden sich in vielen entwickelten Ländern immer noch im Keller. Nirgends ist dies deutlicher zu erkennen als in Westeuropa: Verglichen mit 2007 hat sich die Geldvermögensbildung beinahe halbiert; ohne den „Spareuropameister“ Deutschland fiel sie im Euroraum gar auf unter 40% des Vorkrisenniveaus. Nicht so dagegen in der Mehrzahl der aufstrebenden Länder: Hier wird der rasante Vermögensaufbau in erster Linie durch steigende Einkommen und steigende Sparleistungen der neuen Mittelschicht getragen.

Drittens: Für viele private Sparer, insbesondere in Europa, stellen kurzfristige Bankeinlagen immer noch die erste Wahl dar, während um langfristige Anlagen, auch Aktien, weiterhin ein großer Bogen gemacht wird. Geld wird nicht investiert, sondern „geparkt“. Dies steht im klaren Widerspruch zu den neuen Realitäten. Denn die Krise der letzten Jahre hat die Dringlichkeit der eigenverantwortlichen Altersvorsorge noch weiter erhöht: Die demographische Zeitbombe tickt angesichts leerer Staatskassen immer lauter.

Viertens: Im vergangenen Jahr sind nicht nur die Vermögen schneller gewachsen, sondern auch das Wachstum der Schulden hat sich wieder beschleunigt. Dies gilt vor allem in einigen asiatischen Ländern, wo die rasch steigende Verschuldung der privaten Haushalte bereits die Alarmglocken läuten lässt.

Hohes Vermögenswachstum allein signalisiert also nicht unbedingt eine insgesamt nachhaltige Entwicklung. Am Ende der umfassenden Analyse der globalen Vermögens- und Schuldensituation der privaten Haushalte, die wir mit dieser fünften Ausgabe des „Allianz Global Wealth Reports“ fortsetzen, müssen wir daher nüchtern festhalten: Unser heutiges (Spar-)Verhalten ist insgesamt noch längst nicht auf der Höhe der aktuellen als auch der vor uns liegenden Herausforderungen. Dies ist in Vermögensfragen nicht viel anders als bei Fragen des Klimaschutzes, der Finanzmarktregulierung oder des Umgangs mit „Big Data“. Ich hoffe, dieser Bericht kann einen kleinen Anstoß geben, die Rahmenbedingungen für die Schaffung nachhaltigen Wohlstands zu stärken.

Michael Diekmann

Vorstandsvorsitzender der Allianz SE

# Inhaltsverzeichnis

|     |                                                                           |
|-----|---------------------------------------------------------------------------|
| 9   | Zusammenfassung                                                           |
| 17  | Entwicklung des globalen Geldvermögens: Wachstum mit Schönheitsfehlern    |
| 38  | Box: Unterschiedliche Wirkungen der Niedrigzinsen innerhalb des Euroraums |
| 41  | Vermögensverteilung: Gemischtes Bild                                      |
| 53  | Immobilienvermögen: Die eigentümliche Vermögensklasse                     |
| 65  | Regionale Unterschiede: Das Geldvermögen in den einzelnen Regionen        |
| 119 | Literatur                                                                 |
| 120 | Appendix A: Methodologische Anmerkungen                                   |
| 123 | Appendix B: Geldvermögen nach Ländern                                     |

Zusammenfassung

### Aktienmärkte bescheren Rekordwachstum

Weltweit wuchs das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte 2013 um knapp 10% gegenüber dem Vorjahr und erzielte damit die höchste Zuwachsrate seit 2003. Rund um den Globus summierte sich der Vermögensbestand auf ein neues Rekordniveau von EUR 118,3 Billionen.

Haupttreiber des Wachstums waren im vergangenen Jahr die Wertpapieranlagen: Das in Form von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren gehaltene Vermögen wuchs im letzten Jahr um 16,5% und damit schneller als selbst in den Jahren unmittelbar vor Ausbruch der Finanzkrise – auf mehr als EUR 45 Billionen weltweit. Hinter diesem kraftvollen Wachstum steht aber keineswegs die plötzlich wiederentdeckte Liebe der Sparer für Aktien. Lediglich in den USA floss frisches Geld in nennenswerter Höhe in Aktien oder andere Wertpapiere, Europäer ebenso wie Japaner hingegen zogen weiter Geld aus dieser Vermögensklasse ab.

Im Gegensatz dazu profitierten die Bankeinlagen von der weiterhin hohen Liquiditätspräferenz der Anleger. Trotz Minizinsen und damit verbundenen realen Wertverlusten brachten die meisten Sparer, vor allem in den entwickelten Ländern, auch im letzten Jahr wieder einen großen Teil ihrer Ersparnisbildung zur Bank. Sicht-, Termin- und Spareinlagen stiegen 2013 um 5,5% (nach 6,7% im Vorjahr) und summierten sich Ende 2013 weltweit auf rund EUR 34 Billionen.

Die dritte große Anlageklasse im Vermögensportfolio, die Ansprüche der Privathaushalte gegenüber Versicherungen und Pensionseinrichtungen, erreichte auf globaler Ebene im Jahresverlauf 2013 einen kräftigen Zuwachs von insgesamt 7,2%. Im Gegensatz

zur Wertpapierklasse war das Wachstum aber nicht nur von Bewertungsgewinnen getragen, sondern auch von starken Zuflüssen; von allen Anlageklassen verbuchte sie die höchsten Zuflüsse.

Die Zusammensetzung des Weltvermögens spiegelt nach wie vor die Nachwirkungen der Finanzkrise. Dank der starken Performance im letzten Jahr kletterte der Wertpapieranteil im Vermögensportfolio auf globaler Ebene zwar um 2 Prozentpunkte auf rund 38%, lag damit aber immer noch gut drei Prozentpunkte unter dem Vorkrisenwert von 2007. Gewinner der Krise sind nach wie vor die Bankeinlagen, deren absoluter Wert Ende 2013 um 43% über dem Wert von 2007 lag und die rund 29% des weltweiten privaten Geldvermögens ausmachten. Auf Versicherungen und Pensionen entfielen 31%.

### Lateinamerika schwächelt, Westeuropa fällt zurück

Nicht alle Regionen registrierten im vergangenen Jahr ein höheres Wachstum des Brutto-Geldvermögens. In Lateinamerika verlangsamte sich das Vermögenswachstum von 13,5% im Vorjahr auf 6,4%. Auch in Osteuropa war ein leichter Wachstumsrückgang zu verzeichnen, der sich aber insbesondere auf die EU-Mitgliedsstaaten begrenzte, in denen sich der Vermögenszuwachs auf 7,1% nach 8,7% im Jahr 2012 reduzierte. In den osteuropäischen Nicht-EU-Staaten setzte sich das hohe Wachstum dagegen mit 16,3% nahezu unvermindert fort. Dagegen beschleunigte sich in Asien der Vermögenszuwachs auf 12,2% (von 11,2%), vor allem Dank der äußerst positiven Entwicklung in Japan (+6,1%). Auch in Nordamerika (+11,7%) und Westeuropa (+5,2%) lag das Wachstum 2013 über dem des Vorjahres. Während viele aufstrebende Länder also

den zwischenzeitlichen Turbulenzen an den Kapital- und Devisenmärkten Tribut zollen mussten, konnten die privaten Haushalte in den entwickelten Ländern uneingeschränkt vom Börsenboom profitieren. Allerdings verhinderte dies nicht, dass Westeuropa 2013 beim Wachstum globales Schlusslicht war und sogar hinter Japan zurückfiel – mit der Folge, dass der Anteil Westeuropas am weltweiten Geldvermögen allein im letzten Jahr um 1,1 Prozentpunkte zurückging.

Im langfristigen Vergleich blieb Osteuropa regionaler Wachstumschampion mit durchschnittlich 14,5% p.a. von 2001 bis 2013. Knapp dahinter folgten Asien (ex Japan) mit 13,6% und Lateinamerika mit 12,7%. Deutlich niedriger fielen die durchschnittlichen Wachstumsraten in den entwickelten Regionen mit 5,2% in Nordamerika und 3,5% in Westeuropa aus. Schlusslicht war jedoch Japan, wo das Geldvermögen der privaten Haushalte seit 2001 im Schnitt um lediglich +1,2% pro Jahr wuchs.

#### Inflation ist der wahre Feind der Sparer

Bei der Bewertung der hohen Wachstumsgeschwindigkeit der Vermögen in den aufstrebenden Regionen sollten allerdings auch Inflation und demographische Entwicklung berücksichtigt werden. In den Schwellenländern liegt aufgrund des Bevölkerungswachstums das jährliche Durchschnittswachstum des Pro-Kopf-Geldvermögens seit 2001 um 1,1 Prozentpunkte niedriger als in der Gesamtbetrachtung aus, in den entwickelten Nationen betrug dieser „Demographie-Malus“ 0,6 Prozentpunkte. An den großen Wachstumsdifferenzen ändert sich also nur wenig.

Weitaus größer waren die Effekte der Inflation. Das Wachstum des realen Geldvermö-

gens, d.h. nominales Geldvermögen abzüglich der allgemeinen Inflationsrate, fiel in nahezu allen Regionen deutlich geringer aus als das des nominalen Geldvermögens. In Osteuropa und Lateinamerika wird der Zuwachs des Geldvermögens pro Kopf in realer Rechnung auf 6% bzw. 5,5% mehr als halbiert. In Asien (ex Japan) hingegen wuchs das reale Geldvermögen der privaten Haushalte immer noch um rund 9% p.a. Nordamerika steht in realer Rechnung bei 2% Wachstum pro Jahr, Westeuropa bei nur noch 1% – und fällt damit auch in der langfristigen Betrachtung hinter Japan zurück, dessen Haushalte mit 1,3% p.a. real betrachtet sogar einen leicht höheren Zuwachs verbuchen konnten als nominal (1,2%). Dies zeigt einmal mehr: Während Inflation der Feind der Sparer ist, hilft „Lowflation“ bei stagnierender Wirtschaft und extrem niedrigen Zinsen den Wert des Vermögens zu wahren.

#### Schuldenwachstum wieder etwas höher

Die weltweite Schuldenlast stieg im Vergleich zum Vorjahr um 3,6% auf EUR 31,6 Billionen. Der Zuwachs lag damit zwar unter dem langfristigen Durchschnittswachstum von 5,6% p.a., aber über der Veränderungsrate der beiden Vorjahre von jeweils +2,9%. Motor dieser Entwicklung war Asien (ex Japan), wo sich das Schuldenwachstum im letzten Jahr mit einem Anstieg von 15,8% wieder spürbar beschleunigte.

Auf globaler Ebene belief sich die private Schuldenstandsquote, d.h. das Verhältnis der Verbindlichkeiten zur nominalen Wirtschaftsleistung, Ende 2013 auf 65,1%. Seit 2009, dem Jahr mit dem bisherigen Spitzenwert von 71,5%, ist die Quote durchgehend gesunken, insgesamt um 6,4 Prozentpunkte. Dieses „Deleveraging“ geht jedoch allein auf

die entwickelten Länder zurück, vor allem auf die USA. In den aufstrebenden Ländern dagegen nahm die Schuldenlast, auch in Relation zur Wirtschaftsleistung, mehr oder weniger kontinuierlich zu, wenn auch (noch) auf einem deutlich niedrigeren Niveau.

In Osteuropa hat sich die Schuldenstandsquote innerhalb der letzten 13 Jahre mehr als verdreifacht; im vergangenen Jahr stieg sie um 1,4 Prozentpunkte auf 22,6%. In den EU-Ländern der Region war die Quote mit durchschnittlich 34% zwar deutlich höher, aber noch immer in allen Ländern unter der 50%-Marke. In Lateinamerika lag die Quote Ende 2013 bei 31,3%, aber auch hier hat noch kein Land die 50%-Marke überschritten. Anders in Asien (ex Japan): Im regionalen Durchschnitt ist die Schuldenstandsquote allein 2013 um 2,3 Prozentpunkte auf über 39% geklettert. In Südkorea und Malaysia lag die Quote sogar bei 92,9% bzw. 86,8% und damit höher als in den USA.

Demgegenüber konnten die entwickelten Regionen (mit Ausnahme Ozeaniens) ihre Schuldenlast reduzieren. In Westeuropa summiert sich der Rückgang der Schuldenstandsquote seit 2009 auf gut zwei Prozentpunkte; Ende 2013 stand sie bei 79,4%. Noch größer sind die Fortschritte beim Schuldenabbau in Nordamerika: Seit 2009 ist die Quote um annähernd 14 Prozentpunkte gefallen. Mit rund 83% fällt die Quote jenseits des Atlantiks aber immer noch leicht höher aus als in Westeuropa.

#### Netto-Geldvermögen legt mit über 12% zu

Aus der Differenz von Brutto-Geldvermögen und Verbindlichkeiten errechnet sich das Netto-Geldvermögen der privaten Haushalte, das Ende vergangenen Jahres einen Stand von rund EUR 86,6 Billionen weltweit

erreichte. Da das Brutto-Geldvermögen 2013 nicht nur kräftig stieg, sondern mit 9,9% auch deutlich schneller als die Schulden wuchs, resultierte daraus für die Privathaushalte in der Netto-Betrachtung ein Plus von 12,4%. Rückblickend auf die vergangenen 13 Jahre schnitten die Haushalte damit überdurchschnittlich gut ab, denn pro Jahr legte das Netto-Geldvermögen weltweit seit Ende 2000 „nur“ um 5,1% im Mittel zu.

#### Transatlantische Vermögenskluft wird größer

Gemessen am Netto-Geldvermögen pro Kopf steht Nordamerika mit durchschnittlich EUR 114.250 unangefochten an der Spitze der regionalen Rangliste. Am anderen Ende der Skala befindet sich Osteuropa, wo das Pro-Kopf-Vermögen zum Jahresende 2013 trotz der beeindruckenden Entwicklung in der Vergangenheit mit EUR 2.730 im Durchschnitt so niedrig wie in keiner anderen Region war. Das durchschnittliche Pro-Kopf-Vermögen in Nordamerika beträgt demnach das fast 42-fache des Pro-Kopf-Vermögens in Osteuropa; immerhin hat sich dieser Faktor in den letzten 13 Jahren aber mehr als halbiert. In Lateinamerika lag das durchschnittliche Netto-Geldvermögen bei EUR 4.190 und in Asien (ex Japan) bei EUR 3.350 pro Kopf. Im asiatisch-pazifischen Raum hielten beim Netto-Geldvermögen immer noch die Haushalte Japans mit durchschnittlich EUR 71.190 pro Kopf die Spitzenposition. Beim Brutto-Geldvermögen hat sich allerdings Singapur, auch aufgrund von Wechselkurseffekten, bereits vorbeigeschoben. Deutlich niedriger liegt das Vermögensniveau in Westeuropa, dort verfügten die Privathaushalte nach Abzug ihrer Verbindlichkeiten Ende 2013 über EUR 48.180 pro Kopf. Damit hat sich im letzten Jahr die Vermögenskluft zwischen Westeuropa und Nordamerika weiter ausgeweitet. Noch in

der ersten Hälfte der 2000er Jahre lag das Netto-Geldvermögen pro Kopf der Europäer im Durchschnitt bei etwa 50% des amerikanischen Niveaus. Mittlerweile beträgt dieser Wert nur noch 42%. Aus dem Kreis der wohlhabenden Regionen rangierten Australien und Neuseeland an letzter Stelle, Down Under beziffert sich das Pro-Kopf-Vermögen auf EUR 46.580 netto.

#### Westeuropa und Japan im Wachstum abgeschlagen

Wenig überraschend verschiebt sich auch die Rangfolge beim Wachstum, wenn die privaten Verbindlichkeiten berücksichtigt werden. An der Spitze steht dann die Region Asien (ex Japan), wo das Netto-Geldvermögen pro Kopf in den vergangenen 13 Jahren um durchschnittlich 12,7% p.a. stieg. Angesichts seiner rasanten Schuldenentwicklung belegt Osteuropa mit einem jährlichen Durchschnittswachstum von 11% „nur“ Platz zwei, gefolgt von Lateinamerika (9,7%). Ozeanien führt mit einer durchschnittlichen Zuwachsrate von 6,5% p.a. die wohlhabenden Regionen an, Nordamerika und Westeuropa verzeichneten mit 4,3% bzw. 2,3% ein deutlich langsames Vermögenswachstum. Japan bildet mit einem Durchschnittswachstum von 1,9% jährlich das Schlusslicht. Der Abstand zu Westeuropa ist dabei allerdings nicht mehr groß. Beide Regionen spielen zunehmend in derselben Liga, etwas abgeschlagen vom Rest. Die Furcht vor japanischen Verhältnissen in Europa lässt sich daher auch mit Blick auf die Vermögensentwicklung nicht gänzlich von der Hand weisen.

#### Krise verschärft Vermögensungleichheit

In diesem Bericht bilden wir erstmals eine globale Vermögensmatrix aus vier „Vermögensquadranten“, um zu untersuchen, wie

sich die Vermögensverteilung im nationalen Kontext seit dem Jahr 2000 verändert hat. Die Ergebnisse entsprechen nicht unbedingt dem Bild einer stark zunehmenden Ungleichheit. Tatsächlich gibt es mehr Länder, in denen das reichste Bevölkerungsdezil weniger als die Hälfte des Gesamtvermögens besitzt, vor allem in Osteuropa und auch in Asien. Auch die Zahl der Länder, in denen sich die Vermögensverteilung in der letzten Dekade kaum verändert oder sogar verbessert hat, ist gestiegen, vor allem in Lateinamerika. In globaler Perspektive also ein insgesamt eher positiver Befund.

In der Mehrzahl der entwickelten Länder hat sich die Vermögensverteilung jedoch verschlechtert, d.h. der Vermögensanteil der reichsten zehn Prozent ist noch einmal gestiegen. Nirgendwo ist diese Entwicklung markanter als in den USA. Doch auch in einigen europäischen Ländern (Frankreich, Schweiz, Irland oder Italien) war eine signifikante Zunahme der Ungleichheit zu beobachten. Ein krisenbedingt eher schwaches Vermögenswachstum scheint vor allem die kleinen und mittleren Vermögen in Mitleidschaft zu ziehen.

#### Globale Vermögensmittelklasse nähert sich der Eine-Milliarde-Marke

Die Untersuchung nach globalen Vermögensklassen bekräftigt dieses heterogene Bild. Dazu definieren wir wie in den Vorjahren globale Vermögensschichten. Zur globalen Vermögensmittelschicht („middle wealth“), ausgehend vom weltweiten durchschnittlichen Netto-Geldvermögen pro Kopf, gehörten 2013 alle Personen mit einem Vermögen zwischen EUR 5.300 und EUR 31.800.

2013 lebten nach dieser Untergliederung 912 Millionen Menschen mit mittlerem Netto-

Geldvermögen in den von uns untersuchten Ländern. Insgesamt zählten damit knapp 19% (Vorjahr 18%) der gesamten Weltbevölkerung zur globalen Vermögensmittelklasse. Die Dynamik, mit der sich die globale Mittelschicht entwickelt, wird dabei vor allem über einen längeren Zeitraum hinweg deutlich: Seit Jahrtausendbeginn hat sich die Bevölkerung, die im globalen Maßstab über ein mittleres Vermögen verfügt, in Lateinamerika verdoppelt, in Osteuropa beinahe verdreifacht und in Asien sogar versiebenfacht. Das Gesicht der globalen Vermögensmittelklasse hat sich dadurch grundlegend gewandelt: Im Jahr 2000 kamen deren Mitglieder noch zu knapp 60% aus Nordamerika oder Westeuropa. Heute kommt dagegen jeder zweite aus Asien – wobei Japan nicht einmal mitgerechnet ist. Der Anteil Nordamerikas und Westeuropas ist auf etwa 30% gefallen.

#### 65 Millionen Absteiger, 491 Millionen Aufsteiger

Aber das rapide Wachstum der Mittelschicht ist nicht für alle eine Erfolgsgeschichte, denn es gibt dabei nicht nur Aufsteiger. Gerade in den Ländern, in denen die Verschuldung in den letzten Jahren enorm angestiegen ist und deren Geldvermögen in der Krise gelitten hat, gibt es heute weniger Menschen mit hohem Vermögen („high wealth“) als noch zu Beginn des Jahrtausends. Insgesamt fielen in den letzten Jahren gut 65 Millionen Menschen aus der „Vermögensoberklasse“ – ein Teil der neuen Mittelschicht rekrutiert sich also tatsächlich aus „Absteigern“ aus der Oberschicht. Die stärksten absoluten Verschiebungen in diese Richtung mussten die USA, Japan, Frankreich und Italien verzeichnen – alles Länder, in denen auch die innerstaatliche Vermögensverteilung signifikant „ungleicher“ geworden ist.

Die Zahl der Mitglieder der „low-wealth-Klasse“ ist mit rund 3,5 Milliarden Menschen in den letzten Jahren relativ konstant geblieben. Allerdings ist dies vor allem eine Folge des hohen Bevölkerungswachstums. Wird die Entwicklung um diesen natürlichen Anstieg „bereinigt“, wird deutlich, welche immense Aufstiegsgeschichte sich hinter den Zahlen verbirgt: Nahezu einer halben Milliarde Menschen ist es in den vergangenen 13 Jahren gelungen, in die globale Vermögensmittelklasse aufzusteigen. Mehr als alles andere unterstreicht diese Zahl, dass im globalen Maßstab immer mehr Menschen am globalen Wohlstand partizipieren können. Von zunehmender Ungleichheit kann aus dieser Perspektive keine Rede sein.

#### Untersuchung der Immobilienvermögen

In diesem Bericht beziehen wir auch erstmals die Immobilienvermögen in die Untersuchung mit ein, zumindest für einige wenige der Länder, für die Daten zum privaten Immobilienbesitz aus der gesamtwirtschaftlichen Vermögensrechnung vorliegen.

In der Mehrzahl der betrachteten Länder sind die Immobilienvermögen zwar kleiner als die Brutto-Geldvermögen, die Entwicklung verlief in den vergangenen Jahren aber erstaunlich stabil. Dies entspricht nicht unbedingt dem Bild, das Vermögensbefragungen oder die jüngsten Immobilienkrisen vermitteln. Zum Teil dürften unsere Ergebnisse jedoch auch vom Kreis der untersuchten Länder beeinflusst sein.

### Immobilien bieten keinen verlässlichen Schutz vor demographischen Wandel

Darüber hinaus hatte das Wachstum des Immobilien- und Geldvermögens einen hohen Gleichlauf. Die Verschiebungen im „Wohlstands-Ranking“ der Länder unter Berücksichtigung von Gebäudewerten sind daher nicht allzu dramatisch.

Interessante Schlussfolgerungen lassen sich dennoch ziehen – vor allem mit Blick auf das „Menetekel Japan“. Seit der geplatzten Immobilienblase Anfang der 1990er Jahre ist der japanische Häusermarkt in der Dauerkrise. Das private Immobilienvermögen macht dort inzwischen nur noch einen Bruchteil des Gesamtvermögens der privaten Haushalte aus; pro Kopf liegen die Werte mittlerweile auf osteuropäischem Niveau. Darin spiegelt sich auch das Phänomen einer alternden und schrumpfenden Gesellschaft wider. Denn private Wohnimmobilien sind nahezu immer und überall ein lokales Vermögensgut. Japan ist für diese langanhaltend negative Dynamik am Immobilienmarkt daher nur ein sehr frühes und extremes Beispiel; für viele andere Länder und Regionen ist mit Blick auf die demographischen Trends eine ähnliche Entwicklung zu befürchten. Die Implikationen liegen auf der Hand: Immobilien sind nicht „demographie-fest“, da sie sich – im Gegensatz zum Geldvermögen – nicht internationalisieren lassen. Sie bieten keinen verlässlichen Schutz vor dem demographischen Wandel. Das private Geldvermögen ist der weitaus bessere Indikator, wenn es darum geht, das Wohlstandsniveau einer Gesellschaft zu messen.





A close-up photograph of a field of bright orange and yellow flowers, likely marigolds. In the foreground, a single green flower bud is in sharp focus, while the surrounding open flowers are blurred, creating a shallow depth of field. The background is a soft, out-of-focus mix of yellow and green.

Entwicklung des  
globalen Geldvermögens

**Wachstum mit  
Schönheitsfehlern**

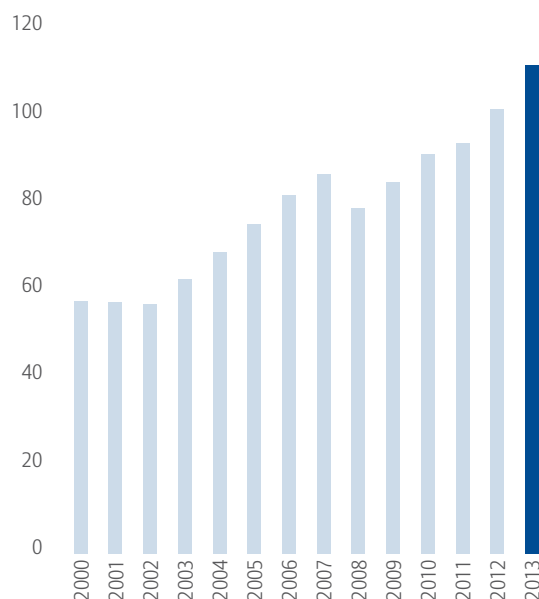
1 Um wechselkursbedingte Verzerrungen über die Zeit auszu-schließen, wurde das Geldvermögen in Landeswährung zum festen Wechselkurs von Ende 2013 umgerechnet.

Die globale Vermögensentwicklung knüpfte 2013 an die kräftige Erholung des Vorjahres an: Weltweit kletterte das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte im Jahresverlauf um 9,9%, so dass der Vermögensbestand rund um den Globus ein neues Rekordniveau von EUR 118,3 Billionen erreichte. Sowohl im kurz- als auch im langfristigen Vergleich war die Entwicklung im vergangenen Jahr damit überdurchschnittlich: Der Vermögenszuwachs 2013 übertraf nicht nur das Wachstum der beiden Vorjahre von 8,3% im Jahr 2012 und 2,8% 2011, sondern lag auch deutlich über dem langfristigen Durchschnittswachstum von 2001 bis 2013 von 5,2% p.a.<sup>1</sup>

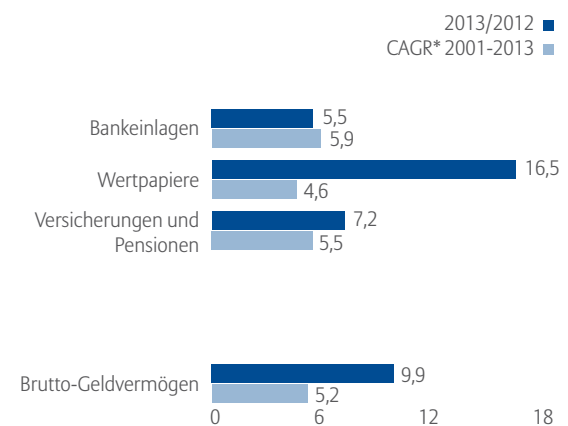
Das Wachstum der privaten Ersparnisse gewann nicht nur im Vergleich zu den Vorjahren an Tempo: Im vergangenen Jahr wuchs das globale Geldvermögen auch mehr als doppelt so schnell wie die nominale Wirtschaftsleistung weltweit (+4,4% gegenüber 2012). Allerdings war dies ein Ausreißer nach oben: Langfristig ging das Wirtschaftswachstum seit dem Jahrtausendbeginn Hand in Hand mit dem Vermögenswachstum, mit durchschnittlich 5,2% p.a. Unter Berücksichtigung der kontinuierlichen Zunahme der Weltbevölkerung reduzieren sich die langfristigen Veränderungsraten in Pro-Kopf-Rechnung um beinahe einen Prozentpunkt auf 4,3% p.a. Bei einer mittleren globalen Inflationsrate von 2,6% p.a. über denselben Zeitraum ergibt sich daraus ein realer Vermögenszuwachs von 1,7% pro Jahr und Kopf. Mehr als die Hälfte

### Globales Geldvermögen: Kräftige Entwicklung setzt sich 2013 fort

Globales Brutto-Geldvermögen  
in Billionen Euro



Veränderung der Anlageklassen  
in %



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

des jährlichen Vermögensanstiegs wurde also von der Teuerungsrate aufgezehrt. Ende 2013 belief sich das Brutto-Geldvermögen pro Kopf auf globaler Ebene auf EUR 24.130 bei einer nominalen Wirtschaftsleistung von EUR 9.920 pro Kopf; das Netto-Geldvermögen pro Kopf lag bei EUR 17.680.

## Wann entdecken die Sparer die Aktie wieder?

Getragen wurde die starke Entwicklung zwar von allen drei großen Anlageklassen, Haupttreiber des Wachstums waren in den vergangenen beiden Jahren aber die Wertpapieranlagen: Nach einem Plus von 11% im Jahr 2012 stieg das in Form von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren gehaltene Vermögen im letzten Jahr um weitere 16,5% an – schneller als in den Jahren unmittelbar vor Ausbruch der Finanzkrise. Hinter diesem dynamischen Wachstum steht aber keineswegs die plötzlich wiederentdeckte Liebe der Sparer für Aktien. Lediglich in den USA floss frisches Geld in nennenswerter Höhe in Aktien oder andere Wertpapiere: Vergangenes Jahr wurden dort knapp EUR 280 Mrd. an Mittelzuflüssen verzeichnet. Europäer ebenso wie Japaner hingegen zogen weiter Geld aus dieser Vermögensklasse ab. In Westeuropa (ohne die Schweiz) beziffernten sich die Abflüsse auf etwa EUR 45 Mrd. oder rund EUR 110 pro Kopf und in Japan auf fast EUR 80 pro Kopf bzw. insgesamt knapp EUR 10 Mrd. Der auch in diesen Regionen kräftige Zuwachs des Wertpapiervermögens – +7,3% in Westeuropa und sogar +26,5% in Japan – geht daher allein auf Bewertungsgewinne im Portfolio zurück.

An erster Stelle sind dabei natürlich die hohen Kursgewinne an den Aktienbörsen zu nennen. Gestützt von der aufkeimenden Hoffnung auf eine Belebung der Weltwirtschaft sowie ein Ende der Rezession in der Eurozone verhalf nicht zuletzt die lockere Geldpolitik den Aktienmärkten zu einem Ausnahmejahr. Zu einer turbulenten Phase kam es nur zwischenzeitlich im zweiten Quartal, als im Mai 2013 die US-Notenbank die Marktteilnehmer mit Andeutungen hinsichtlich einer möglichen Drosselung des Anleihekaufprogramms überraschte und weltweit einen regelrechten Ausverkauf von Vermögenstiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften in Gang setzte. Die erhöhte Verunsicherung an den internationalen Finanzmärkten schlug sich in Form deutlicher Korrekturen an den Kapitalmärkten und Währungsabwertungen in den Schwellenländern nieder. In den entwickelten Volkswirtschaften beruhigten sich die Märkte jedoch rasch wieder und die Aktienkurse legten im zweiten Halbjahr weiter zu. Im Gesamtjahr 2013 verbuchten von West bis Fernost alle wichtigen Aktienindizes der entwickelten Länder einen kraftvollen Anstieg. Der S&P 500 notierte zum Jahresende um fast 30% über dem Niveau zu Jahresbeginn und auch der Eurostoxx überzeugte mit einem Plus von beinahe 18%. Japans Nikkei kletterte um insgesamt fast 57% nach oben, nachdem die Zentralbank als Teil der neuen Wachstumsstrategie der Regierung die geldpolitischen Zügel weiter gelockert hatte.

Obwohl die Aktie bei vielen Anlegern weiter unpopulär blieb, führte diese starke Performance zu einem Anstieg des Wertpapieranteils im Vermögensportfolio: Allein im letzten Jahr gewann die Anlageklasse auf globaler Ebene rund 2 Prozentpunkte auf rund 38% des gesamten Geldvermögens hinzu. Aufgrund der vorangegangenen Krisenverluste und der daraus

resultierenden Flucht in vermeintlich risikolose Anlagen lag der Anteil gegenüber 2007 aber immer noch gut drei Prozentpunkte im Minus. Erst im vergangenen Jahr übertraf der absolute Wert des Wertpapiervermögens der Privathaushalte in den Industrieländern wieder das Vorkrisenniveau, während auf globaler Ebene die Verluste bereits 2012 vollständig kompensiert werden konnten. Weltweit belief sich das Wertpapiervermögen Ende 2013 auf mehr als EUR 45 Billionen.

## Bankeinlagen: Wer hat Angst vor niedrigen Zinsen?

In erster Linie waren es Bankeinlagen, die in den letzten Jahren von der zunehmenden Liquiditätspräferenz profitierten. Sicht-, Termin- und Spareinlagen summierten sich Ende 2013 weltweit auf rund EUR 34 Billionen und lagen damit um etwa 43% über dem Niveau des Jahres 2007. Auch im vergangenen Jahr bezifferte sich die Zuwachsrate auf 5,5% und bewegte sich damit in etwa auf dem Level des langfristigen Durchschnittswachstums (im Mittel 5,9% p.a.). Verglichen mit den beiden Vorjahren war allerdings eine Verlangsamung der Zuwachsraten in beinahe allen Regionen zu beobachten, vor allem in den USA, aber auch in weiten Teilen Westeuropas. Ob sich damit eine beginnende Abkehr von Bankeinlagen ankündigt, bleibt abzuwarten. Vorerst brachten die meisten Sparer, vor allem in den entwickelten Ländern, auch im letzten Jahr wieder einen großen Teil ihrer Ersparnisbildung zur Bank – trotz Minizinsen und realen Wertverlusten. In Westeuropa zum Beispiel blieben Bankeinlagen weiterhin die populärste Anlageart.

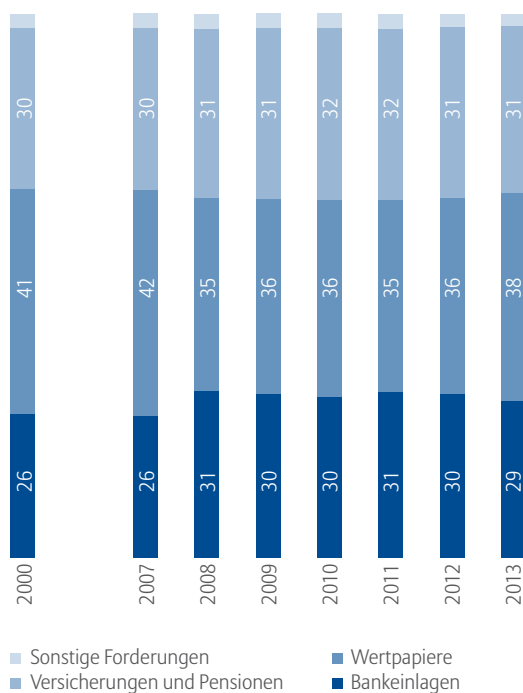
## Versicherungen und Pensionen: Des Sparerers liebstes Kind

Die dritte große Anlageklasse im Vermögensportfolio, die Ansprüche der Privathaushalte gegenüber Versicherungen und Pensionseinrichtungen, wuchs auf globaler Ebene im Jahresverlauf 2013 ebenfalls kräftig mit insgesamt 7,2%, womit sich der Anstieg in etwa auf dem Vorjahresniveau (+7,5%) bewegte. Im Gegensatz zur Wertpapierklasse war das Wachstum aber nicht nur von Bewertungsgewinnen getragen, sondern auch von kräftigen Zuflüssen: Von allen Anlageklassen verbuchten Versicherungen und Pensionsfonds die höchsten Zuflüsse. Die Veränderungsrate lag deutlich über dem Durch-

schnittswachstum der vergangenen 13 Jahre von 5,5% p.a. Global betrachtet hielten die Privathaushalte den Anteil ihres Geldvermögens, den sie in Versicherungen und Pensionen investieren, über die vergangenen 13 Jahre relativ konstant; im letzten Jahr bezifferte er sich auf knapp 31%. Insgesamt summieren sich die Ansprüche der Privathaushalte gegenüber Versicherungen und Pensionseinrichtungen auf rund EUR 36 Billionen – fast ein Drittel mehr als vor dem Ausbruch der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise.

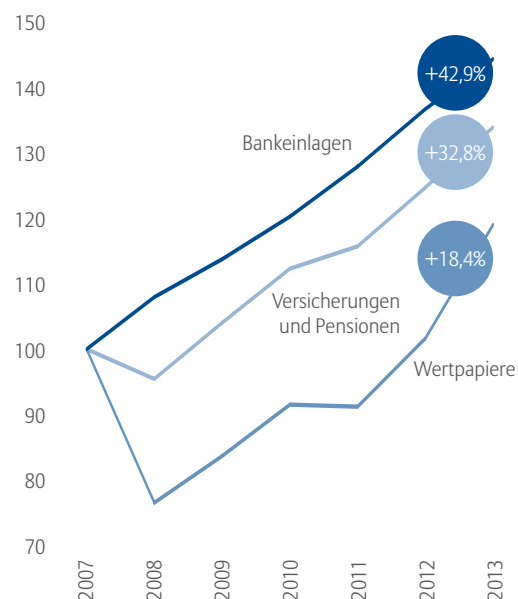
### Bankeinlagen bleiben vorne, Wertpapiere holen auf

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens



### Wachstum der drei großen Anlageklassen seit 2007

Index (2007=100)



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

## Lateinamerika schwächelt

Beim regionalen Vergleich der Vermögensentwicklung sticht insbesondere die im langfristigen Vergleich relativ schwache Entwicklung in Lateinamerika ins Auge: 2013 verlangsamte sich das Vermögenswachstum von 13,5% im Vorjahr auf 6,4%. Die Region fiel damit weit hinter den Schwellenländerdurchschnitt (+17,1% gegenüber 2012) zurück. Das langsamere Vermögenswachstum ging mit einer abgebremsen wirtschaftlichen Entwicklung einher: Das nominale Bruttoinlandsprodukt stieg in den vergangenen beiden Jahren durchschnittlich nur um 7,7% p.a., während sich die Zuwachsraten in der Vergangenheit überwiegend im zweistelligen Bereich bewegten. In der langfristigen Betrachtung fällt dieses schwächere Jahr jedoch noch kaum ins Gewicht: Seit Ende 2000 haben sich die Forderungen der Haushalte Lateinamerikas, die von 2001 bis 2013 jährliche Zuwächse von durchschnittlich 12,7% verbuchten, beinahe verfünffacht. Der regionale Anteil am globalen Brutto-Geldvermögen kletterte in diesem Zeitraum von 0,9% auf 2,2%.

Ein leichter Wachstumsrückgang war 2013 auch in Osteuropa zu beobachten, der sich aber insbesondere auf die EU-Mitgliedsstaaten begrenzte, in denen sich der Vermögenszuwachs von 8,7% (2012) auf 7,1% im letzten Jahr reduzierte. In den osteuropäischen Nicht-EU-Staaten setzte sich das hohe Wachstum dagegen mit 16,3% nahezu unvermindert fort. Mit Blick auf die langfristige Entwicklung behält daher auch die Gesamtregion ihren Titel als Wachstumschampion: Ein durchschnittliches Wachstum von 14,5% p.a. seit 2000 bleibt der Spitzenwert unter den Weltregionen. Und das, obwohl sich dort in vielen Ländern der Vermögensaufbau bereits seit Ende 2007 teilweise erheblich verlangsamt hat.

Allein in den osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten ging das jährliche Durchschnittswachstum im Aggregat von 16,1% p.a. im Zeitraum von 2002 bis 2007 auf „nur“ 4,9% p.a. in den letzten sechs Jahren zurück. In Slowenien beispielsweise, dem in Pro-Kopf-Rechnung reichsten Land Osteuropas, lag das durchschnittliche Brutto-Geldvermögen pro Kopf Ende 2013 nur um magere 1,1% über dem Vorkrisenniveau. Demgegenüber verbuchten die Länder Osteuropas außerhalb der EU in den letzten drei Jahren zusammen jeweils stabile Zuwächse von rund 16%. Getragen wurde diese robuste Entwicklung maßgeblich von den Schwergewichten Türkei und Russland, auf die fast 86% des gesamten Geldvermögens dieser Ländergruppe entfallen.

Ein höheres Durchschnittswachstum als Osteuropa erzielten in den letzten 13 Jahren nur die Schwellenländer Asiens: Die Haushalte in China, Indien, Indonesien, Malaysia und Thailand konnten zusammen ein durchschnittliches Plus von 17,8% p.a. verbuchen. Kommen die weiteren asiatischen Volkswirtschaften, die wir betrachten (Israel, Singapur, Südkorea und Taiwan) hinzu, sinkt diese Rate auf 13,6%. Inklusive Japan schrumpft die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate auf 6,2%. Im vergangenen Jahr lag der Vermögenszuwachs in Asien mit einem Plus von 12,2% aber wieder weit über diesem langfristigen Durchschnitt. Nicht zuletzt Dank der äußerst positiven Entwicklung in Japan (+6,1%) verzeichnete Asien im Gegensatz zu den Regionen Lateinamerika und Osteuropa 2013 sogar ein höheres Wachstum als im Vorjahr.

## Westeuropa fällt zurück

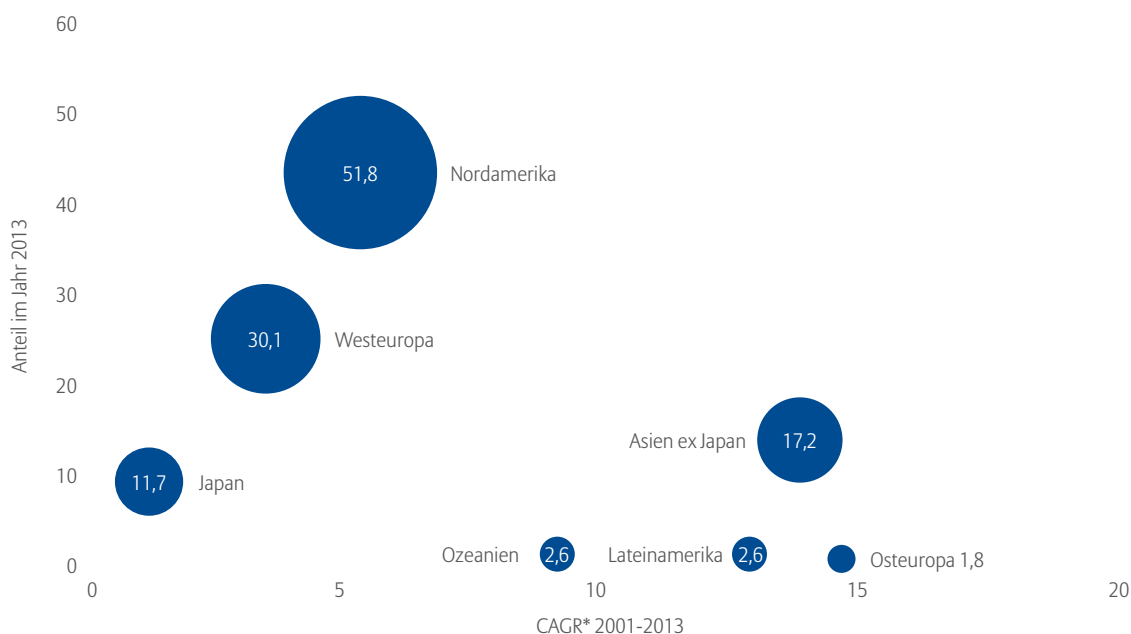
In den wohlhabenden Teilen der Welt, wo die Privathaushalte bereits über beträchtliche Vermögen verfügen, wuchs das Geldvermögen seit Anfang des Jahrtausends deutlich langsamer. Schlusslicht ist dabei Japan, wo die mittlere Wachstumsrate trotz eines starken Jahres 2013 seit Ende 2000 mit 1,2% p.a. noch weit unter dem Industrieländerdurchschnitt von 4,3% lag.

In Japan ist die schwache Vermögensentwicklung insbesondere auf zwei Gründe zurückzuführen: Zum einen halten die Japaner mit 54% den Löwenanteil ihres Geldvermögens

in Form von Bankeinlagen. Das mittlerweile seit Jahrzehnten herrschende Niedrigzinsniveau verhinderte es jedoch, dass diese Anlageklasse angemessene Erträge für die Sparer abwirft. Zum anderen waren an der Börse kaum Wertgewinne zu erzielen; in den 00er Jahren fiel der Nikkei teilweise auf das Niveau zurück, das er bereits Anfang der 1980er Jahre erreicht hatte. Ein Umschwung war allerdings im vergangenen Jahr zu verzeichnen. Dank eines spektakulären Anstiegs notierte Japans Leitindex Ende 2013 gut 18% über dem Jahresendstand von 2000 – ein Jahr zuvor lag er gegenüber 2000 noch um beinahe 25% im Minus. Das in Form von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren gehaltene Vermögen der Privathaushalte kletterte dadurch 2013 um 26,5% auf rund EUR 2 Billionen. Insgesamt verzeichnete der Vermögensbestand im letzten Jahr infolgedessen einen für japanische Verhältnisse außergewöhnlichen Anstieg von 6,1%.

### Vermögenshöhe und -wachstum nach Regionen

Anteil am globalen Brutto-Geldvermögen 2013 und durchschnittliches jährliches Wachstum seit Ende 2000 in %



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Absolute Höhe des Brutto-Geldvermögens, in Billionen Euro ■

Auch die Haushalte Ozeaniens durften sich über einen kräftigen Anstieg ihres Geldvermögens von 10% im Jahresverlauf 2013 freuen. Die Anlageklasse Versicherungen und Pensionen, die gerade in Australien eine bedeutende Rolle spielt, verbuchte dabei den größten Zuwachs (+11,6%). Nicht zuletzt dank des Rohstoffbooms ist auch das langfristige Durchschnittswachstum der Region mit 9% relativ hoch.

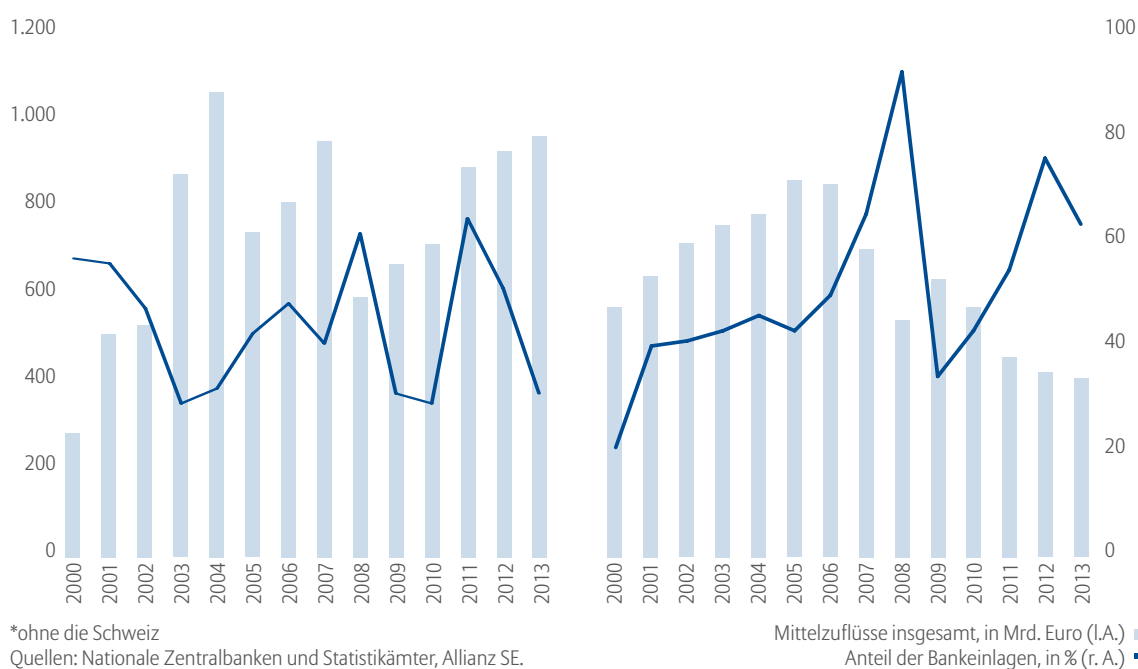
Im Vergleich dazu entwickelte sich das Brutto-Geldvermögen in Nordamerika geradezu verhalten. Im Zeitraum von 2001 bis 2013 erhöhte sich der Vermögensstock der Privathaushalte um durchschnittlich 5,2% p.a. Die US-amerikanischen Haushalte mussten aufgrund ihrer eher risikofreudigen Vermögensstruktur in der Finanzkrise 2008 schmerzhaft Verluste hinnehmen. Schließlich dauerte es drei Jahre, den größten Vermögenseinbruch der Nachkriegszeit wieder zu kompensieren. Mittlerweile ist es aber gerade wieder das Wertpapiervermögen, das das Wachstum treibt: Mit 16,7% erzielte es

2013 den mit Abstand höchsten Zuwachs unter den Anlageklassen. Die Entwicklung in den USA zeigt exemplarisch, welches Rendite-/ Risikopotential hinter dieser Investmentstrategie steckt. Insgesamt nahm das Brutto-Geldvermögen in Nordamerika um 11,7% gegenüber 2012 zu und wuchs damit deutlich schneller als in den beiden Vorjahren (+2,3% in 2011 und +8,1% in 2012). Dahinter stehen aber nicht nur Bewertungsgewinne, sondern auch eine insgesamt wieder höhere Geldvermögensbildung. Die Mittelzuflüsse übertrafen im vergangenen Jahr sogar die Höhe der Ersparnisbildung des Jahres 2007. Auch scheint die Phase, in der das meiste frische Geld überwiegend in Bankeinlagen floss, überwunden zu sein. Während die Privathaushalte 2011 und 2012 den Großteil ihrer Sparleistung noch in sicheren Bankeinlagen deponierten, investierten sie im letzten Jahr wieder mehr in Aktien und andere Wertpapiere. Die Rückkehr zum

### Frische Spargelder fließen in Westeuropa bevorzugt zu Banken

Geldvermögensbildung und Anteil der Bankeinlagen daran  
Nordamerika

Westeuropa\*



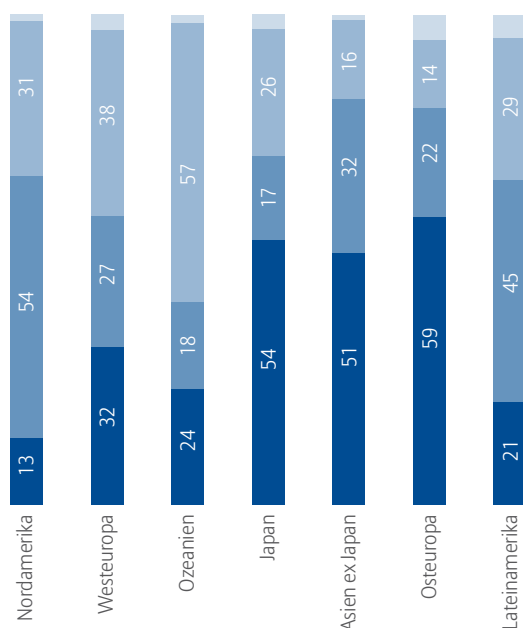
„traditionellen“ amerikanischen Sparverhalten deutet darauf hin, dass die US-Sparer die Krise wohl auch mental verarbeitet haben.

Anders ist die Situation in Westeuropa. Die Sparleistungen sind in den vergangenen Jahren beinahe kontinuierlich zurückgegangen, gegenüber dem Rekordhoch des Jahres 2005 hat sich das Sparniveau damit mehr als halbiert. Darüber hinaus werden Investitionen in Wertpapiere weiter gemieden, frische Spargelder fließen bevorzugt zu den Banken. Wenig überraschend ging daher der Vermögensaufbau in Westeuropa auch weitaus langsamer als in Nordamerika vonstatten: Über die vergangenen 13 Jahre hinweg erhöhte sich das Geldvermögen der Privathaushalte im Durchschnitt nur um 3,5% p.a. Im letzten Jahr bezifferte sich der Vermögenszuwachs auf 5,2%, womit die Region sogar hinter Japan zurückfiel: Westeuropa war 2013 globales Schlusslicht, der Anteil am weltweiten Geldvermögen ging allein im letzten Jahr um 1,1 Prozentpunkte zurück.

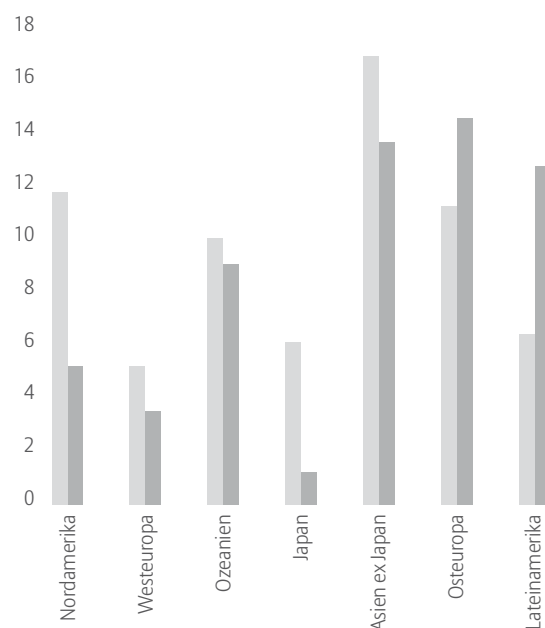
Anders als in Nordamerika verfügen die Haushalte Westeuropas über eine eher konservative Vermögensstruktur. Im Jahr 2013 hielten sie rund 70% ihres Geldvermögens in Form von Bankeinlagen sowie Versicherungen und Pensionen, lediglich knapp 27% des Vermögensportfolios entfielen auf Wertpapiere. Genau wie jenseits des Atlantiks verzeichnete auch in Westeuropa die Wertpapierklasse im vergangenen Jahr den höchsten prozentualen Zuwachs; die Veränderungsrate gegenüber 2012 war mit 7,3% aber nicht einmal halb so hoch wie in Nordamerika. Diese große Differenz ist nicht nur auf die vergleichsweise schwächere Entwicklung an den Börsen zurückzuführen, sondern auch auf die Anlageentscheidung der Sparer: Unter dem Strich reduzierten die westeuropäischen Haushalte ihr Engagement in Wertpapieren, während in Nordamerika das Gegenteil der Fall war.

### Vermögensstruktur und –wachstum nach Regionen

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens 2013



Veränderung des Brutto-Geldvermögens in %



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Sonstige Forderungen ■ Wertpapiere ■ 2013/2012 ■  
Versicherungen und Pensionen ■ Bankeinlagen ■ CAGR\* 2001-2013 ■

## „Power Shift“ in Zeitlupe

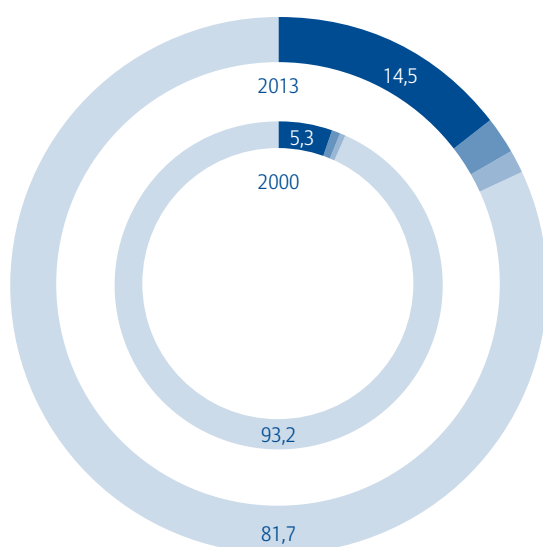
Trotz der langfristig deutlich schlechteren Performance der entwickelten Länder verschieben sich die Gewichte auf der Vermögensweltkarte nur sehr langsam. Seit Ende 2000 ist der Anteil Nordamerikas und Westeuropas am globalen Brutto-Geldvermögen zwar um 6 Prozentpunkte gesunken, Ende 2013 verfügten die beiden Regionen zusammen aber immer noch über knapp 70% des globalen Vermögensstocks. Mit einem „Weltanteil“ von beinahe 44% war Nordamerika die reichste Region der Erde. Im asiatisch-pazifischen Raum konzentrierten sich weitere 10% auf Japan sowie 2,2% auf Australien und Neuseeland. Insgesamt lagen damit mehr als vier Fünftel des globalen Geldvermögens in den Händen der Privathaushalte, die in den reicheren Teilen der Welt leben. Dabei stellen diese Haushalte weniger als ein Fünftel (18,8%) der Gesamtbevölkerung dar.

Die verbleibenden gut 18% des weltweiten Finanzvermögens verteilen sich auf Lateinamerika (2,2%), Osteuropa (1,6%) und die übrigen Nationen Asiens (14,5%), also auf insgesamt 3,9 Mrd. Menschen. Allein im letzten Jahr stieg ihr Anteil am globalen Geldvermögen allerdings um 0,8 Prozentpunkte und innerhalb der letzten 13 Jahre hat sich dieser immerhin beinahe verdreifacht.

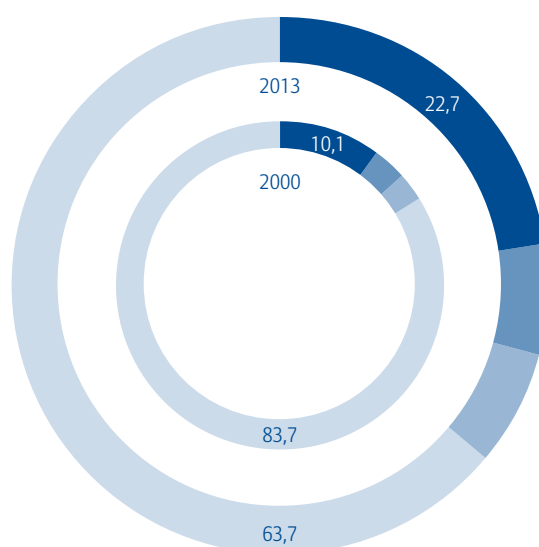
Im Vergleich zur Wirtschaftsleistung vollzieht sich dieser „Power Shift“ dennoch eher in Zeitlupe: Gemessen am Bruttoinlandsprodukt haben sich die Gewichte zwischen den reicheren und den ärmeren Teilen der Welt bereits viel stärker zu Gunsten letzterer verschoben. So lag nicht nur der Anteil der beiden Schwergewichte Nordamerika und Westeuropa am globalen Bruttoinlandsprodukt mit gut 54% Ende 2013

### Langsamer Aufholprozess beim Vermögen

Anteil am globalen Brutto-Geldvermögen in %



Anteil an der globalen Wirtschaftsleistung in %



Quellen: EcoWin, Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Lateinamerika ■ Osteuropa ■  
Asien ex Japan ■ Übrige Welt ■

weit unter dem Anteil am weltweiten Vermögen, auch der Rückgang um rund 13 Prozentpunkte seit Ende 2000 fiel deutlich stärker aus als beim Vermögensstock. Vice versa stieg das Gewicht der ärmeren Regionen seither um 20 Prozentpunkte auf 36% der globalen Wirtschaftstätigkeit an. Noch dramatischer ist der Bedeutungszuwachs der aufstrebenden Volkswirtschaften am weltweiten Wirtschaftswachstum: Steuer-ten die Regionen Asien (ex Japan), Lateinamerika und Osteuropa 2001 noch 36% des absoluten Zuwachs des globalen Bruttoinlandsprodukts dieses Jahres bei, waren es 2013 schon beinahe zwei Drittel. Das Gros ist dabei auf die rasante Aufholjagd Asiens zurückzuführen, genauer gesagt auf China: Das Reich der Mitte war 2013 allein für knapp 31% des weltweiten Wirtschaftswachstums verantwortlich.

Diese unterschiedliche Gewichtung zwischen Arm und Reich im Hinblick auf Wirtschaftsleistung und Vermögen ist jedoch wenig überraschend. Schließlich besteht zwischen Einkommen und Vermögen ein enger, aber zeitversetzter Zusammenhang: Erst ab einer gewissen Einkommenshöhe haben die Haushalte überhaupt die Möglichkeit, nennenswerte Vermögenswerte zu akkumulieren. Die hohen Vermögen in den reicheren Ländern sind in diesem Sinne das Ergebnis jahrzehntelanger, teilweise auch generationenübergreifender Sparprozesse. In den hohen Vermögen der reichen Länder kumulieren sich die wirtschaftlichen Erfolge der Vergangenheit. Für viele aufstrebende Länder hat dieser Prozess gerade erst begonnen.

## Inflation ist der wahre Feind der Sparer

Aber nicht nur die unterschiedlichen Ausgangsniveaus müssen berücksichtigt werden. Bei der Bewertung der enormen Wachstumsgeschwindigkeit der Vermögen in den aufstrebenden Regionen sollten zudem auch Inflation und demographische Entwicklung in die Analyse miteinbezogen werden. Letztere spielt dabei allerdings nur eine untergeordnete Rolle: In den Schwellenländern fällt das jährliche Durchschnittswachstum des Brutto-Geldvermögens seit 2001 in Pro-Kopf-Betrachtung um 1,1 Prozentpunkte gegenüber der Gesamtbetrachtung, in den entwickelten Nationen beträgt dieser „Demographie-Malus“ 0,6 Prozentpunkte – 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 stärksten fällt dieser Rückgang in Osteuropa und Lateinamerika aus: Der jährliche Zuwachs fällt im Durchschnitt auf 6% (statt 14,4%) bzw. 5,5% (statt 11,4%). Klarer Spitzenreiter im langfristigen Vergleich ist jetzt Asien (ohne Japan), das immer noch gut 9% Wachstum p.a. seit Jahrtausendbeginn erreicht.

In realer Rechnung sehen demnach die Wachstumsdifferenzen zu den entwickelten Ländern, vor allem zu Nordamerika und Westeuropa, nicht mehr ganz so groß aus, selbst wenn natürlich auch in diesen Regionen die

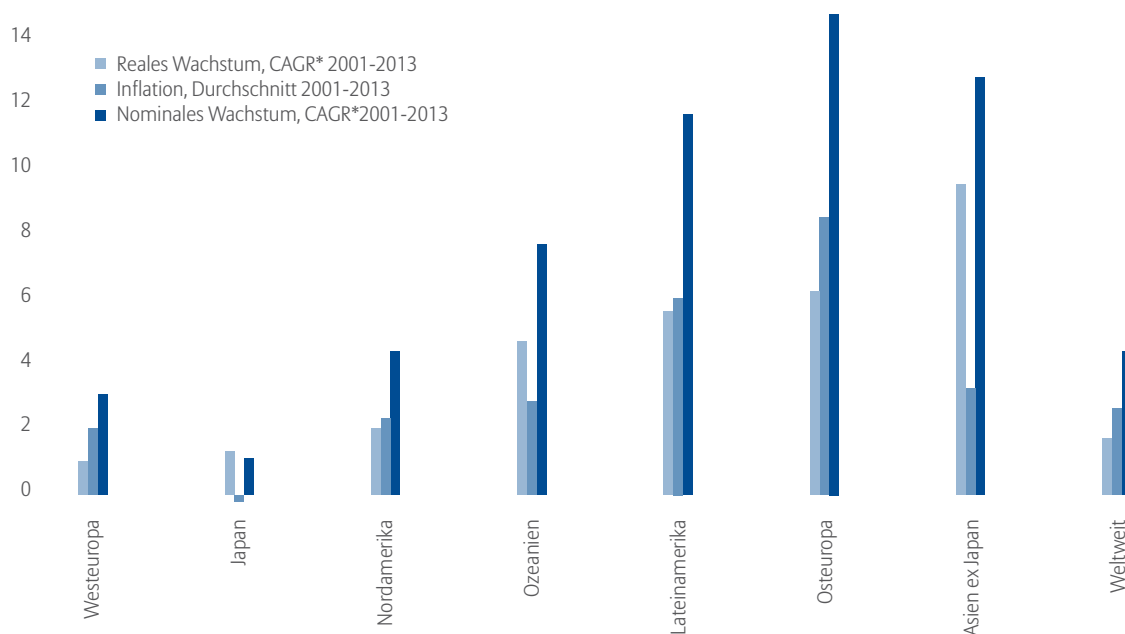
Inflation den Vermögensaufbau dämpft. Nordamerika steht jetzt bei 2% Wachstum pro Jahr (reales Brutto-Geldvermögen pro Kopf seit 2001), Westeuropa bei nur noch 1% – und fällt damit auch in der langfristigen Betrachtung hinter Japan zurück, dessen Haushalte mit 1,3% p.a. real betrachtet sogar einen leicht höheren Zuwachs verbuchen konnten als nominal (1,2%). Dies zeigt einmal mehr: Während Inflation der Feind der Sparer ist, hilft „Lowflation“ bei stagnierender Wirtschaft und extrem niedrigen Zinsen den Wert des Vermögens zu wahren. Auch die europäischen Sparer müssen sich im jetzigen Umfeld nicht so sehr vor stagnierenden Preisen fürchten, sondern vor einer Rückkehr der Inflation. Die finanzielle Repression würde dann noch viel schmerzhaftere Ausmaße annehmen.

## Schuldenwachstum wieder etwas höher

Erwartungsgemäß verfügen die Haushalte der reicheren Regionen nicht nur über das Gros des weltweiten Geldvermögens, sondern tragen auch den Großteil der globalen Schuldenlast: Auf Nordamerika, Westeuropa und Ozeanien entfielen Ende 2013 in Summe fast 72% der weltweiten Verschuldung, weitere 8,4% haben die japanischen Haushalte zu schultern. Knapp 14% verteilen sich auf den übrigen asiatischen Raum. Osteuropa bildet mit einem Anteil von 2,4% nach Lateinamerika (3,2%) das Schlusslicht.

### Westeuropa fällt im Wachstum zurück

Real wuchsen die Vermögen sogar langsamer als in Japan  
Inflationsrate sowie reales und nominales Wachstum des globalen Brutto-Geldvermögens pro Kopf, in %



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

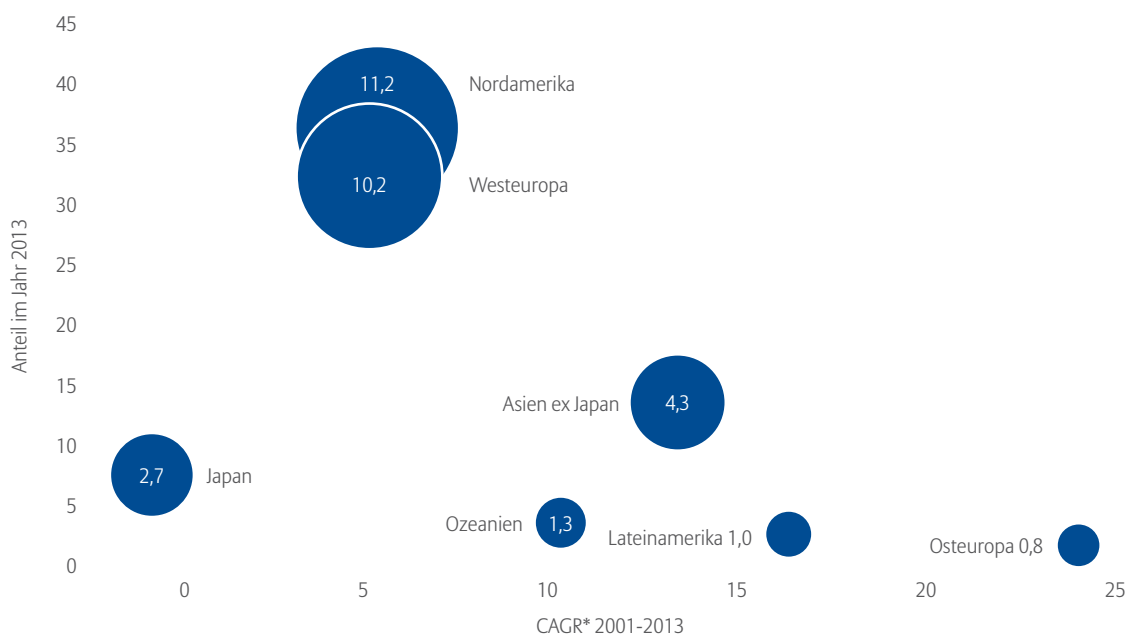
Quellen: EcoWin, Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

Insgesamt kletterte die weltweite Schuldenlast im Jahresverlauf 2013 um 3,6% gegenüber dem Vorjahr auf EUR 31,6 Billionen. Der Zuwachs lag damit zwar unter dem langfristigen Durchschnittswachstum von 5,6% p.a., aber über der Veränderungsrate, die in den beiden Vorjahren (jeweils +2,9%) verzeichnet wurde. Motor dieser Entwicklung ist Asien (ex Japan), wo sich das Schuldenwachstum im letzten Jahr mit einem Anstieg von 15,8% wieder spürbar beschleunigt hat. Dennoch ist in vielen Ländern seit Ausbruch der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise eine steigende Schuldendisziplin zu beobachten. So schrumpfte die jährliche Veränderungsrate der Verbindlichkeiten weltweit seit Ende 2007 auf durchschnittlich 2,9% p.a., während die Rate in den Jahren von 2002 bis 2007 noch bei 8,3% lag.

Obwohl auf Osteuropa mit 2,4% der geringste Anteil der weltweiten Schuldenlast entfällt, sind die Haushalte dieser Region auch mit Blick auf die Passivseite der Vermögensbilanz Spitzenreiter beim Wachstum: Innerhalb der letzten 13 Jahre erhöhten die osteuropäischen Haushalte ihre Verbindlichkeiten um durchschnittlich rund 24% p.a.; das absolute Schuldenniveau ist seit Ende 2000 um den Faktor 16 angestiegen und kletterte auch 2013 um 13,2% auf EUR 760 Mrd. Allerdings wird dieser Anstieg in den letzten Jahren allein von den Nicht-EU-Ländern und hier vor allem von Russland und der Türkei getragen. In den EU-Ländern ist das Schuldenwachstum nahezu zum Stillstand gekommen, in den letzten beiden Jahren sind die Verbindlichkeiten dort um weniger als 1% im Durchschnitt gewachsen.

### Schuldenhöhe und -wachstum nach Regionen

Anteil an der globalen Schuldenlast 2013 und durchschnittliches jährliches Wachstum seit Ende 2000 in %



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Absolute Höhe der Verbindlichkeiten, in Billionen Euro ■

In den anderen aufstrebenden Regionen Lateinamerika und Asien (ex Japan), die von der Finanzkrise weniger getroffen wurden als das stark vom wirtschaftlichen Zustand des Euro-raums abhängige Osteuropa, kann dagegen von erhöhter Schuldendisziplin keine Rede sein. Die Privathaushalte Lateinamerikas hielten das Durchschnittswachstum ihrer Schulden in den Jahren vor bzw. nach 2007 relativ konstant bei annähernd 16%. In Asien (ex Japan) erhöhte sich die durchschnittliche jährliche Zuwachsratesogar von 11% im Zeitraum von 2002 bis 2007 auf 15,9% von 2008 bis 2013. Trotzdem ist die Pro-Kopf-Verschuldung dort mit durchschnittlich EUR 1.410 vor Osteuropa (EUR 1.930) und Lateinamerika (EUR 2.220) immer noch die niedrigste weltweit.

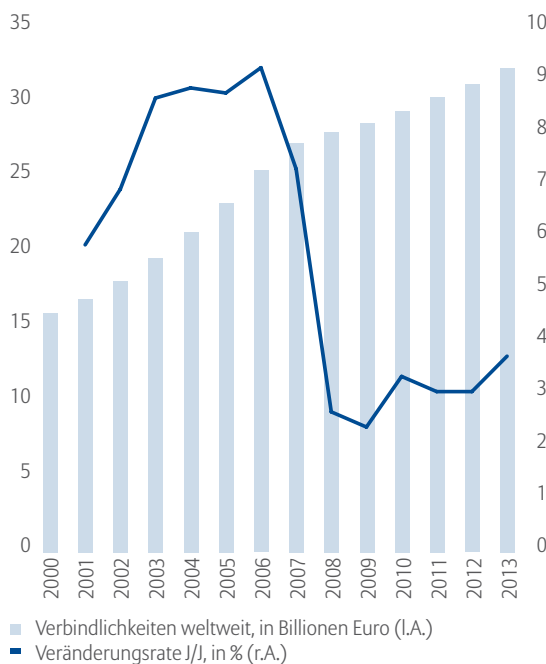
Einen signifikanten Rückgang des Schuldenwachstums erzielten hingegen die Privathaushalte, die in den reicheren Regionen der Welt leben. Die Bevölkerung Nordamerikas,

insbesondere die US-Amerikaner, drosselte ihre Kreditnachfrage deutlich: Während die Verbindlichkeiten in den Jahren vor der Krise um durchschnittlich 10,3% p.a. zunahmen, bauten die nordamerikanischen Privathaushalte ihre Schuldenlast seit Ende 2007 sogar absolut ab, und zwar im Durchschnitt um 0,1% jährlich – auch dank Zahlungsausfällen und Abschreibungen auf Hypothekenkredite. Im vergangenen Jahr hingegen war auch dort wieder ein leichter Anstieg der Verschuldung von 1,4% zu beobachten. Von den Schuldenexzessen der Vergangenheit ist dies jedoch noch immer meilenweit entfernt. Insgesamt unterschritten die Verbindlichkeiten Ende 2013 das Vorkrisenniveau um 0,6%.

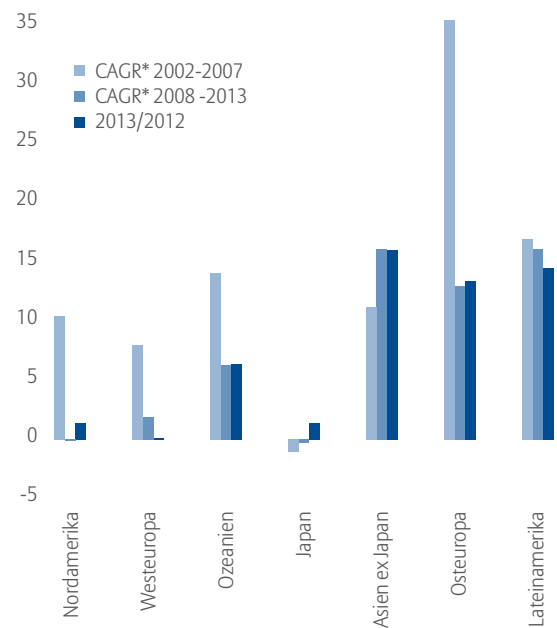
Schneller noch als in Nordamerika wuchsen die Schulden Down Under, wo die Haushalte bis zum Ausbruch der Krise ihre Verbindlichkeiten um durchschnittlich 13,9 % p.a. erhöhten. Seit Ende 2007 agiert die Bevölkerung aber zurückhaltender im Hinblick auf eine weitere Kreditaufnahme. Mit 6,2% hat sich die durch-

### Schulden wachsen wieder etwas schneller

Entwicklung der globalen Schuldenlast



Veränderung der Schulden  
in %



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

schnittliche jährliche Zuwachsrate seither mehr als halbiert. Im letzten Jahr bezifferte sich die Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf 6,3%.

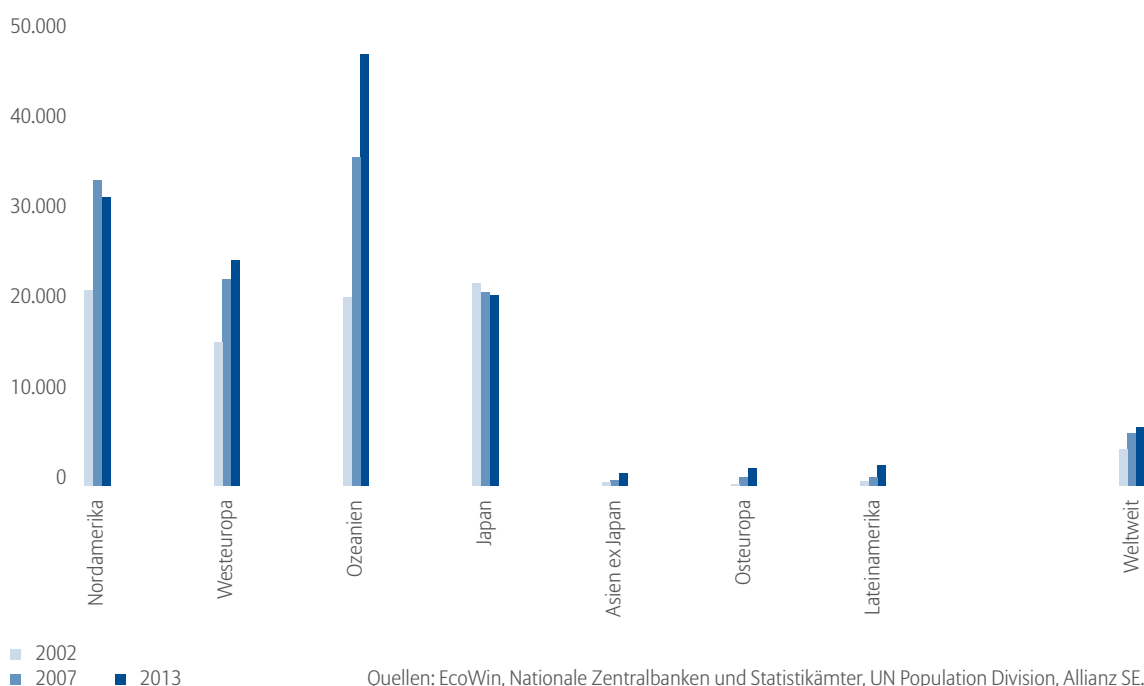
In Westeuropa schritt das Schuldenwachstum im Zeitraum von 2002 bis 2007 mit einer durchschnittlichen Veränderungsrate von 7,9% p.a. langsamer voran als in Nordamerika und Ozeanien. Diese Entwicklung ist aber vor allem auf die größte Volkswirtschaft der Region, Deutschland, zurückzuführen, wo die Privathaushalte auch in den Vorkrisen Jahren äußerst diszipliniert agierten. Ohne Berücksichtigung der Bundesrepublik läge der durchschnittliche Zuwachs bei 10,2% p.a. und damit auf dem Niveau Nordamerikas. Nach Ausbruch der Krise mussten sich viele private Haushalte notgedrungen am deutschen Vorbild orientieren und das jährliche Durchschnittswachstum in der gesamten Region schrumpfte auf 1,9%; zuletzt

lag es 2013 bei nur noch +0,1%. Trotzdem befand sich die absolute Schuldenhöhe immer noch um fast 12% über dem Wert aus dem Jahr 2007.

Ende 2013 belief sich die Pro-Kopf-Verschuldung in Westeuropa auf durchschnittlich EUR 24.730, womit die Westeuropäer in der Pro-Kopf-Betrachtung deutlich weniger verschuldet sind als die Bevölkerung Nordamerikas (EUR 31.650) und Ozeaniens (EUR 47.370). Noch niedriger als in Westeuropa ist die Pro-Kopf-Verschuldung in Japan (EUR 20.960), was teilweise aber auch auf die starke Abwertung des japanischen Yen im Jahresverlauf zurückzuführen ist. Auf der anderen Seite ist die Verschuldung im Land der aufgehenden Sonne schon seit Jahren rückläufig: Bereits vor Ausbruch der Finanzkrise sind die Verbindlichkeiten der japanischen Haushalte im Durchschnitt um 1% p.a. gesunken, seit Ende 2007 liegt der jährliche Rückgang bei durchschnittlich 0,3%. Insgesamt befanden sich die Verbindlichkeiten Ende 2013 um knapp 11% unter dem Niveau des Jahres 2000.

### Regionale Differenzen in der Pro-Kopf-Verschuldung

Verbindlichkeiten pro Kopf  
in Euro



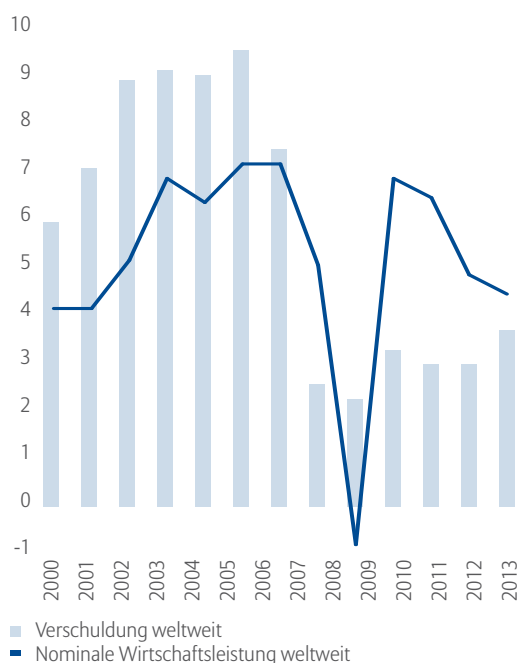
## Private Schuldenstandsquote: Asien nähert sich der Gefahrenzone

Auf globaler Ebene belief sich die private Schuldenstandsquote, d.h. das Verhältnis der Verbindlichkeiten zur nominalen Wirtschaftsleistung, Ende 2013 auf 65,1%. Über die letzten vier Jahre hinweg ist die Wirtschaftsleistung schneller gewachsen als die Verschuldung der privaten Haushalte, wodurch die Quote den Spitzenwert aus dem Jahr 2009 um 6,4 Prozentpunkte unterschritt. Dieses „Deleveraging“ geht jedoch allein auf die entwickelten Länder zurück, vor allem auf die USA. In den aufstrebenden Ländern dagegen steigt die Schuldenlast, auch in Relation zur Wirtschaftsleistung, mehr oder weniger kontinuierlich weiter, wenn auch (noch) auf einem deutlich niedrigeren Niveau.

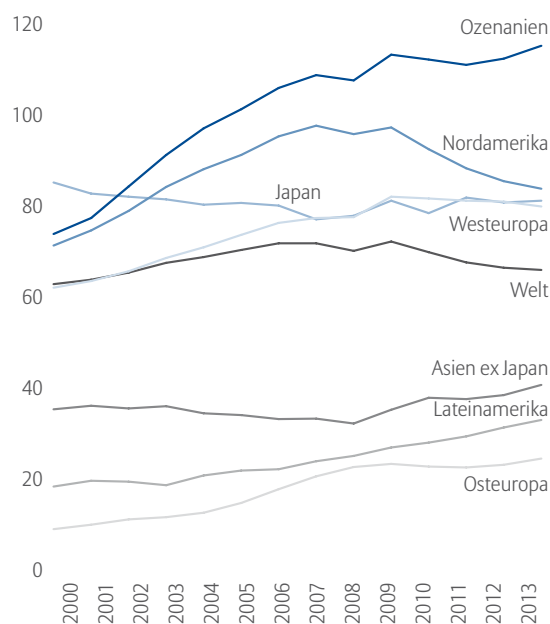
Trotz des immensen Kreditwachstums in der Vergangenheit ist das Verhältnis der Schulden zur generellen Wirtschaftstätigkeit in keiner anderen Region so niedrig wie in Osteuropa. Innerhalb der letzten 13 Jahre hat sich die Quote aber immerhin mehr als verdreifacht und stieg im vergangenen Jahr um 1,4 Prozentpunkte auf 22,6%. In den EU-Ländern der Region war die Quote mit durchschnittlich 34% zwar deutlich höher, aber noch immer in allen Ländern unter der 50%-Marke. Knapp neun Prozentpunkte höher als in Osteuropa, bei gut 31%, liegt die Quote in der Region Lateinamerika, wo die Verbindlichkeiten seit Ende 2000 mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate von rund 16% viel schneller als die Wirtschaftsleistung (10,6% im Mittel pro Jahr) gewachsen sind. Allerdings hat bisher auch hier kein Land die 50%-Marke überschritten. Größere Sorgen hingegen bereitet Asien (ex Japan). Aus dem Kreis der aufstrebenden

### Wirtschaftswachstum überholt Schuldenwachstum – Globale Schuldenquote geht zurück

Wirtschafts- und Schuldenwachstum im Vergleich  
J/J in %



Verbindlichkeiten der nominalen Wirtschaftsleistung  
in %



Quellen: EcoWin, Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Regionen verfügt diese über die höchste Schuldenstandsquote, die im Jahresverlauf 2013 noch einmal um 2,3 Prozentpunkte auf über 39% kletterte. In Südkorea und Malaysia lag die Quote sogar bei 92,9% bzw. 86,8% und damit höher als in den USA.

Über dem weltweiten Durchschnitt befindet sich die Schuldenstandsquote der japanischen Haushalte, die mit 80,7% Ende 2013 beinahe unverändert im Vergleich zum Vorjahr (80,3%) blieb. Auf ein ähnliches Niveau pendelte sich in den letzten beiden Jahren die Schuldenstandsquote der Haushalte Westeuropas ein. Gegenüber 2012 (80,5%) ging die Quote bis zum Jahresende 2013 (79,4%) leicht zurück. Seit 2009 summiert sich der Rückgang auf gut zwei Prozentpunkte. Die größten Fortschritte beim Schuldenabbau erzielte bisher allerdings die Region Nordamerika, seit 2009 ist die Schuldenstandsquote um fast 14 Prozentpunkte gefallen. Mit rund 83,4% fällt die Quote jenseits des Atlantiks aber immer noch höher aus als in Westeuropa. In keiner anderen Region der Welt ist schließlich die relative Schuldenlast so hoch wie in Ozeanien. Innerhalb der letzten 13 Jahre kletterte die Schuldenstandsquote der Privathaushalte um sagenhafte 42 Prozentpunkte auf 115,6%. Nachdem die Quote zwei Jahre in Folge einen leichten Rückgang verzeichnete, war 2012 und 2013 wieder ein Anstieg von 1,4 bzw. 2,8 Prozentpunkten zu beobachten, vor allem eine Folge des abgekühlten Wirtschaftswachstums.

## Netto-Geldvermögen legt mit über 12% zu

Aus der Differenz von Brutto-Geldvermögen und Verbindlichkeiten errechnet sich das Netto-Geldvermögen, das Ende vergangenen Jahres einen Stand von rund EUR 86,6 Billionen weltweit erreichte. Da das Brutto-Geldvermögen 2013 nicht nur einen kräftigen Anstieg verbuchte, sondern mit beinahe 10% auch deutlich schneller als die Schulden wuchs, resultierte daraus für die Privathaushalte in der Netto-Betrachtung sogar ein Plus von 12,4%. Rückblickend auf die vergangenen 13 Jahre schnitten die Haushalte damit überdurchschnittlich gut ab, denn pro Jahr legte das Netto-Geldvermögen weltweit seit Ende 2000 „nur“ um 5,1% im Mittel zu. Im langfristigen Durchschnitt konnte die Wachstumsgeschwindigkeit des globalen Netto-Geldvermögens mit der des Brutto-Geldvermögens (im Mittel +5,2% p.a.) Schritt halten – Dank des mit der Finanzkrise einsetzenden „Deleveraging“-Prozesses der Privathaushalte in den reicheren Ländern.

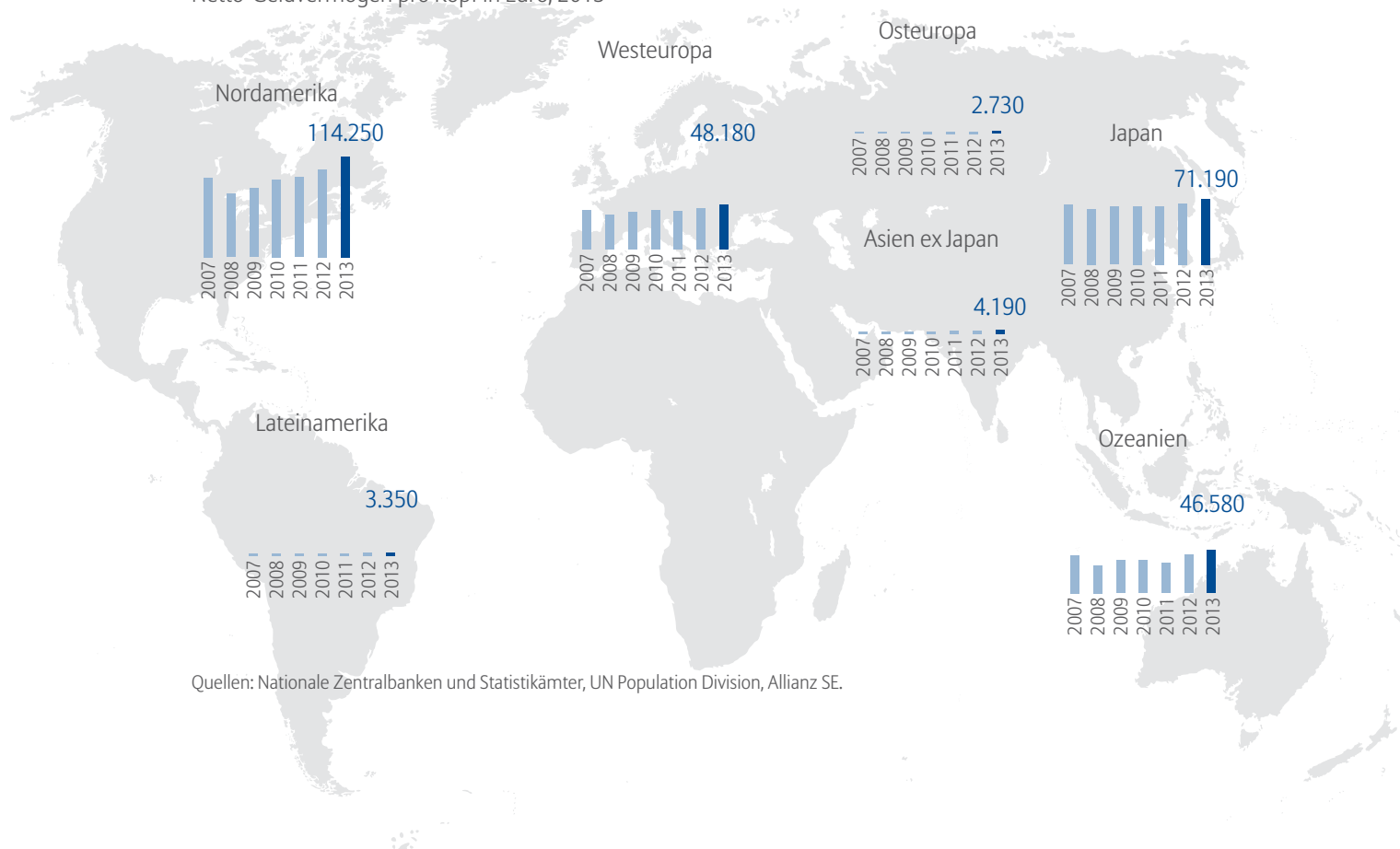
## Transatlantische Vermögenskluft wird größer

Auch wenn sich die Unterschiede zwischen den armen und reichen Regionen der Welt unter Berücksichtigung der Verbindlichkeiten absolut etwas einengen: Die Diskrepanzen sind noch immer gewaltig. An der Spitze stehen dabei die Haushalte Nordamerikas, deren Netto-Geldvermögen Ende 2013 bei durchschnittlich EUR 114.250 pro Kopf lag. Am anderen Ende der Skala befindet sich Osteuropa, wo das Pro-Kopf-Vermögen zum Jahresende 2013 trotz der beeindruckenden Entwicklung in der Vergangenheit mit EUR 2.730 im Durchschnitt so niedrig wie in keiner anderen Region war. Das durchschnittliche Pro-Kopf-Vermögen Nordamerikas beträgt

demnach das fast 42-fache des Pro-Kopf-Vermögens Osteuropas; immerhin hat sich dieser Faktor seit Beginn des 21. Jahrhunderts aber mehr als halbiert. Im asiatisch-pazifischen Raum stehen beim Netto-Geldvermögen immer noch die Haushalte Japans mit durchschnittlich EUR 71.190 pro Kopf an der Spitze. Beim Brutto-Geldvermögen hat sich allerdings Singapur, auch aufgrund von Wechselkurseffekten, bereits vorbeigeschoben.

### Vermögensweltkarte auf einen Blick

Netto-Geldvermögen pro Kopf in Euro, 2013



Deutlich niedriger liegt das Vermögensniveau in Westeuropa, dort verfügten Ende 2013 die Privathaushalte nach Abzug ihrer Verbindlichkeiten über EUR 48.180 pro Kopf. Damit hat sich im letzten Jahr die Vermögenskluft zwischen Westeuropa und Nordamerika weiter ausgeweitet. Noch in der ersten Hälfte der 2000er Jahre lag das Netto-Geldvermögen pro Kopf der Europäer im Durchschnitt bei etwa 50% des amerikanischen Niveaus. Mittlerweile beträgt dieser Wert nur noch 42%.

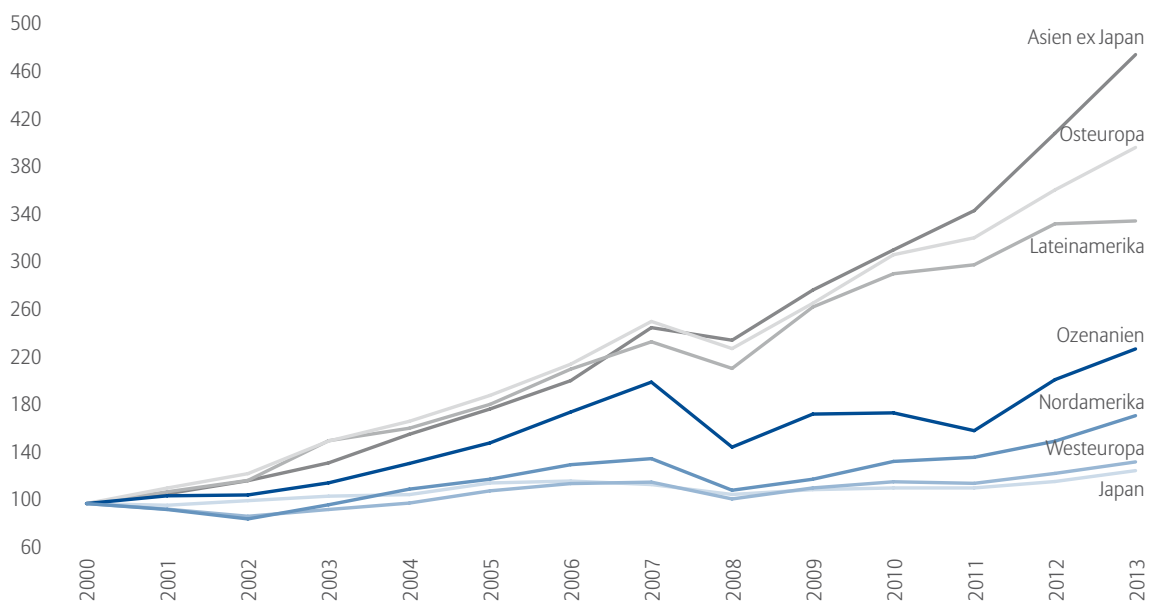
Aus dem Kreis der wohlhabenden Regionen rangiert Ozeanien an letzter Stelle, Down Under beziffert sich das Pro-Kopf-Vermögen auf EUR 46.580. Die Haushalte Lateinamerikas und Asiens (ex Japan) liegen bei EUR 3.350 bzw. EUR 4.190 pro Kopf.

## Westeuropa nähert sich Japan an

Wenig überraschend verschiebt sich auch die Rangfolge beim Wachstum, wenn die privaten Verbindlichkeiten berücksichtigt werden. An der Spitze steht dann die Region Asien (ex Japan): Dort legt das Netto-Geldvermögen pro Kopf in den vergangenen 13 Jahren um durchschnittlich 12,7% p.a. zu. Angesichts seiner rasanten Schuldenentwicklung belegt Osteuropa mit einem jährlichen Durchschnittswachstum von 11% „nur“ Platz zwei, gefolgt von Lateinamerika (9,7%). Ozeanien führt mit einer durchschnittlichen Zuwachsrate von 6,5% p.a. die wohlhabenden Regionen an, Nordamerika und Westeuropa verzeichneten mit 4,3% bzw. 2,3% ein deutlich langsames Vermögenswachstum. Japan bildet mit einem Durchschnittswachstum von

### Japan und Westeuropa im Wachstum abgeschlagen

Entwicklung des Netto-Geldvermögens pro Kopf nach Region, Index (2000=100)



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

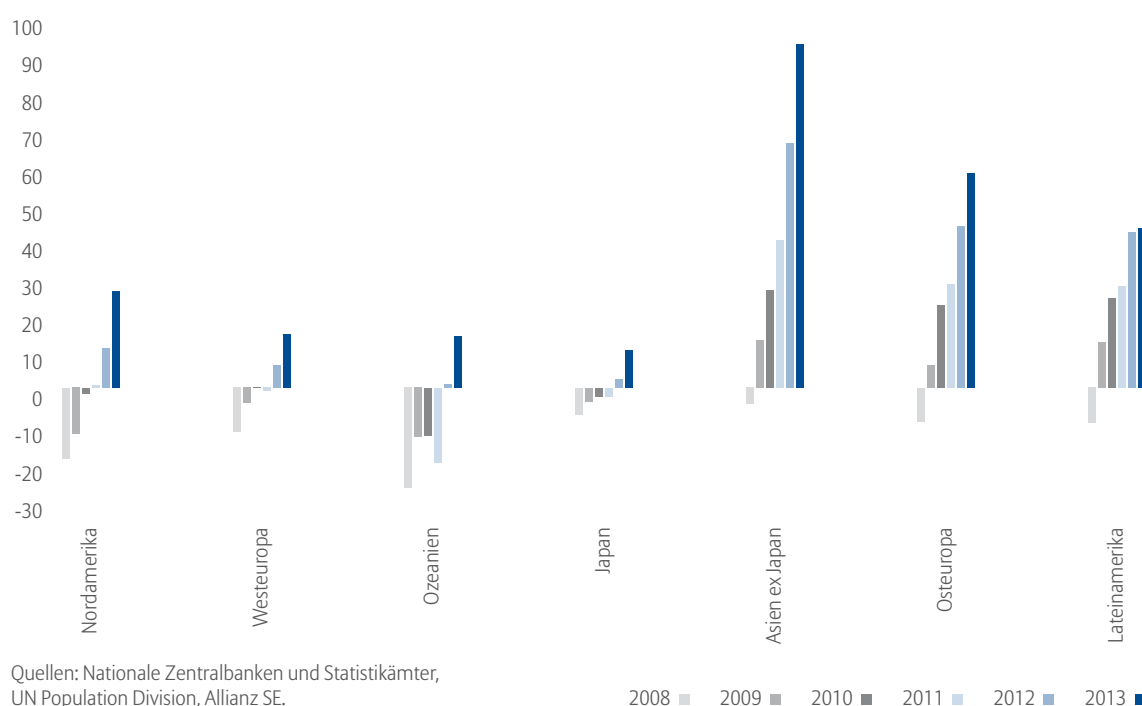
1,9% jährlich wiederum das Schlusslicht. Der Abstand zu Westeuropa ist dabei allerdings nicht mehr groß. Beide spielen zunehmend in derselben Liga, etwas abgeschlagen vom Rest. Die Furcht vor japanischen Verhältnissen in Europa lässt sich daher auch mit Blick auf die Vermögensentwicklung nicht gänzlich von der Hand weisen.

Das Tempo, in dem sich die einzelnen Regionen von den Krisenverlusten erholten, ist sehr unterschiedlich. Das Netto-Geldvermögen pro Kopf der Privathaushalte Ozeaniens, Westeuropas und Japans übertraf erst Ende 2012 den Höchststand des Jahres 2007. In Nordamerika hingegen waren die Verluste schon ein Jahr früher überwunden. Einen deutlichen Kontrast dazu bieten die ärmeren Regionen der Welt. Bereits im Jahr 2009 lag das Pro-Kopf-Vermögen der

Haushalte Lateinamerikas, Osteuropas und Asiens (ex Japan) über dem Stand des Jahres 2007. Bis Ende 2013 erreichte das Plus gegenüber 2007 knapp 43% in Lateinamerika, rund 57% in Osteuropa und sogar fast 92% in Asien (ex Japan).

### Krisenverluste in allen Regionen überwunden

Veränderungsraten des Netto-Geldvermögens pro Kopf gegenüber 2007 nach Region, in %





# Unterschiedliche Wirkungen der Niedrigzinsen innerhalb des Euroraums

Extrem niedrige Zinsen wirken nicht nur (langfristig) auf den Vermögensaufbau, sondern entfalten vor allem auch direkte Einkommenswirkungen: Zinszahlungen auf Bankkredite fallen geringer aus, ebenso gehen aber auch die erhaltenen Zinsen auf Bankeinlagen zurück. Werden die durchschnittlichen Zinsen der Vorkrisenjahre 2003 bis 2008 als Vergleichsmaßstab angelegt, lassen sich diese Einkommenswirkungen exakt bestimmen: Auf der Einlagenseite entstehen „Zinsverluste“ bzw. entgangene Zinsen, auf der Kreditseite Zinsgewinne bzw. weniger gezahlte Zinsen. Der Saldo dieser beiden Werte gibt an, ob die betroffenen Haushalte in ihrer Gesamtheit zu den „Gewinnern“ oder „Verlierern“ der Niedrigzinspolitik zählen.

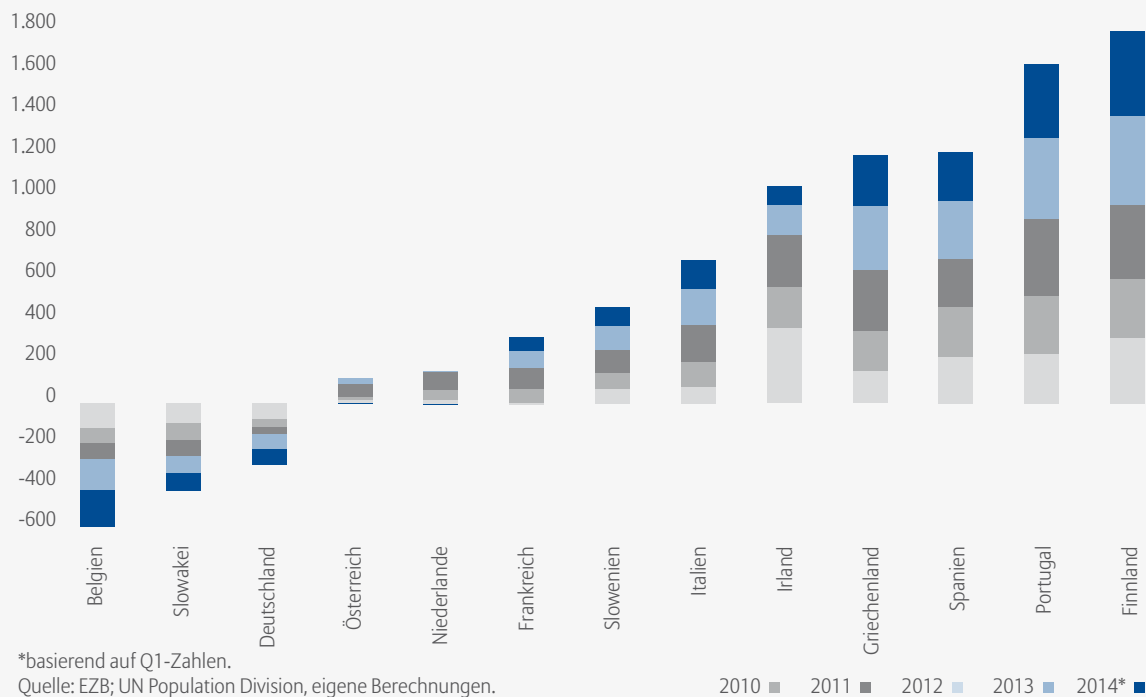
Bereits im letzten Jahr hatten wir an dieser Stelle auf diese Weise die Einkommenswirkungen der Niedrigzinsen auf die privaten Haushalte im Euroraum untersucht. Diese Analyse haben wir jetzt nicht nur aktualisiert, sondern auch verfeinert und erweitert. Die Zinsen berechnen wir nicht mehr auf jährlicher Basis, sondern auf monatlicher Basis; dadurch können wir jetzt auch unterjährig Schwankungen besser erfassen. Zugleich haben wir den Kreis der untersuchten Länder und Jahre erweitert: Erfasst werden jetzt alle Euroländer, lediglich die baltischen Staaten sowie die Kleinstaaten Malta, Zypern und Luxemburg bleiben außen vor. Zudem werden die Zinsgewinne und -verluste für die letzten fünf Jahre seit 2010 kalkuliert; fürs laufende Jahr 2014 verwenden wir Hochrechnungen auf Basis der Zahlen fürs erste Quartal.

Am Ergebnis ändern die neuen Berechnungsmethoden allerdings nicht viel: In Deutschland ist der Saldo aus Zinsverlusten und -gewinnen der privaten Haushalte in allen Jahren negativ: Im Durchschnitt haben die deutschen Haushalte in den letzten fünf Jahren EUR 281 pro Kopf „verloren“; insgesamt summieren sich die Zinsverluste seit 2010 auf knapp EUR 23 Mrd. Eine ähnlich schlechte Bilanz weisen nur noch Belgien und die Slowakei auf. Auch in Österreich fällt das Plus über die Jahre relativ mager aus, in diesem Jahr dürften auch die österreichischen Haushalte zu den „Zinsverlierern“ gehören. Wenig überraschend weist dieses Länder-Quartett die geringsten Schuldenquoten der Haushalte im Euroraum auf.

Im übrigen Euroraum werden dagegen per Saldo teils kräftige Zinsgewinne verbucht. Besonders hoch fallen die Netto-Zinsgewinne dabei in Spanien, Griechenland, Irland und Portugal aus; in allen vier Ländern liegen die Haushalte mit rund EUR 1.000 pro Kopf oder mehr im Plus; insgesamt addieren sich die Zinsgewinne in diesen vier Ländern seit Krisenbeginn auf EUR 87 Mrd.: Die Peripherie ist damit der große Profiteur der Niedrigzinspolitik. Lediglich Italien schneidet etwas weniger gut ab, was auf die relativ geringe private Verschuldung der italienischen Haushalte zurückzuführen ist. Mit EUR 655 Zinsgewinn pro Kopf (EUR 39 Mrd. insgesamt) sind die Entlastungen aber natürlich immer noch sehr hoch. Neben diesen mehr oder weniger erwarteten Ergebnissen überrascht der extrem hohe Zinsgewinn in Finnland; hierfür ist in erster Linie der starke Fall der Kreditzinsen verantwortlich: Im Durchschnitt lagen die Zinsen für Hauskredite ab 2013 unter 2%

## Zinsgewinne und -verluste im Euroraum

Entgangene Zinseinnahmen (Zinsverluste) und eingesparte Zinszahlungen (Zinsgewinne)  
in Euro pro Kopf und Jahr



Für Deutschland ist der entscheidende Faktor für Zinsverluste auf der Einlagenseite zu suchen. Während die Zinsgewinne in Pro-Kopf-Betrachtung in etwa dieselbe Größenordnung erreichen wie in vielen anderen Euroländern, sind die Unterschiede auf der Einlagenseite signifikant. Hier rächt sich für die deutschen Sparer ihre hohe Affinität zu (Sicht)einlagen, trotz (oder wegen) der besonders niedrigen Einlagenzinsen in Deutschland, die ein Spiegelbild der relativen Stärke der deutschen Banken sind. Mittlerweile liegen die Einlagenzinsen 30 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Niveau der anderen Länder im Euroraum; vor der Krise hatte Deutschland dagegen noch einen Vorsprung von etwa 20 Basispunkten.

Für die Krisenpolitik der EZB ist dieses Ergebnis ambivalent. Einerseits verschafft die derzeitige Geldpolitik den privaten Haushalten in den Krisenländern wie erhofft Entlastung, andererseits verursachen dieselben Maßnahmen für die deutschen Haushalte zusätzliche Kosten und schränken damit Konsummöglichkeiten ein. Diese divergierenden Effekte der einheitlichen Geldpolitik stellen eine weitere Herausforderung für die Währungsunion dar. Je länger die Phase der extrem niedrigen Zinsen anhält, desto größer dürften diese Unterschiede werden.





Vermögensverteilung

**Gemischtes Bild**

Nicht erst seit dem Bestseller von Thomas Piketty „Capital in the Twenty-First Century“ werden Verteilungsfragen wieder heiß diskutiert. Wirtschaftskrisen und steigende Arbeitslosenzahlen auf der einen Seite sowie auf der anderen Seite boomende Börsen und sagenhafte Erfolgsgeschichten vor allem in der IT-Branche vermitteln das Bild einer immer weiter auseinander driftenden Gesellschaft. Welche Antworten geben darauf die Zahlen des Allianz Global Wealth Reports?

Wie in den Vorjahren nähern wir uns der Frage nach der Verteilung des globalen Geldvermögens auf zwei Ebenen: Zum einen untersuchen wir mit Hilfe von Bevölkerungsdezilen, wie sich die Verhältnisse im nationalen Kontext in den letzten Jahren entwickelt haben, zum anderen teilen wir alle Haushalte / Personen in globale Vermögensklassen ein, um zu zeigen, wie viele Menschen weltweit in welchem Ausmaß am globalen Wohlstand partizipieren (oder auch nicht).

Allerdings liegen nicht für alle von uns betrachteten Länder Daten zur nationalen Vermögensverteilung vor. Für viele Länder greifen wir daher auf Ergebnisse von Davies et al. (2009) zurück, die in ihren Untersuchungen dargelegt haben, dass ein stabiler Zusammenhang zwischen Einkommens- und Vermögensverteilung besteht. Diesen nutzen wir, um mit Hilfe der (bekannten) länderspezifischen Einkommensverteilung auf die Vermögensverteilung zu schließen; d.h. wir „transformieren“ Einkommens- in Vermögensdezile, um auf diese Weise das durchschnittliche Vermögen je Bevölkerungsdezil bestimmen zu können.

## Die globale Vermögensmatrix

Im nächsten Schritt teilen wir dann alle Länder in „Vermögensquadranten“ ein. Die X-Achse bildet dabei den Vermögensanteil des obersten Bevölkerungsdezils ab; im einfachen Durchschnitt aller von uns untersuchten Länder liegt er bei ziemlich genau 50%. Auf der Y-Achse wird dagegen die Veränderung dieses Anteils seit dem Jahr 2000 in Prozentpunkten abgetragen; aus naheliegenden Gründen wird dabei die Nulllinie als Unterscheidungsmerkmal gewählt. Auf diese Weise erhalten wir eine Vermögensmatrix mit vier Quadranten (siehe Schaubild).

Im Quadranten links unten befinden sich die eher „egalitären Gesellschaften“, in denen der unterdurchschnittliche Anteil des obersten Bevölkerungsdezils am gesamten Netto-Geldvermögen für eine tendenziell ausgewogenere Verteilung spricht; gleichzeitig hat sich diese Verteilung in den letzten Jahren noch weiter „verbessert“. Der Anteil der „Oberen Zehntausend“ ist weiter gefallen – was im Umkehrschluss eine größere Teilhabe der anderen Gesellschaftsschichten impliziert. Demgegenüber ließen sich die Gesellschaften im Quadranten rechts oben als „elitär“ charakterisieren: Die Verteilung ist eher ungleich, da das oberste Bevölkerungsdezil mehr als 50% des Gesamtvermögens auf sich vereint; zugleich ist dieser Anteil in der letzten Dekade weiter gestiegen. Die übrigen beiden Quadranten beheimaten schließlich „Gesellschaften im Übergang“, die entweder eine relativ egalitäre Vermögensverteilung auszeichnet, die sich über die Jahre jedoch „verschlechtert“ hat (Quadrant links oben) oder die umgekehrt eine relativ ungleiche Verteilung aufweisen, aber mit einer deutlichen Bewegung hin zu mehr Gleichheit.

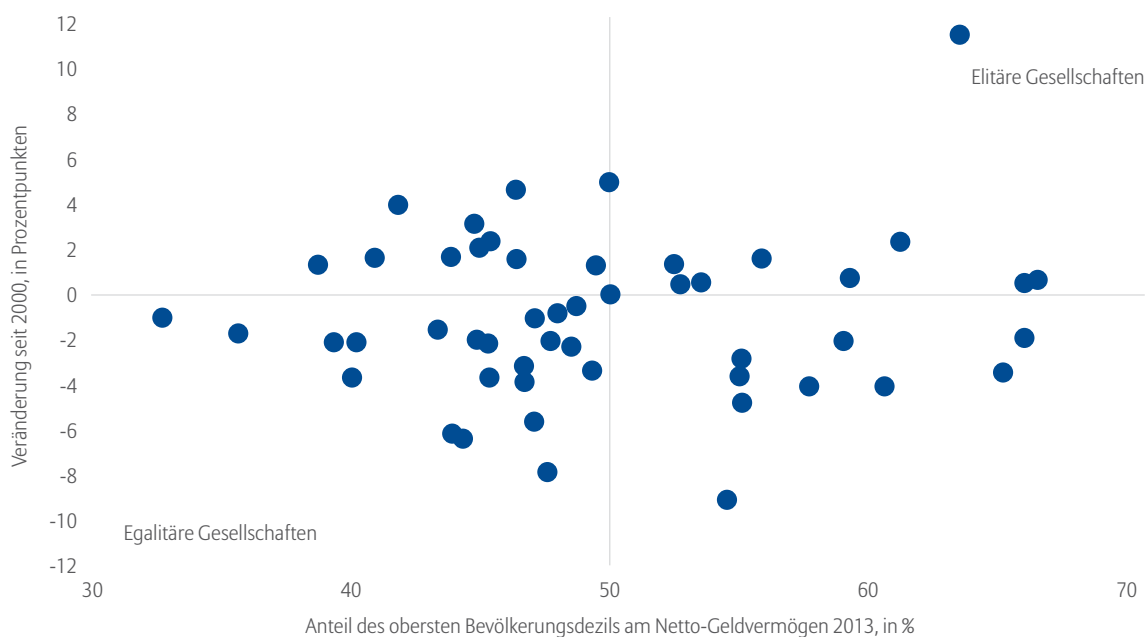
Was beim ersten Blick auf diese Vermögensquadranten auffällt: Es gibt offenkundig mehr Länder links von der 50%-Linie und ebenso auch mehr Länder unter der Null-Linie. So ungleich scheint die Verteilung der Vermögen in vielen Ländern also nicht zu sein; und auch die Entwicklung der letzten Jahre scheint eher in die „richtige“ Richtung verlaufen zu sein. Es lohnt sich natürlich dies aber noch etwas genauer unter die Lupe zu nehmen.

## Fortschritte in Asien und Lateinamerika

Die Vermögensmatrix für Asien und Lateinamerika liefert in etwa das erwartete Bild: Die Vermögensverteilung in den lateinamerikanischen Ländern ist im Durchschnitt ungleicher als im stärker egalitären Asien, vor allem im Vergleich zu den auch heute noch konfuzianisch geprägten Gesellschaften wie China, Japan oder Südkorea. In den von uns betrachteten südamerikanischen Staaten besitzt das oberste Bevölkerungsdezil in der Regel mehr als 60% des Gesamtvermögens. Einzige Ausnahme ist Argentinien, das heute eine homogenere Vermögensverteilung als seine Nachbarn ausweist. Dies lässt allerdings zwei Lesarten zu: Es könnte eine Folge der langen Krise sein, die auch vor der Oberschicht nicht halt gemacht hat; oder es könnte Ausdruck der zunehmenden Schattenwirtschaft in diesem Land

### Vermögensverteilung: Welt

Anteil des obersten Bevölkerungsdezils am Netto-Geldvermögen 2013 in % und Veränderung seit 2000 in Prozentpunkten



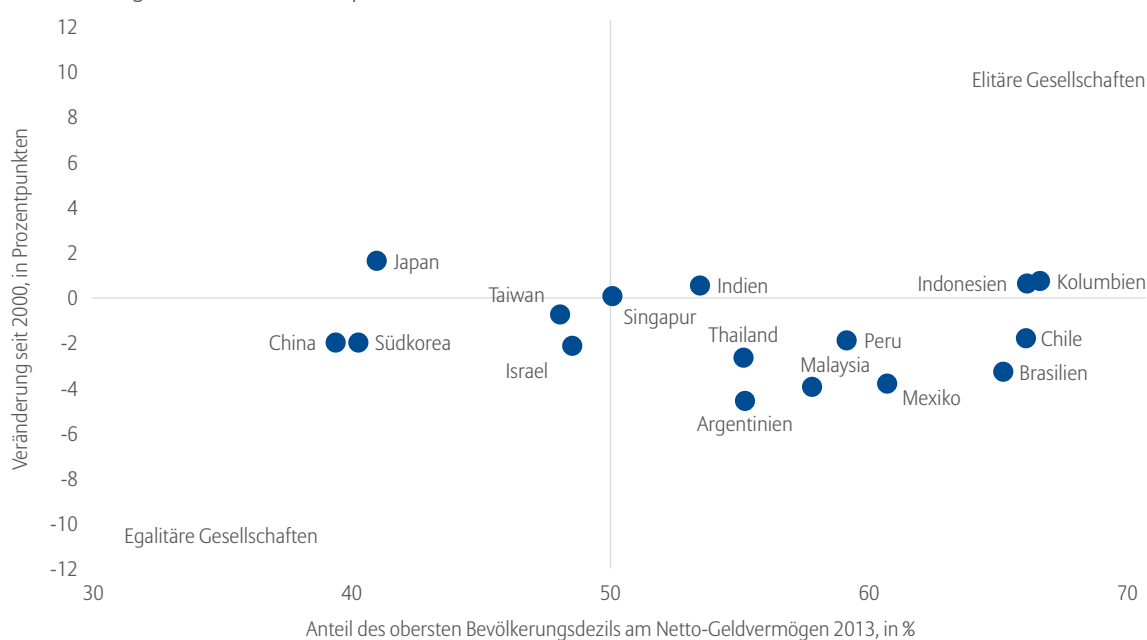
Quellen: EZB, Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.

sein, die die verlässliche Erfassung der Vermögen immer schwieriger macht. Der Unterschied zwischen offiziellen Daten zu Einkommen und Vermögen (auf die wir uns in diesem Report beziehen) und den tatsächlichen Besitzverhältnissen dürfte jedenfalls in Argentinien besonders hoch sein. Uneingeschränkt positiv ist aber die Entwicklung der letzten Jahre zu sehen: Bis auf Kolumbien, wo sich die Vermögensverteilung seit 2000 kaum verändert hat, haben alle anderen Länder deutliche Fortschritte in Richtung einer größeren gesellschaftlichen Teilhabe gemacht. Besonders ausgeprägt sind diese positiven Veränderungen in den beiden Volkswirtschaften der Region, die in den letzten Jahren auch wirtschaftlich am besten vorangekommen sind: Mexiko und Brasilien.

Das Vermögensbild in Asien ist dagegen deutlich gemischerter. Den schon erwähnten egalitären Gesellschaften stehen andere wie Indonesien, Malaysia, Thailand oder Indien gegenüber, in denen eher „lateinamerikanische“ Verhältnisse herrschen. Auch die Fortschrittsbilanz fällt durchwachsen aus: In vier Ländern gab es in der vergangenen Dekade keine Verbesserung, in einem, Japan, sogar eine signifikante Verschlechterung. Unübersehbar zählt Japan dem langen Stillstand Tribut, der langsam dazu führt, dass die einst homogenste Gesellschaft der Welt an den Rändern auszufransen droht. Enttäuschend ist auch der Stillstand in Indien. Ohne kräftige Reform- und Wachstumsimpulse dürfte sich die indische Vermögensverteilung auch in Zukunft nicht nachhaltig verbessern. Thailand und Malaysia können in dieser Beziehung dagegen auf ein durchaus erfolgreiches Jahrzehnt zurückblicken.

### Vermögensverteilung: Asien und Lateinamerika

Anteil des obersten Bevölkerungsdezils am Netto-Geldvermögen 2013 in % und Veränderung seit 2000 in Prozentpunkten



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

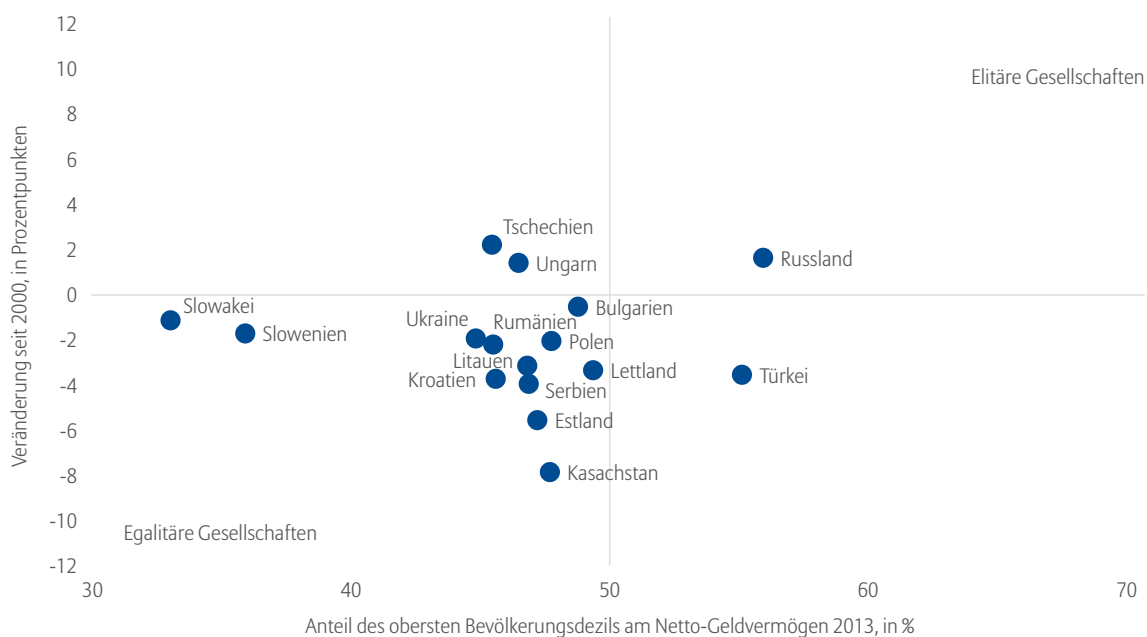
## Russland tanzt aus der Reihe

Die Vermögensmatrix Osteuropas vermittelt ein ziemlich einheitliches Bild. Die Mehrzahl der Länder weist eine Vermögensverteilung auf, in der das oberste Bevölkerungsdezil um die 45% des gesamten Netto-Geldvermögens besitzt. Diese relativ homogene Verteilung dürfte dabei eine direkte Folge der Tatsache sein, dass sich diese Länder erst vor 25 Jahren dem Westen und einer freien Marktwirtschaft öffneten; der Zeitraum, private Vermögen (legal) aufzubauen, war also noch kurz, die Unterschiede sind daher auch noch nicht zu stark ausgeprägt.

In den meisten Ländern hat sich die Verteilung in der zurückliegenden Dekade zudem auch verbessert, Ausdruck eines stürmisch verlaufenden Vermögenswachstums, das große Teile der Gesellschaft erfasste. Aus der Reihe tanzen hier nur die Tschechische Republik und Ungarn, die – auf geringem Ausgangsniveau – eine leichte Verschlechterung hinnehmen mussten, und vor allem Russland: Hier herrschten sowieso schon große Vermögensunterschiede, und in den vergangenen Jahren ist diese Kluft noch größer geworden. Auf der anderen Seite sind die großen Fortschritte in Kasachstan, wie schon im Fall Argentinens, *cum grano salis* zu interpretieren. Nicht so dagegen im Fall der Türkei, dessen wirtschaftlicher Aufstieg sich auch in der Vermögensentwicklung und -verteilung widerspiegelt. Allerdings herrschen auch hier eher noch „südamerikanische“ Verhältnisse, da das Land mit den übrigen Ländern der Region nicht die Erfahrung einer Stunde Null vor 25 Jahren teilt.

### Vermögensverteilung: Osteuropa

Anteil des obersten Bevölkerungsdezils am Netto-Geldvermögen 2013 in % und Veränderung seit 2000 in Prozentpunkten



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

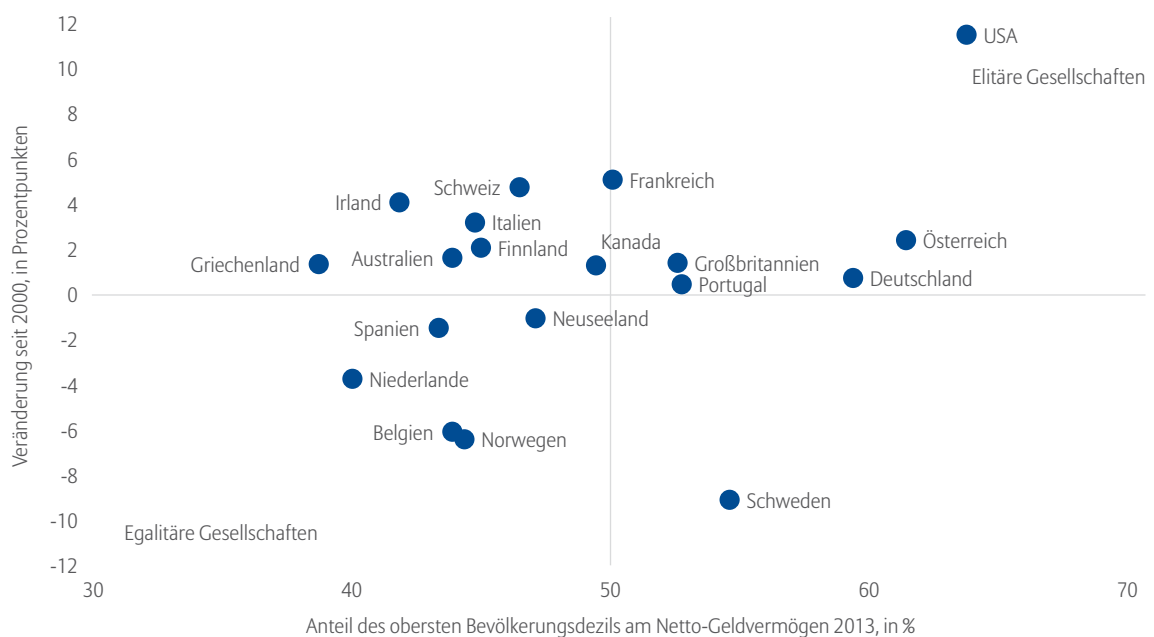
## Finanzkrise fordert Tribut

Die Vermögensmatrix der entwickelten Länder in Europa, Nordamerika und Ozeanien ergibt ein sehr heterogenes Bild. Sowohl die Spreizung der Verteilung selbst als auch der Veränderungsraten ist außergewöhnlich hoch. Die Mehrzahl der Länder erlebte in den vergangenen Jahren jedoch eine teils deutliche Zunahme der Ungleichverteilung. Die große Ausnahme ist ohne Frage Schweden, das seine Immobilien- und Finanzkrise allerdings auch bereits in den 1990er Jahren durchlebte; die Entwicklung der letzten Dekade dürfte daher wohl eher als Rückkehr zu normalen „schwedischen“ Verhältnissen anzusehen sein.

Vergleichbares lässt sich von den USA nicht behaupten. Hier ist es im Laufe der Krise und folgenden zögerlichen Wirtschaftserholung offenbar zu einer dramatischen Verschlechterung der Vermögensverteilung gekommen. Auch wenn keines der anderen Länder eine Entwicklung ähnlichen Ausmaßes durchlaufen hat, fällt doch auf, dass es vor allem die von der Krise besonders betroffenen Staaten sind – wie zum Beispiel Griechenland und Irland aber auch Italien und Frankreich –, in denen der Vermögensanteil des oberen Vermögensdezils kräftig gestiegen ist. Krisenbedingte Rückschläge beim Vermögensaufbau scheinen vor allem die kleinen und mittleren Vermögen zu treffen, nicht so sehr die großen. In den USA kommt zu diesem Phänomen sicherlich auch noch die digitale Revolution hinzu, die sich immer mehr als „Vermögensbeschleuniger“ erweist, zumindest für ihre Protagonisten. Ein Wort zur Situation in Deutschland:

### Vermögensverteilung: Westeuropa, Nordamerika, Ozeanien

Anteil des obersten Bevölkerungsdezils am Netto-Geldvermögen 2013 in % und Veränderung seit 2000 in Prozentpunkten



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

Die Vermögensverteilung hat sich hier seit dem Jahr 2000 kaum verändert; entgegen dem eigenen (bundesrepublikanischen) Selbstbild gehört Deutschland im internationalen Kontext aber zu denjenigen Ländern, die eine relative Ungleichverteilung der Vermögen auszeichnet. Dies dürfte allerdings in erster Linie ein Erbe der langen Teilung des Landes in Ost und West sein.

## Wachstum statt Steuern

Welches Fazit lässt sich nun aus der Tour d'Horizon durch die nationalen Daten zur Vermögensverteilung ziehen? Entgegen den Befürchtungen von Thomas Piketty scheint eine unaufhaltsame Spaltung der Gesellschaften in Arm und Reich nicht bevorzustehen. Im Gegenteil: Die zurückliegenden Jahre verliefen in dieser Hinsicht in einer Vielzahl der von uns analysierten Länder eher erfreulich, d.h. in Richtung einer stärker ausgeglichenen Verteilung der Vermögen. „Ausnahmen“ bestätigen allerdings die Regel – und sie betreffen u.a. mit Frankreich und vor allem den USA gerade die zwei Länder, die auch im Fokus der Piketty'schen Studie stehen. Diese beiden Länder und auch die übrigen entwickelten Staaten, in denen die Vermögensverteilung ins Negative drehte, unterstreichen den Befund, dass vor allem Krisen und Vermögensrückgänge der Feind des Ideals einer egalitären Gesellschaft sind. Überall dort dagegen, wo die Gesamtvermögen rasant gestiegen sind, schei-

nen auch immer mehr Menschen am Wohlstand partizipieren zu können. Wer nur auf die (ebenso rasant) steigende Zahl der Millionäre schaut, verliert die positiven Entwicklungen „darunter“, in der Breite der Bevölkerung, aus dem Blick. Auch unter verteilungspolitischen Gesichtspunkten ist der gegenwärtige Aufstieg vieler Länder in Asien, Lateinamerika und Osteuropa eine Erfolgsgeschichte. Wer für eine homogenere Verteilung der Vermögen streitet, sollte nicht darauf zielen, durch Steuern und Abgaben das Wachstum der Vermögen zu begrenzen, sondern vielmehr alles daran setzen, die Vermögensentwicklung insgesamt zu fördern. Auch hier gilt: Wachstum ist das beste Mittel für soziale Gerechtigkeit.

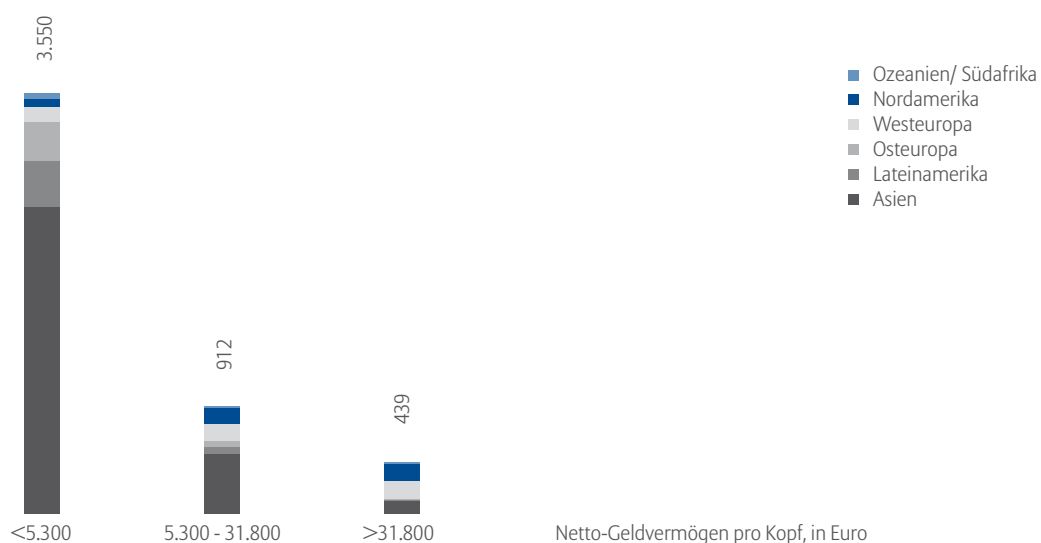
## Globale Vermögensklassen 2013

Die Untersuchung nach globalen Vermögensklassen bekräftigt dieses Bild. Zunächst aber müssen wir dazu die einzelnen globalen Vermögensschichten definieren. Wie in den Vorjahren ist unser Ausgangspunkt dabei das weltweite durchschnittliche Netto-Geldvermögen pro Kopf, das 2013 bei EUR 17.700 lag. Die globale Vermögensmittelschicht („middle wealth“) umfasst dabei alle Personen mit einem Vermögen zwischen 30% und 180% des weltweiten Durchschnitts. Für 2013 belaufen sich die Vermögensgrenzen für die globale Vermögensmittelschicht damit auf EUR 5.300 und EUR 31.800. Als „low

wealth“ (Vermögensunterklasse) gelten dagegen alle Personen, deren Netto-Geldvermögen unter der Schwelle von EUR 5.300 liegt, während als „high wealth“ (Vermögensoberklasse) diejenigen mit einem Netto-Geldvermögen von über EUR 31.800 bezeichnet werden (ausführlich zur Herleitung der Bestimmung der Vermögensgrenzen siehe Appendix A).

### Vermögensmittelklasse nähert sich der Eine-Milliarde-Marke

Bevölkerung (aus 53 Ländern)  
in Mio.



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

## 912.000.000 Menschen zählen zur globalen Vermögensmittelklasse

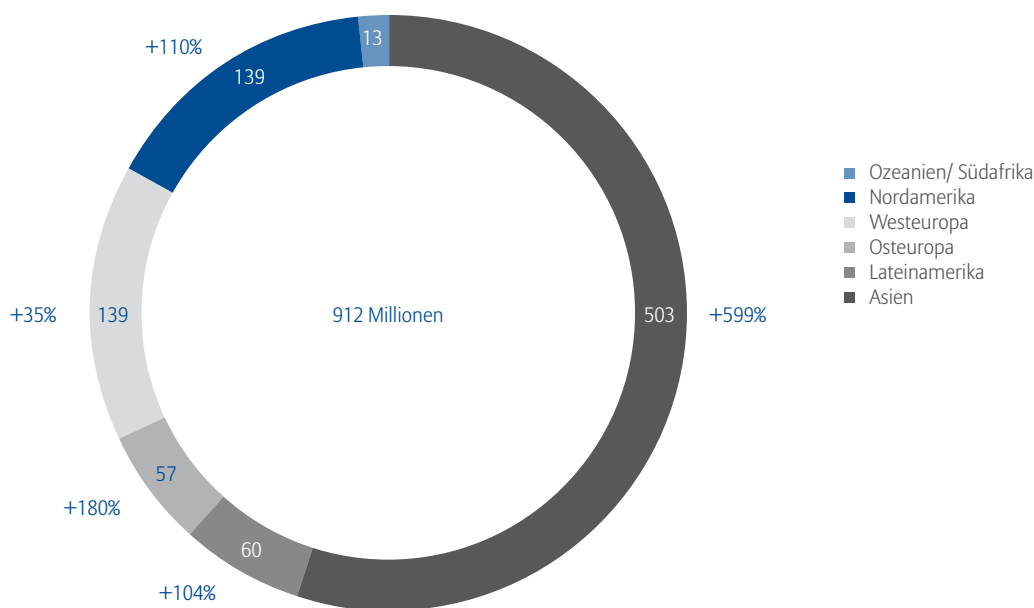
2013 lebten nach dieser Untergliederung 912 Millionen Menschen mit mittlerem Netto-Vermögen in den von uns untersuchten Ländern. Dies sind gut 60 Millionen Menschen mehr als noch im Jahr davor. Ein guter Teil dieses Zuwachses geht dabei – neben dem allgemeinen Bevölkerungswachstum – auf die USA und Japan zurück, allerdings aus unterschiedlichen Gründen: In den USA machen sich die kräftige Erholung an den Aktienmärkten sowie der forcierte Schuldenabbau der letzten Jahre positiv bemerkbar, weshalb sich wieder mehr Amerikaner zumindest zur globalen Vermögensmittelklasse rechnen können. In Japan ist dagegen die globale Vermögensoberklasse geschrumpft; dies dürfte aber vor allem auf die schwache Wechselkursent-

wicklung zurückzuführen sein, wodurch japanische Haushalte im internationalen Vergleich an Boden verloren haben.

Insgesamt zählen damit im Jahr 2013 knapp 19% (Vorjahr 18%) der gesamten Weltbevölkerung zur globalen Vermögensmittelklasse. Die Dynamik, mit der sich die globale Mittelschicht entwickelt, wird dabei vor allem über einen längeren Zeitraum hinweg deutlich: Seit Jahrtausendbeginn hat sich die Bevölkerung, die im globalen Maßstab über ein mittleres Vermögen verfügt, in Lateinamerika verdoppelt, in Osteuropa beinahe verdreifacht und in Asien sogar versiebenfacht. Das Gesicht der globalen Vermögensmittelklasse hat sich dadurch grundlegend gewandelt: Im Jahr 2000 kamen deren Mitglieder noch zu knapp 60% aus Nordamerika oder Westeuropa. Heute kommt dagegen jeder zweite aus Asien – wobei Japan nicht einmal mitgerechnet ist. Der Anteil Nordamerikas und Westeuropas ist auf etwa 30% gefallen.

### Ex oriente Vermögensmittelklasse

Vermögensmittelklasse nach Regionen in Millionen und Veränderung gegenüber dem Jahr 2000



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

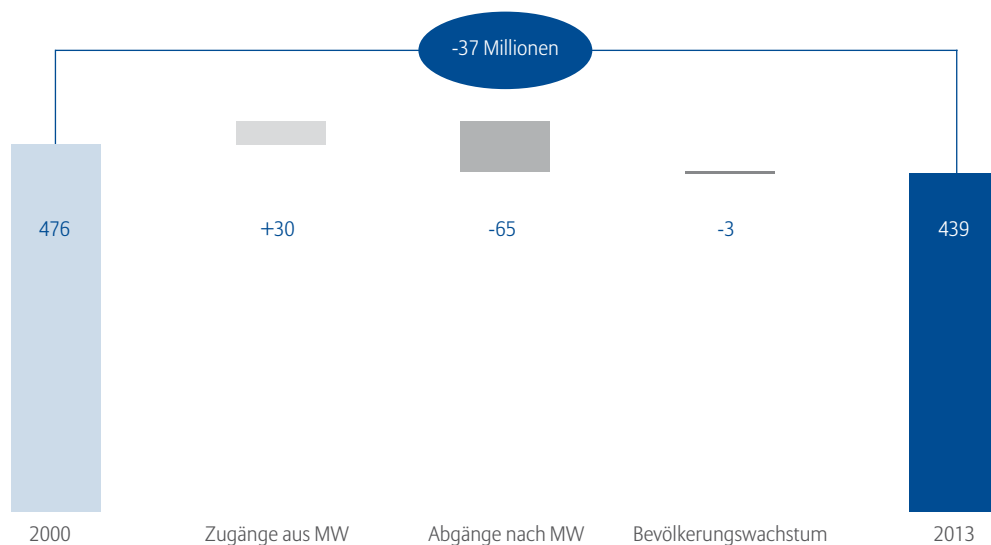
## 65.000.000 Absteiger

Aber das rapide Wachstum der Mittelschicht ist nicht für alle eine Erfolgsgeschichte, denn es gibt dabei nicht nur Aufsteiger. Gerade in den Ländern, in denen die Verschuldung in den letzten Jahren enorm angestiegen ist und deren Geldvermögen in der Krise gelitten hat, gibt es heute weniger Menschen mit hohem Vermögen („high wealth“) als noch zu Beginn des Jahrtausends. Insgesamt musste die „Vermögensoberklasse“ in den letzten Jahren einen Aderlass um gut 65 Millionen Menschen verkraften – ein Teil

der neuen Mittelschicht rekrutiert sich also tatsächlich aus „Absteigern“ aus der Oberschicht. Dies gilt natürlich nur für die entwickelten Länder: Die stärksten absoluten Verschiebungen in dieser Richtung mussten die USA, Japan, Frankreich und Italien verzeichnen – alles Länder, in denen auch die innerstaatliche Vermögensverteilung signifikant „ungleicher“ geworden ist. Die Zahl der „Absteiger“ übertraf dabei die Zahl der Aufsteiger deutlich, insgesamt ist die Vermögensoberklasse damit auch auf globaler Ebene geschrumpft. Auch dies spricht nicht unbedingt für die befürchtete Spaltung der Gesellschaft. Als Konsequenz dieser Entwicklung ist auch das Gesicht der „high-wealth-Klasse“ internationaler geworden. Während zu Beginn des Jahrtausends drei Viertel der Mitglieder aus Westeuropa und Nordamerika stammten, waren es Ende 2013 nur noch etwa zwei Drittel.

### Mehr Ab- als Aufsteiger in der oberen Vermögensklasse

Veränderungen in der Vermögensoberklasse  
in Millionen



## 491.000.000 Aufsteiger

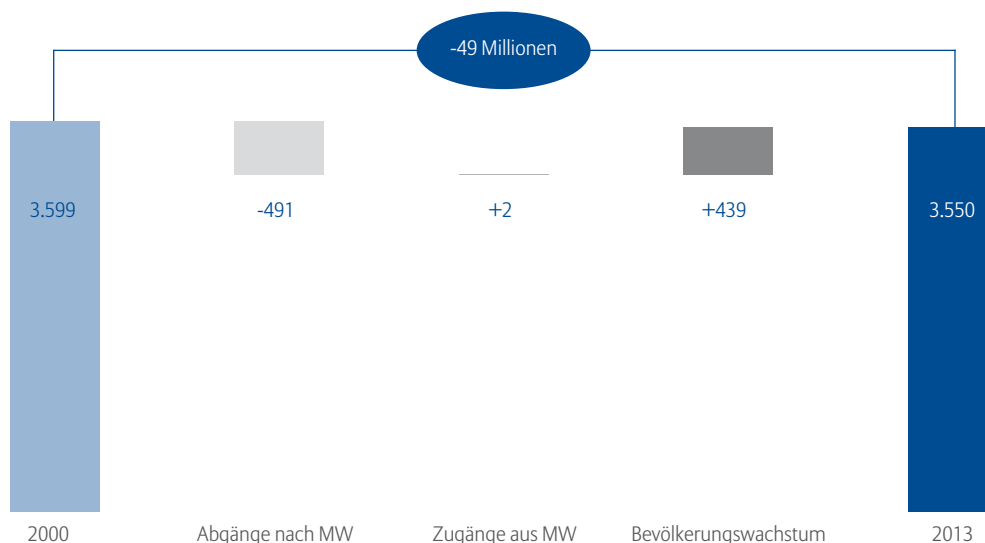
Die Entwicklung in der Vermögensklasse „low wealth“ verlief in etwa spiegelbildlich: In vielen Entwicklungsländern in Asien, Lateinamerika und Osteuropa ist diese Klasse – entgegen dem allgemeinen Bevölkerungstrend – deutlich kleiner geworden; der Rückgang fiel dabei wenig verwunderlich in China mit über 300 Millionen Menschen mit Abstand am kräftigsten aus. In Westeuropa und Nordamerika ist dagegen die Vermögensunterklasse zwischen 2000 und 2013 weitgehend konstant geblieben. Trotz großer Verschiebungen hat sich die Gesamtzahl mit knapp 3.600 Millionen Menschen in diesem Zeitraum allerdings nur wenig verändert. Die Erklärung liegt im allgemeinen Bevölkerungswachstum, das in den von uns betrachteten Ländern bei 520 Millionen Menschen lag; der Löwenanteil entfiel dabei auf die unterste und größte Vermögensklasse. Erst wenn dieser „natürliche“ Anstieg be-

rücksichtigt wird, wird deutlich, welch immense Aufstiegs Geschichte sich hinter den Zahlen zur Vermögensunterklasse verbirgt: Nahezu einer halben Milliarde Menschen ist es in den vergangenen 13 Jahren gelungen, aus dieser Klasse in die globale Vermögensmittelklasse aufzusteigen. Mehr als alles andere unterstreicht diese Zahl, dass im globalen Maßstab immer mehr Menschen am globalen Wohlstand partizipieren können. Von zunehmender Ungleichheit kann aus dieser Perspektive keine Rede sein.

Mit Blick auf die absoluten Bevölkerungszahlen wird aber zugleich auch deutlich, dass das Wachstum der Vermögensmittelschicht noch lange nicht an sein Ende gekommen sein sollte. Das „Meer der Armen“ ist immer noch riesig. Dies gilt nicht zuletzt für bevölkerungsreiche Länder wie Indien oder Indonesien, die – trotz großer Fortschritte – ihr Potenzial bislang noch nicht ausgeschöpft haben.

### Knapp 500 Millionen Aufsteiger aus der unteren Vermögensklasse

Veränderungen in der Vermögensunterklasse in Millionen



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





Immobilienvermögen

**Die eigentümliche  
Vermögensklasse**

<sup>2</sup> Zu den Datenquellen und zum Kreis der Länder, deren privates Immobilienvermögen untersucht wird, siehe Appendix A.

Das private Immobilienvermögen war bisher nicht Gegenstand des Allianz Global Wealth Reports. Aus ganz pragmatischen Gründen: Für die Mehrzahl der Länder, die untersucht werden, gibt es gegenwärtig keine Daten aus der gesamtwirtschaftlichen Vermögensrechnung, die Rückschlüsse über den Wert des Immobilienbesitzes in privater Hand zuließen. Doch selbst wenn Daten vorhanden sind, erschweren unterschiedliche statistische Abgrenzungen der nicht-finanziellen Vermögenswerte einen konsistenten Ländervergleich. Das Statistikamt der Europäischen Union, Eurostat, z.B. weist dem Aufbau der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz entsprechend in der nichtfinanziellen Vermögensbilanz der privaten Haushalte die Werte der produzierten Vermögensgüter, also der Wohnbauten und Nichtwohnbauten, einerseits sowie des nichtproduzierten Sachvermögens, hier des Grund und Bodens, andererseits jeweils getrennt aus. Während inzwischen für 19 Mitgliedsländer die Werte der Wohnbauten vorliegen, sind bislang nur für zehn Länder Daten für Nichtwohnbauten und lediglich für drei der Wert des Grund und Bodens der privaten Haushalte aufgeführt. Letzteres hängt insbesondere mit den Schwierigkeiten bei der Erfassung des aktuellen, tatsächlichen Wertes von Grund und Boden zusammen. Ein Vergleich mit der Situation in Ländern außerhalb der EU ist daher nur in Einzelfällen möglich; so findet man z.B. bei der OECD für die Schweiz und die USA lediglich Angaben zum Wert der Wohnbauten inklusive Grund und Boden.

Aus Gründen der Vergleichbarkeit begrenzen wir den Länderkreis in unserem Ranking daher auf die von Eurostat erfassten EU-Mitgliedsstaaten und stellen die Situation in weiteren ausgewählten Ländern nur anekdotisch dar.

## Konzeptionelle Probleme bei der Messung von Immobilienvermögen

Darüber hinaus stellt die Einbeziehung des Immobilienvermögens die Vermögensanalyse noch vor weitere, konzeptionelle Probleme. Während sich der Wert des Geldvermögens relativ einfach und unzweifelhaft bestimmen lässt, trifft dies für das Immobilienvermögen nicht unbedingt zu. Die meisten Statistiken orientieren sich an den Häuserpreisen, aber geben diese tatsächlich den „Wert“ einer Immobilie an? Oder orientiert sich dieser nicht vielmehr – wie üblich bei Kapitalgütern – am erzielbaren Einkommen, also der Rendite, die in diesem Fall die tatsächlichen oder, für Hausbesitzer, die ihre Immobilie selbst nutzen, impliziten Mieteinnahmen darstellen? Diese Frage ist keineswegs trivial, da in vielen Ländern in den letzten Jahrzehnten Haus- und Mietpreisentwicklung weit auseinandergeklaffen sind. Die Verwendung von Hauspreisen als Wertansatz ist auch deshalb problematisch, da Immobilien nur in den seltensten (Not-)fällen verkauft werden, um zusätzliches Einkommen bzw. Konsummöglichkeiten zu generieren. Wenn Immobilien verkauft werden, dann in aller Regel, um woanders eine neue Immobilie zu erwerben; Preissteigerungen heben sich so gegenseitig auf und implizieren keinen echten Vermögenszuwachs. Selbst im Alter sinkt die Im-

mobilenbesitzquote daher nur marginal. Denn die übergroße Mehrheit der Immobilienbesitzer besitzt nur das Haus, in dem sie zugleich wohnt. Im Euroraum beispielsweise können knapp 95% der Immobilienbesitzer „nur“ ihre eigenen vier Wände ihr Eigen nennen (vgl. Eurosystem Household Finance and Consumption Survey). Immobilienvermögen stellt in diesem Sinne tatsächlich einen Vermögenswert sui generis dar, der – im Gegensatz zu den Spielarten des Geldvermögens – weniger den Charakter des Sparens in sich trägt, d.h. des Verschiebens von Konsummöglichkeiten in die Zukunft, z.B. ins Alter, sondern in den allermeisten Fällen eher einem Gebrauchsgut ähnelt, dessen „wahrer“ Wert nicht zuletzt emotionaler Natur ist und vor allem in der (dauerhaften) Nutzung bzw. Bindung liegt.

Dennoch ist es natürlich interessant, einen Blick auf das Immobilienvermögen zu werfen. Denn nicht nur ist das eigene Haus in der Regel der größte Einzelposten in der Vermögensbilanz der privaten Haushalte, sondern es kann im Notfall eben auch als Versicherung gegen finanzielle Nöte genutzt werden.

## Immobilienvermögen geringer als Geldvermögen

Ein Blick auf das Verhältnis des Immobilienvermögens zum Brutto-Geldvermögen zeigt, dass in der Mehrzahl der von uns untersuchten Länder das Brutto-Geldvermögen höher als das Immobilienvermögen ist; im Durchschnitt entsprach der Wert des Immobilienvermögens im Jahr 2012 80% des Brutto-Geldvermögens. Während in Dänemark, den Niederlanden, in Italien und in Polen der Anteil des Immobilienvermögens über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg (seit dem Jahr 2000) allerdings jeweils deutlich geringer als im Durchschnitt der betrachteten EU-Länder war, übersteigt es in Estland, Slowenien, der Slowakei und Ungarn das Brutto-Geldvermögen seit Jahren.

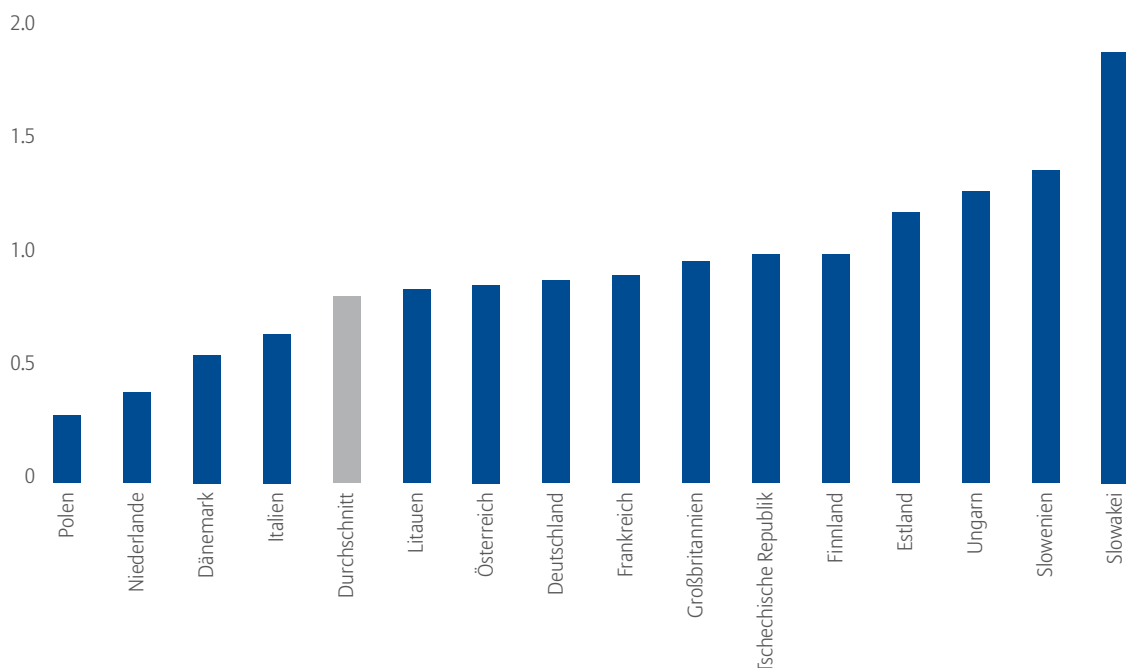
Letzteres dürfte in erster Linie auf die relativ hohen Hausbesitzquoten als Folge der Privatisierungswellen nach der Öffnung der Märkte in den 1990er Jahren zurückzuführen sein. Während viele Haushalte quasi „über Nacht“ zu Besitzern ihrer eigenen vier Wände wurden, vollzog sich der Aufbau des Geldvermögens aus eigenen Sparleistungen weitaus langsamer – aber auch stetiger: In allen von uns untersuchten osteuropäischen Ländern hat sich das Verhältnis von Immobilien- zu Geldvermögen in den letzten Jahren deutlich reduziert, in der Slowakei beispielsweise von 3,0 (2004) auf 1,9 (2012).

Als Fazit dieses Vergleichs lässt sich also festhalten, dass in den entwickelten Ländern das Immobilienvermögen in der Regel teils deutlich kleiner ist als das Brutto-Geldvermögen. Die Mehrzahl der Haushaltsbefragungen zur Vermögenssituation, zum Beispiel auch die bereits

zitierte Erhebung des Eurosystems, kommt allerdings zu gegenteiligen Ergebnissen. Wie lässt sich diese Diskrepanz erklären? Hauptursache dürfte sein, dass private Haushalte bei Befragungen dazu neigen, den Wert der eigenen Immobilie (emotional) zu überschätzen, während das Geldvermögen, vor allem Ansprüche aus Versicherungen oder Pensionen, systematisch durch „Nicht-Deklaration“ unterschätzt wird. Beim Vergleich der Ergebnisse der Erhebung des Eurosystems mit gesamtwirtschaftlichen Vermögensrechnungen ergeben sich zum Teil Diskrepanzen von 50% und mehr allein beim Geldvermögen. Aus unserer Sicht geben jedoch die objektiven Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Vermögensrechnung die tatsächliche Vermögenssituation der privaten Haushalte weitaus besser wieder als das subjektive „Wohlstandsempfinden“, das in den Umfragen zutage gefördert wird.

### Immobilienvermögen meist geringer als Geldvermögen

Verhältnis Immobilienvermögen zu Brutto-Geldvermögen, 2012



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Eurostat, Allianz SE.

## Stetige Entwicklung der Immobilienvermögen

In den allermeisten Ländern, die von uns betrachtet werden, ist der Wert der Immobilien zwischen 2001 und 2012 mehr oder weniger kontinuierlich gestiegen. Insgesamt betrug das durchschnittliche Wachstum seit der Jahrtausendwende 4,9% pro Jahr.

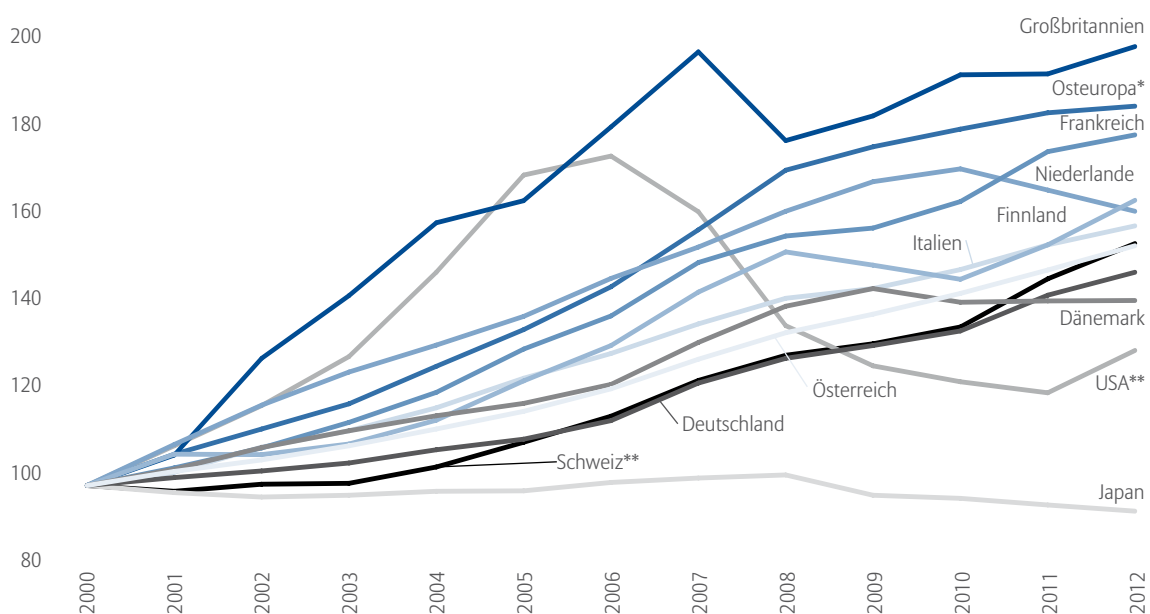
In den USA hingegen verlor das Immobilienvermögen, einschließlich der Grundstückswerte, zwischen 2006 und 2011 über fünf Jahre hinweg kontinuierlich und letztlich insgesamt rund 27% an Wert. Erst 2012 konnte dieser Abwärtstrend gestoppt werden, seitdem sind wieder kräftige Zuwächse zu erkennen: Nach knapp 9% im Jahr 2012 dürfte sich der Anstieg der Immobilienwerte im vergangenen Jahr auf über 11% beschleunigt haben. Eine ähnliche Entwick-

lung ist dagegen für Japan, dem anderen Land mit einer enttäuschenden Immobilienwertentwicklung, nicht zu erwarten: Japans nationaler Immobilienmarkt ist seit den 1990er Jahren im permanenten Niedergang gefangen und dürfte angesichts der weiteren Bevölkerungsentwicklung auch in Zukunft keine neuen Impulse enthalten.

In den betrachteten EU-Ländern mussten laut Eurostat lediglich die niederländischen und litauischen Haushalte einen absoluten Rückgang des Wertes ihres Immobilienvermögens hinnehmen – laut Angaben der hellenischen Notenbank war das auch in Griechenland (Grundstückswerte mit einberechnet) der Fall. In den meisten anderen Ländern war dagegen bislang nur eine Verlangsamung des Wachstums zu verzeichnen. Ausnahmen sind hier allerdings Deutschland und die Schweiz, die ausweislich der Entwicklung in den Vorkrisenjahren noch über einiges Nachholpotential verfügen.

### Unterschiedliches Wachstumstempo

Entwicklung des Immobilienvermögens pro Kopf in ausgewählten Ländern und Osteuropa, Index (2000=100)



\*Estland, Litauen, Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.  
Quellen: Eurostat, OECD, Allianz SE.

\*\*inklusive Grundstückswerte.

Zu berücksichtigen bei diesem insgesamt positiven Bild der Entwicklung des Immobilienvermögens ist allerdings, dass für die Euro-Peripherie Staaten Spanien, Portugal und Irland keine Daten vorliegen. Hier dürfte der Vermögensverlauf eher der US-amerikanischen Kurve folgen.

## Wachstum des Immobilien- und Geldvermögens weitgehend parallel

Aber nicht nur die Betrachtung des Wachstums des Immobilienvermögens für sich, sondern auch der Vergleich mit der Entwicklung des Brutto-Geldvermögens ist aufschlussreich. Trotz großer Unterschiede in einzelnen Ländern

lässt sich dabei festhalten, dass die Entwicklung im Durchschnitt aller Länder relativ parallel verlaufen ist. Das jährliche Wachstum des Brutto-Geldvermögens der betrachteten Länder zwischen 2000 und 2012 lag in Summe bei durchschnittlich 3,4%. Die Punktwolke, die die langfristigen durchschnittlichen Wachstumsraten für Immobilien und Geldvermögen abbildet, ordnet sich daher auch relativ symmetrisch um die 45°-Achse. Wirklich überraschend ist dieser Parallellauf allerdings nicht. Denn zumindest in der langen Frist sollten dieselben Fundamentaldaten, die das Wachstum des Immobilienvermögens beeinflussen – Bevölkerungsentwicklung, Wirtschaftswachstum und Inflation –, auch die maßgeblichen Treiber der Geldvermögensentwicklung sein.

### Immobilienvermögen und Geldvermögen

Durchschnittliches jährliches Wachstum des Immobilien- und Brutto-Geldvermögens seit Ende 2000



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

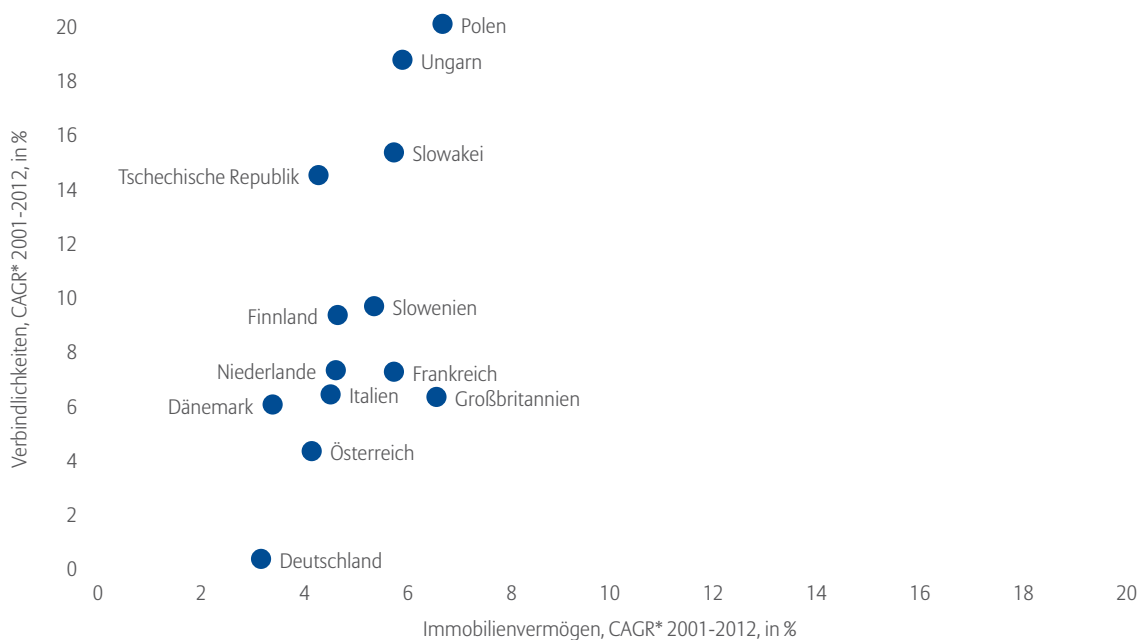
## In Osteuropa wachsen Verbindlichkeiten schneller als Immobilienvermögen

Mit Blick auf die Entwicklung des Immobilienvermögens und die Verschuldungsdynamik lässt sich dieser enge Zusammenhang im Durchschnitt zwar noch erkennen: Mit durchschnittlichen 5,1% pro Jahr stiegen die Verbindlichkeiten zwischen 2001 und 2012 nur marginal schneller als das Immobilienvermögen (4,9%). Auf Länderebene betrachtet dominieren jedoch einige Ausreißer das Bild. Trägt man die durchschnittliche jährliche Entwicklung des Immobilienvermögens und der Verbindlichkeiten über den Betrachtungszeitraum in einem Schaubild ab, ergibt sich eine Punktwolke mit einer eher senkrechten Anordnung der einzelnen Daten-

werte. Bei näherer Betrachtung wird deutlich, dass dieser asymmetrische Zusammenhang in erster Linie auf die osteuropäischen Länder zurückzuführen ist, in denen die Verschuldung seit der Jahrtausendwende durchweg mit zweistelligen Jahresraten zunahm. Dennoch, liegt der Verschuldungsgrad (Verbindlichkeiten in Prozent des BIP) in diesen Ländern mit rund 34% immer noch deutlich unter den entsprechenden Werten in Westeuropa (knapp 81%) und Nordamerika (85%, jeweils für 2012).

### Immobilienvermögen und Verbindlichkeiten

Durchschnittliches jährliches Wachstum des Immobilienvermögens und der Verbindlichkeiten seit Ende 2000



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.

Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Eurostat, Allianz SE.

## Großbritannien steht an der Spitze, Japan ist großer „Immobilienverlierer“

Zum Abschluss der Analyse des Immobilienvermögens ein kurzer Blick auf die absoluten Werte pro Kopf. Vor dem Hintergrund eines immer noch signifikanten Wohlstandsgefälles zwischen Ost und West offenbart das Länderranking keine großartigen Überraschungen: Unter den betrachteten EU-Mitgliedsstaaten verfügten die Briten Ende 2012 mit EUR 82.030 über das höchste Immobilienvermögen pro Kopf, gefolgt von Dänemark (EUR 63.140) und Frankreich (58.890). Schlusslicht bildeten hinter Litauen die polnischen Haushalte (EUR 2.580), obwohl sich deren Immobilienvermögen seit der Jahrtausendwende bereits mehr als verdoppelt hat.

Bezieht man Japan in die Betrachtung mit ein, muss es sich gemessen an seinem privaten Immobilienvermögen mittlerweile in die Reihe der Osteuropäer einordnen. So lag das Immobilienvermögen pro Kopf in Slowenien, das sowohl über das höchste Geld- als auch Immobilienvermögen pro Kopf aller osteuropäischen EU-Länder verfügt, um beinahe 40% höher als in Japan, wo die zwei Jahrzehnte währende Immobilien-Baisse tiefe Spuren hinterlassen hat.

Werden nun die Immobilienvermögen pro Kopf zu den Netto-Geldvermögen pro Kopf hinzu addiert, ergibt sich eine neue Rangliste. Unter den 15 EU-Ländern, die wir hier betrachten, sind erwartungsgemäß nur kleinere Verschiebungen zu beobachten. Der Großteil der Länder bleibt in der Gesamtbewertung entwe-

der auf seinem Platz oder bewegt sich lediglich um einen Rang nach oben oder unten. Großbritannien, dessen Haushalte nach den Niederlanden über das zweithöchste Netto-Geldvermögen und über das höchste Immobilienvermögen pro Kopf verfügen, wobei sie in dieser Hinsicht wohl vom starken – möglicherweise sogar bereits überhitzten? – britischen Immobilienmarkt profitieren, belegte nach dieser Rechnung die Spitzenposition. Dänemark, dessen Haushalte nach Großbritannien über das zweithöchste Immobilienvermögen verfügten, rutscht aufgrund der hohen Verschuldung in der Gesamtwertung auf Platz drei hinter die Niederlande. Maßgeblich hierfür war die Tatsache, dass die holländischen Haushalte in diesem Länderkreis zwar nur ein mittelhohes Immobilienvermögen vorzuweisen hatten, aber das mit Abstand höchste Netto-Geldvermögen besaßen.

Erweiterte man das Ranking um die Nicht-EU-Länder Schweiz, USA und Japan, lägen die Schweizerischen Haushalte nicht nur allein beim Netto-Geldvermögen weltweit auf dem ersten Platz, sondern auch unter Hinzunahme des Immobilienvermögens (insgesamt EUR 306.580 pro Kopf). Die US-Amerikaner könnten trotz ihres relativ niedrigen Immobilienvermögens (EUR 45.050 pro Kopf) ebenfalls ihren Rang als zweitreichste Nation der Welt verteidigen. Streng genommen ist dieser Vergleich allerdings nur eingeschränkt aussagekräftig, da in den USA und der Schweiz wie bereits erwähnt die Grundstückswerte einfließen. Japans Haushalte wiederum, die hinsichtlich des Netto-Geldvermögens pro Kopf Platz fünf des globalen Länderrankings belegen, fielen unter Berücksichtigung der Häuserwerte um fünf Ränge nach unten und fänden sich zwischen Italien und Finnland wieder.

## Immobilienvermögen und Netto-Geldvermögen

Immobilienvermögen pro Kopf  
in Euro (2012)

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| Großbritannien        | 82.030 |
| Dänemark              | 63.140 |
| Frankreich            | 58.890 |
| Deutschland           | 53.440 |
| Österreich            | 53.310 |
| Niederlande           | 46.570 |
| Finnland              | 42.880 |
| Italien               | 40.370 |
| Slowenien             | 24.540 |
| Slowakei              | 16.800 |
| Tschechische Republik | 13.450 |
| Estland               | 13.210 |
| Ungarn                | 12.110 |
| Litauen               | 6.870  |
| Polen                 | 2.580  |

Netto-Geldvermögen pro Kopf  
in Euro (2012)

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| Niederlande           | 68.840 |
| Großbritannien        | 56.810 |
| Dänemark              | 50.090 |
| Italien               | 47.400 |
| Frankreich            | 43.420 |
| Österreich            | 42.960 |
| Deutschland           | 42.050 |
| Finnland              | 18.520 |
| Slowenien             | 12.450 |
| Tschechische Republik | 9.070  |
| Ungarn                | 6.390  |
| Polen                 | 5.430  |
| Litauen               | 5.170  |
| Slowakei              | 4.920  |
| Estland               | 4.900  |

Immobilienvermögen plus  
Netto-Geldvermögen pro Kopf  
in Euro (2012)

|                       |         |
|-----------------------|---------|
| Großbritannien        | 138.840 |
| Niederlande           | 115.410 |
| Dänemark              | 113.230 |
| Frankreich            | 102.300 |
| Österreich            | 96.270  |
| Deutschland           | 95.490  |
| Italien               | 87.770  |
| Finnland              | 61.400  |
| Slowenien             | 36.990  |
| Tschechische Republik | 22.520  |
| Slowakei              | 21.720  |
| Ungarn                | 18.500  |
| Estland               | 18.110  |
| Litauen               | 12.040  |
| Polen                 | 8.010   |

## Immobilien bieten keinen verlässlichen Schutz vor demographischen Wandel

Unterm Strich bleibt die Erkenntnis, dass es sich beim Immobilienvermögen um eine eigentümliche Vermögensklasse handelt. Weder scheint – laut gesamtwirtschaftlicher Vermögensrechnung – der Immobilienwert so hoch zu sein, wie ihre Besitzer denken, noch ist die Entwicklung so volatil, wie die wiederkehrenden Krisen am Immobilienmarkt vermuten lassen. Dafür herrscht eine hohe Korrelation mit der Entwicklung der Geldvermögen. Dies führt dazu, dass sich am „Wohlstands-Ranking“ der Länder auch unter Berücksichtigung des Wertes von Wohnbauten nicht allzu viel ändert.

Interessante Schlussfolgerungen lassen sich dennoch ziehen – und zwar vor allem mit Blick auf die Lage in Japan. Das private Immobilienvermögen macht dort nur noch einen Bruchteil des Gesamtvermögens der Haushalte aus. Vielfach haben Immobilien jenseits der Großstädte und vor allem außerhalb Tokios nur noch einen ideellen Wert für ihre Besitzer. Diese Entwicklung ist nicht nur die direkte Konsequenz aus der geplatzten Immobilienblase zu Anfang der 1990er Jahre. Sie spiegelt auch noch ein weiteres Phänomen wider: Das einer alternenden und schrumpfenden Gesellschaft. Denn private Wohnimmobilien sind nahezu immer und überall – große internationale Metropolen wie London, Paris oder New York bilden hier die wenigen Ausnahmen – ein lokales Vermögensgut: schrumpft die Bevölkerung, geht die Nachfrage ebenfalls zurück. Japan ist für diese langanhaltend

negative Dynamik nur das früheste Beispiel, für viele andere Länder und Regionen ist mit Blick auf die demographischen Trends eine ähnliche Entwicklung zu befürchten. Die Implikationen liegen auf der Hand: Immobilien sind nicht „demographie-fest“, da sie sich – im Gegensatz zum Geldvermögen – nicht internationalisieren lassen. Sie bieten keinen verlässlichen Schutz vor dem demographischen Wandel.

Die zentrale Idee, die hinter dem Aufbau privater Vermögen steht, nämlich eigenverantwortliche Vorsorge für die Zukunft – und das heißt in erster Linie fürs Alter – zu betreiben, lässt sich mit Immobilien also nur eingeschränkt verwirklichen. Dem stehen vielerorts nicht nur sinkende Preise entgegen; auch die Hoffnung auf „gesparte“ Mietzahlungen dürfte sich gerade im Alter angesichts steigender Instandhaltungs- und Modernisierungskosten häufig als Illusion erweisen. Pointiert formuliert: Häuser sind keine Sparbüchsen. Das private Geldvermögen ist der bessere Indikator, wenn es darum geht, das Wohlstandsniveau einer Gesellschaft zu messen. In diesem Sinne sind die Japaner immer noch in der glücklichen Lage, dass sie über ein hohes Geldvermögen und damit „aufgesparte“ Konsummöglichkeiten in der Zukunft verfügen – darin liegt ihre Versicherung gegen den fortschreitenden demographischen Wandel, nicht in den weiter sinkenden Immobilienwerten.

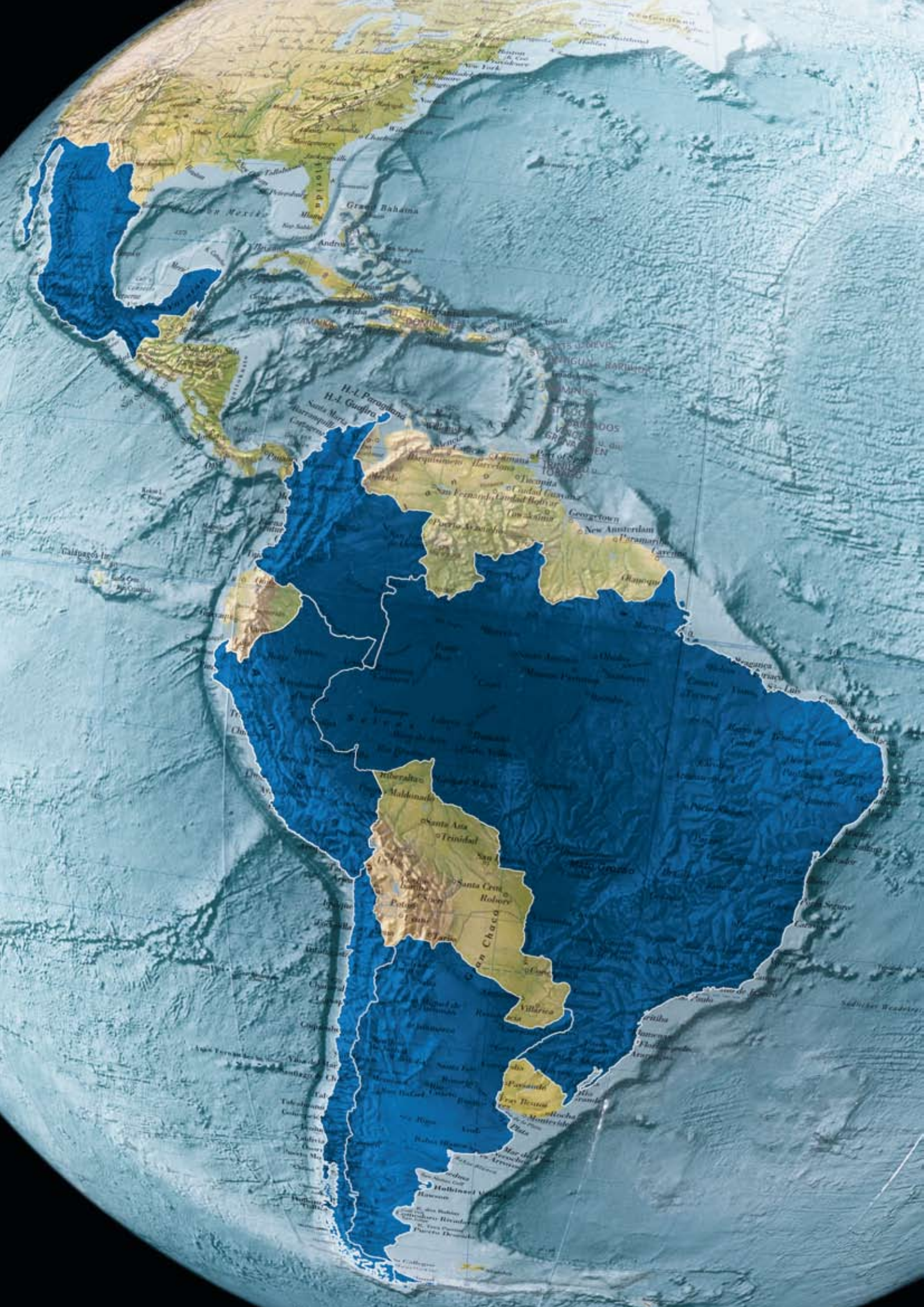




Regionale Unterschiede

# **Das Geldvermögen in den einzelnen Regionen**

|     |                           |
|-----|---------------------------|
| 67  | Lateinamerika             |
| 75  | Nordamerika               |
| 81  | Westeuropa                |
| 91  | Osteuropa                 |
| 99  | Asien                     |
| 113 | Australien und Neuseeland |



## Lateinamerika

### Bevölkerung

|                                                            |          |
|------------------------------------------------------------|----------|
| In den untersuchten Ländern .....                          | 460 Mio. |
| Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....    | 76,5%    |
| Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung..... | 6,5%     |

### BIP

|                                                         |                |
|---------------------------------------------------------|----------------|
| In den untersuchten Ländern .....                       | EUR 3.260 Mrd. |
| Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion..... | 84,1%          |
| Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP.....         | 6,6%           |

### Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

|                                       |                    |
|---------------------------------------|--------------------|
| Insgesamt .....                       | EUR 2.561 Mrd.     |
| Durchschnittlich .....                | EUR 5.560 pro Kopf |
| Anteil am globalen Geldvermögen ..... | 2,2%               |

### Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

|                        |                    |
|------------------------|--------------------|
| Insgesamt .....        | EUR 1.020 Mrd.     |
| Durchschnittlich ..... | EUR 2.215 pro Kopf |
| In % des BIP .....     | 31,3%              |

In den von uns untersuchten sechs lateinamerikanischen Ländern Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko und Peru stieg das Brutto-Geldvermögen im vergangenen Jahr um 6,4% auf insgesamt knapp EUR 2,6 Billionen. Im Gegensatz zur globalen Vermögensentwicklung fiel das Wachstum damit erheblich langsamer aus als im Vorjahr, als sich die Zuwachsraten in der Region noch auf 13,5% bezifferte. Auch im langfristigen Vergleich schwächelte die Vermögensentwicklung 2013 in Lateinamerika, wo das Finanzvermögen seit Ende 2000 um durchschnittlich 12,7% p.a. zulegen konnte.

Signale des Federal Reserve Systems hinsichtlich einer möglichen Drosselung des Anleihekaufprogramms im Mai 2013 setzten weltweit einen regelrechten Ausverkauf von Vermögengstiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften in Gang. Die erhöhte Verunsicherung an den internationalen Finanzmärkten schlug sich in Form deutlicher Korrekturen an den Kapitalmärkten und Währungsabwertungen in den Schwellenländern nieder. Die Finanzierungsbedingungen verschärfen sich spürbar, was die ohnehin nur schleppende konjunkturelle Erholung in Lateinamerika zusätzlich belastete. Gegen Jahresende folgte eine zweite Verkaufswelle, wobei die Anleger im Gegensatz zur ersten Runde verstärkt Fundamentaldaten für ihre Investitionsentscheidungen in Betracht zogen. Zu weiteren Kapitalabflüssen kam es insbesondere in den Ländern mit zunehmend trüben Wirtschaftsaussichten und beträchtlichen makroökonomischen Ungleichgewichten. Die betroffenen Volkswirtschaften mussten abermalige Kursrückgänge an den Aktien-, Anleihe- und Devisenmärkten hinnehmen.

Neben Indien, Indonesien, Südafrika und der Türkei zählt auch Brasilien zu dem Länderkreis, in dem sich die Finanzierungsbedingungen deutlich verschlechterten. In dem nach Fläche, Bevölkerung und Wirtschaftsleistung größten Land Lateinamerikas schritt auch im vergangenen Jahr die konjunkturelle Erholung nur langsam voran. 2013 lag das nominale Wirtschaftswachstum mit rund 10% bereits zum dritten Jahr in Folge unter dem langfristigen Durchschnittswachstum (+11,5% p.a. seit Ende 2000), gleichzeitig überschritt die Inflationsrate im Mai das von der Zentralbank definierte Inflationsziel von 6,5%. Vor diesem Hintergrund blieben auch die Konsumausgaben der Privathaushalte verhalten, sie gingen im Jahresverlauf 2013 um weitere 0,1% zurück, nachdem sie bereits im Vorjahr um 5,8% schrumpften. Das Brutto-Geldvermögen verzeichnete im vergangenen Jahr zwar ein auf den ersten Blick robustes Plus von 7%, allerdings war der Zuwachs weniger als halb so hoch wie im Vorjahr (+14,9%) und lag nur knapp einen Prozentpunkt über der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate. Der Rückgang der Wachstumsgeschwindigkeit war über alle Anlageklassen hinweg zu beobachten.

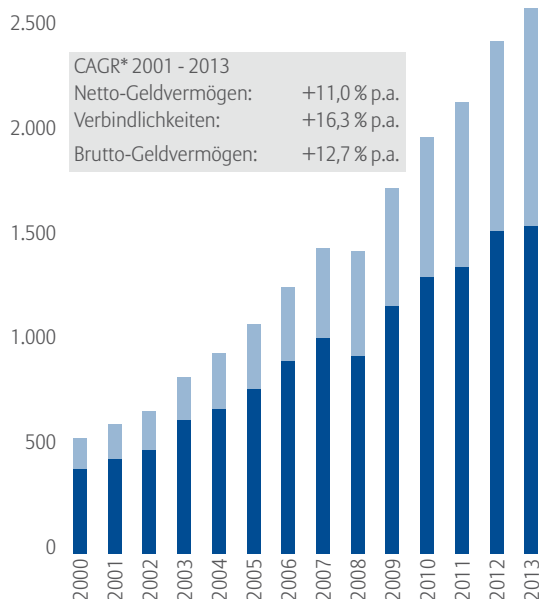
Mehr als drei Viertel des regionalen Brutto-Geldvermögens konzentrierten sich in den beiden größten Volkswirtschaften Lateinamerikas: Rund 44% des regionalen Geldvermögens befanden sich in den Händen der brasilianischen Haushalte und gut 34% entfielen auf die Einwohner Mexikos. Die privaten Ersparnisse der zweitgrößten Wirtschaftsnation der Region verbuchten ein im historischen Vergleich nur schwaches Plus von 3,2%, was vor allem auf die enttäuschende Aktienmarktentwicklung zurückzuführen ist. Der mexikanische Leitindex verlor im Jahresverlauf 2013 gut 2% und das gesamte Wertpapiervermögen der Privathaushalte nahm nur um magere 0,9% gegenüber dem Vorjahr zu. Da die Mexikaner – ähnlich wie ihre US-amerikanischen Nachbarn – traditionell den Löwenanteil ihres Finanzvermögens (rund 66%) in

Aktien und festverzinsliche Wertpapiere investieren, drückt die schwache Entwicklung dieser Anlageklasse die Wachstumsrate des gesamten Vermögensbestandes deutlich nach unten.

Anders als man es für eine aufstrebende Region erwarten würde, ist der Anteil des Vermögens, der in Lebensversicherungen oder Renten investiert wird, in Lateinamerika relativ hoch und liegt mit 29% weit über dem Schwellenländerniveau von rund 15%. Innerhalb der Region variiert die Bedeutung dieser Anlageklasse jedoch von Land zu Land. Einzelne Volkswirtschaften wie zum Beispiel Chile, Kolumbien und Brasilien haben schon früh die staatlichen Sozialsysteme durch private Vorsorge ergänzt. Auf Versicherungen und Pensionen entfällt daher in der Vermögensstruktur ein hohes Gewicht. In Argentinien hingegen dominieren Bankeinlagen das Portfolio, nachdem 2008 die privaten Pensionsfonds verstaatlicht wurden.

### Vermögenswachstum verlor 2013 an Kraft

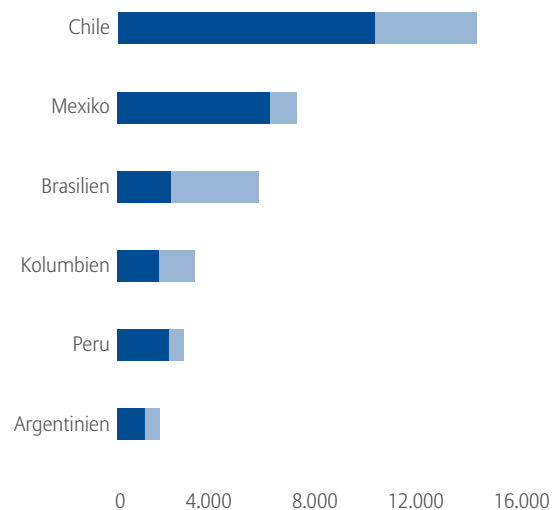
Netto-Geldvermögen und Schulden  
in Mrd. Euro



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.

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

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2013  
in Euro



Netto-Geldvermögen ■  
Verbindlichkeiten ■

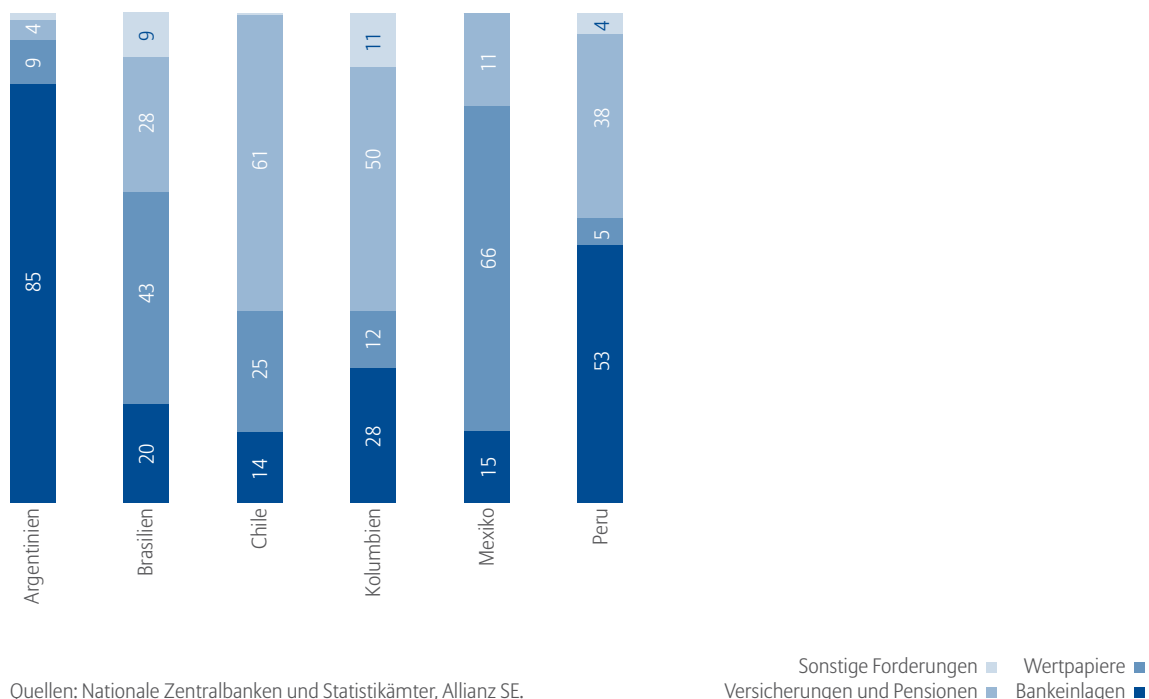
Hinsichtlich der Länderanteile sind die Relationen auf der Passivseite der Vermögensbilanz ähnlich wie auf der Aktivseite: Knapp 82% der Verbindlichkeiten entfielen allein auf die brasilianischen und mexikanischen Haushalte. Das Netto-Geldvermögen, d.h. Brutto-Geldvermögen abzüglich Verbindlichkeiten, bezifferte sich in der gesamten Region auf über EUR 1,5 Billionen. Der Anteil am globalen Netto-Geldvermögen hat sich seit Ende 2000 von 0,9% auf 1,8% verdoppelt. Insofern das Schuldenwachstum schneller voranschritt als der Aufbau des Brutto-Geldvermögens, verzeichnete das Netto-Geldvermögen mit durchschnittlich 11% p.a. seit Ende 2000 ein etwas langsames Wachstum als das Brutto-Geldvermögen (im Mittel 12,7% p.a.).

Wachstumschampion in der Region ist dabei Argentinien, wo das Netto-Geldvermögen im Zeitraum von 2001 bis 2013 im Mittel um 25,7% p.a. zulegte. Die rasante Vermögensentwicklung änderte aber nichts an der Tatsache,

dass das Land das niedrigste Pro-Kopf-Vermögen (durchschnittlich EUR 1.080) innerhalb der Region aufweist. Darüber hinaus sind die argentinischen Haushalte von einer galoppierenden Inflation geplagt: Offiziellen Statistiken zufolge – die die Regierung jahrelang beschönigen ließ – lag diese Ende 2013 bei 10,6%; unabhängige Beobachter hingegen gehen eher von deutlich über 20% aus. Anfang dieses Jahres allerdings stellte das Nationale Statistikamt einen „aktualisierten“ Verbraucherpreisindex vor, wonach die Inflationsrate mit einem Schlag alleine im ersten Halbjahr 2014 15% betrug. Viele Argentinier haben seit dem letzten Staatsbankrott 2002 das Vertrauen in ihren Peso und die Regierung verloren: Die drastische Abwertung der heimischen Währung und das Einfrieren von Bankeinlagen

### Bedeutung der privaten Altersvorsorge ist charakteristisch für die Region

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens



führte zur Flucht in sichere Fremdwährungen. Wer kann, investiert im Ausland oder legt sich seine Dollar oder Euro unter die Matratze – in diesem Umfeld ist die statistische Erfassung des Geldvermögens der privaten Haushalte natürlich mit großen Unsicherheiten behaftet.

Im Sommer 2012 reagierte die Regierung auf die chronische Kapitalflucht mit einer strengen Limitierung von Devisenkäufen, außerdem wurde die Steuer auf Kreditkartenzahlungen im Ausland von zuvor 15% auf 20% nach oben geschraubt. Die Restriktionen ließen viele Einwohner auf den Schwarzmarkt flüchten, um in illegalen Wechselstuben ihre Peso in Dollar umzutauschen. Bauern horten aus Furcht vor einer weiteren Abwertung ihre Weizen- oder Sojabohnenernte; sie fürchteten, dass die hohe Inflation ihre Gewinne auffrisst, wenn sie nach dem Verkauf ihre Dollareinnahmen in Peso tauschen müssen. Dem Staat wiederum entgehen damit hohe Summen an Steuereinnahmen auf Ausfuhrerlöse, die in Dollar abgerechnet werden. Anfang dieses Jahres schwenkte die Regierung deshalb um und reagierte mit einer Lockerung der Restriktionen und Besteuerung für den Devisenkauf auf die rasante Abnahme der staatlichen Devisenreserven. Sie erhofft sich damit vermutlich auch eine Austrocknung des illegalen Devisenhandels, bei dem enorme Aufschläge auf den offiziellen Wechselkurs gezahlt werden. Der Peso wertete stark ab und verlor allein im Januar 2014 23% gegenüber dem Dollar, stabilisierte sich aber wieder in den darauffolgenden

Monaten. Die Märkte reagierten allerdings erleichtert auf die Maßnahmen, der argentinische Leitindex gewann im ersten Halbjahr 2014 rund 46%. Den Kampf gegen das Inflationsgespenst dürfte das Land aber noch lange nicht gewonnen haben.

Das obere Ende der Rangliste der reichsten Haushalte Lateinamerikas belegt nach wie vor Chile. Im Mittel standen den Einwohnern dort EUR 10.270 pro Kopf zu Verfügung, während der gesamtregionale Durchschnitt bei nur EUR 3.350 lag. Neben Chile hat nur noch Mexiko, wo sich das Netto-Geldvermögen pro Kopf auf EUR 6.090 bezifferte, den Status eines MWC (Middle Wealth Country)<sup>3</sup> inne. Trotz teils zweistelliger durchschnittlicher Wachstumsraten in der Vergangenheit liegt für die übrigen Länder des Kontinents der Sprung in den Länderkreis der MWC noch nicht in greifbarer Nähe.

Absolut betrachtet stehen die Chilenen nicht nur mit Blick auf das Geldvermögen pro Kopf an der Spitze der Region. Auch die Pro-Kopf-Verschuldung in Höhe von EUR 4.120 ist die höchste innerhalb der Region, gefolgt von Brasilien mit EUR 3.520 pro Kopf. Vergleicht man die beiden Länder aber anhand ihrer relativen Schuldenlast, haben die brasilianischen Haushalte deutlich mehr zu schultern: Jedem geliehenen Euro standen EUR 1,60 an Aktiva gegenüber, in Chile waren es mit EUR 3,50 mehr als doppelt so viel. Seit Ende 2000 stieg die private Verschuldung in Brasilien um rund 18% im Durchschnitt pro Jahr; damit bewegen sich die Haushalte allerdings in einem Rahmen, wie es in sich entwickelnden Volkswirtschaften üblich ist. Die private Schuldenstandsquote der lateinamerikanischen Haushalte insgesamt, d.h. Verbindlichkeiten gemessen in Prozent der nominalen

<sup>3</sup> Zur Einteilung der Länder in "Middle Wealth Countries", "Low Wealth Countries" und "High Wealth Countries" siehe Appendix A.

Wirtschaftsleistung, kletterte im Jahresverlauf 2013 von rund 29,6% auf 31,3%. Lateinamerika lag damit in etwa auf dem Niveau der Schwellenländer Asiens und leicht unter dem Durchschnitt der osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten.

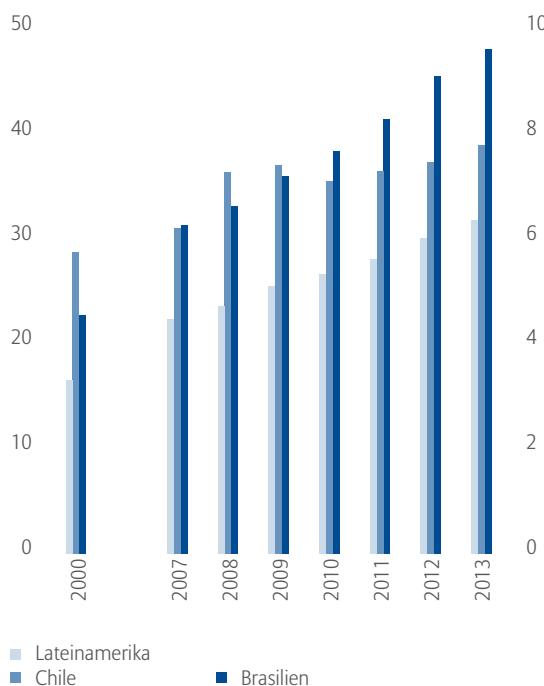
## Wachsende Vermögensmittelschicht – Ungleichheit noch immer problematisch

Der Bevölkerungsanteil in der Region, der über ein im globalen Maßstab mittleres Netto-Geldvermögen (pro Kopf zwischen EUR 5.300 und EUR 31.800) verfügt, hat sich seit Ende 2000 annähernd verdoppelt und kletterte Ende vergangenen Jahres auf 13%. Rund 60 Millionen Lateinamerikaner konnten sich somit zur mitt-

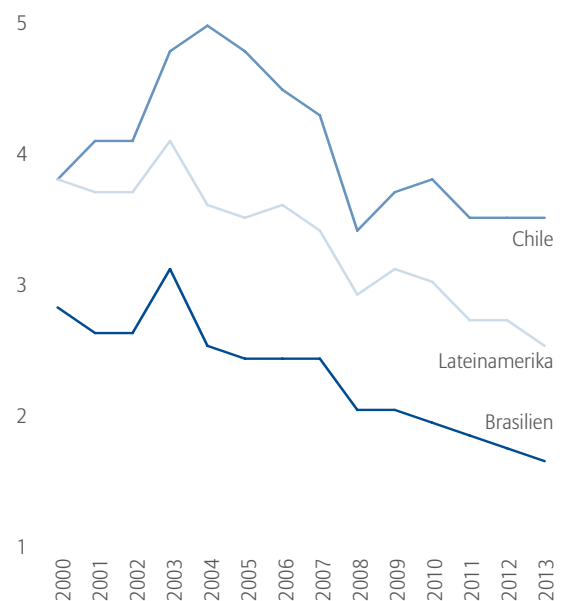
leren Vermögensschicht zählen. Noch rasanter wuchs die Gruppe der Menschen mit einem hohen Netto-Geldvermögen (pro Kopf mehr als EUR 31.800), die jedoch mit 3% im Jahr 2013 nur einen Bruchteil der Gesamtbevölkerung darstellten. Vor 13 Jahren bezifferte sich deren Anteil allerdings auf lediglich 0,4%. Trotz dieser positiven Entwicklung darf man nicht vergessen, dass der breiten Masse netto weniger als EUR 5.300 zur Verfügung stehen. Obwohl deren Anteil an der Gesamtbevölkerung seit Ende 2000 um über 8 Prozentpunkte gesunken ist, zählen heute noch immer knapp 84% der Lateinamerikaner (rund 386 Millionen Menschen) zur unteren Vermögensschicht. Eine der größten Herausforderungen der Region wird nach wie vor die Angleichung der Einkommen und Vermögen innerhalb der Gesellschaften bleiben. Sowohl im weltweiten als auch im Vergleich zu

### Relative Schuldenlast in Brasilien am höchsten

Verbindlichkeiten in % des nominalen BIP



### Brutto-Geldvermögen als Vielfaches der Schulden



Quellen: EcoWin, Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

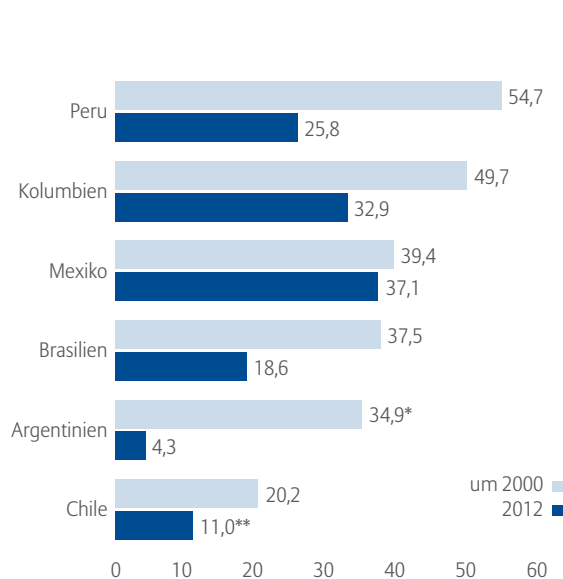
den Schwellenländern insgesamt sind Einkommen und Vermögen in Lateinamerika viel stärker konzentriert: Die reichsten 20% der dortigen Bevölkerung erhalten im Durchschnitt rund 55% des Einkommens und verfügen über gut 77% des Vermögens, während die jeweiligen Anteile in den Schwellenländern insgesamt bei rund 46% bzw. gut 70% und weltweit bei durchschnittlich knapp 43% bzw. 68% liegen. Trotzdem soll nicht unerwähnt bleiben, dass in den letzten Jahren deutliche Fortschritte bei der Armutsbekämpfung erzielt werden konnten. In Chile beispielsweise hat sich die Armutsrate seit den frühen 2000er Jahren bis Ende 2011 annähernd halbiert. Das Thema Verteilungsgerechtigkeit hat

sich auch die im Dezember 2013 zum zweiten Mal ins Amt gewählte Staatspräsidentin Michelle Bachelet auf die Fahne geschrieben. Mit einer Steuerreform will sie Unternehmen und Besserverdienende stärker zur Kasse bitten, um mit den geplanten Mehreinnahmen den Umbau des Bildungssystems zu finanzieren. Ziel ist es, ein kostenloses und hochwertiges Bildungsangebot auf den Weg zu bringen, das künftigen Generationen mehr Chancengleichheit bieten und die soziale Kluft verringern soll.

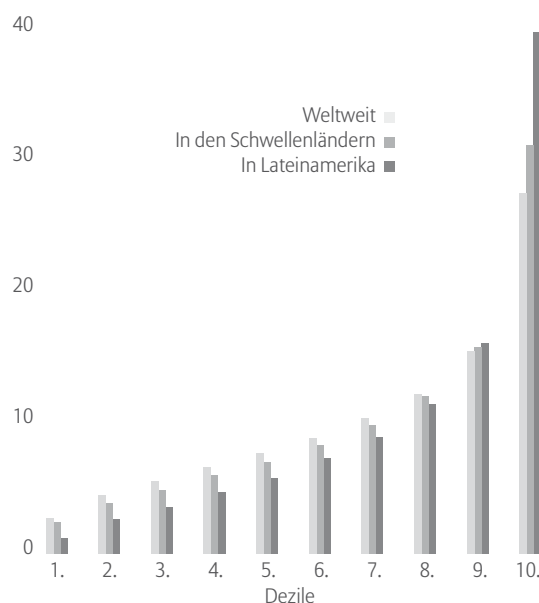
Auch in Brasilien und Kolumbien, wo eine ähnlich hohe Einkommenskonzentration wie in Chile herrscht, konnte die Quote um fast 19 bzw. knapp 17 Prozentpunkte gesenkt werden. Und dennoch lebte 2012 fast jeder fünfte Brasilianer in Armut und in Kolumbien ein Drittel der Bevölkerung.

### Armutsbekämpfung zeigt Erfolge – Ungleichheit aber nach wie vor enorm

Armutsrate um 2000 und 2012  
in %



Durchschnittliche Einkommensverteilung im Vergleich  
Anteil am gesamten Einkommen nach Dezilen, in %



\*2004

\*\*2011

Quellen: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC), Social Panorama of Latin America 2013; Nationale Statistikämter und Zentralbanken, UN Population Division, UNU WIDER, Weltbank, Allianz SE.



## Nordamerika

### Bevölkerung

|                                     |          |
|-------------------------------------|----------|
| Insgesamt .....                     | 355 Mio. |
| Anteil an der Weltbevölkerung ..... | 5,0%     |

### BIP

|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Insgesamt .....          | EUR 13.474 Mrd. |
| Anteil am Welt-BIP ..... | 25,2%           |

### Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

|                                       |                      |
|---------------------------------------|----------------------|
| Insgesamt .....                       | EUR 51.828 Mrd.      |
| Durchschnittlich .....                | EUR 145.900 pro Kopf |
| Anteil am globalen Geldvermögen ..... | 43,8%                |

### Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

|                        |                     |
|------------------------|---------------------|
| Insgesamt .....        | EUR 11.243 Mrd.     |
| Durchschnittlich ..... | EUR 31.650 pro Kopf |
| In % des BIP .....     | 83,4%               |

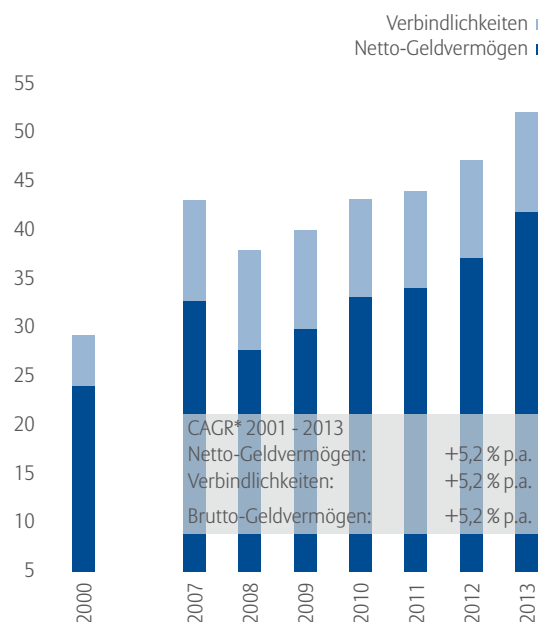
Ende 2013 konzentrierten sich knapp 44% des globalen Brutto-Geldvermögens in Nordamerika. Nach wie vor bleibt diese Region damit die reichste weltweit. Zusammen verfügten die kanadischen und die US-amerikanischen Haushalte über EUR 51,8 Billionen, wobei gut 93% davon auf die USA entfielen. Gegenüber dem Jahr 2012 stieg das Geldvermögen auf dem nordamerikanischen Kontinent mit einer Zuwachsrate von 11,7% sogar schneller als im weltweiten Durchschnitt (+9,9%). Getragen wurde die positive Vermögensentwicklung zwar von allen drei großen Anlageklassen, als größter Gewinner ging dabei aber die Wertpapierklasse hervor. Die gute Stimmung an den Aktienmärkten bescherte den Anlegern kräftige Wertgewinne, insgesamt kletterte das in Form von Wertpapieren gehaltene Vermögen im Jahresverlauf 2013 um 12,6% in Kanada und sogar um 16,7% in den

USA. Der S&P 500 notierte zum Jahresende um fast 30% über dem Niveau zu Jahresbeginn und auch in Kanada schloss der Aktienmarkt mit einem Plus von knapp 10% gegenüber 2012. Damit knüpfte das Börsenjahr 2013 nicht nur an die erfolgreiche Entwicklung des Vorjahres an, sondern übertraf diese sogar noch.

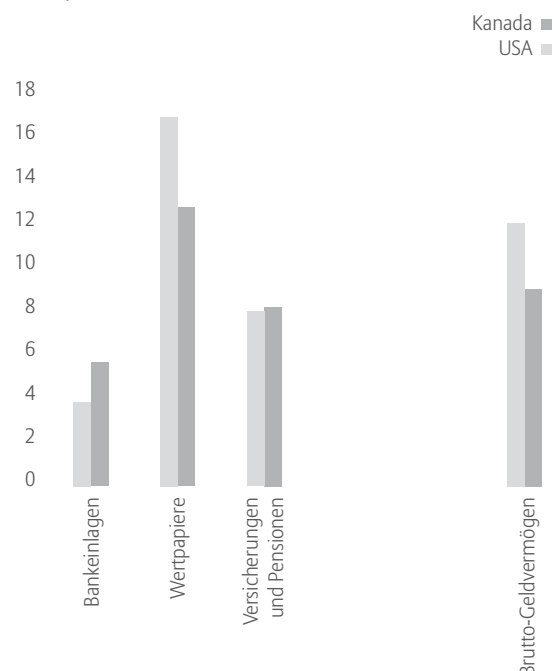
Auch die Anlageklasse Versicherungen und Pensionen, die in beiden Ländern in etwa ein Drittel des Vermögensportfolios darstellt, erzielte im Jahresverlauf einen starken Zuwachs von 8,1% in Kanada und 7,9% in den USA. Die Entwicklung im letzten Jahr übertraf damit deutlich das langfristige Durchschnittswachstum, das seit Ende 2000 bei 4,8% bzw. 5,3% p.a. lag. Die US-amerikanischen Haushalte führten

### Nordamerika: Vermögensentwicklung bleibt auf Wachstumskurs

Netto-Geldvermögen und Schulden  
in Bio. Euro



Veränderungsrate der Anlageklassen,  
2012/ 2011 in %



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.

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

2013 sogar den Großteil (43%) ihrer Ersparnisbildung dieser Anlageklasse zu. Etwas langsamer fiel das Wachstum der Bankeinlagen aus, das sich mit Blick auf die gesamte Region auf 4% beziffert. Ihr Anteil am gesamten Geldvermögen ging daher in beiden Ländern leicht zurück, auf gut 24% in Kanada sowie knapp 13% in den USA. Insgesamt lag das Brutto-Geldvermögen der US-amerikanischen Haushalte um gut 23% über dem Vorkrisenniveau. Der größte Vermögensseinbruch der Nachkriegszeit aus dem Jahr 2008 ist damit mehr als wettgemacht. Die Privathaushalte Kanadas stehen noch besser da: Ihr Brutto-Vermögensbestand erhöhte sich seit Ende 2007 um rund 34%.

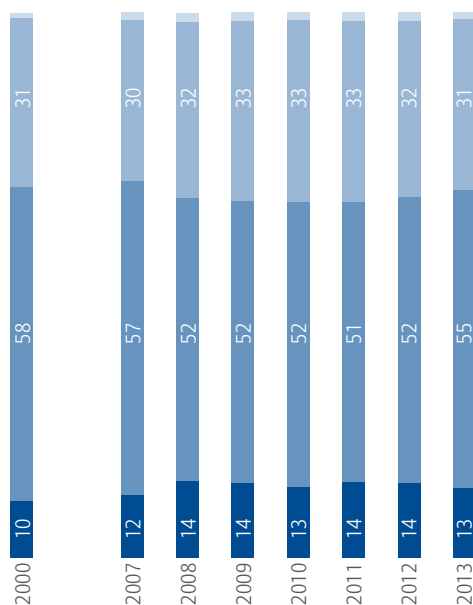
## Schuldenentwicklung in Nordamerika – zwei ungleiche Nachbarn

Die Privathaushalte in den USA bauten bis zum Ausbruch der Finanzkrise ihre Verbindlichkeiten stark aus. Im Zeitraum von 2002 bis 2007 wuchs der Schuldenberg durchschnittlich um gut 10% p.a., so dass das Verhältnis der Verbindlichkeiten zu verfügbarem Einkommen von 108% auf 137% sprang. Seitdem aber haben die Haushalte mit dem „Deleveraging-Prozess“ begonnen: Durchschnittlich ging über die letzten sechs Jahre hinweg die Schuldenlast um 0,7% p.a. zurück, wobei im vergangenen Jahr ein leichter Anstieg von 1% beobachtet wurde. Die Schuldenquote sank seit Ende 2007 um fast 27 Prozentpunkte auf 110% des verfügbaren Einkommens und die Pro-Kopf-Verschuldung nähert sich mit EUR 31.220 wieder

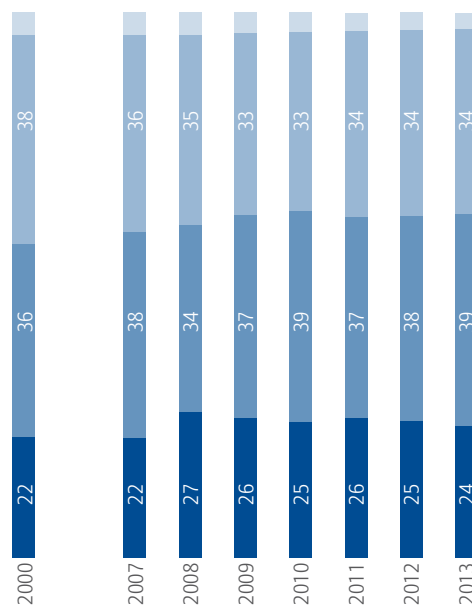
### Wertpapierklasse dominiert das Vermögensportfolio

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens

USA



Kanada



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

Sonstige Forderungen ■ Wertpapiere ■  
Versicherungen und Pensionen ■ Bankeinlagen ■

dem Niveau des Jahres 2005. Dank des langsameren Schuldenwachstums, historisch niedriger Zinsen sowie eines moderaten Anstiegs von Beschäftigung und Einkommen fiel der Anteil der Schuldendienstleistungen am verfügbaren Einkommen auf ein 30-Jahres Tief. Ebenfalls rückläufig ist die Zahlungsrückstandsquote, die sich zwar seit 2009 von 12% auf 7% verringert hat, sich aber trotzdem noch signifikant über dem Vorkrisenniveau von 4,7% (Ende 2006) befindet.

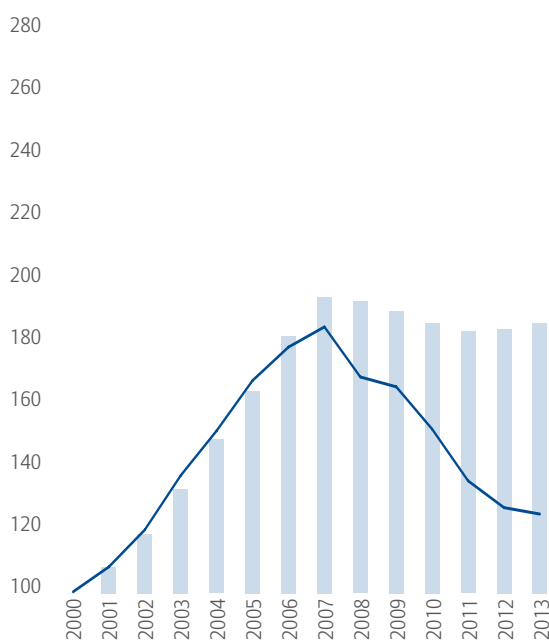
Die Kanadier scheinen hinsichtlich ihrer Verschuldungssituation noch immer keine Kehrtwende einzuschlagen. So stieg die Kreditsumme im Jahresverlauf um weitere 4,4% und die Pro-Kopf-Verschuldung erreichte den historischen Höchststand von EUR 35.570. Auf ein neues Rekordhoch kletterte auch die Schuldenquote – jedem Euro des verfügbaren Einkommens der kanadischen Haushalte standen EUR 1,70 an Krediten gegenüber. Zumindest ist die jährliche Zuwachsrate der Verbindlichkeiten seit

der Finanzkrise kontinuierlich zurückgegangen, im Jahr 2007 lag diese noch bei 11,7%. Auch mit Blick auf die Schuldenquote, die seit der Jahrtausendwende um beinahe 57 Prozentpunkte zunahm, scheint wenigstens eine Stabilisierung einzutreten – wenn auch auf (zu) hohem Niveau (170% des verfügbaren Einkommens).

Obwohl sich das Geldvermögen zwar relativ rasch von der Krise erholt hat und in den vergangenen fünf Jahren Zuwächse von durchschnittlich 8,1% p.a. verzeichnen konnte, ist die Finanzlage der kanadischen Haushalte alles andere als nachhaltig. Makroökonomische Schocks wie beispielsweise steigende Zinsen, eine Verschlechterung der Situation am Arbeitsmarkt oder sinkende Hauspreise könnten die Zahlungsfähigkeit hoch verschuldeter Haushalte ernsthaft gefährden. Erneut bezeichnete die Bank of Canada in ihrem halbjährlichen Bericht zur Stabilität des Finanzsystems die Verschuldung der Privathaushalte als größtes heimisches Risiko für die kanadische Wirtschaft.

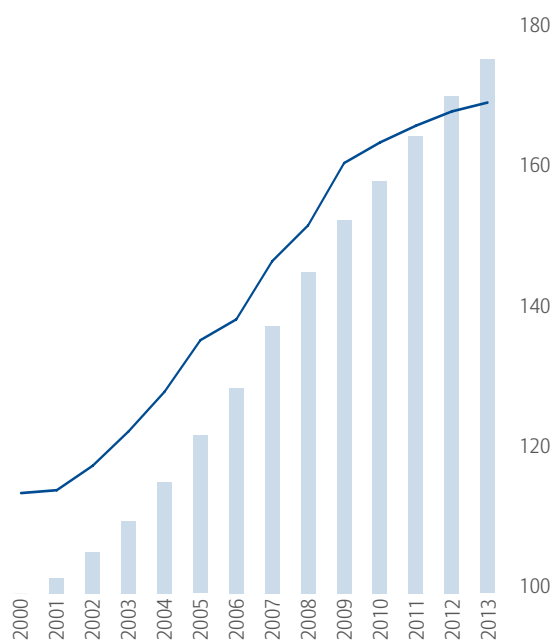
### Konträre Schuldenentwicklung

#### USA



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

#### Kanada



Verbindlichkeiten indexiert (2000=100) (I.A.) ■  
Verbindlichkeiten in % des verfügbaren Einkommens (r.A.) ■

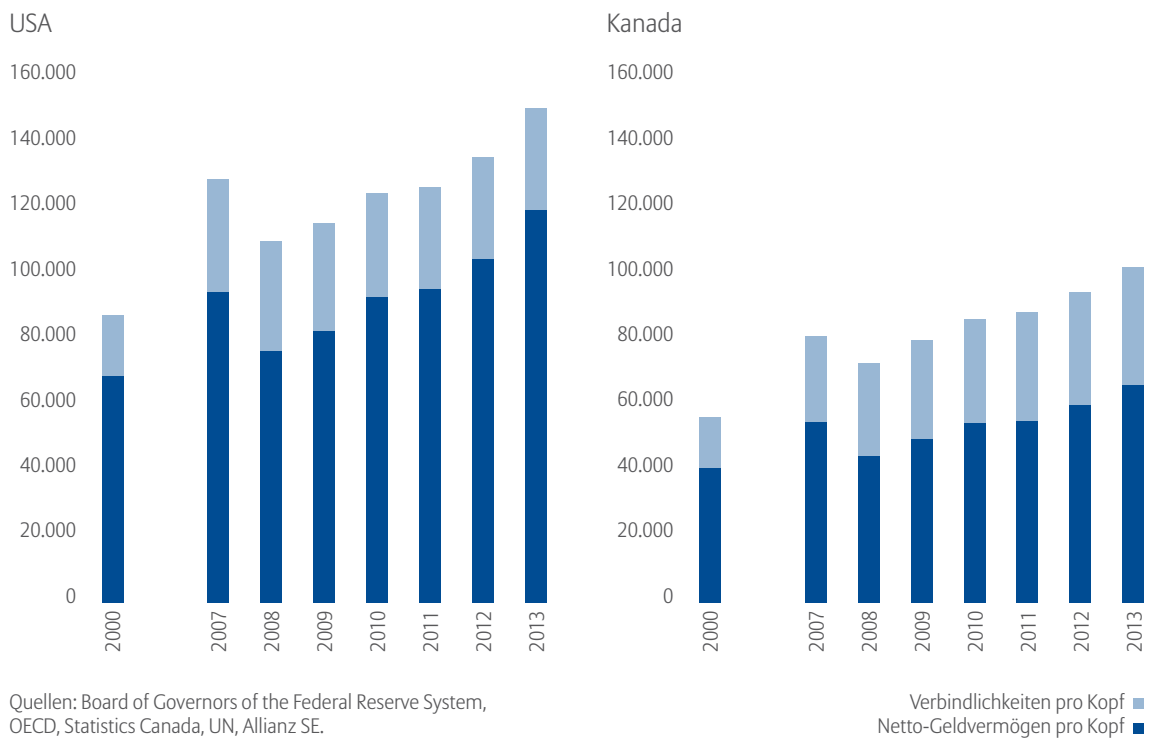
## Nordamerika bleibt reichste Region weltweit

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 114.250

– mehr als doppelt so viel wie ein durchschnittlicher Westeuropäer (EUR 48.180) zur Verfügung hat. 41% der Bevölkerung besitzen mehr als EUR 31.800 pro Kopf und gehören damit im globalen Maßstab zur oberen Vermögensschicht. Weltweit betrachtet lebt jeder Dritte mit einem hohen Vermögen in Nordamerika. Im Ländervergleich sind die US-Amerikaner mit netto EUR 119.570 pro Kopf deutlich reicher als die Kanadier (EUR 65.900 pro Kopf) und belegen auf der Rangliste der höchsten Netto-Geldvermögen pro Kopf Platz zwei nach den Schweizern. Die Kanadier liegen zwar sechs Plätze hinter den US-Amerikanern, konnten sich gegenüber dem Vorjahr aber immerhin um einen Rang verbessern.

### Hoher Vermögensunterschied zwischen den beiden Nachbarn

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf, in Euro





Mug

K

119

Kandal

Petrusa

Ladoga-

see

St. Peter

Rybin-

Sta

Jal

Mos

W

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

CH

## Westeuropa

### Bevölkerung

|                                     |          |
|-------------------------------------|----------|
| Insgesamt .....                     | 413 Mio. |
| Anteil an der Weltbevölkerung ..... | 5,8%     |

### BIP

|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Insgesamt .....          | EUR 12.841 Mrd. |
| Anteil am Welt-BIP ..... | 23,0%           |

### Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

|                                       |                     |
|---------------------------------------|---------------------|
| Insgesamt .....                       | EUR 30.073 Mrd.     |
| Durchschnittlich .....                | EUR 72.900 pro Kopf |
| Anteil am globalen Geldvermögen ..... | 25,4%               |

### Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

|                        |                     |
|------------------------|---------------------|
| Insgesamt .....        | EUR 10.199 Mrd.     |
| Durchschnittlich ..... | EUR 24.730 pro Kopf |
| In % des BIP .....     | 79,4%               |

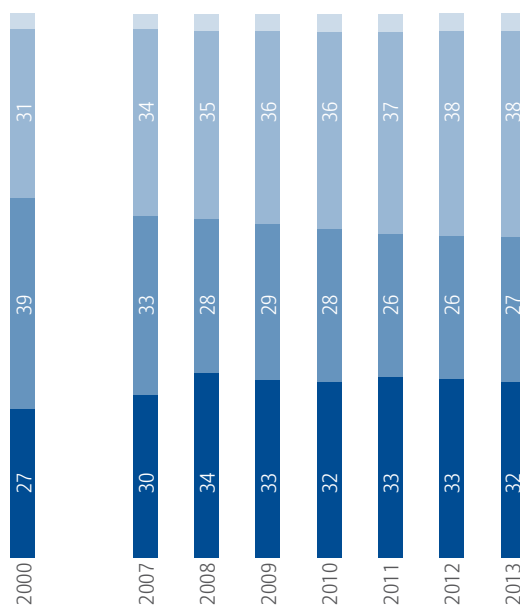
Die westeuropäischen Haushalte durften sich im vergangenen Jahr über einen rund 5%igen Zuwachs ihres Brutto-Geldvermögens freuen. Die Vermögensentwicklung knüpfte damit an die kräftige Erholung des Vorjahres an, in dem die Ersparnisse bereits im selben Umfang zunahmen. Allerdings fiel der Anstieg deutlich niedriger aus als in den anderen „reichen“ Regionen Nordamerika und Ozeanien, wo ein Plus von 11,7% bzw. 10% beobachtet wurde.

Die Sparer profitierten insbesondere von der spektakulären Aktienmarktentwicklung, die gerade in der zweiten Jahreshälfte einen deutlichen Aufwind verspürte. Gestützt von der aufkeimenden Hoffnung auf ein Ende der Rezession in der Eurozone verhalf die lockere Geldpolitik aller großen Zentralbanken, die die Suche nach attraktiven Renditen weiter anheizte, den Aktienmärkten zu einem Ausnahmejahr. Im Jahresverlauf erklomm der DAX bis dato immer neue

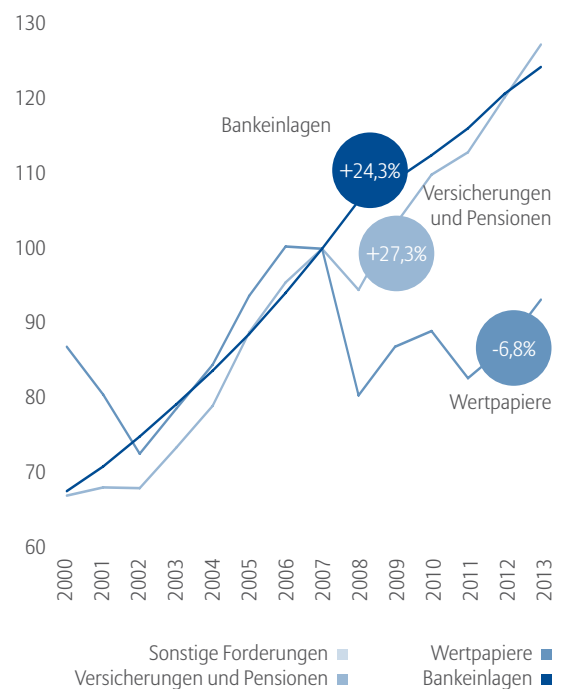
Rekordhöhen und notierte Ende 2013 bei 9.552 Punkten, gut 25% über dem Wert des Vorjahres. Auch der Eurostoxx überzeugte mit einem Plus von beinahe 18%, befand sich im Gegensatz zum DAX aber noch immer um 29% unter dem Vorkrisenniveau. Die positive Performance der Börsen spiegelt sich nicht zuletzt im Wertpapiervermögen der Privathaushalte wider. Dabei waren es allerdings nur diese Wertgewinne, die diese Anlageklasse im Vorjahresvergleich um 7,3% wachsen ließen – unterm Strich zogen die Anleger Geld ab. Allein in der Eurozone verzeichnete das Wertpapiervermögen Mittelabflüsse von insgesamt EUR 37 Mrd. oder EUR 110 im Durchschnitt pro Kopf.

### Versicherungen und Pensionen lösen Wertpapiere als beliebteste Anlageklasse ab

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens



Wachstum der drei großen Anlageklassen seit 2007  
Index 2007 = 100



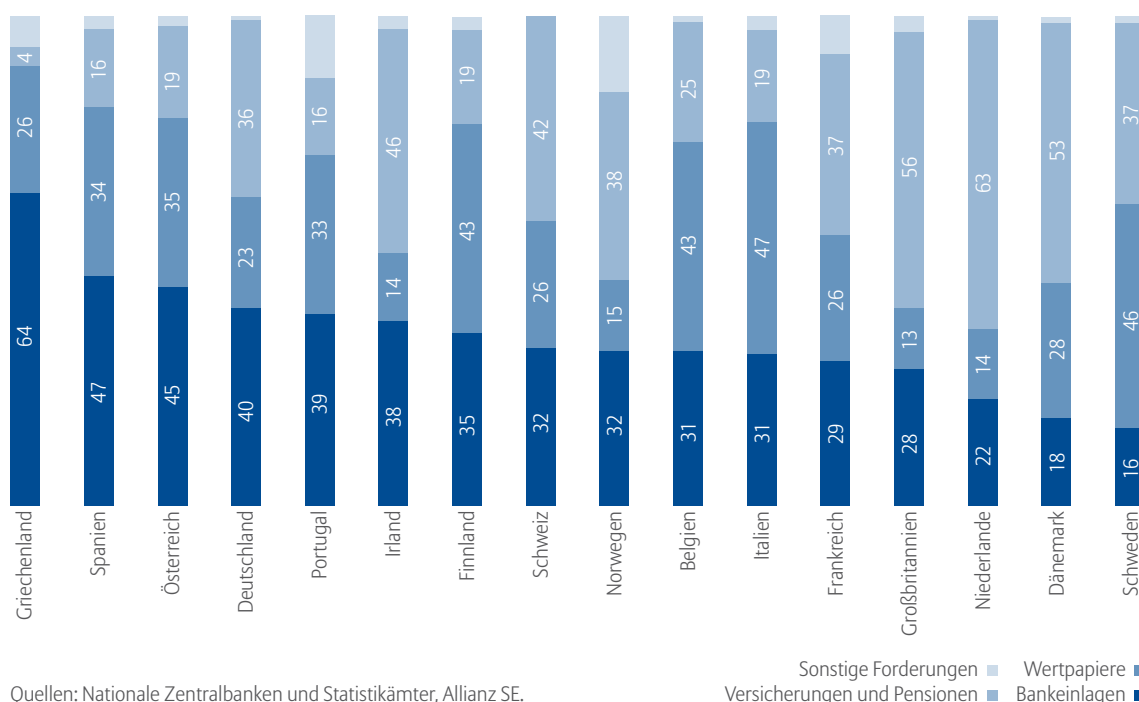
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

Die beliebteste Anlageklasse der westeuropäischen Haushalte sind nach wie vor Versicherungen und Pensionen. Die Zuwachsrate lag mit 5,9% sogar leicht über dem langfristigen Durchschnittswachstum (+5,1% p.a. seit Ende 2000) und ihr Anteil am Vermögensportfolio erreichte mit 38% einen neuen Höchststand. In der Gunst der Sparer liegen aber auch Bankeinlagen weit vorn – immerhin fast ein Drittel ihres Geldvermögens hielten sie Ende 2013 in Form von Sicht-, Termin- und Spareinlagen. Allerdings fielen die Mittelzuflüsse deutlich niedriger aus als im Vorjahr. Nicht mehr hoch im Kurs stehen dagegen Wertpapiere, ihr Anteil ist seit dem Jahr 2000 um 12 Prozentpunkte auf annähernd 27% gesunken. Vergleicht man die einzelnen Länder

untereinander, so zeichnet sich in Bezug auf die Vermögensstruktur kein einheitliches Muster ab; beim Wertpapiervermögen beispielsweise reicht die Bandbreite von einem Anteil am Geldvermögen von 12,6% in Großbritannien bis hin zu 47,5% in Italien. Bankeinlagen dominieren das Vermögensportfolio der Haushalte Griechenlands (63,8%) und Spaniens (46,9%), was nicht nur auf eine bewusste Anlageentscheidung zurückzuführen ist: Zu Beginn der vergangenen Dekade war der Anteil noch deutlich niedriger (43,8% bzw. 39,8%) – insbesondere Verluste im Wertpapiervermögen sorgten hier für eine Verschiebung in der Vermögensstruktur.

### Unterschiedliche Präferenzen im Ländervergleich

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens

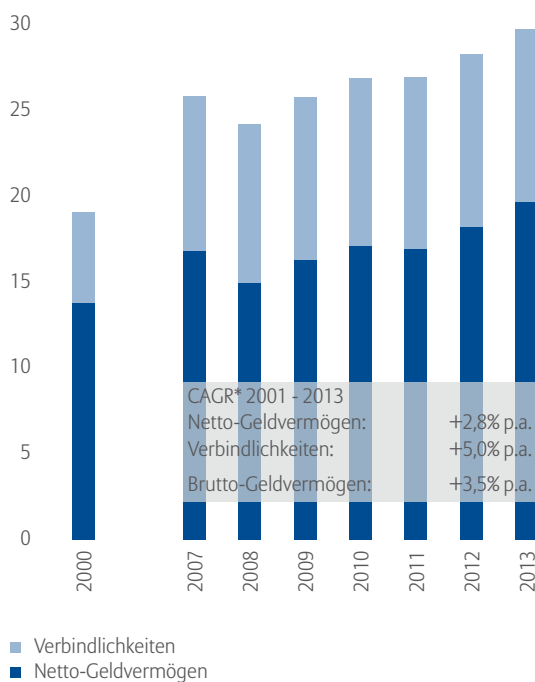


Spitzenreiter der Region war mit Blick auf den gesamten Vermögenszuwachs überraschenderweise Griechenland, wo das Brutto-Geldvermögen im Jahresverlauf um rund 12% anstieg. Die äußerst kräftige Erholung des Aktienmarktes – der griechische Leitindex gewann gut 24% gegenüber 2012 – bescherte den Anlegern hohe Wertgewinne und so verdoppelte sich das Wertpapiervermögen innerhalb des letzten Jahres. Die Griechen haben allerdings auch einiges aufzuholen: Im Jahr 2008 erlitten sie den mit Abstand größten Vermögenseinbruch (-17,5%) unter allen westeuropäischen Haushalten und von 2010 bis 2012 schrumpften die Ersparnisse drei Jahre in Folge. Insofern befinden sich die Hellenen gegenüber dem Vorkrisenniveau noch immer im Minus, und zwar um 13,4%. Pro Kopf bedeutet das einen Verlust von EUR 4.200. Neben Griechenland holte auch das ebenfalls von der Staatsschuldenkrise gebeutelte Spanien deutlich auf. Während die nominale Wirtschafts-

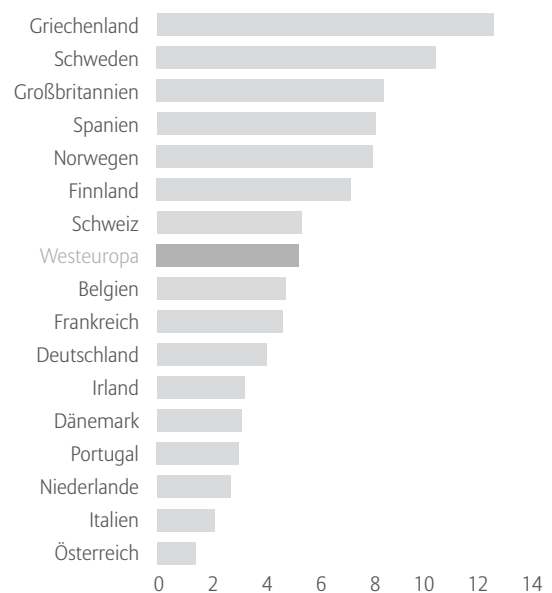
leistung im vergangenen Jahr um 0,6% zurückging, verzeichnete das Brutto-Geldvermögen der Privathaushalte sogar einen Zuwachs von 8%. Trotzdem lag auch dort die Höhe der Ersparnisse noch um 2,5% unter dem Niveau von 2007. Die Vermögensentwicklung in den anderen beiden Ländern Südeuropas, Italien und Portugal, konnte damit nicht Schritt halten und lag sogar unter dem regionalen Durchschnitt. Italiens Haushalte verbuchten einen Vermögensanstieg von 2,1%, in Portugal bezifferte sich der Zuwachs immerhin auf 3,0%. Die Krisenverluste sind im Gegensatz zu Griechenland und Spanien allerdings überwunden (+3,6% gegenüber 2007 in Italien und +4,9% in Portugal). Insgesamt betrachtet übertraf das Brutto-Geldvermögen der südeuropäischen Privathaushalte, wovon rund 60% allein auf Italien entfielen, erst im vergangenen Jahr das Rekordhoch des Jahres 2007, und zwar um 1%.

#### Erstmals seit 2006 wieder positives Wachstum in allen Ländern

Netto-Geldvermögen und Schulden  
in Bio. Euro



Veränderung des Brutto-Geldvermögens  
2013/2012 in %



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

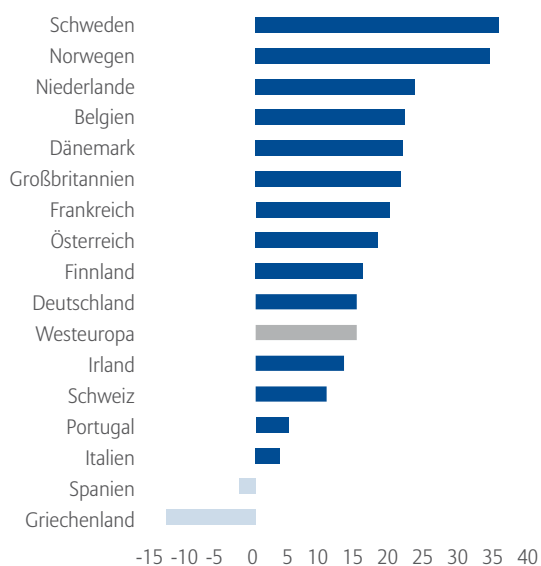
Schneller als im westeuropäischen Durchschnitt wuchsen 2013 die Ersparnisse im nördlichen Teil des Kontinents. An der Spitze stehen dabei die schwedischen Haushalte, deren Vermögensstock um 10,2% zulegte, gefolgt von Großbritannien (+8,3%), Norwegen (+7,9%) und Finnland (+7,1%). Mit 5,3% Zuwachs lag die Schweiz im regionalen Durchschnitt und fast exakt auf dem Niveau des Vorjahres. Leicht verlangsamt gegenüber 2012 hat sich die Wachstumsgeschwindigkeit hingegen in den beiden bevölkerungsreichsten Ländern der Region, Frankreich (von +5,1% auf +4,6%) und

Deutschland (von +5,1% auf +4,0%); dies dürfte auf den (leichten) Rückgang der Sparquoten zurückzuführen sein. Recht verhalten waren auch die Zuwächse in den Niederlanden (+2,7%) und in Österreich (+1,4%). Hier lag das Vermögenswachstum sogar unter der Inflationsrate (+2,0%). 2013 wurde damit aber in allen westeuropäischen Ländern eine positive Wachstumsrate beobachtet, was zum letzten Mal im Jahr 2006 der Fall war.

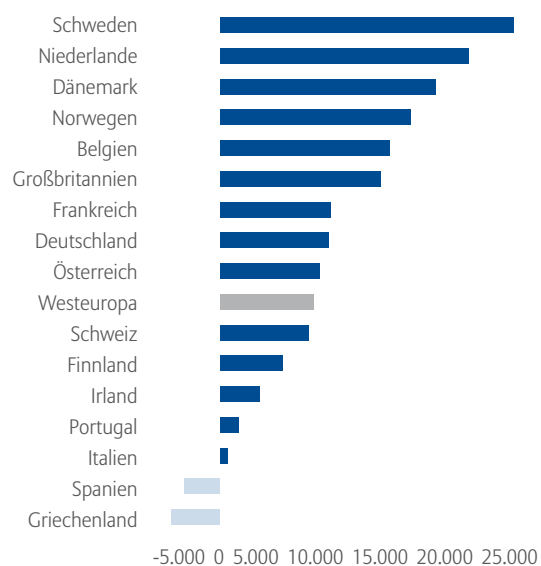
Regional betrachtet übertraf das Brutto-Geldvermögen Ende 2013 das Vorkrisenniveau um gut 15%. Außerordentlich positiv verlief die Entwicklung in Schweden (+36,3%) und Norwegen (+35,0%). Unter allen Westeuropäern sind die Spanier und die Griechen die einzigen, die das Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht haben.

#### Krisenverluste nur noch in Spanien und Griechenland sichtbar

Veränderung des Brutto-Geldvermögens gegenüber 2007  
in %



pro Kopf, in Euro



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

## Stabilisierung der privaten Verschuldung auf hohem Niveau

Der Ausbruch der weltweiten Finanzkrise markierte eine Trendwende mit Blick auf die Verschuldungsdynamik der Privathaushalte. Die Geschwindigkeit des Kreditwachstums verlangsamte sich seit Ende 2007 deutlich und im vergangenen Jahr war praktisch eine Stagnation (+0,1%) zu beobachten. Da die nominale Wirtschaftsleistung mit einem Plus von 1,5% schneller anstieg als die Verschuldung, ging die private Schuldenstandsquote im Jahresverlauf um 1,1 Prozentpunkte auf 79,4% zurück. Für die Industrieländer insgesamt errechnet sich eine etwas höhere Quote von 82,1%. Allerdings ist die Quote in Westeuropa seit ihrem Höchstwert im Jahr 2009 nur um 2,2 Prozentpunkte gefallen, die Industrieländer insgesamt erzielten immerhin einen Rückgang von 5,9 Prozentpunkten.

Ein Blick auf die Entwicklung in den einzelnen Ländern macht jedoch deutlich, dass nicht überall eine gestiegene Schuldendisziplin zu erkennen ist. Den größten relativen Zuwachs auf der Passivseite ihrer Vermögensbilanz verzeichneten die Haushalte Norwegens, die ihre Verbindlichkeiten im vergangenen Jahr um 6,6% erhöhten. Über vier Fünftel ihrer gesamten Schuldenlast entfielen auf Hypothekarkredite.

Im regionalen Vergleich zählten die Norweger Ende 2013 mit durchschnittlich EUR 66.990 zu den Haushalten mit der höchsten Pro-Kopf-Verschuldung, nach den Schweizern (EUR 75.490) und vor den Dänen (EUR 64.910). Mit einer Wirtschaftsleistung von über EUR 71.000 pro Kopf lässt Norwegen allerdings mit weitem Ab-

stand alle übrigen Länder der Region hinter sich, so dass sich das Land bei der Schuldenstandsquote „nur“ im oberen Mittelfeld bewegt.

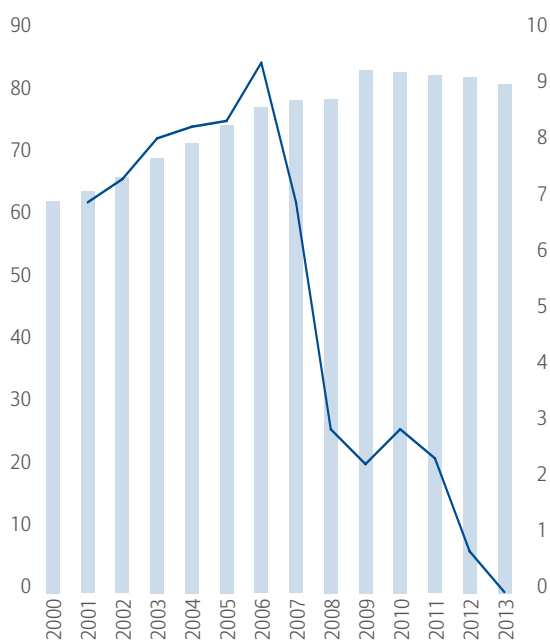
Ein Abbau des Schuldenbergs war wie in den letzten Jahren gerade in den Peripherieländern zu beobachten. Wie in keinem anderen Land Westeuropas haben die Haushalte Irlands ihre Verbindlichkeiten seit 2009 reduziert, so dass das Verschuldungsniveau Ende vergangenen Jahres um rund 12% unter dem des Jahres 2007 lag. Einen Rückgang der Verschuldung gegenüber 2012 meldeten auch die Zentralbanken Portugals (-4,4%), Spaniens (-6,1%) und Griechenlands (-6,5%). Letztere bilden zwar in der Pro-Kopf-Betrachtung mit durchschnittlich EUR 11.480 das Schlusslicht innerhalb der Region, allerdings ist im langfristigen Vergleich in keinem anderen westeuropäischen Land die Verschuldung so schnell angestiegen wie dort. Während in der gesamten Region die Verbindlichkeiten in den Jahren von 2002 bis 2007 um durchschnittlich 7,9% p.a. wuchsen, lag die Rate in Griechenland bei 22% und damit sogar über dem Schwellenländerdurchschnitt von rund 18%. Seit 2008 aber beziffert sich das jährliche Durchschnittswachstum in Griechenland auf nur mehr 1,1%, was nicht nur auf eine gesunkene Nachfrage und strengere Kreditrichtlinien zurückzuführen ist; teilweise können die Haushalte ihre Kredite einfach nicht mehr bedienen, die Gläubiger müssen ihre Forderungen abschreiben.

Innerhalb Westeuropas treten aber nicht nur hinsichtlich des absoluten Verschuldungsniveaus deutliche Differenzen zutage. Setzt man die Verbindlichkeiten der Privathaushalte ins Verhältnis zur nominalen Wirtschaftsleistung, zeigen sich auch in der relativen Schuldenlast erhebliche nationale Unterschiede. Wenig überraschend war der Verschuldungsgrad in den Ländern am größten, wo auch die höchste Pro-Kopf-Verschuldung beobachtet wurde. Mit deutlichem Abstand zu den Niederlanden (139,6%)

führten die dänischen Privathaushalte die Rangliste an, obwohl die Schuldenstandsquote dort seit Ende 2009 bereits um 10 Prozentpunkte auf rund 146% zurückging. Signifikant über der 100%-Marke bewegte sich auch die Quote in der Schweiz (123,9%) sowie in Irland (107%). Generell sollte der Verschuldungsgrad näher bei 100% liegen, um die Tragfähigkeit des Schuldendienstes auch in einem Umfeld wieder steigender Zinsen zu gewährleisten. Die niedrigste Quote wurde Ende 2013 in Österreich gemessen: Mit „nur“ 53,7% war der Verschuldungsgrad dort um über 90 Prozentpunkte geringer als in Dänemark. Auch in der Pro-Kopf-Betrachtung bewegte sich das Land mit durchschnittlich EUR 19.770 unter dem westeuropäischen Mittelwert (EUR 24.730).

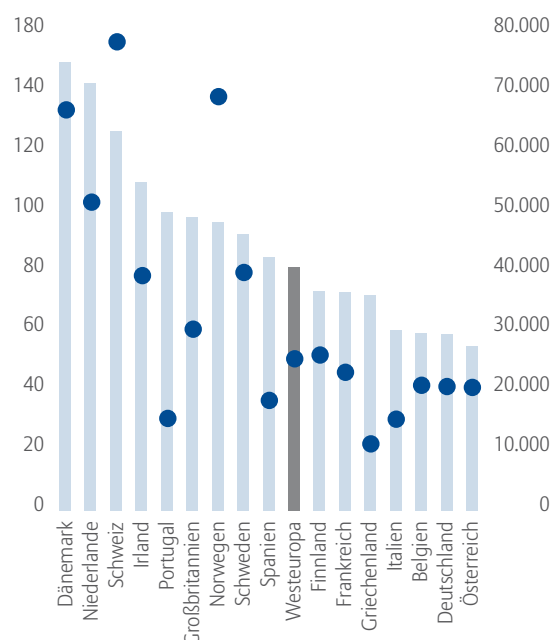
### Deutlich langsames Kreditwachstum seit der Krise

Schuldenquote und –wachstum im Zeitablauf in Westeuropa



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

Schuldenquote und pro Kopf in den einzelnen Ländern, 2013



Verbindlichkeiten in % des BIP (I.A.)  
Verbindlichkeiten pro Kopf, in Euro (r.A.)

## Schweiz führt globale Rangliste weiterhin an

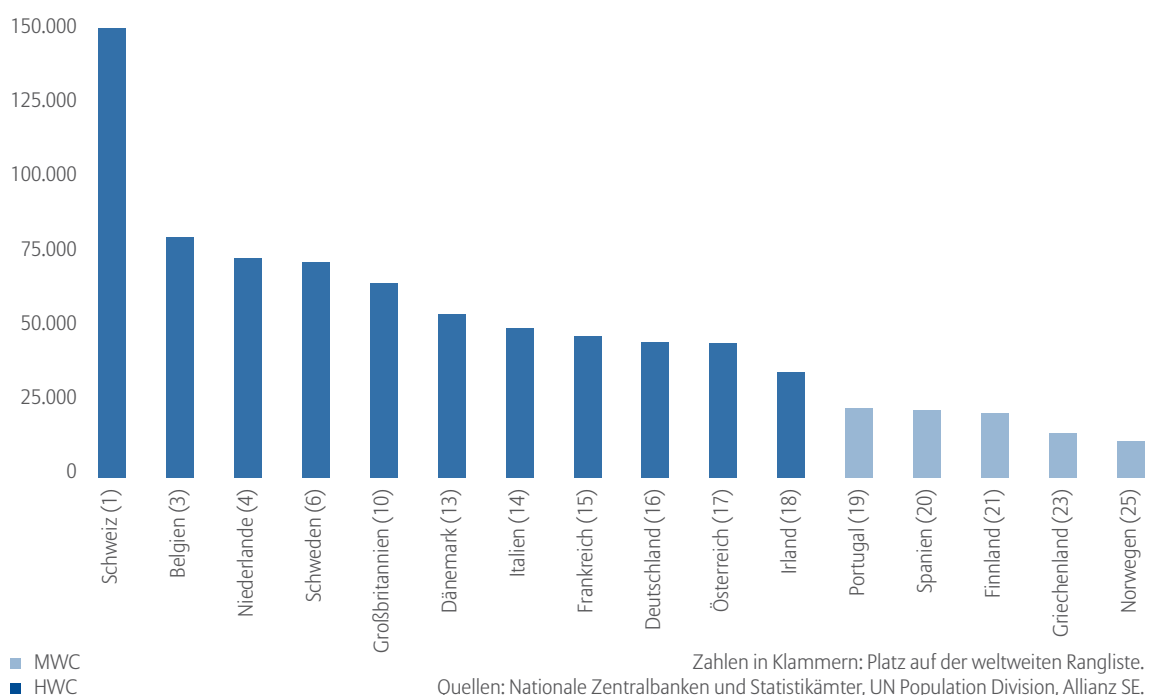
Ende 2013 lebten in Westeuropa schätzungsweise 153 Millionen Menschen mit einem im globalen Kontext hohen Netto-Geldvermögen von mehr als durchschnittlich EUR 31.800 pro Kopf. Dies entspricht einem Anteil von rund 37% aller westeuropäischen Haushalte. Drei Viertel davon stammen aus den fünf größten Volkswirtschaften der Region, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien und Spanien. Die untere Vermögensklasse umfasste im vergangenen Jahr 120 Millionen Westeuropäer, denen nach Abzug ihrer Verbindlichkeiten im Mittel weniger als EUR 5.300 pro Kopf zur Verfügung standen; ihr Anteil an der Gesamtbevölkerung hat sich seit Ende 2000 zwar marginal, aber immerhin

um 0,2 Prozentpunkte vergrößert, während der Anteil der Bevölkerung, der der oberen Vermögensklasse zugehört, um rund 7 Prozentpunkte geschrumpft ist – Finanz- und Eurokrise haben ihre Spuren hinterlassen.

Abzüglich der Schulden bezifferte sich das regionale Pro-Kopf-Vermögen Ende 2013 auf durchschnittlich EUR 48.180 bei einer Bandbreite von EUR 11.850 in Norwegen bis hin EUR 146.540 in der Schweiz. Die schweizerischen Privathaushalte sind damit nicht nur die reichsten Haushalte Westeuropas, sondern auch weltweit – und das mit deutlichem Abstand zu den zweitplatzierten US-Amerikanern (EUR 119.570).

### Rangliste Westeuropa

nach Netto-Geldvermögen pro Kopf  
in Euro, 2013



Norwegen hingegen drückt die bereits erwähnte hohe Verschuldung auf den letzten Platz innerhalb der Region. Unter den ersten zehn Plätzen der globalen Rangliste befinden sich neben der Schweiz noch vier weitere westeuropäische Länder: Belgien (EUR 78.300), die Niederlande (EUR 71.430), Schweden (EUR 70.080) und Großbritannien (EUR 63.490).

Von den insgesamt 16 Ländern der Region zählen fünf zum Kreis der MWC, neben den Euro-Krisen-Ländern Griechenland, Portugal und Spanien gehören Finnland und Norwegen dazu.



## Osteuropa

### Bevölkerung

|                                                            |          |
|------------------------------------------------------------|----------|
| In den untersuchten Ländern .....                          | 395 Mio. |
| Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....    | 84,6%    |
| Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung..... | 5,6%     |

### BIP

|                                                         |                |
|---------------------------------------------------------|----------------|
| In den untersuchten Ländern .....                       | EUR 3.361 Mrd. |
| Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion..... | 95,1%          |
| Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP.....         | 6,5%           |

### Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

|                                       |                    |
|---------------------------------------|--------------------|
| Insgesamt .....                       | EUR 1.838 Mrd.     |
| Durchschnittlich .....                | EUR 4.650 pro Kopf |
| Anteil am globalen Geldvermögen ..... | 1,6%               |

### Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

|                        |                    |
|------------------------|--------------------|
| Insgesamt .....        | EUR 760 Mrd.       |
| Durchschnittlich ..... | EUR 1.930 pro Kopf |
| In % des BIP .....     | 22,6%              |

## Osteuropäische EU-Mitglieder

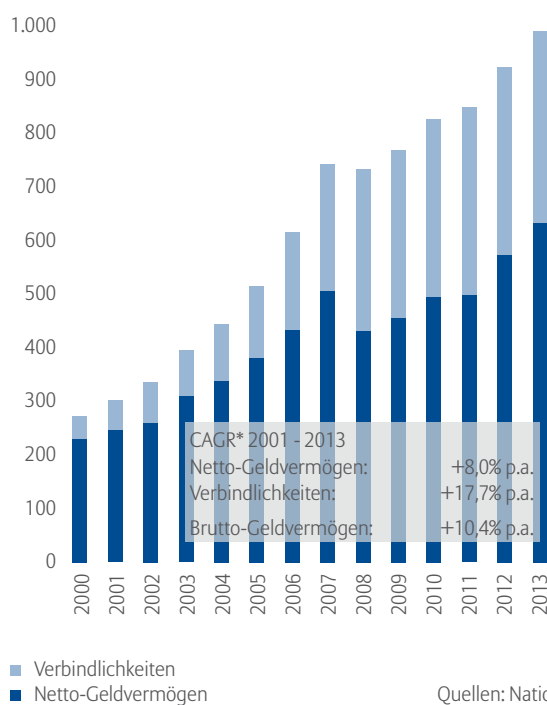
Der Vermögenszuwachs der Privathaushalte aus den osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten verringerte sich zwar von 8,7% im Jahr 2012 auf 7,1% im vergangenen Jahr, übertraf aber das nominale Wirtschaftswachstum um mehr als das Doppelte. Trotz der äußerst robusten Entwicklung des Brutto-Geldvermögens im abgelaufenen Jahr sind die Nachwirkungen der Krise aber noch deutlich zu spüren. Verbuchte die Region

in den Jahren von 2002 bis 2007 noch Zuwächse von gut 16% im Durchschnitt p.a., sank die durchschnittliche Veränderungsrate in den letzten sechs Jahren auf nur mehr knapp 5%.

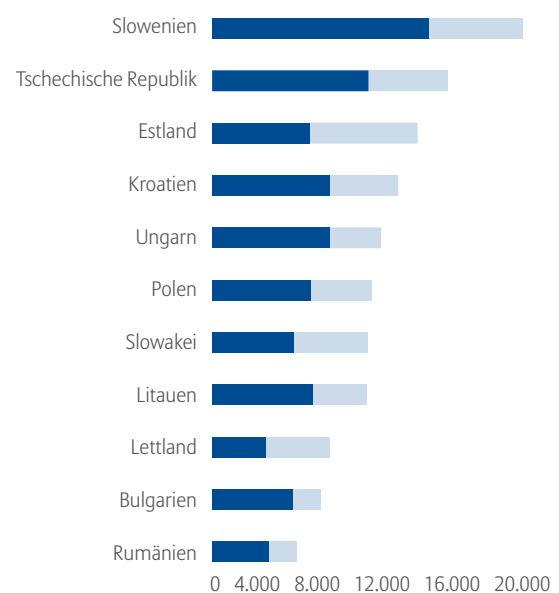
Spitzenreiter waren im vergangenen Jahr Litauen (+12,4%) und Rumänien (+13,4%), das im regionalen Vergleich dank einer ertragreichen Ernte gleichzeitig auch den stärksten Zuwachs in der Wirtschaftsleistung verzeichnete. Mit Blick auf die gesamte Region profitierten die Privathaushalte insbesondere von der positiven Entwicklung an den Aktienmärkten. Größte Gewinner sind die Leitindizes Bulgariens und Rumäniens, die im Jahresverlauf um 42% bzw. 26% nach oben kletterten. Bergauf ging es auch an den Börsen in den baltischen Staaten: Estlands Leitindex OMX Tallinn verzeichnete ein Plus von rund 11%, in Lettland legte der OMX

### Osteuropäische EU-Mitgliedsstaaten: robustes Vermögenswachstum

Netto-Geldvermögen und Schulden  
in Mrd. Euro



Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2013  
in Euro



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

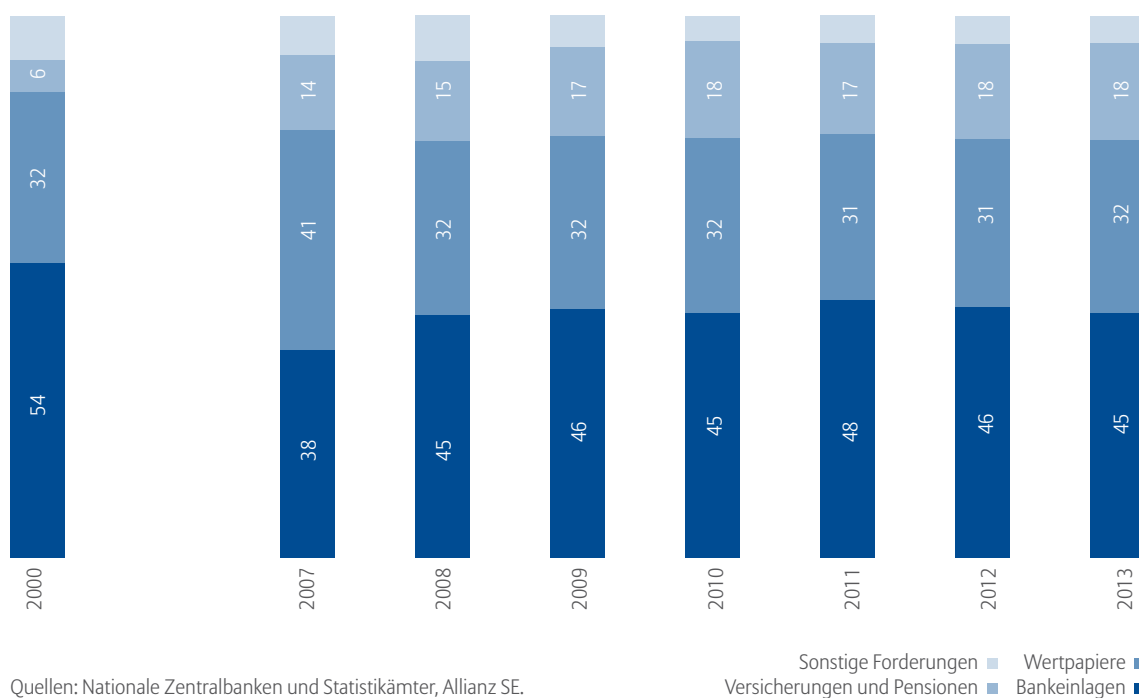
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

Riga gut 16% zu und in Litauen gewann der OMX Vilnius beinahe 19%. Mit Ausnahme des OMX Tallinn sind aber alle Indizes noch immer weit von ihren jeweiligen Höchstständen des Jahres 2007 entfernt. Im Aggregat verbuchte das in Form von Wertpapieren gehaltene Vermögen im Jahresverlauf 2013 ein Plus von knapp 11% und erreichte im Jahr fünf nach Lehman endlich wieder das Vorkrisenniveau. Der Wertpapieranteil am gesamten Brutto-Geldvermögen summierte sich damit Ende 2013 auf beinahe 32% - fast 9 Prozentpunkte weniger als zu Hochzeiten.

Das Gros ihrer Ersparnisse (rund 45%) hielten die Privathaushalte nach wie vor als Einlagen bei Banken, die 2013 einen Zuwachs von 4,7% verzeichneten. Fast doppelt so schnell wuchs das in Form von Versicherungen und Pensionen gehaltene Vermögen (+8,5%), dessen Anteil am gesamten Geldvermögen mit dem Aufbau der privaten Altersvorsorge seit Beginn des Jahrhunderts von 6% auf fast 18% kletterte.

#### Vermögensstruktur in den EU-Mitgliedsstaaten Osteuropas: Trend zu wieder mehr Bankeinlagen

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens



## Schuldenwachstum signifikant gesunken

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 Wachstumsraten der Verbindlichkeiten von mehr als 30% bis zum Ausbruch der Finanzkrise nicht ungewöhnlich. Der Schuldenstand der Haushalte hat sich bis dahin fast verdreifacht, von 9,7% des Bruttoinlandsprodukts auf rund 28%. 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. Seither hat sich das jährliche Schuldenwachstum auf 3,5% im Durchschnitt verlangsamt, wobei die meisten Länder im vergangenen Jahr per Saldo sogar einen Rückgang der Verbindlichkeiten meldeten. Insgesamt nahmen die Verbindlichkeiten der Haushalte 2013 nur um EUR 7 Mrd. zu – gerade einmal ein Zehntel des Spitzenwertes aus dem Jahr 2008. Die durchschnittliche Verschuldung pro Kopf bezifferte sich Ende 2013 auf EUR 3.340. Im Kontext der Schwellenländer – durchschnittliche Pro-Kopf-Verschuldung EUR 1.240 – ist dies noch immer ein recht hoher Wert. Gleiches gilt auch für die Schuldenquote, die sich in den letzten Jahren bei etwa 34% stabilisiert hat.

Nach Abzug der Verbindlichkeiten errechnete sich Ende 2013 ein durchschnittliches Geldvermögen pro Kopf in den EU-Mitgliedsstaaten Osteuropas von knapp EUR 5.920. Spitzenreiter dieser Ländergruppe ist und bleibt Slowenien, wo jedem Bürger im Durchschnitt EUR 13.130 zur Verfügung stehen. In Lettland, das am 01. Januar diesen Jahres der Eurozone beigetreten ist, hat sich das Netto-Geldvermögen pro Kopf seit Ende 2000 annähernd verdreifacht. Dennoch bilden die Haushalte dort mit nur EUR 2.160 pro Kopf aufgrund ihres hohen Schuldenniveaus das Schlusslicht. In der Brutto-Betrachtung hingegen landen die Haushalte Rumäniens auf dem letzten Platz.

Neben Lettland und Rumänien zählen nur noch Bulgarien und die Slowakei zu den LWC (Low Wealth Country). Letztere sind im vergangenen Jahr aufgrund des relativ hohen Schuldwachstums (+8,9%) wieder in die Gruppe der LWC abgerutscht. Den Sprung in den Kreis der HWC (High Wealth Country), für den das Netto-Geldvermögen pro Kopf die Schwelle von EUR 31.800 überschreiten muss, hat bisher noch kein osteuropäisches EU-Mitglied geschafft. Seit Ende 2000 hat sich das Pro-Kopf-Vermögen der Region zwar beinahe verdreifacht, rund 68% der Bevölkerung besitzen aber noch immer weniger

als EUR 5.300 pro Kopf. Immerhin ist der Anteil in diesem Zeitraum um gut 12 Prozentpunkte gefallen. Spiegelbildlich hat sich die Zahl der Mitglieder der Vermögensmittelklasse erhöht, auf rund 30 Millionen, was einen Zuwachs von über 50% seit der Jahrtausendwende bedeutet. Und immerhin knapp drei Millionen Osteuropäer können sich zur Vermögensoberklasse zählen.

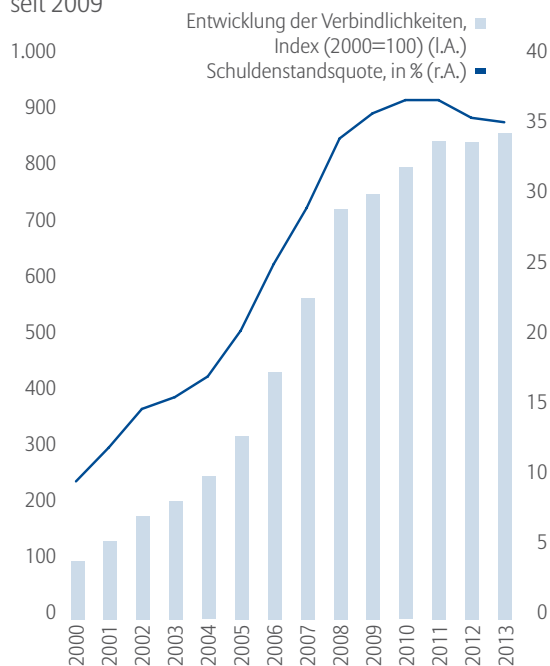
## Osteuropäische Staaten außerhalb der EU

Mit annähernd EUR 860 Mrd. liegen nur 0,7% des globalen Brutto-Geldvermögens in Kasachstan, Russland, Serbien, der Türkei und der Ukraine, obwohl immerhin 5,9% der von uns analysierten Bevölkerung dort leben. Die Regi-

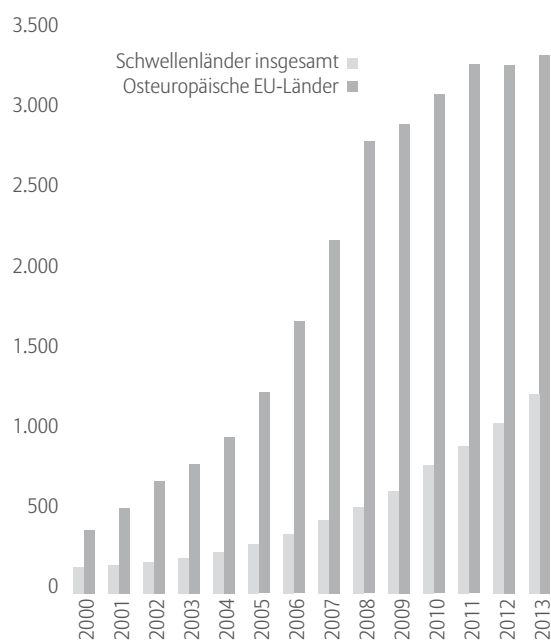
on mit dem geringsten Anteil am weltweiten Vermögensstock ist aber der unangefochtene Wachstumssieger. Seit Ende 2000 legte das Geldvermögen um durchschnittlich gut 25% p.a. zu. Allerdings basierten die Zuwächse auf einem sehr niedrigen Niveau: Vor zehn Jahren betrug das Brutto-Geldvermögen pro Kopf im Durchschnitt gut EUR 400. Der Ausbruch der Finanzkrise bremste die Wachstumsgeschwindigkeit zwar ab, die jährlichen Veränderungsraten befanden sich seitdem aber noch immer bei durchschnittlich 18%. Im vergangenen Jahr stiegen die Ersparnisse dieser Ländergruppe um gut 16%, so schnell wie in keiner anderen Region der Welt.

### Haushalte in den osteuropäischen Mitgliedsstaaten arbeiten an Bilanzsanierung

Stabilisierung der Verschuldung seit 2009



Verschuldung pro Kopf über Schwellenländerniveau in Euro



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

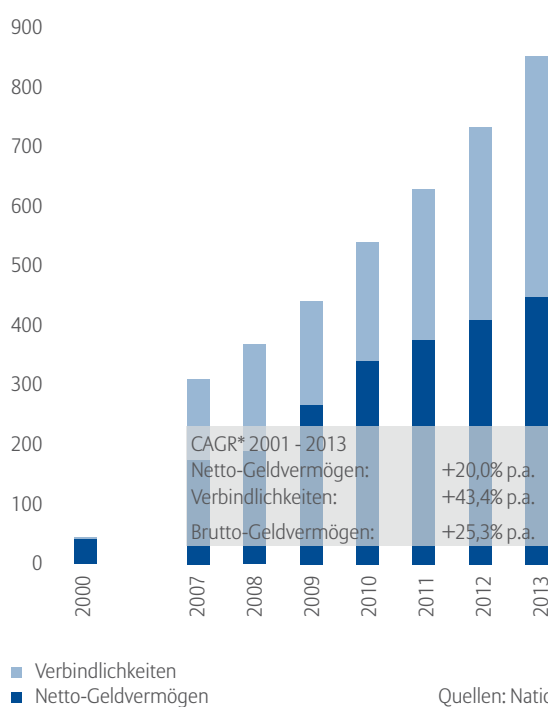
Nicht nur bei den Vermögensbeständen ist die Region der Wachstumschampion, sondern auch beim Aufbau der Verbindlichkeiten. Aber trotz Zuwachsraten von durchschnittlich rund 43% seit Ende 2000 war der Schuldenstand im letzten Jahr mit 17,5% der nominalen Wirtschaftsleistung oder umgerechnet EUR 1.410 pro Kopf der niedrigste weltweit.

Leicht über der Pro-Kopf-Verschuldung lag das Netto-Geldvermögen, das sich Ende 2013 auf EUR 1.560 im Durchschnitt pro Kopf bezifferte. Da drei Viertel der Bevölkerung in Russland und der Türkei leben, ist es keine Überraschung, dass sich auch das Geldvermögen in diesen beiden Ländern konzentriert: Rund 82% des regionalen Netto-Geldvermögens liegen in den Händen der russischen und türkischen Privathaushalte. Abzüglich der Schulden kann der russische Haushaltssektor auf ein Pro-Kopf-Vermögen von durchschnittlich EUR 1.810 zurückgreifen. Der EU-Beitrittskandidat Türkei hat im Hinblick auf die Vermögensentwicklung noch reichlich Auf-

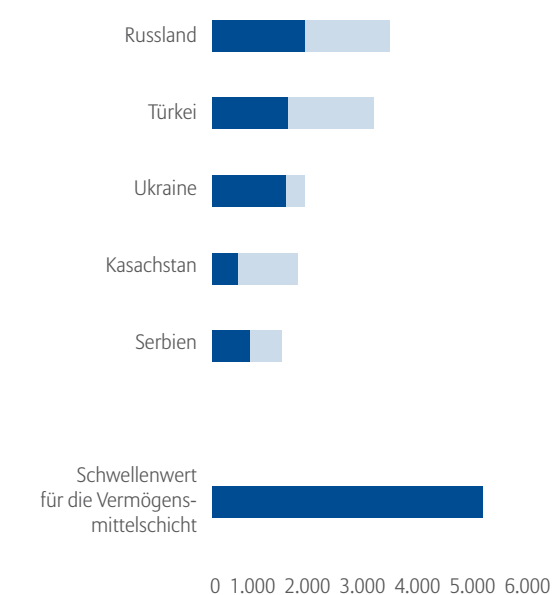
holbedarf. Mit durchschnittlich EUR 1.490 pro Kopf lag das Netto-Geldvermögen deutlich unter dem Wert der rumänischen Haushalte, die selbst zum Zeitpunkt ihres EU-Beitritts im Jahr 2007 bereits über ein Pro-Kopf-Vermögen von EUR 3.170 im Mittel verfügten. Allerdings hatte die Türkei in der Vergangenheit mit Währungskrisen und Hyperinflation zu kämpfen. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass das Vertrauen in die Wirtschaft und die eigene Währung nur langsam wieder aufgebaut werden konnte. Die Ersparnisse sind deshalb auch sehr konservativ angelegt: Über 80% befanden sich als Einlagen bei Banken, wovon noch immer über 30% in Fremdwährungen notiert waren. Beinahe gleichauf mit der Türkei lag das mittlere Pro-Kopf-Vermögen der Haushalte in der Ukraine (EUR 1.440), das aufgrund der politischen Unruhen im vergangenen Jahr mit rund 4% nur einen Bruchteil des Durchschnittswachstums der letzten zehn Jahre (+35% p.a.) verzeichnete.

### Pro-Kopf-Vermögen in den osteuropäischen nicht-EU-Ländern noch auf niedrigem Niveau...

Netto-Geldvermögen und Schulden in Mrd. Euro



Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf 2013 in Euro



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

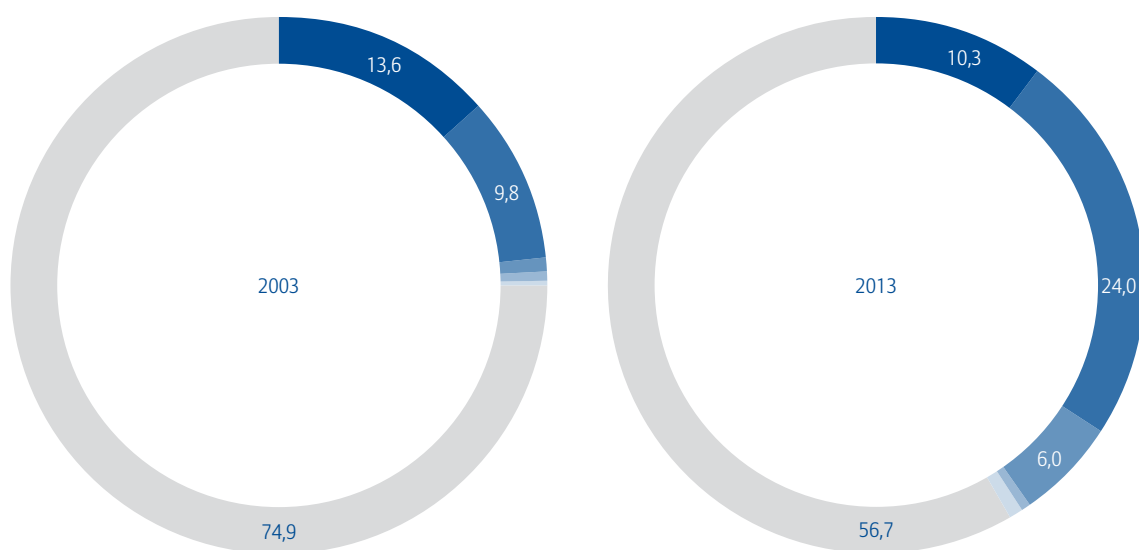
Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, UN Population Division, Allianz SE.

Weit abgeschlagen folgen die Haushalte Serbiens und Kasachstans, die im Mittel lediglich EUR 740 bzw. EUR 510 pro Kopf zur Verfügung haben. Bankeinlagen machen auch dort den Großteil des Geldvermögens aus, wobei die Haushalte dabei sichere Fremdwährungen bevorzugen. In Kasachstan waren mehr als zwei Fünftel der Bankeinlagen in Fremdwährungen notiert und in Serbien, dessen EU-Beitrittsverhandlungen Anfang dieses Jahres begannen, hielten die Privathaushalte fast ihre kompletten Spareinlagen (97%) in Fremdwährungen, 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 LWC und der Sprung in den Kreis der MWC liegt noch in weiter Ferne. Selbst in Russland erreichten die Haushalte erst ein gutes Drittel des Schwellenwertes, der für die Klassifizierung als MWC mindestens notwendig ist, und auch in der Türkei lag der Anteil bei nur 28%. Noch immer zählen über 90% der Bevölkerung zur unteren Vermögensschicht. Trotzdem hat die Region in den vergangenen Jahren deutliche Fortschritte erzielt: Rund 26 Millionen Menschen schafften seit dem Jahr 2000 den Aufstieg in die globale Vermögensmittelschicht. Auch im Hinblick auf die gesamte Region Osteuropa, also inklusive den EU-Mitgliedsstaaten, gewannen die Haushalte Kasachstans, Russlands, Serbiens, der Türkei und der Ukraine an Bedeutung. Ihr Anteil am regionalen Netto-Geldvermögen kletterte im Laufe der letzten zehn Jahre von 25% auf knapp 42%.

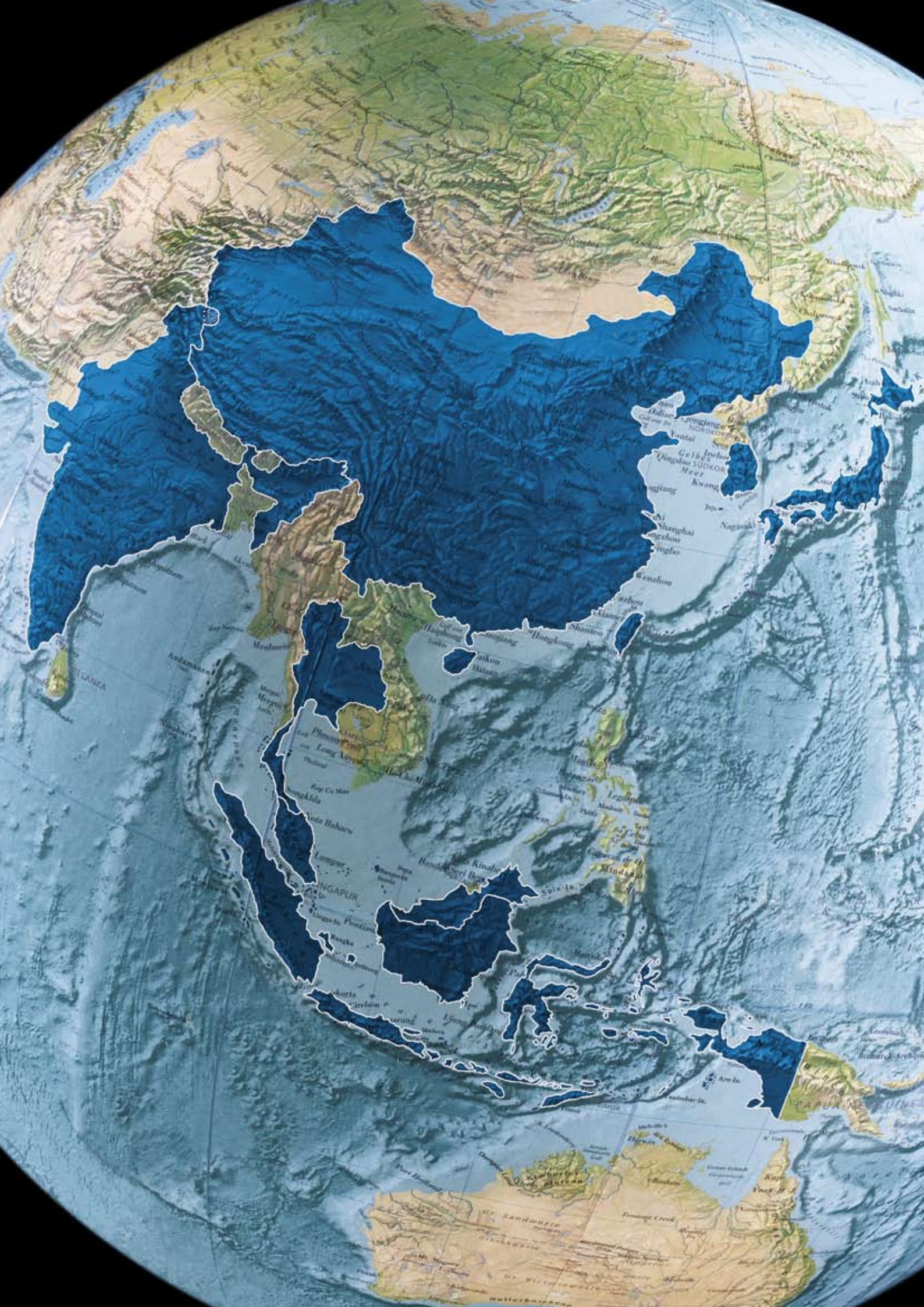
#### ...aber sie holen auf

Anteil der Nicht-EU-Länder am Netto-Geldvermögen der gesamten Region Osteuropa 2003 und 2013 in %



Quellen: Nationale Zentralbanken und Statistikämter, Allianz SE.

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



## Asien

### Bevölkerung

|                                                            |            |
|------------------------------------------------------------|------------|
| In den untersuchten Ländern .....                          | 3.197 Mio. |
| Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion.....    | 86,3%      |
| Anteil der untersuchten Länder an der Weltbevölkerung..... | 45,0%      |

### BIP

|                                                         |                 |
|---------------------------------------------------------|-----------------|
| In den untersuchten Ländern .....                       | EUR 14.326 Mrd. |
| Anteil der untersuchten Länder an der Gesamtregion..... | 94,8%           |
| Anteil der untersuchten Länder am Welt-BIP.....         | 26,8%           |

### Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

|                                       |                    |
|---------------------------------------|--------------------|
| Insgesamt .....                       | EUR 28.915 Mrd.    |
| Durchschnittlich .....                | EUR 9.040 pro Kopf |
| Anteil am globalen Geldvermögen ..... | 24,4%              |

### Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

|                        |                    |
|------------------------|--------------------|
| Insgesamt .....        | EUR 6.989 Mrd.     |
| Durchschnittlich ..... | EUR 2.190 pro Kopf |
| In % des BIP .....     | 48,8%              |

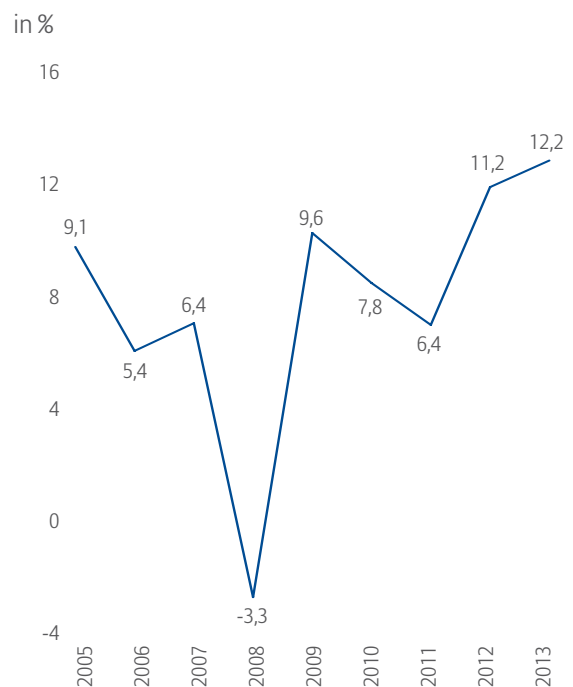
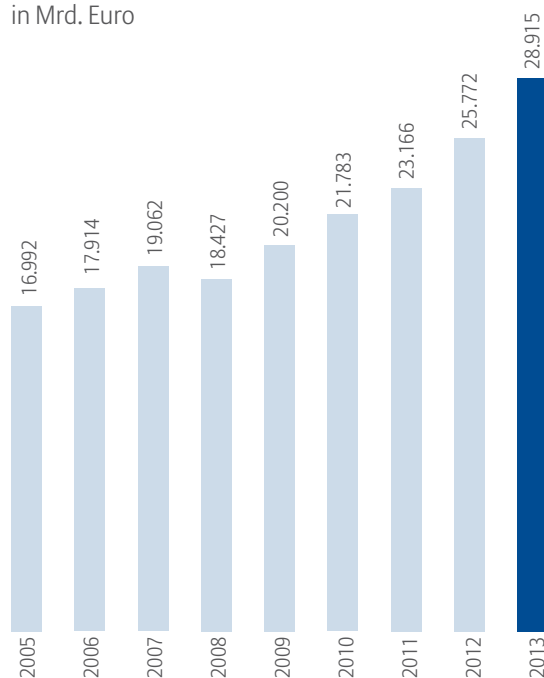
Im vergangenen Jahr stieg das Geldvermögen der privaten Haushalte in den von uns betrachteten asiatischen Ländern, China, Indien, Indonesien, Israel, Japan, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan und Thailand, um mehr als 12% auf umgerechnet EUR 28,9 Billionen. Damit verfügten die insgesamt rund 3,9 Mrd. Menschen in diesen zehn Ländern, d.h. 45% der Weltbevölkerung, Ende 2013 über rund ein Viertel des globalen Geldvermögens.

## China maßgeblich für dynamische Entwicklung

Maßgeblich für die dynamische Entwicklung in Asien war das anhaltend kräftige Wachstum der privaten Geldvermögen in China in Höhe von nahezu 23%. Deutlich niedriger fiel der Zuwachs in Japan aus: Mit 6,1% wurde dennoch die höchste Zunahme seit 2005 verzeichnet. Vergleicht man die Entwicklung der Geldvermögen in den einzelnen Ländern der Region seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008, fällt allerdings vor allem das weit unterdurchschnittliche Wachstum in Japan von gerade einmal 2,5% pro Jahr auf. Denn im Schnitt stieg das Geldvermögen der privaten Haushalte in der Region um jähr-

### Entwicklung des Geldvermögens in Asien

Geldvermögen der privaten Haushalte in Asien in Mrd. Euro



Quellen: Datastream, Nationale Zentralbanken, Allianz SE.

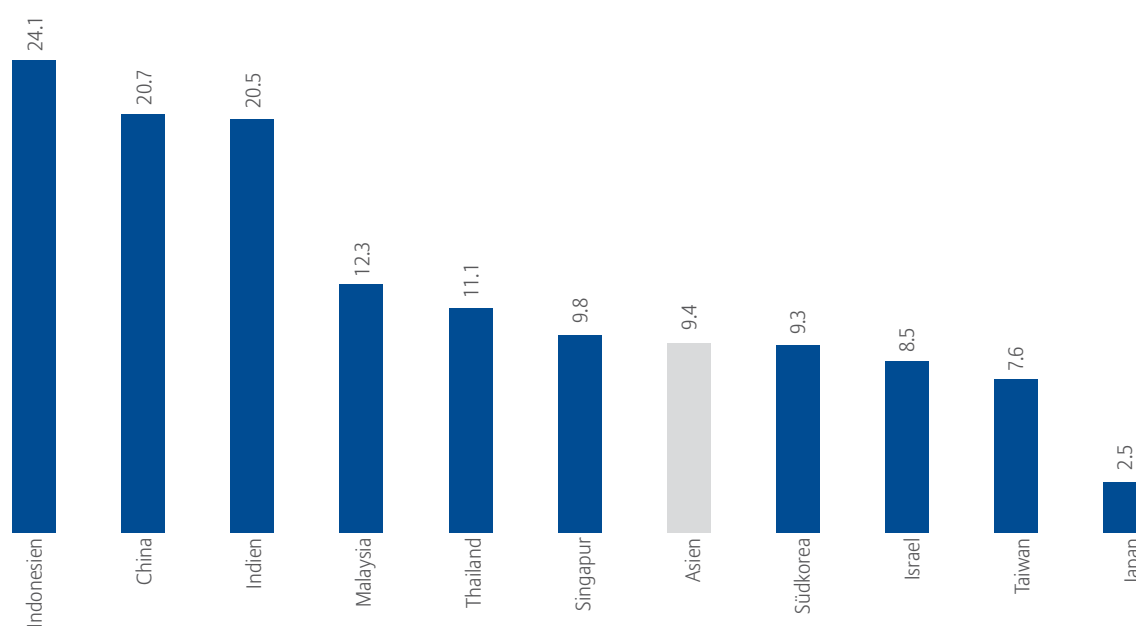
lich 9,4%. Das Spitzentrio bildeten China, Indien und Indonesien, wo das private Geldvermögen seit 2008 jeweils um durchschnittlich über 20% pro Jahr wuchs. In Malaysia und Thailand belief sich der Anstieg auf 12,3% bzw. 11,1% und in den Tigerstaaten der ersten Generation, Singapur, Südkorea und Taiwan, verbuchten die privaten Haushalte immerhin noch jährliche Zuwächse in Höhe von 9,8%, 9,3% und 7,6%. Würde man nur die Schwellenländer und die Tigerstaaten betrachten, belief sich das Wachstum in der Region auf 16,3%.

## Japan nach wie vor die reichste Nation in Asien

Trotzdem war Japan im vergangenen Jahr nach wie vor die Nation mit dem höchsten privaten Geldvermögen in Asien; auch wenn der Anteil der japanischen Haushalte am gesamten privaten Geldvermögen in der Region aufgrund der unterschiedlichen Wachstumsdynamik weiter geschrumpft ist: Vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 belief er sich auf 57%, Ende 2013 lag er nur noch bei knapp 41%. Gewinner in der Region war insbesondere China, dessen Haushalte inzwischen über 36% des gesamten privaten

### Höchste Wachstumsdynamik in Indonesien, Indien und China

Durchschnittliche jährliche Veränderung des gesamten Geldvermögens, 2009-2013  
in %



Quellen: Nationale Zentralbanken, Allianz SE.

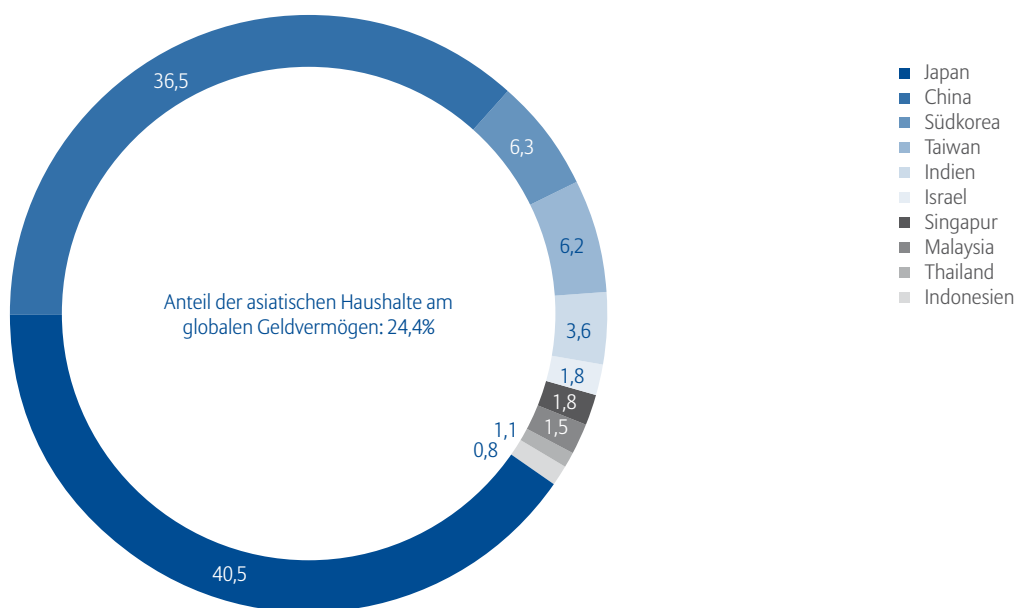
Geldvermögens aller betrachteten Länder verfügen. Das Geldvermögen der südkoreanischen und taiwanesischen Haushalte summierte sich wie bereits vor der Krise auf jeweils rund 6% des gesamten privaten Geldvermögens. Der Anteil der indischen und indonesischen Haushalte am gesamten Geldvermögen hingegen verdoppelte sich dank des raschen Wachstums von einem sehr niedrigen Niveau aus auf knapp 4% bzw. rund 1%. Sollte diese Wachstumsdynamik anhalten, könnte China Japan bereits im nächsten Jahr als Land mit dem höchsten Geldvermögen in der Region ablösen.

## Nachholbedarf maßgeblich für Wachstumsdynamik

Die unterschiedlichen Wachstumspfade sind nicht zuletzt dem Nachholbedarf in den einzelnen Ländern geschuldet. Ein Blick auf die Vermögensquoten, d.h. die Relation von Geldvermögen und BIP, und die Einbeziehung der Bevölkerungsgröße in die Betrachtung zeichnen ein differenzierteres Bild. So lag die Vermögensquote nicht nur in Japan mit 355%, sondern auch in den Tigerstaaten der ersten Generation, Singapur, Südkorea und Taiwan, mit 240%, 201% und 503% sowie in Malaysia mit 193% auch im letzten Jahr immer noch deutlich höher als beispielsweise in China (151%). Allein daraus lässt sich ein Nachholbedarf der privaten Haushalte in den Schwell-

### Verteilung des Geldvermögens

Anteil am Geldvermögen, nach Ländern, 2013  
in %



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

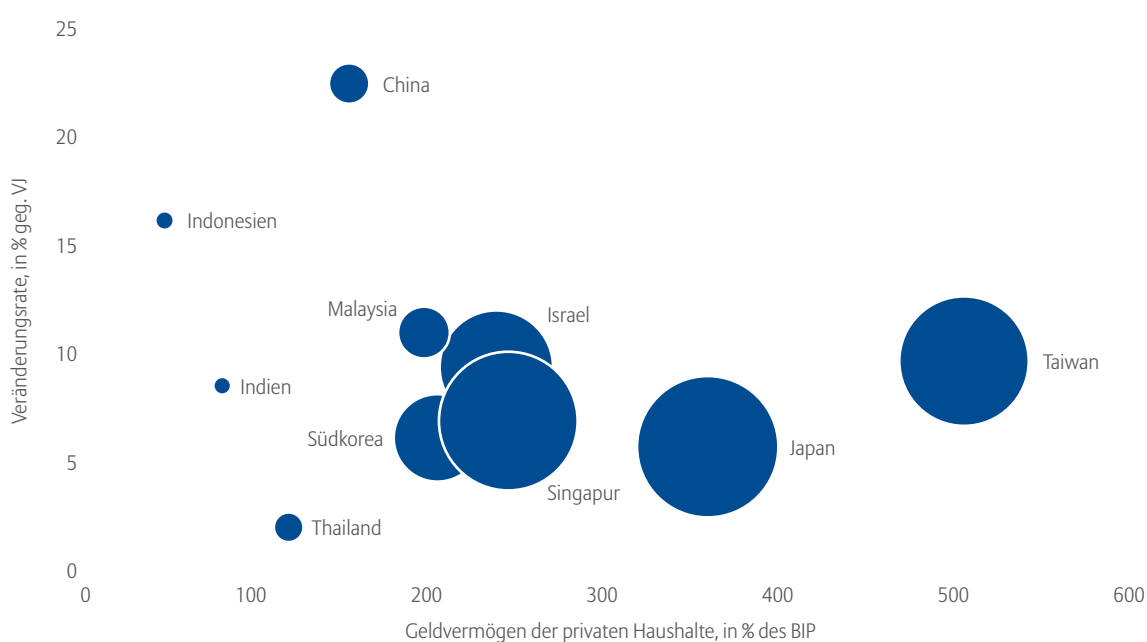
lenländern im Hinblick auf den Vermögensaufbau ableiten. Darüber hinaus veranschaulicht die Pro-Kopf-Betrachtung die nach wie vor großen Unterschiede im Wohlstandsniveau innerhalb der Region: Denn obwohl sich das gesamte Geldvermögen der chinesischen Haushalte in den letzten fünf Jahren mehr als verdoppelt hat, war das durchschnittliche Geldvermögen pro Kopf in Japan Ende 2013 mit umgerechnet rund EUR 92.150 immer noch mehr als 12 mal so hoch wie das in China, wo es inzwischen auf rund EUR 7.600 pro Kopf angestiegen ist.

## Singapur mit dem höchsten Brutto-Geldvermögen pro Kopf

Obwohl die japanischen Haushalte insgesamt betrachtet nach wie vor über das höchste Geldvermögen in der Region verfügen, wurde Japan wechsellkursbedingt in der Pro-Kopf-Betrachtung bereits von der Spitzenposition in Asien verdrängt: Mit rund EUR 94.200 war der durchschnittliche Einwohner Singapurs 2013 um gut EUR 2.000 reicher als ein durchschnittlicher Japaner. Auf den Plätzen drei und vier folgten Taiwan und Israel mit einem durchschnittlichen

### Aufholprozess setzt sich fort

Veränderungsraten und Vermögensquoten  
in %



Quellen: Datastream, Nationale Zentralbanken, UN Population Division, Allianz SE.

Die Größe der Blase entspricht dem Geldvermögen pro Kopf, in Euro ■

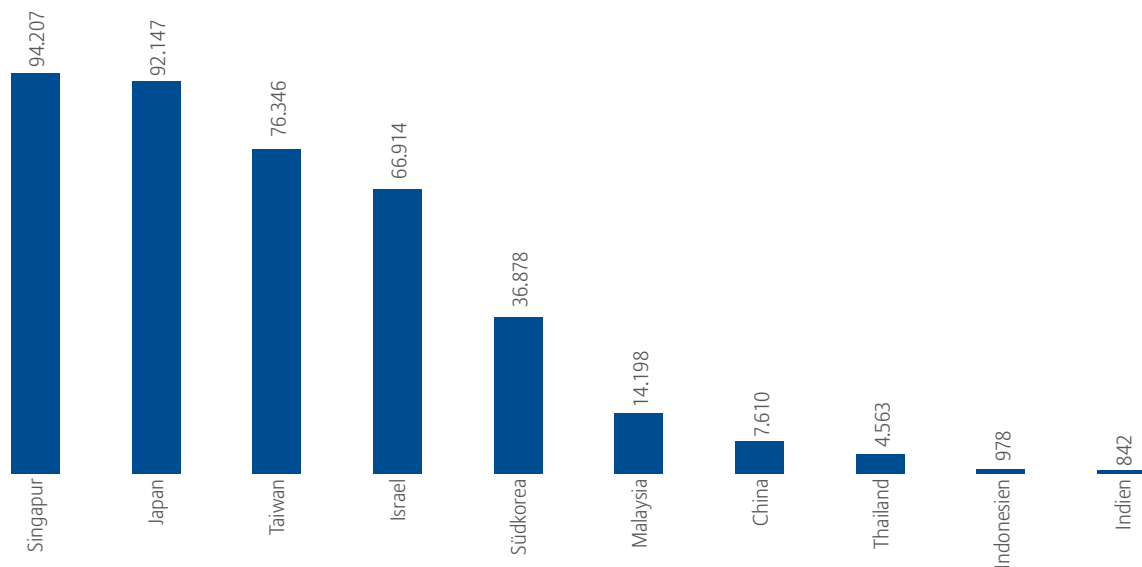
Geldvermögen pro Kopf von rund EUR 76.350 bzw. rund EUR 67.000. Deutlich geringer fiel es in Südkorea mit knapp EUR 36.900 aus. In Malaysia war das Brutto-Geldvermögen pro Kopf mit rund EUR 14.200 immer noch fast doppelt so hoch wie in China. In Indien und Indonesien hingegen, wo die Haushalte bislang nur einen geringen Teil ihres Gesamtvermögens in Form von Finanzmitteln halten, lag es umgerechnet noch unter EUR 1.000 pro Kopf.

## Bankeinlagen nach wie vor beliebteste Anlageform der privaten Haushalte in Asien

Da sich die Finanzsysteme in einigen Ländern der Region noch im Aufbau befinden und die Anlagealternativen daher beschränkt sind, hielten die privaten Haushalte auch 2013 noch über 50% ihres Geldvermögens in Form von Bankeinlagen. Tendenziell geht der Anteil aber zurück; unmittelbar nach Ausbruch der Finanzkrise war der Anteil der Bankeinlagen im Portfolio der asiatischen Haushalte auf 58% hochgeschossen. Überraschend ist jedoch, dass auch die japanischen Haushalte bei der Wahl der Anlageform nach wie vor Bankeinlagen bevorzugen; 2013

### Höchstes Geldvermögen pro Kopf in Singapur

Geldvermögen der privaten Haushalte, pro Kopf 2013 (brutto) in Euro



Quellen: Nationale Zentralbanken, Allianz SE.

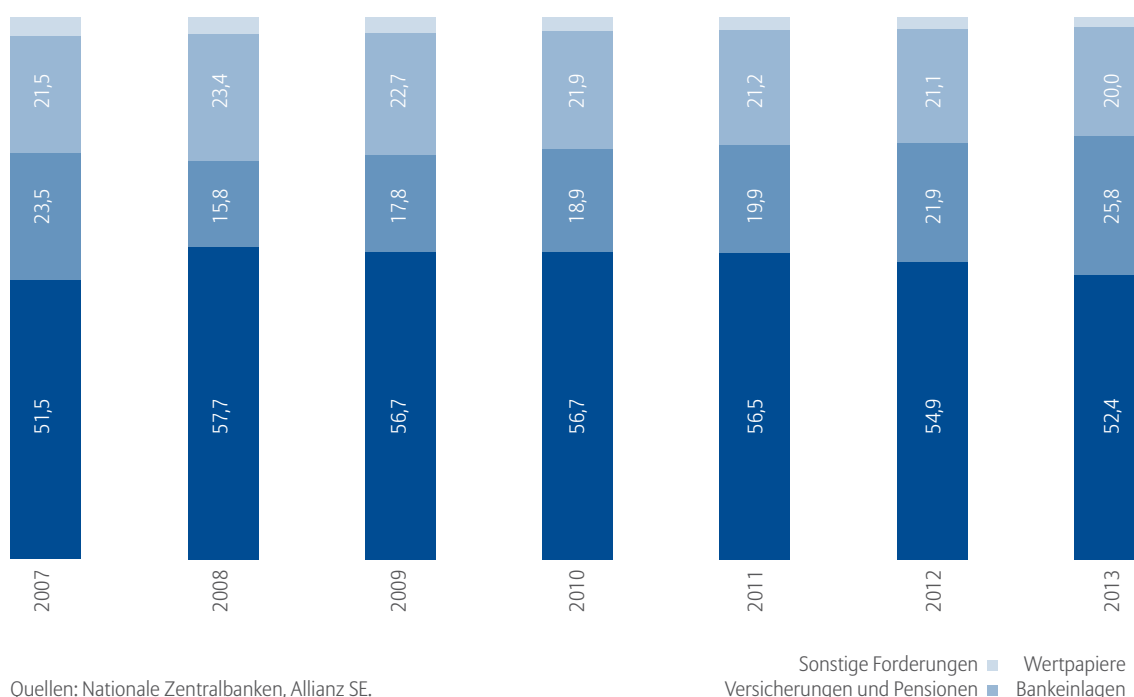
machten sie 54% ihres Geldvermögens aus. Trotz oder möglicherweise auch gerade wegen der deutlichen Erholung des Nikkei – Stichwort Gewinnmitnahmen – zogen die japanischen Haushalte im vergangenen Jahr in Summe nach wie vor Gelder von ihren Aktien- und Wertpapierdepots ab und legten ihre Ersparnisse statt dessen lieber in Form von Lebensversicherungen und Bankeinlagen an: Fast 70% aller Zuflüsse gingen auch 2013 auf Bankkonten.

## Chinesische Sparer bevorzugen zunehmend höherverzinsliche Anlageformen

In China hingegen beobachtet die Zentralbank, dass die Sparer vermehrt ihre Spareinlagen bei den Banken abheben, um sie in höherverzinslichen sogenannten Vermögensverwaltungskonten (wealth management accounts), in Fonds, bei Wertpapierhäusern, Vermögensverwaltern oder direkt am Aktienmarkt anzulegen. Im Zuge dieser Entwicklung ist der Anteil der Bankspareinlagen am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte in China im vergangenen Jahr erstmals unter 60% gefallen.

### Wichtigste Anlageklasse in Asien: Bankeinlagen

Geldvermögen der privaten Haushalte, nach Anlageklassen in %



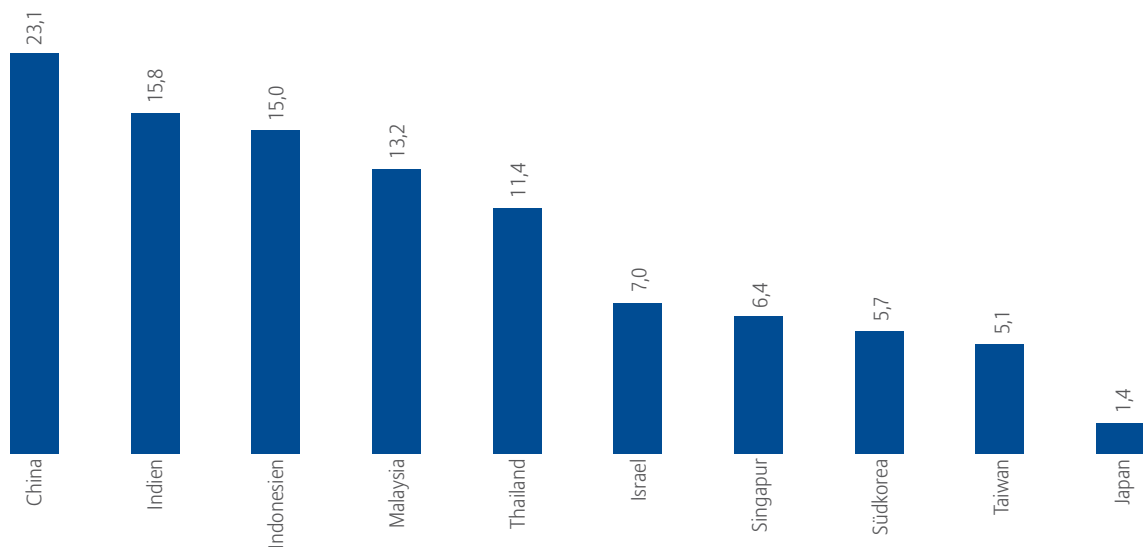
## China auch mit höchstem Kreditwachstum

Die chinesischen Haushalte konnten im vergangenen Jahr allerdings nicht nur den höchsten Zuwachs des Brutto-Geldvermögens verbuchen, sondern zeichneten auch für den höchsten Anstieg des Kreditvolumens verantwortlich. Am zurückhaltendsten bei der Kreditaufnahme waren die japanischen Haushalte. Während in China das Kreditvolumen um 23% stieg, wuchs die Verschuldung der privaten Haushalte in Ja-

pan im Vergleich zum Vorjahr um lediglich 1,4%; 2012 hatten die japanischen Haushalte ihre Schuldenlast allerdings noch um 0,8% reduziert. Zweistellige Wachstumsraten bei den Krediten waren auch in Indien (knapp 16%), Indonesien (15%), Malaysia (13%) und Thailand (11%) zu verzeichnen. In Singapur und Südkorea stiegen sie um jeweils rund 6% und in Taiwan um gut 5%. Während die hohe Kreditnachfrage in China, Indien und Indonesien zum Großteil dem Nachholbedarf mit Blick auf den Zugang zum formalen Finanzsektor geschuldet und damit Ausdruck des Entwicklungsprozesses des Finanzsystems ist, wächst in Südkorea, Malaysia und Thailand allmählich die Besorgnis angesichts der steigenden Verschuldung der privaten Haushalte.

### Entwicklung der Verschuldung

Wachstum der Verschuldung der privaten Haushalte, 2013-2012  
in %



Quellen: Datastream, Nationale Zentralbanken, Allianz SE.

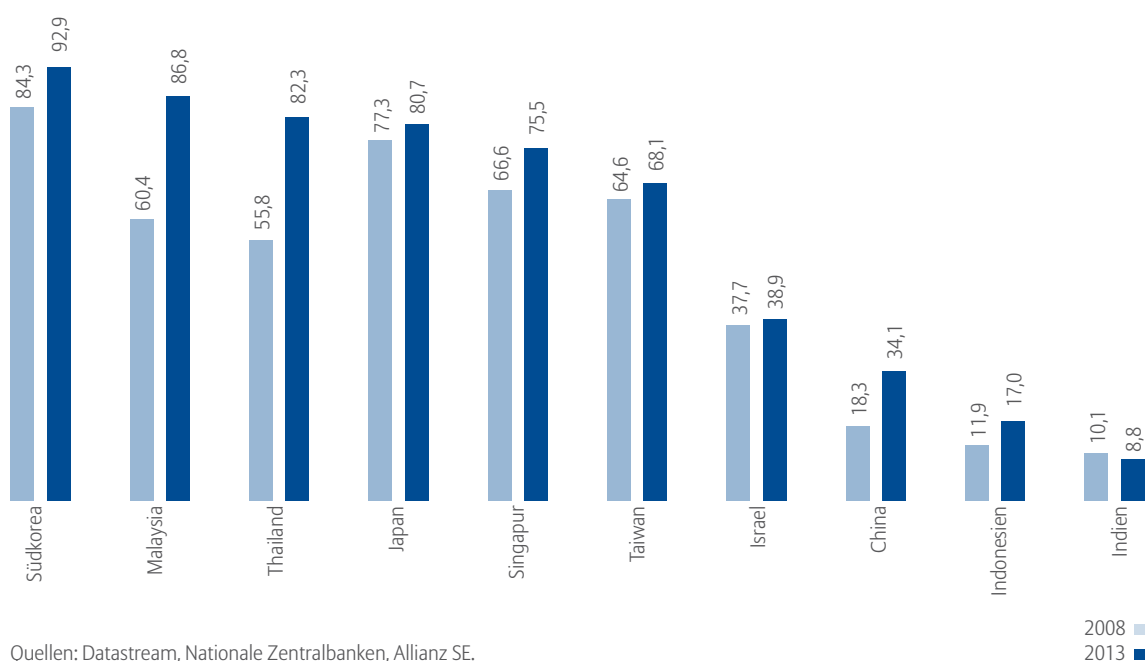
## Steigende Verschuldung gibt Anlass zur Besorgnis

Zieht man die Verschuldungsquote der privaten Haushalte, d.h. die Summe der Verbindlichkeiten der privaten Haushalte bei Banken und Nicht-Bank-Finanzinstituten (NBFIs) in Prozent des BIP, als Vergleichsmaßstab heran, wird deutlich, dass China trotz der hohen Kreditnachfrage immer noch eine vergleichsweise niedrige Verschuldungsquote aufweist: Ende 2013 lag sie bei

34%. In Indonesien belief sie sich auf 17% und in Indien lag sie noch unter 10%. In Südkorea hingegen summierten sich die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte Ende 2013 auf insgesamt 93%, in Malaysia auf knapp 87% und in Thailand auf 82% des BIP. Damit war die Verschuldungsquote der privaten Haushalte in diesen drei Ländern noch höher als in Japan, wo sie sich auf knapp 81% belief. Während in Japan jedoch das Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte Ende 2013 mehr als viermal so hoch war wie die ausstehenden Verbindlichkeiten, betrug dieser Faktor in Malaysia und Südkorea jeweils nur 2,2 und in Thailand sogar nur 1,4.

### Verschuldung in vielen Ländern deutlich gestiegen

Verschuldung der privaten Haushalte  
in % des BIP

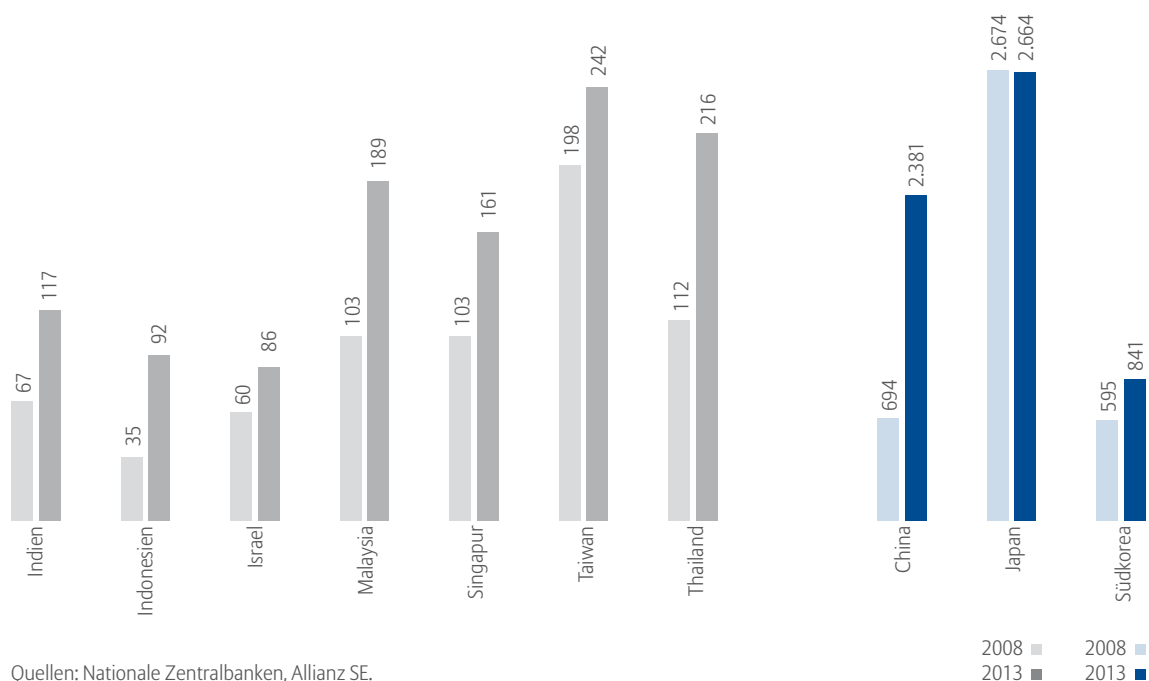


Bedenklich an dieser Entwicklung ist allerdings nicht nur die Höhe des inzwischen erreichten Verschuldungsniveaus, auffällig ist auch das Wachstum. 2008 lag das Verschuldungsniveau in Südkorea mit Krediten in Höhe von knapp EUR 595 Mrd. noch bei 84,3% des BIP. Seitdem ist die Kreditsumme auf EUR 841 Mrd. und damit 93% des BIP gestiegen. In Malaysia und in Thailand hat sich das Kreditvolumen im gleichen Zeitraum nahezu verdoppelt: In Malaysia hatten die privaten Haushalte 2008 Kredite in Höhe von umgerechnet rund EUR 103 Mrd. bei Banken und NBFIs aufgenommen, was 60,4% des damaligen BIPs entsprach; Ende 2013 beliefen sich die Kredite auf über EUR 189 Mrd. bzw.

rund 87% des BIP. In Thailand verlief die Entwicklung noch rascher: Ende 2008 beliefen sich die Verbindlichkeiten auf knapp EUR 112 Mrd. bzw. rund 56% des BIP; Ende 2013 waren die thailändischen privaten Haushalte mit insgesamt EUR 216 Mrd. verschuldet. Japan hingegen ist ein Sonderfall: Aufgrund des rückläufigen BIPs war die Verschuldungsquote Ende 2013 höher als im Jahr 2008, obwohl die japanischen Haushalte ihre Schuldenlast seitdem von EUR 2674 Mrd. auf EUR 2664 Mrd. reduziert hatten.

#### Deutlicher Anstieg der Kreditvolumina

Verschuldung der privaten Haushalte  
in Mrd. Euro

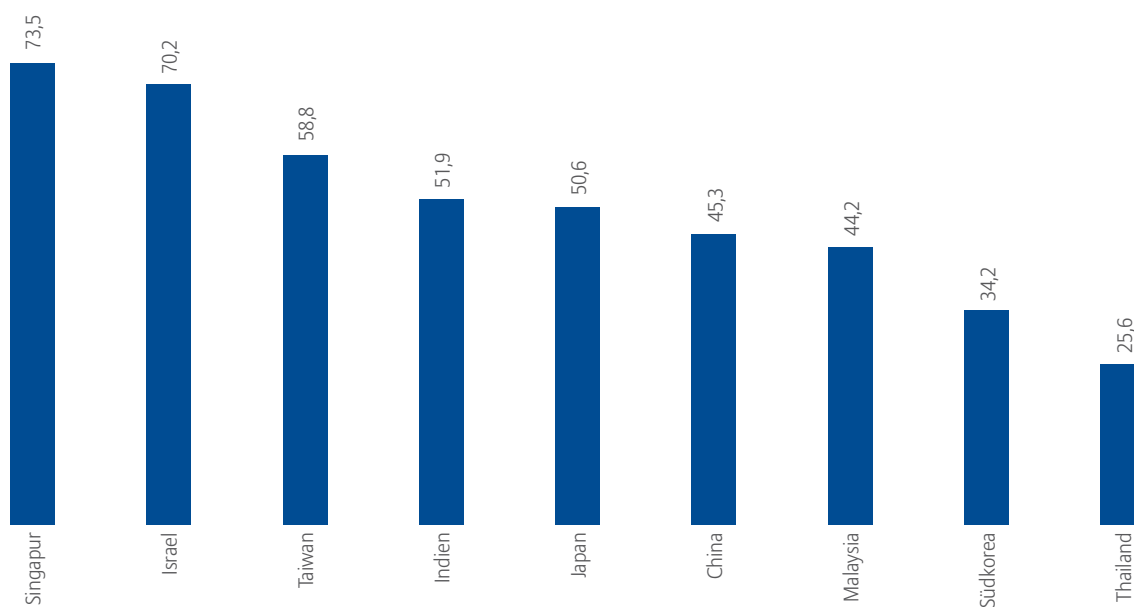


Insgesamt dient rund die Hälfte der aufgenommenen Kredite der Finanzierung des Erwerbs oder der Renovierung von Immobilien. Zwischen den Ländern gibt es mit Blick auf den Verwendungszweck der aufgenommenen Gelder allerdings deutliche Unterschiede: Während in Singapur knapp drei Viertel aller Kredite für den Erwerb von Immobilien verwendet wurden – Singapur ist auch das Land mit der höchsten Wohneigentumsquote weltweit – waren in Thailand rund 75% der Kredite Konsumentenkredite. In Südkorea waren immerhin 34% aller Kredite für den Immobilienerwerb bestimmt und in Malaysia 44%, wobei hier in den letzten Jahren Immobilienkredite regelmäßig über 50% der Neuverschuldung ausmachen. In diesen Ländern besteht daher die Sorge, dass bei einem Anstieg

des Zinsniveaus oder im Zuge einer wirtschaftlichen Abkühlung insbesondere in den unteren Einkommensschichten die Zahl der überschuldeten Haushalte und der Kreditausfälle deutlich ansteigen könnte. Denn in der Regel ist das Verhältnis von Guthaben zu Verbindlichkeiten in diesen Einkommensschichten deutlich schlechter als im Schnitt der Gesamtbevölkerung, da Ersparnisse kaum vorhanden sind.

#### Großteil der Verschuldung dient dem Immobilienerwerb

Anteil der Immobilienkredite an der Gesamtverschuldung in %



Quellen: Datastream, Nationale Zentralbanken, Allianz SE.

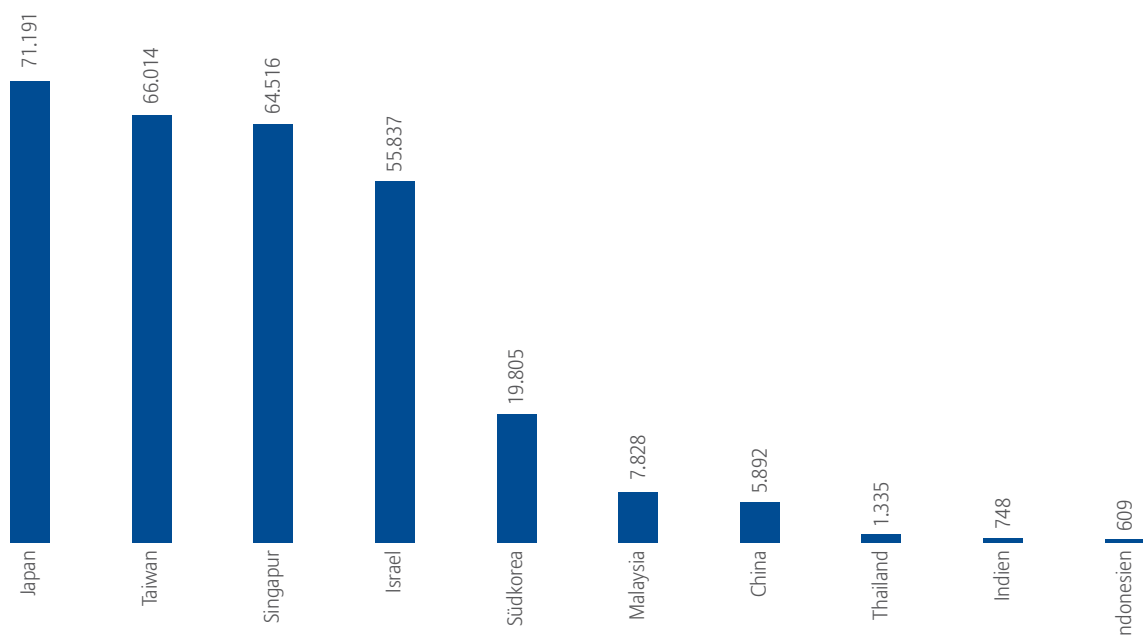
## Die Japaner besitzen die höchsten Netto-Geldvermögen

Zieht man die Schulden von den Brutto-Geldvermögen ab, ergibt sich eine andere Länderreihenfolge: In der Netto-Betrachtung führten die japanischen Haushalte auch 2013 die Rangliste vor Taiwan und Singapur an. Das Netto-Geldvermögen pro Kopf belief sich in Japan auf knapp EUR 71.200, während es in Taiwan bei rund EUR 66.000 und in Singapur bei gut EUR 64.500 lag. In Südkorea halbierte sich das Netto-Geldvermögen aufgrund der hohen Verschuldung der

privaten Haushalte nahezu und belief sich lediglich auf durchschnittlich EUR 19.800 pro Kopf. Auch der Abstand zwischen Malaysia und China schrumpfte bei der Netto-Betrachtung deutlich: Während das durchschnittliche Brutto-Geldvermögen pro Kopf in Malaysia im vergangenen Jahr nahezu doppelt so hoch war wie in China, lag das Netto-Geldvermögen pro Kopf mit gut EUR 7.800 nur noch um ein Drittel höher als China, wo es sich im Schnitt auf rund EUR 5.890 belief.

### Die japanischen Haushalte verfügen über das höchste Netto-Geldvermögen pro Kopf

Geldvermögen der privaten Haushalte, pro Kopf 2013 (netto)  
in Euro



Quellen: Datastream, Nationale Zentralbanken, UN Population Division, Allianz SE.

## Rund 500 Millionen Asiaten zählten Ende 2013 zur globalen Vermögensmittelschicht

Dank der positiven Entwicklung in den vergangenen Jahren konnten Ende 2013 über 500 Millionen Menschen in Asien zur globalen Vermögensmittelschicht gezählt werden, d.h. sie verfügten über ein Netto-Geldvermögen zwischen EUR 5.300 und EUR 31.800. Rund 3% der Bevölkerung in den von uns betrachteten Ländern oder 107 Millionen Menschen gehörten sogar der globalen Vermögensoberschicht an, da sie ein Netto-Geldvermögen von mehr als EUR 31.800 besaßen. Das heißt aber auch, dass nach wie vor in den zehn Ländern rund 2,6 Mrd. Menschen, rund 81% der Gesamtbevölkerung, nur über ein sehr geringes Geldvermögen von netto maximal EUR 5.300 verfügten. Angesichts der steigenden Verschuldung in der Region ist zu befürchten, dass künftig weniger Menschen den Sprung von der Vermögensunterschicht in die Vermögensmittelschicht schaffen werden, sondern vielmehr die Gefahr des Abstiegs wächst.



## Australien und Neuseeland

### Bevölkerung

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| Insgesamt .....                     | 27,8 Mio. |
| Anteil an der Weltbevölkerung ..... | 0,4%      |

### BIP

|                          |                |
|--------------------------|----------------|
| Insgesamt .....          | EUR 1.141 Mrd. |
| Anteil am Welt-BIP ..... | 2,3%           |

### Brutto-Geldvermögen der privaten Haushalte

|                                       |                     |
|---------------------------------------|---------------------|
| Insgesamt .....                       | EUR 2.616 Mrd.      |
| Durchschnittlich .....                | EUR 93.950 pro Kopf |
| Anteil am globalen Geldvermögen ..... | 2,2%                |

### Verbindlichkeiten der privaten Haushalte

|                        |                     |
|------------------------|---------------------|
| Insgesamt .....        | EUR 1.319 Mrd.      |
| Durchschnittlich ..... | EUR 47.370 pro Kopf |
| In % des BIP .....     | 115,6%              |

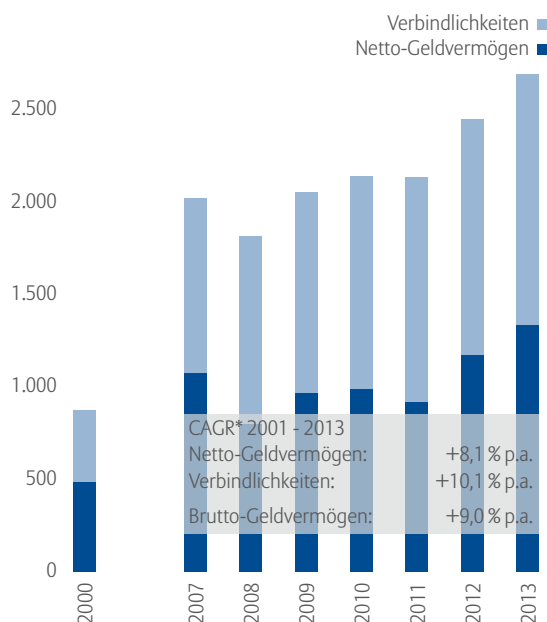
Für die Privathaushalte Australiens und Neuseelands endete das Jahr 2013 mit einem kräftigen Plus ihres Brutto-Geldvermögens von insgesamt 10% gegenüber dem Vorjahr. Der Vermögenszuwachs lag damit sogar um 1,2 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Industrieländer weltweit. In Summe beliefen sich die Ersparnisse Down Under Ende vergangenen Jahres auf umgerechnet EUR 2,6 Billionen, wovon 94% in Australien zu finden waren. Zur positiven Vermögensentwicklung trugen alle drei großen Anlageklassen bei. Darunter verzeichneten die in Form von Versicherungen und Pensionen gehaltenen Finanzmittel den höchsten Anstieg (+11,6% gegenüber 2012). In Australien ist keine andere Vermögensklasse so populär wie diese: Gut 59% ihres Geldvermögens investieren die Haushalte dort in Versicherungen, vor allem in die beliebten Superannuations. Hierbei handelt es sich um eine Kombination aus einer gesetzli-

chen und privaten, freiwilligen sowie steuerlich begünstigten Altersvorsorge. Seit der Jahrtausendwende flossen durchschnittlich mehr als drei Viertel der jährlichen Ersparnisbildung in diese Form der Geldanlage.

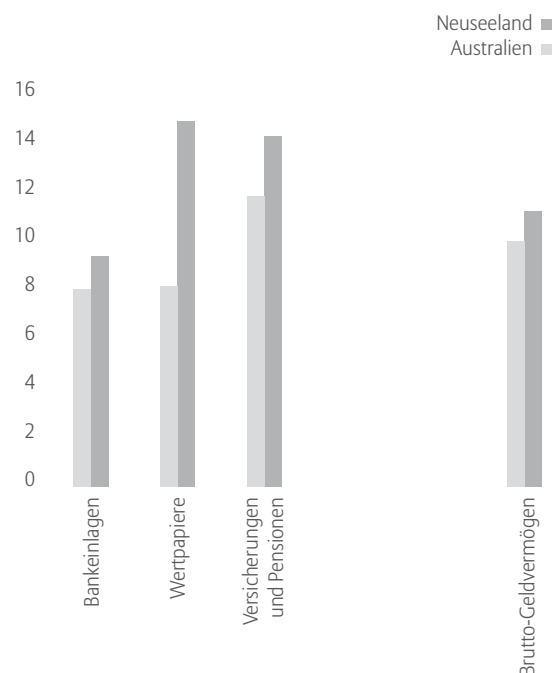
Anders als ihr großer Nachbar präferieren die Neuseeländer zum Aufbau ihrer Ersparnisse noch immer Bankeinlagen, die seit Ende 2007 um rund 43% zulegen. Allein im letzten Jahr bezifferte sich der Anstieg um 9,2%. Unterstützt wurde der Zuwachs von einer höheren Sparquote sowie Auszahlungen von Versicherungsleistungen aufgrund des Erdbebens in Canterbury. Was die Altersvorsorge betrifft, setzen sie eher auf Investmentfonds, die in der Anlageklasse Wertpapiere erfasst werden. Letztere verbuchten 2013 eine Zuwachsrate von 14,6%, der neuseeländische Leitindex NZX 50 schloss das Börsenjahr mit einem Plus von 11,5%.

### Ozeanien: Kräftige Entwicklung über alle Anlageklassen hinweg

Netto-Geldvermögen und Schulden  
in Mrd. Euro



Veränderungsrate der Anlageklassen, 2013/ 2012  
in %



\*CAGR = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate.

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

## Sparverhalten und Verschuldung

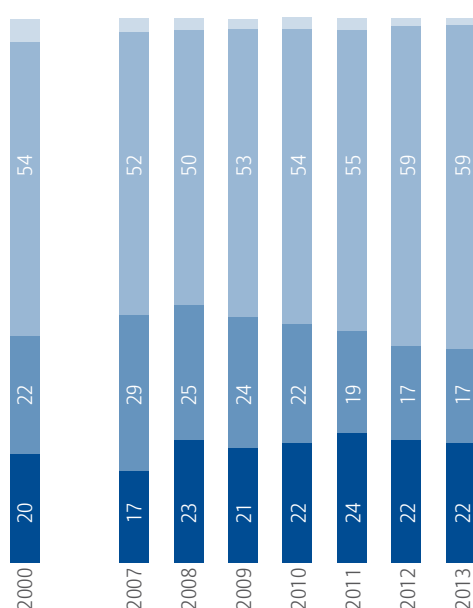
Australiens Privathaushalte scheinen mit ihren Finanzen weiterhin sorgsamer umzugehen als sie es noch vor Ausbruch der Finanzkrise getan haben. Die Sparquote hat sich in den letzten Jahren bei rund 10% eingependelt und befindet sich nun wieder auf dem Niveau Mitte der 1980er Jahre. Seit Mitte der 1970er Jahre ging die Quote kontinuierlich zurück, bis sie Anfang der 2000er Jahre zeitweise sogar in den negativen Bereich rutschte. Mehrere Faktoren begünstigten diesen Abwärtstrend, u.a. ein einfacherer Zugang zu Krediten, eine stabile Wirtschaftsentwicklung, steigende Einkommen und Einkommenserwartungen sowie eine hohe Konsumlaune. Erst mit Ausbruch der Finanzkrise setzte schließlich die Trendwende ein.

Zurückhaltender agieren die Australier seither auch im Hinblick auf eine weitere Kreditaufnahme. Während die Haushalte ihre Schuldenlast im Zeitraum von 2002 bis 2007 noch mit durchschnittlich 14% p.a. erhöhten, reduzierten sie die Zuwachsrate in den Jahren von 2008 bis 2013 drastisch auf durchschnittlich 6,6% p.a. Dazu beigetragen hat nicht zuletzt das Niedrigzinsumfeld, das es vielen Haushalten ermöglichte, ihre Kredite schneller als vereinbart abzubezahlen. Dank der Tatsache, dass zugleich die Einkommen in etwa gleich schnell gewachsen sind wie die Verbindlichkeiten, stabilisierte sich das Verhältnis der Schulden zu verfügbarem Einkommen auf 149% Ende 2013 (Spitzenwert: 153% im August 2006). Verglichen mit Nordamerika war die private Schuldenstandsquote zwar

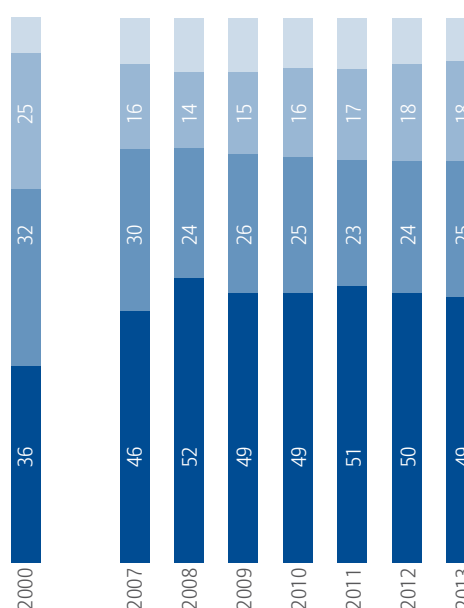
### Die ungleichen Nachbarn Australien und Neuseeland

Anlageklassen in % des Brutto-Geldvermögens

#### Australien



#### Neuseeland



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

Sonstige Forderungen ■ Wertpapiere ■  
Versicherungen und Pensionen ■ Bankeinlagen ■

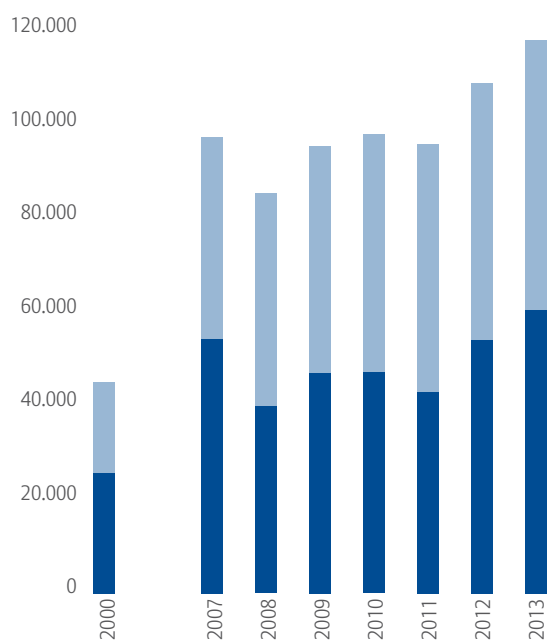
niedriger als die der hochverschuldeten Kanadier (170%), aber immer noch deutlich höher als in den USA (rund 110%). Die Pro-Kopf-Verschuldung befindet sich mit umgerechnet knapp EUR 51.320 auf dem historischen Höchststand. Aus dieser Perspektive wird deutlich, dass die australischen Haushalte noch lange nicht aus dem Schuldenschneider sind, sondern unvermindert Schuldendisziplin wahren müssen.

Absolut betrachtet befand sich die Pro-Kopf-Verschuldung der Privathaushalte Neuseelands Ende vergangenen Jahres auf einem deutlich niedrigeren Niveau: Durchschnittlich hatte ein Neuseeländer knapp EUR 26.890 zu schultern. Gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens errechnet sich hingegen eine Quote von 146%, die nur geringfügig unter dem Niveau der australischen Haushalte liegt. Die Relation Verbindlichkeiten zum Brutto-Geldver-

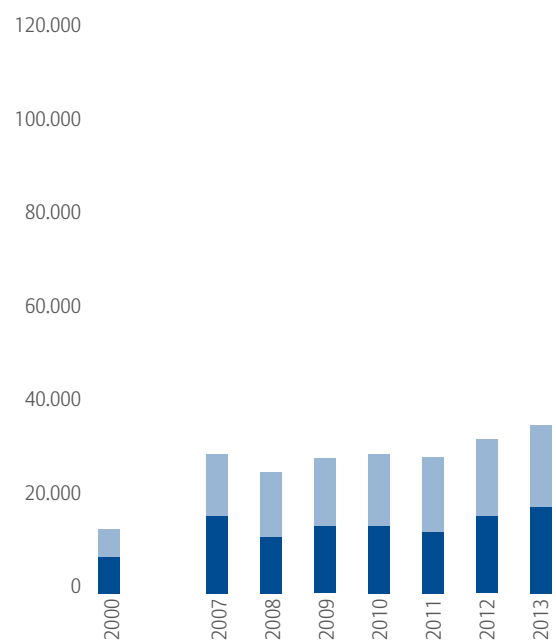
mögen zeigt, dass die relative Verschuldung in Neuseeland sogar deutlich höher als in Australien ist. Während sich die private Schuldenlast in Australien Ende 2013 „nur“ auf 49% des Brutto-Geldvermögens belief, bezifferte sich die Quote in Neuseeland auf rund 76% - immerhin gut 17 Prozentpunkte unter dem Spitzenwert des Jahres 2009. Zwischen 2002 und 2007 befanden sich die prozentualen Zuwächse der Verbindlichkeiten noch im zweistelligen Bereich, seit 2008 hingegen vergrößerte sich die Schuldenlast „nur“ mehr um durchschnittlich 3% p.a. Im Jahr 2013 aber lag das Schuldenwachstum mit 5,6% wieder über dem Durchschnitt der vergangenen sechs Jahre. Gerade in den letzten beiden Jahren sind die Hauspreise rapide gestiegen. Ein historisch niedriges Zinsniveau, die Lockerung der Kreditbedingungen zwischen 2012 und 2013 und ein Anstieg der Nettozuwanderung heizte die Eigenheimnachfrage an. Vor dem Hintergrund des ohnehin hohen Verschuldungsgrads und einer Überbewertung der Hauspreise stieg das

#### Australiens Haushalte sind deutlich reicher

Netto-Geldvermögen und Schulden pro Kopf, in Euro  
Australien



Neuseeland



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

Verbindlichkeiten pro Kopf ■  
Netto-Geldvermögen pro Kopf ■

Risiko einer Korrektur am Wohnungsmarkt und damit die Gefahr, dass zahlreiche Haushalte in eine finanzielle Schieflage geraten. Als Reaktion darauf führte die neuseeländische Zentralbank Restriktionen bezüglich des Vergabevolumens von Hypothekarkrediten mit hohen Beleihungsquoten ein. Seit der Einführung dieser Richtlinie im Oktober 2013 konnte eine leichte Abkühlung am Wohnungsmarkt beobachtet werden.

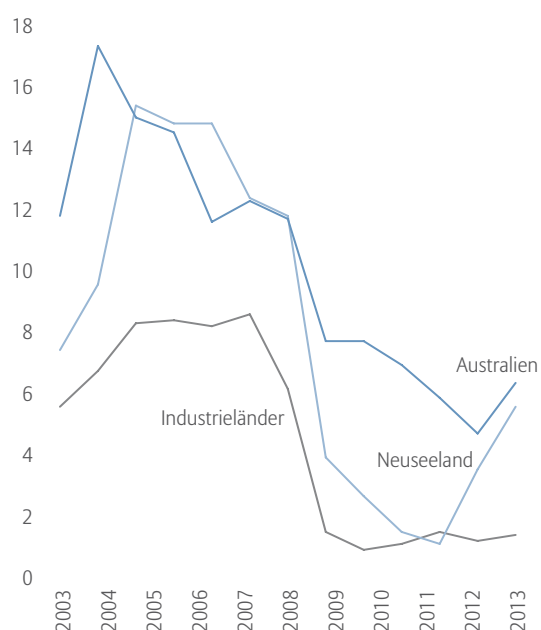
## Große Differenz im Geldvermögen pro Kopf

Mit Blick auf die Region insgesamt verfügten rund 43% der Bevölkerung Ende 2013 über ein im globalen Maßstab hohes Netto-Geldvermögen, d.h. über mehr als EUR 31.800 pro Kopf. In Nordamerika bezifferte sich dieser Anteil auf 41% und

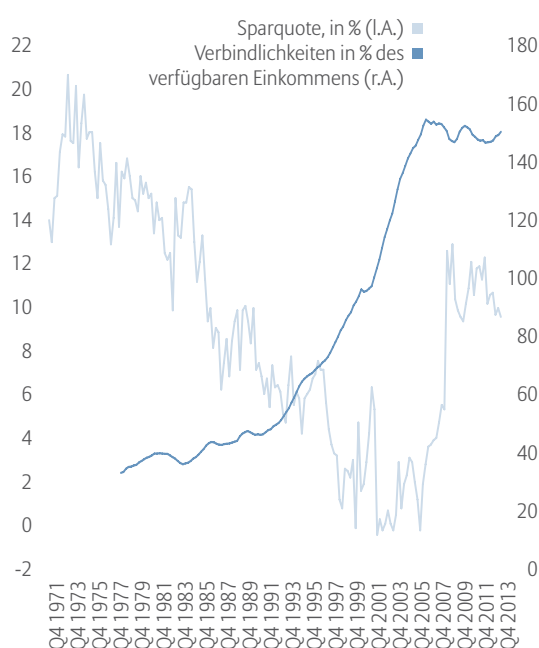
in Westeuropa sogar „nur“ auf 37%. Stellt man die beiden Länder einander gegenüber, so tritt eine spürbare Vermögensdiskrepanz zutage: Nach Abzug ihrer Verbindlichkeiten besitzen die Australier pro Kopf durchschnittlich EUR 53.960, während die Neuseeländer nur knapp 16% davon zur Verfügung haben - das Land zählt mit einem Netto-Geldvermögen pro Kopf von rund EUR 8.340 zum Kreis der MWC. Auf der globalen Rangliste der höchsten Netto-Geldvermögen pro Kopf sprang Australien im letzten Jahr um einen Platz nach oben und landete auf dem zwölften Rang. Neuseeland konnte gegenüber dem Jahr 2012 drei Plätze aufholen, belegt aber dennoch lediglich Rang 28.

### Kehrtwende im Sparverhalten seit Finanzkrise

Schuldenwachstum verlangsamt sich



### Sparquote und Verschuldungsgrad in Australien



Quellen: Australian Bureau of Statistics, Reserve Bank of New Zealand, Nationale Zentralbanken und Statistikämter, 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.
- Bank für internationalen Zahlungsausgleich: “84. Jahresbericht”, Juni 2014.
- Bonnet, Odran et al: “Does housing capital contribute to inequality? A comment on Thomas Piketty’s Capital in the 21st Century”, Sciences Po Economics Discussion Papers, Discussion paper 2014-07.
- Bricker, Jesse; Bucks, Brian, Kennickell, Arthur; Mach, Traci; Moore, Kevin: “Surveying the Aftermath of the Storm: Changes in Family Finances from 2007 to 2009”, Finance and Economics Discussion Series, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C..
- Davies, James B.; Sandstrom, Susanna; Shorrocks, Anthony; Wolff, Edward N.: “The Level and Distribution of Global Household Wealth”, November 2009.
- Europäische Zentralbank: “Jahresbericht 2013”.
- Europäische Zentralbank: “Eurosysteem Household Finance and Consumption Survey”, 2014.
- Jalava, Jukka und Kavonius, Ilja Kristian: “Durable Goods and their Effect on Household Saving Ratios in the Euro Area”, European Central Bank, Working Paper Series, No 755, Mai 2007.
- Piketty, Thomas: “Capital in the Twenty-First Century”, Harvard University Press, 2014.
- Reinhart, Carmen und Plies, William: “Saving in Latin America and Lessons from Europe: An Overview”. Published in: Carmen M. Reinhart, ed., Accounting for Saving: Financial Liberalization, Capital Flows, and Growth in Latin America and Europe (Washington DC: John Hopkins University Press for the Inter-American Development Bank, 1999): S. 3-47.
- Roxburgh, Charles; Lund, Susan; Wimmer, Tony; Amar, Eric; Atkins, Charles; Kwek, Ju-Hon; Dobbs, Richard; Manyika, James: “Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences”, McKinsey Global Institute, Januar 2010.
- Schmitt-Hebbel, Klaus; Webb, Steven B. und Corsetti, Giancarlo: “Household Saving in Developing Countries: First Class-Cross Country Evidence”, The World Bank Economic Review, Vol. 6, No. 3, 1992.
- Shanghai Stock Exchange: „Factbook 2010“.
- Thorne, Susie und Cropp, Jill: “Household Saving in Australia”, Australian Treasury, Domestic Economy Division, 2008.
- Thorp, Clive und Ung, Bun: “Recent Trends in Household Financial Assets and Liabilities”, Reserve Bank of New Zealand: Bulletin Vol. 64 No. 2, 2000.
- 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.
- Torche, Florencia und Spilerman, Seymour: “Household Wealth in Latin America”, United Nations University, UN-Wider, Research Paper No. 2006/114, October 2006.
- United Nations, ECLAC: “Social Panorama of Latin America 2013 • Briefing Paper”.
- Wieland, Dr. Carsten: „Kolumbien auf dem Weg zur Sozialen Marktwirtschaft?“, Konrad Adenauer Stiftung, April 2008.

## APPENDIX A: METHODOLOGISCHE ANMERKUNGEN

### Allgemeine Annahmen

Dem Allianz Global Wealth Report liegen die Daten aus 53 Ländern zugrunde. Diese Länderauswahl deckt knapp 91% des weltweiten BIP und 69% der Weltbevölkerung ab. In 38 Ländern konnten wir auf Statistiken aus der 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 vielen 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 2013 umgerechnet.

### 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 Vermögensmittelklasse 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 2013 ein Vermögensband von EUR 5.300 bis EUR 31.800 für die globale Vermögensmittelklasse. In der Brutto-Betrachtung liegen diese Grenzwerte bei EUR 7.200 und EUR 43.400.

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 5.300 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 5.300 und EUR 31.800; als „High Wealth Countries“ (HWC) gelten schließlich alle Länder mit einem noch höheren durchschnittlichen Netto-Geldvermögen pro Kopf.

#### Klassifizierung der Länder nach deren Netto-Geldvermögen pro Kopf:

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

\*Vermögensbilanz 2013      \*\*Hochrechnung auf Basis der Vermögensbilanz 2012

\*\*\*Approximiert auf Basis anderer Statistiken

#### Analyse des Immobilienvermögens der privaten Haushalte

Neben dem Finanzvermögen haben wir in diesem Jahr erstmals auch das Immobilienvermögen der Privathaushalte in unsere Analyse miteinbezogen. Für den Großteil der Länder sind allerdings keine Daten aus der gesamtwirtschaftlichen Vermögensrechnung verfügbar. Aus Gründen der Vergleichbarkeit begrenzen wir den Länderkreis in unserem Ranking daher nur auf die von Eurostat erfassten EU-Mitgliedsstaaten und stellen die Situation in weiteren ausgewählten Ländern nur anekdotisch dar.

Zu den untersuchten EU-Mitgliedern zählen Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Litauen, die Niederlande, Österreich, Polen, die Slowakei, Slowenien, die Tschechische Republik und Ungarn. Angaben zu weiteren Ländern wie Japan, die USA und die Schweiz entnehmen wir den Statistiken der OECD zur Vermögensbilanz der privaten Haushalte. Im Falle Griechenlands greifen wir auf die Datenbanken der nationalen Zentralbank zurück. Das für die USA, die Schweiz und Griechenland erfasste Immobilienvermögen beinhaltet dabei allerdings neben den Häuser- auch die Grundstückswerte, was die Vergleichbarkeit mit den übrigen Ländern stark einschränkt.

Unsere Analyse beschränkt sich auf den Zeitraum von 2000 bis 2012, da nur für sehr wenige Länder bereits Daten für 2013 veröffentlicht sind. In den Fällen, wo die verfügbaren Zeitreihen noch im Jahr 2011 endeten, haben wir das fehlende Jahr auf Basis der Entwicklung der Hypothekarkredite hochgerechnet. Dies trifft auf die Länder Estland, Ungarn, Polen, Slowenien und Dänemark zu.

#### Betrachtete Länder und das jeweilige Immobilienvermögen pro Kopf in Euro, 2012:

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| Großbritannien        | 82.030 |
| Dänemark              | 63.140 |
| Frankreich            | 58.890 |
| Deutschland           | 53.440 |
| Österreich            | 53.310 |
| Niederlande           | 46.570 |
| Finnland              | 42.880 |
| Italien               | 40.370 |
| Slowenien             | 24.540 |
| Slowakei              | 16.800 |
| Tschechische Republik | 13.450 |
| Estland               | 13.210 |
| Ungarn                | 12.110 |
| Litauen               | 6.870  |
| Polen                 | 2.580  |

| Appendix B:<br>Geldvermögen<br>nach Ländern | Brutto-<br>Geldvermögen |                  |                |                  | Netto-<br>Geldvermögen | BIP              |
|---------------------------------------------|-------------------------|------------------|----------------|------------------|------------------------|------------------|
|                                             | in Mrd. Euro            | Weltanteil, in % | 2013, J/I in % | pro Kopf in Euro | pro Kopf in Euro       | pro Kopf in Euro |
| Argentinien                                 | 70                      | 0,06             | 27,8           | 1.684            | 1.083                  | 6.861            |
| Australien                                  | 2.458                   | 2,08             | 9,9            | 105.284          | 53.960                 | 43.234           |
| Belgien                                     | 1.090                   | 0,92             | 4,7            | 98.152           | 78.302                 | 34.347           |
| Brasilien                                   | 1.133                   | 0,96             | 7,0            | 5.655            | 2.138                  | 7.427            |
| Bulgarien                                   | 48                      | 0,04             | 7,9            | 6.605            | 4.876                  | 5.559            |
| Chile                                       | 253                     | 0,21             | 8,9            | 14.386           | 10.272                 | 10.755           |
| China                                       | 10.544                  | 8,91             | 22,7           | 7.610            | 5.892                  | 5.037            |
| Dänemark                                    | 665                     | 0,56             | 3,1            | 118.291          | 53.379                 | 44.340           |
| Deutschland                                 | 5.153                   | 4,36             | 4,0            | 63.851           | 44.283                 | 33.923           |
| Estland                                     | 16                      | 0,01             | 9,3            | 12.464           | 5.920                  | 14.321           |
| Finnland                                    | 252                     | 0,21             | 7,1            | 46.471           | 20.935                 | 35.649           |
| Frankreich                                  | 4.429                   | 3,74             | 4,6            | 68.890           | 46.016                 | 32.030           |
| Griechenland                                | 290                     | 0,25             | 12,3           | 26.084           | 14.603                 | 16.360           |
| Großbritannien                              | 5.874                   | 4,97             | 8,3            | 93.039           | 63.488                 | 30.856           |
| Indien                                      | 1.054                   | 0,89             | 8,9            | 842              | 748                    | 1.061            |
| Indonesien                                  | 244                     | 0,21             | 16,3           | 978              | 609                    | 2.168            |
| Irland                                      | 335                     | 0,28             | 3,2            | 72.334           | 34.303                 | 35.536           |
| Israel                                      | 517                     | 0,44             | 9,6            | 66.914           | 55.837                 | 28.474           |
| Italien                                     | 3.897                   | 3,29             | 2,1            | 63.899           | 48.797                 | 25.578           |
| Japan                                       | 11.716                  | 9,91             | 6,1            | 92.147           | 71.191                 | 25.978           |
| Kanada                                      | 3.570                   | 3,02             | 8,9            | 101.465          | 65.897                 | 36.489           |
| Kasachstan                                  | 28                      | 0,02             | 11,9           | 1.676            | 508                    | 9.587            |
| Kolumbien                                   | 148                     | 0,13             | 7,5            | 3.068            | 1.644                  | 5.434            |
| Kroatien                                    | 48                      | 0,04             | 5,4            | 11.285           | 7.150                  | 10.048           |
| Lettland                                    | 15                      | 0,01             | 7,4            | 7.137            | 3.267                  | 11.341           |
| Litauen                                     | 28                      | 0,02             | 12,4           | 9.385            | 6.081                  | 11.469           |
| Malaysia                                    | 422                     | 0,36             | 11,2           | 14.198           | 7.828                  | 7.340            |
| Mexiko                                      | 876                     | 0,74             | 3,2            | 7.164            | 6.089                  | 7.282            |
| Neuseeland                                  | 159                     | 0,13             | 11,0           | 35.225           | 8.338                  | 29.352           |
| Niederlande                                 | 2.038                   | 1,72             | 2,7            | 121.615          | 71.434                 | 35.941           |
| Norwegen                                    | 398                     | 0,34             | 7,9            | 78.839           | 11.851                 | 71.250           |
| Österreich                                  | 540                     | 0,46             | 1,4            | 63.510           | 43.739                 | 36.806           |
| Peru                                        | 80                      | 0,07             | 8,3            | 2.648            | 2.061                  | 4.775            |
| Polen                                       | 370                     | 0,31             | 7,6            | 9.678            | 5.954                  | 10.269           |
| Portugal                                    | 400                     | 0,34             | 3,0            | 37.668           | 22.484                 | 15.611           |
| Rumänien                                    | 111                     | 0,09             | 13,4           | 5.121            | 3.443                  | 6.516            |
| Russland                                    | 497                     | 0,42             | 18,5           | 3.477            | 1.808                  | 10.322           |
| Schweden                                    | 1.041                   | 0,88             | 10,2           | 108.775          | 70.079                 | 42.907           |
| Schweiz                                     | 1.794                   | 1,52             | 5,3            | 222.027          | 146.540                | 60.937           |
| Serbien                                     | 13                      | 0,01             | 6,8            | 1.360            | 742                    | 3.417            |
| Singapur                                    | 510                     | 0,43             | 7,2            | 94.207           | 64.516                 | 39.304           |
| Slowakei                                    | 52                      | 0,04             | 4,2            | 9.456            | 4.930                  | 13.235           |
| Slowenien                                   | 39                      | 0,03             | 3,0            | 18.870           | 13.128                 | 17.025           |
| Spanien                                     | 1.879                   | 1,59             | 8,0            | 40.040           | 21.989                 | 21.800           |
| Südafrika                                   | 446                     | 0,38             | 14,3           | 8.450            | 6.379                  | 4.445            |
| Südkorea                                    | 1.817                   | 1,54             | 6,5            | 36.878           | 19.805                 | 18.384           |
| Taiwan                                      | 1.785                   | 1,51             | 10,1           | 76.346           | 66.014                 | 15.168           |
| Thailand                                    | 306                     | 0,26             | 2,4            | 4.563            | 1.335                  | 3.921            |
| Tschechische Republik                       | 153                     | 0,13             | 4,1            | 14.272           | 9.487                  | 13.248           |
| Türkei                                      | 237                     | 0,20             | 18,0           | 3.164            | 1.487                  | 7.039            |
| Ukraine                                     | 82                      | 0,07             | 3,5            | 1.818            | 1.441                  | 2.833            |
| Ungarn                                      | 102                     | 0,09             | 5,7            | 10.254           | 7.152                  | 9.845            |
| USA                                         | 48.259                  | 40,80            | 11,9           | 150.784          | 119.565                | 38.088           |
| Welt                                        | 118.278                 |                  | 9,9            | 24.134           | 17.678                 | 9.924            |



## Impressum

Herausgeber  
Allianz SE  
Public Policy & Economic Research  
Königinstraße 28  
80802 München  
[www.allianz.com](http://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  
31. Juli 2014

**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.

