

ECONOMIC RESEARCH

# Working Paper 195

25.11.2015

} MAKROÖKONOMIE

} FINANZMÄRKTE

} WIRTSCHAFTSPOLITIK

} BRANCHEN

Kathrin Brandmeir, Arne Holzhausen

Die Rendite der privaten Geldvermögen –  
Deutschland im internationalen Vergleich

# Working Paper

## Nr. 195

### Die Rendite der privaten Geldvermögen – Deutschland im internationalen Vergleich

1. Einleitung: Vermögensrenditen im Niedrigzinsumfeld.....	3
2. Vermögensentwicklung in Deutschland seit 1960.....	4
3. Deutschland im internationalen Vergleich .....	7
4. Vermögensrenditen verschiedener Einkommensgruppen .....	15
5. Zusammenfassung .....	18
 Box: Wie berechnet sich die Gesamtrendite des Vermögens- portfolios? .....	 6
 Tabelle: Überblick über die nominale Vermögensrendite nach Anlageklassen.....	 20
 Literatur .....	 21

**AUTOREN:**

Kathrin Brandmeir  
Fon +49.89.3800-19012  
[kathrin.brandmeir@allianz.com](mailto:kathrin.brandmeir@allianz.com)

Dr. Arne Holzhausen  
Fon +49.89.3800-17947  
[arne.holzhausen@allianz.com](mailto:arne.holzhausen@allianz.com)

**1. EINLEITUNG: VERMÖGENSRENDITEN IM NIEDRIGZINSUMFELD**

Seit 2010 herrschen in Deutschland Niedrigzinsen. Zwar befinden sich die Zinsen, gemessen an der Umlaufrendite von Bundeswertpapieren mit einer Restlaufzeit von 9-10 Jahren, schon seit den 1990er Jahren im Sinkflug. Aber erst seit 2010 lässt sich dabei ein neues Phänomen beobachten: Seitdem liegen die Zinsen signifikant und dauerhaft unter dem nominalen Wachstum der Wirtschaft. Mit anderen Worten: Das Zinsniveau lässt sich nicht mehr fundamental erklären, mit dem Rückgang von Wachstum und Inflation, sondern ist nach unten verzerrt.

Über die Gründe dafür muss nicht lange spekuliert werden, sie liegen in der unkonventionellen Geldpolitik. Seit Beginn der Eurokrise hat sich die EZB der Spirale des Misstrauens und zunehmenden Fragmentierung des Euro-Finanzmarkts mit aller Kraft entgegengestellt: Mit der unbegrenzten und langfristigen Bereitstellung von Liquidität für die Banken, mit dem ersten begrenzten ad-hoc Kaufprogramm für Staatsanleihen (SMP) sowie mit dem Versprechen, notfalls auch unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen (OMT). Als letzten Schritt in dieser Reihe hat die EZB zu Beginn dieses Jahres ein großangelegtes Kaufprogramm für Staatsanleihen und andere Papiere gestartet (QE oder Quantitative Easing im Jargon). Es ist ihre bisher schärfste Waffe, um den Euroraum wieder auf einen nachhaltigen Wachstums- und Inflationspfad zurückzuführen.

Auch wenn diese fortgesetzte „Euro-Rettungspolitik“ der EZB durchaus Erfolge erzielt hat – die Märkte haben sich beruhigt, die Wirtschaft erholt sich –, sollten doch auch die Nebenwirkungen nicht unterschätzt werden: Nullzinsen schmälern die Kapitalerträge und können so dem Aufbau von Sparkapital dauerhaft Schaden zufügen. Häufig wird in diesem Kontext sogar der Vorwurf erhoben, die EZB enteigne die Sparer und Sparen lohne sich daher nicht mehr. Tatsächlich ist die reale Rendite von Bankeinlagen, wie die Bundesbank in ihrem Monatsbericht Oktober hervorgehoben hat<sup>1</sup>, seit Ende 2010 negativ. Zwar sind negative reale Renditen auf Bankeinlagen nicht außergewöhnlich, über einen so langen Zeitraum ist diese Entwicklung jedoch einmalig.

Damit ist aber nur die halbe Wahrheit über die Wirkung von Niedrigzinsen auf das Geldvermögen gesagt. Denn die Sparer halten jenseits von Bankeinlagen noch weitere Vermögenswerte – Aktien, Anleihen, Investmentfonds und vor allem Ansprüche gegenüber Versicherungen –, die auch im Niedrigzinsumfeld positive Renditen erzielen, teilweise sogar von der Nullzinspolitik der EZB direkt profitieren können (Aktien). Laut Bundesbank lag die reale Gesamtrendite des Geldvermögens zwischen 2008 und Anfang 2015 im Mittel daher auch deutlich höher, nämlich bei 1,5 Prozent.<sup>2</sup> Im langfristigen Vergleich ist dies zwar sehr niedrig, Beleg des für die Sparer äußerst herausfordernden Niedrigzinsumfelds, aber immer noch deutlich positiv. Die Warnungen vor den Folgen der Nullzinspolitik also nur viel Lärm um Nichts?

Tatsächlich sagt die Höhe der Vermögensrendite für sich genommen wenig aus. Entscheidend ist vielmehr die Frage, ob diese Rendite gemessen an den jeweiligen Sparzielen ausreichend ist – oder aber beispielsweise die Sparanstrengungen erhöht werden müssen. Abschließend lässt sich dies nur auf der individuellen Ebene beantworten. Aber zumindest lässt sich die erzielte Rendite ex post bewerten; allerdings nicht durch einen historischen Vergleich, wie von der Bundesbank suggeriert, denn die Zeiten haben sich geändert, sondern durch einen internationalen Vergleich, vor allem mit anderen Euro-

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank (2015): Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Monatsbericht Oktober, S. 13-32.

<sup>2</sup> Deutsche Bundesbank (2015), S. 22.

ländern, die unter denselben monetären Bedingungen leiden. Dadurch lassen sich die Renditen, die deutsche Sparer in den letzten Jahren erzielten, in einen größeren Kontext einordnen und die Frage kann geklärt werden, ob ihr Sparverhalten dem Niedrigzinsumfeld, der „Neuen Normalität“, angemessen war oder nicht.

Genau dieser internationale Vergleich ist Gegenstand des vorliegenden Papers. Der Rest ist wie folgt organisiert: Das nächste Kapitel gibt einen kurzen Überblick über die Entwicklung des privaten Geldvermögens in Deutschland seit 1960; dabei wird deutlich, dass mit steigender Höhe des Vermögens die Rendite zu einer bestimmenden Größe der Vermögensentwicklung wird. Kapitel 3 bildet den Hauptteil des Papers, in ihm werden die Gesamrenditen der Geldvermögen in verschiedenen Euroländern analysiert und miteinander verglichen; dabei treten, trotz gleicher monetärer Rahmen- und Marktbedingungen, große Renditedifferenzen zu Tage. Im Zuge der Analyse werden zugleich die Gründe für diese Unterschiede deutlich. Im vierten Kapitel wird die Analyse auf unterschiedliche Einkommensgruppen ausgeweitet; auch hier zeigen sich signifikante Renditeunterschiede. Das abschließende fünfte Kapitel fasst schließlich die wichtigsten Ergebnisse zusammen.

## 2. VERMÖGENSENTWICKLUNG IN DEUTSCHLAND SEIT 1960

Die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands seit Ende des zweiten Weltkriegs und die damit verbundenen Wohlstandssteigerungen spiegeln sich nicht zuletzt im Aufbau privater Vermögen wider. Bis Ende 2014 kletterte das Geldvermögen der Privathaushalte<sup>3</sup> auf insgesamt rund EUR 5,2 Billionen. Eine besonders dynamische Vermögensentwicklung war während der „Wirtschaftswunderjahre“ zu beobachten, als sich immer mehr Haushalte dank steigender Einkommen ein finanzielles Polster aufbauen konnten. So waren zwischen 1960 und 1970 jährliche Wachstumsraten von deutlich über 10% keine Seltenheit. Der Vermögensbestand hat sich allein in diesem Zeitraum verdreifacht und ist bis 1980 um weitere 180% gewachsen; in der darauffolgenden Dekade verlangsamte sich das Vermögenswachstum auf durchschnittlich rund 7% pro Jahr. Mitgetragen von der positiven Performance an den Börsen verzeichnete das Geldvermögen auch noch in den 1990er Jahren einen jährlichen Zuwachs von fast 7% im Mittel.

Der Aufbau des privaten Geldvermögens speiste sich lange Zeit überwiegend aus der Sparleistung der Haushalte, d.h. dem Nettozufluss „frischer“ Spargelder, und weniger aus Kursgewinnen. Von 1961 bis 1990 erklären Letztere durchschnittlich nur gut 3% des Anstiegs des Geldvermögens. Erst in den 1990er Jahren gewannen Kursgewinne an Bedeutung, als insbesondere der Börsengang der Deutschen Telekom 1996 das Interesse der Privatanleger an Aktien weckte (siehe Schaubild 1). In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre bezifferte sich der Anteil von Kursgewinnen am Anstieg des Geldvermögens im Durchschnitt auf immerhin rund ein Drittel, die somit in gewisser Weise die Sparanstrengung substituierten. Die Sparquote ging während der gesamten Dekade nämlich kontinuierlich zurück, von 12,6% im Jahr 1991 auf 9,5% 1999.

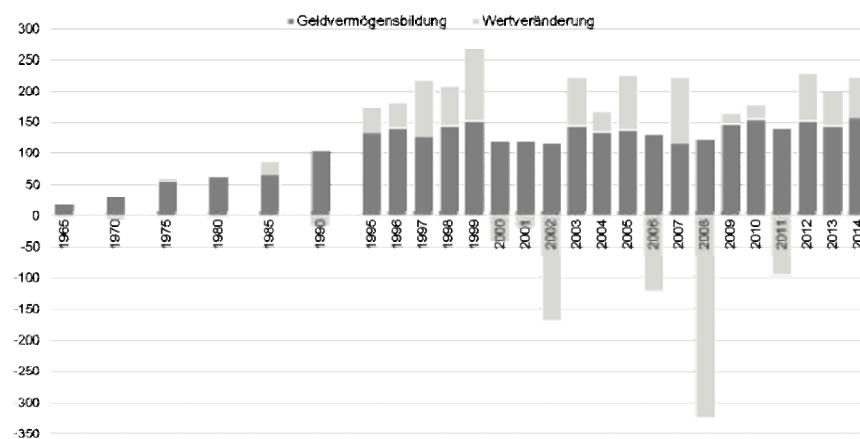
---

<sup>3</sup> Inklusive privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Schaubild 1:

## Geldvermögensbildung und Wertveränderung in Deutschland

in Mrd. Euro



Werte bis 1990 Westdeutschland. Aufgrund der Umstellungen zum ESVG 1995 (Daten für 1991 bis 1998) bzw. ESVG 2010 (Daten ab 1999) sind die Daten nur begrenzt vergleichbar. Die negative Wertveränderung 2006 ist überwiegend auf konzeptionelle Änderungen in der Berechnungsweise sowie umfangreiche Datenrevisions bei den Finanzinstrumenten Schuldverschreibungen, Aktien sowie Investmentzertifikaten zurückzuführen; die Ergebnisse ab 2006 sind nicht mit denen früherer Jahre vergleichbar.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Allianz SE.

Das Platzen der dotcom-Blase bescherte den Haushalten allerdings im Jahr 2002 erstmals einen Vermögenseinbruch in Höhe von 1,5%. Mit dem Ausbruch der weltweiten Finanzkrise sechs Jahre später folgte ein weiterer Rückgang von 4,5%. Über die gesamte erste Dekade des neuen Jahrtausends hinweg verbuchte der Vermögensbestand somit nur einen mageren Zuwachs von durchschnittlich 2,6% pro Jahr. Wertsteigerungen trugen dazu nichts bei, sondern führten sogar, für sich genommen, zu einem Rückgang der Vermögen um insgesamt knapp EUR 330 Mrd.

Seither beschleunigte sich das jährliche Vermögenswachstum wieder leicht auf 3,6% im Mittel. Der Anteil der Kursgewinne am gesamten Vermögensanstieg lag in den vergangenen vier Jahren nur mehr bei durchschnittlich 14,5%, was in erster Linie den Wertverlusten von EUR 96 Mrd. im Jahr 2011 geschuldet war.

Die negativen Erfahrungen in den 2000er Jahren mit Aktien führten dazu, dass immer mehr Privatanleger der Aktie trotz der insgesamt sehr kräftigen Börsenentwicklung in den letzten Jahren den Rücken kehrten. Laut Deutschem Aktieninstitut<sup>4</sup> haben sich seit 2001 – dem Jahr des bisherigen Rekordstandes bei den Aktionärszahlen – rund 4,4 Millionen Menschen von Aktien und Aktienfonds getrennt, Tendenz steigend. Im Vermögensportfolio der deutschen Haushalte spielen Wertpapiere heute daher nur noch eine untergeordnete Rolle. Im Gegenzug halten die Privathaushalte annähernd zwei Fünftel ihres Geldvermögens in Form von risikoarmen, aber auch renditeschwachen Anlageprodukten wie Bankeinlagen. Diese insgesamt konservative Portfoliostruktur hat sich auch in den letzten Jahren unter den Bedingungen der Nullzinsen nicht geändert.

Die Vermögensstruktur ist dabei eine wichtige Determinante zur Bestimmung der Rendite. Im Folgenden werden die Geldvermögen sowie die darauf durchschnittlich erzielten Renditen in neun europäischen Ländern (Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien) unter die Lupe genommen. Dabei konzentrieren wir uns insbesondere auf die Niedrigzinsphase seit 2010.

<sup>4</sup>Deutsches Aktieninstitut (2014): Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2014, S. 2.

## BOX: WIE BERECHNET SICH DIE GESAMTRENDITE DES VERMÖGENSPORTFOLIOS?

Einen Überblick über das Geldvermögen der privaten Haushalte bietet die von der europäischen Statistikbehörde Eurostat veröffentlichte Finanzierungsrechnung als Teil der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR). Hier findet man nicht nur Angaben über die Höhe und die Struktur des Vermögensbestands nach Anlageklassen, sondern auch Daten zu den jährlichen Mittelzu- bzw. -abflüssen.

Die (nominale) Gesamtrendite einer Kapitalanlage ergibt sich dabei aus Kursgewinnen, deren Höhe sich direkt aus der Finanzierungsrechnung herleiten lässt (Endbestand einer Periode abzüglich des Anfangsbestands sowie der Geldvermögensbildung in dieser Periode), und aus laufenden Erträgen, also zum Beispiel aus Zinsen und Dividenden. Diese stellen Einkommen der Privathaushalte dar, die ebenfalls in der VGR erfasst werden.

Zur Berechnung der Gesamtrendite wurden insbesondere die Daten zum Vermögenseinkommen, d.h. Zinsen und sonstige Kapitalerträge, herangezogen. Letztere setzen sich zusammen aus Erträgen aus Versicherungsverträgen, aus Ansprüchen gegenüber Alterssicherungssystemen sowie aus Investmentfondsanteilen. Diese werden den entsprechenden Positionen der Vermögensbilanz zugeordnet. Für das Vermögenseinkommen aus Sicht-, Spar- und Termineinlagen bei Banken wurde ein gewichteter Jahresdurchschnittszinssatz<sup>5</sup> berechnet und für Bargeld eine Rendite von null Prozent veranschlagt. Das Vermögenseinkommen aus Schuldverschreibungen und sonstigen Forderungen wurde als Residualgröße berechnet, d.h. als das gesamte Vermögenseinkommen aus Zinsen<sup>6</sup> (aus der VGR) abzüglich der über den gewichteten Jahresdurchschnittszins resultierenden Erträge aus Bankprodukten. Da in der VGR einiger Länder nicht zwischen Gewinnausschüttungen und -entnahmen unterschieden wird, liegt der Berechnung des Einkommens aus Aktienvermögen jeweils die heimische Dividendenrendite<sup>7</sup> zugrunde.

Bei allen Positionen der Vermögensbilanz (Bankeinlagen, Schuldverschreibungen, Aktien, Anteile an Investmentfonds, Ansprüche aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen sowie sonstige Forderungen) wurde ein Jahresdurchschnittsbestand gebildet und die jeweils im laufenden Jahr erzielte Rendite berechnet. Die Vermögen und Einkommen aus sonstigen Anteilsrechten bleiben in dieser Untersuchung unberücksichtigt.

Die nominale Gesamtrendite eines Jahres abzüglich der durchschnittlichen jährlichen Veränderungsrate der Verbraucherpreise ergibt die reale Gesamtrendite.

<sup>5</sup> Allianz SE, Economic Research (2015): Niedrigzinsen, Einkommen und Vermögen: Wer gewinnt, wer verliert, Working Paper 190.

<sup>6</sup> Bei Zinsen berücksichtigen wir nur die tatsächlich empfangenen Zinsen.

<sup>7</sup> MSCI Austria DY, MSCI Belgium DY, MSCI Germany DY, MSCI Finland DY, MSCI France DY, MSCI Italy DY, AEX Index Datastream DY, Euro Stoxx 50 DY (für Portugal), S&P 500 Composite Datastream DY; Quelle: Thomson Reuters.

### 3. DEUTSCHLAND IM INTERNATIONALEN VERGLEICH

#### Mittelfeld bei Vermögenshöhe und -wachstum

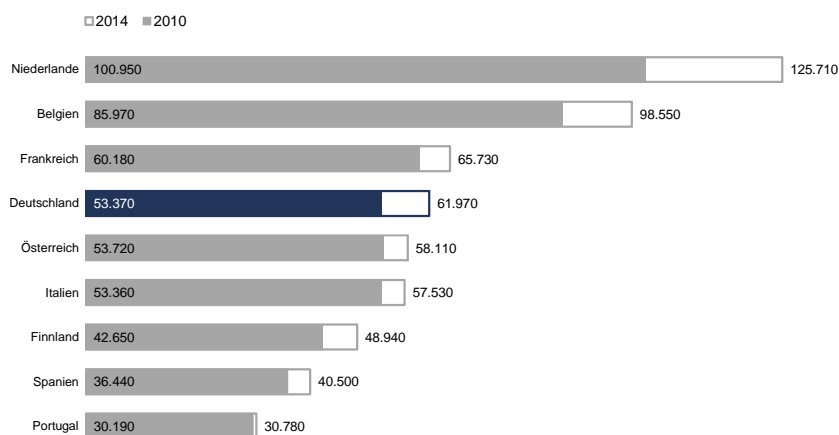
Im Gegensatz zur wirtschaftlichen Dominanz Deutschlands finden sich die deutschen Haushalte mit Blick auf ihr Geldvermögen<sup>8</sup> nur im europäischen Mittelfeld wieder. Mit einem durchschnittlichen Pro-Kopf-Vermögen von EUR 61.970 liegen sie hinter den Niederlanden, Belgien und Frankreich (siehe Schaubild 2). Dass die niederländischen Haushalte ein doppelt so hohes Vermögen aufweisen wie die deutschen, ist in erster Linie Ausdruck der starken Stellung der betrieblichen Altersvorsorge. Am unteren Ende der Rangliste stehen die europäischen Krisenländer Spanien und Portugal, in denen sich das Geldvermögen pro Kopf auf EUR 40.500 bzw. EUR 30.780 im Mittel beziffert.

Eine ähnliche Rangfolge zeigt sich auch beim durchschnittlichen Vermögenswachstum der vergangenen fünf Jahre: Hier steht Deutschland ebenfalls – deutlich abgeschlagen von den Niederlanden – an vierter Stelle (siehe Schaubild 3). Die mittlere jährliche Wachstumsrate von 3,8% liegt immerhin leicht über dem Durchschnitt der betrachteten Länder (3,2%). Wenig überraschend weisen die Länder Südeuropas, Spanien, Italien und Portugal, die niedrigsten Vermögenszuwächse aus.

Schaubild 2:

#### Geldvermögen pro Kopf

Jahresendbestand, in Euro



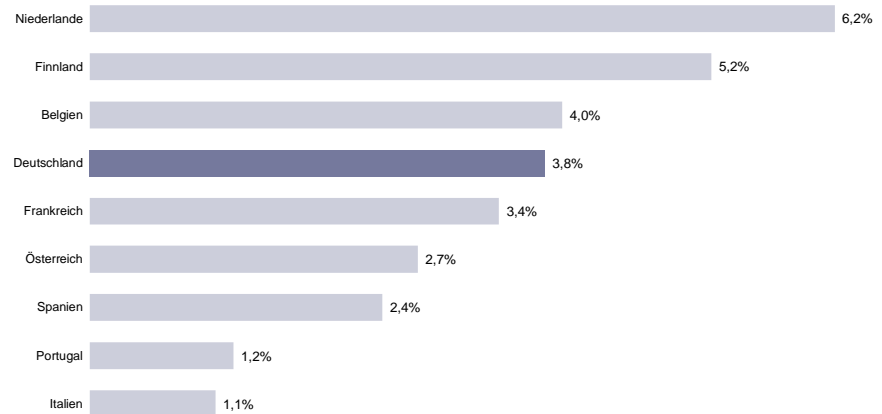
Quellen: Eurostat, Allianz SE.

<sup>8</sup> Im Folgenden beziehen sich alle Angaben zum Geldvermögen auf das Brutto-Geldvermögen ohne sonstige Anteilsrechte.

Schaubild 3:

## Geldvermögenswachstum

Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate 2010 bis 2014



Quellen: Eurostat, Allianz SE.

## Konservatives Anlageverhalten

Traditionell bringen die Sparer hierzulande einen bedeutenden Teil ihres Vermögens zur Bank. Im Jahresdurchschnitt 2014 bezifferte sich die Summe aus Bargeld und Einlagen auf 40,9% des Portfolios und lag damit fünf Prozent über dem Mittelwert der betrachteten Länder (siehe Schaubild 4). Trotz des kontinuierlichen Zinsrückgangs entfiel in den letzten fünf Jahren durchschnittlich sogar beinahe die Hälfte der gesamten Geldvermögensbildung, d.h. dem Saldo aus Zu- und Abflüssen „neuer“ Anlagegelder, auf diese Vermögensklasse. Neben Bankeinlagen setzen die Haushalte vor allem auf Versicherungen und Pensionen, die insgesamt 38,3% des Geldvermögens darstellen. Nur in Frankreich (39,8%) und den Niederlanden (64,9%) ist deren Anteil noch höher als in der Bundesrepublik.

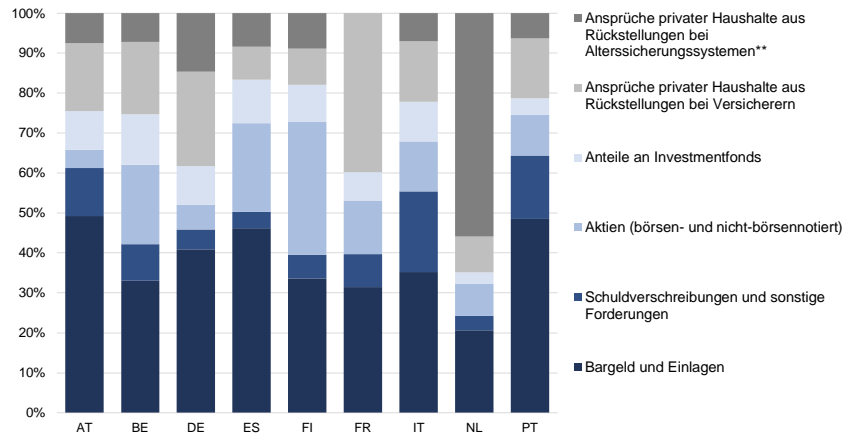
Investitionen in Aktien stehen die Haushalte hingegen sehr zurückhaltend gegenüber: Auf lediglich 6,2% des Portfolios beläuft sich das Aktienvermögen in Deutschland und beträgt damit nur in etwa die Hälfte des Durchschnitts dieses Länderkreises. Nur in Österreich ist der Anteil mit 4,5% noch niedriger. Spitzenreiter sind die Finnen, die rund ein Drittel ihrer Ersparnisse in Form von Aktien halten, gefolgt von den Spaniern (22,2%), Belgiern (19,9%) und Franzosen (13,4%). Zumindest mit Blick auf das indirekte Aktienengagement schneiden die Deutschen leicht überdurchschnittlich ab: 9,6% ihres Geldvermögens entfallen auf Anteile an Investmentfonds, der Mittelwert liegt einen Prozentpunkt darunter. In den anderen Ländern reicht die Bandbreite von 2,9% in den Niederlanden bis 12,7% in Belgien. 8,9% des Portfolios investieren die Haushalte im Durchschnitt der untersuchten Länder in Schuldverschreibungen und sonstige Forderungen, in Deutschland sind es hingegen nur 4,9%.



Schaubild 4:

### Struktur der Geldvermögen

Jahresdurchschnitte 2014



\*\*inkl. Ansprüche von Alterssicherungssystemen an die Träger von Alterssicherungssystemen und Ansprüche auf andere Leistungen als Alterssicherungsleistungen

Quellen: Eurostat, Allianz SE.

### Hohes Sparvolumen in Deutschland

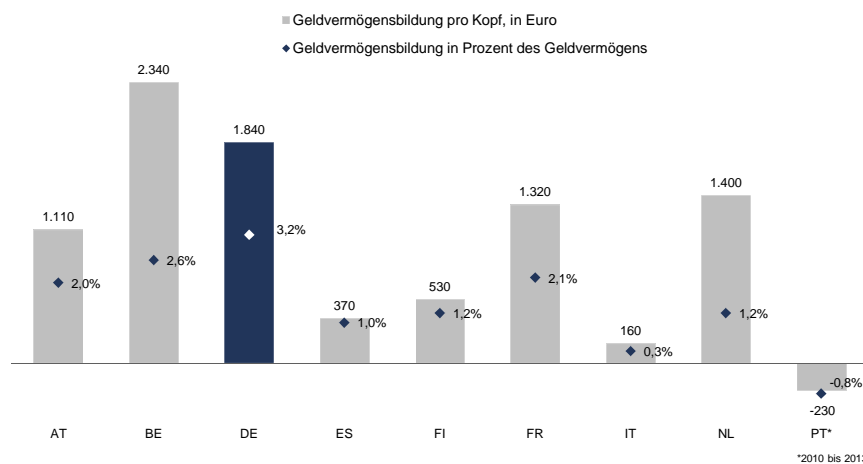
Die Tatsache, dass die Deutschen als fleißige Sparer gelten, bestätigen die Zahlen aus der Geldvermögensrechnung. Von 2010 bis 2014 legten die Haushalte pro Kopf und Jahr im Mittel EUR 1.840 auf die hohe Kante, ganze 75% mehr als im Länderdurchschnitt (siehe Schaubild 5). Übertroffen werden sie nur noch von den Belgiern, die im Mittel EUR 2.340 zur Seite legten. Überdurchschnittlich hoch ist die Sparleistung auch in den Niederlanden (EUR 1.400), Frankreich (EUR 1.320) und Österreich (EUR 1.110). Am unteren Ende der Skala, aber zumindest im positiven Bereich befinden sich Spanien (EUR 370) und Italien (EUR 160), während die Portugiesen sogar entsparten, und zwar im Durchschnitt jährlich EUR 230 pro Kopf.

Platz 1 belegen die Deutschen, wenn man die jährliche Sparleistung ins Verhältnis zum gesamten Geldvermögensbestand setzt: Mit 3,2% liegen sie annähernd um das Doppelte über dem Durchschnitt (1,8%) und immerhin 0,7 Prozentpunkte vor den Belgiern. Parallel zur Geldvermögensbildung pro Kopf sind die Südeuropäer auch in dieser Hinsicht unterdurchschnittlich.

Schaubild 5:

## Geldvermögensbildung pro Kopf und in Prozent des Geldvermögens

Durchschnitt 2010 bis 2014



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Allianz SE.

## Wie setzt sich der Vermögensanstieg in einer Periode zusammen?

Der Vermögensanstieg einer Periode, also die Differenz aus Endbestand und Anfangsbestand, setzt sich aus drei Komponenten zusammen:

- Dem Sparen aus Erwerbseinkommen,
- dem Sparen aus Vermögenseinkommen (wie zum Beispiel Zinsen und Dividenden)<sup>9</sup> sowie
- der Wertveränderung von Vermögenswerten (wie zum Beispiel Aktien, die zu ihrem Marktwert jeweils am Ende einer Periode bewertet werden).

Die Berechnung der Wertveränderung von Vermögenswerten sowie die Berechnung des Vermögenseinkommens erfolgt wie in der Box auf S. 6 dargestellt. Als Teil des verfügbaren Einkommens können diese Vermögenseinkommen natürlich auch gespart werden und tragen so wiederum zur Erhöhung des Vermögensbestands bei. Wir gehen dabei von einer impliziten „Zweckbindung“ aus: Haushalte ziehen zum Erreichen ihrer Sparziele zuerst die Vermögenseinkommen heran; erst wenn diese aufgebraucht sind, das Sparziel aber noch nicht erreicht ist, wird auch ein Teil des Erwerbseinkommens gespart; Sparen aus Erwerbseinkommen kann also als Residualgröße (=Geldvermögensanstieg abzüglich Wertveränderung und Vermögenseinkommen) berechnet werden. Dies bedeutet auch, dass mit steigenden Vermögenseinkommen das Sparen aus Erwerbseinkommen relativ an Bedeutung verliert.<sup>10</sup> Schaubild 6 gibt einen Überblick über den gesamten Anstieg des Geldvermögens von 2010 bis 2014 sowie die beschriebenen Komponenten, jeweils in Pro-Kopf-Rechnung.

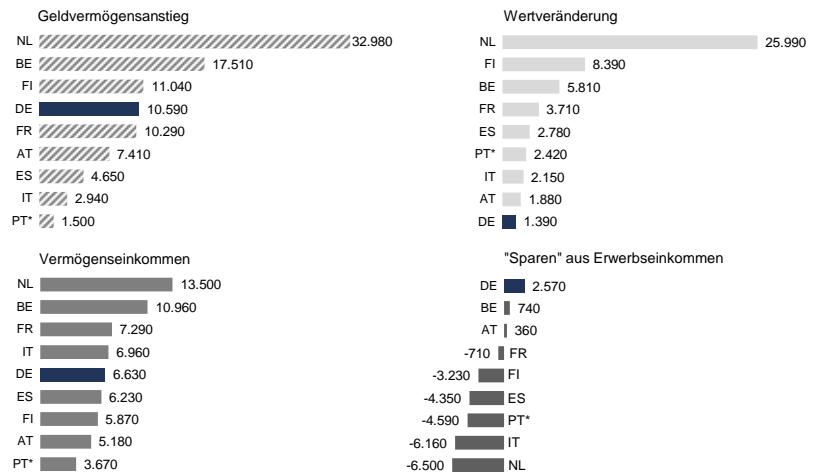
<sup>9</sup> In einigen Fällen, z.B. bei Kapitalerträgen aus Versicherungsverträgen, handelt es sich dabei allerdings um kalkulatorische Einkommen, d.h. sie sind den Haushalten tatsächlich nie zugeflossen, sondern werden gleich als Vermögensanstieg verbucht. Mit anderen Worten: Der Vermögensanstieg wird in der VGR gedanklich in zwei Schritte aufgeteilt, die sich aus Sicht der Haushalte so darstellen: Zufluss an Vermögenseinkommen und Abfluss (=Sparleistung) in gleicher Höhe.

<sup>10</sup> Allianz Dresdner Economic Research (2007): Vermögensreport 2007, Working Paper Nr. 89, S. 17.

Schaubild 6:

### Vermögensanstieg und seine Komponenten

Summe 2010 bis 2014, pro Kopf in Euro



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Allianz SE.

\*2010 bis 2013.

Aus deutscher Sicht stechen zwei Extreme ins Auge: Während die Haushalte der Bundesrepublik bei der Wertveränderung am schlechtesten abschneiden, weisen sie mit deutlichem Abstand das höchste Sparvolumen aus Erwerbseinkommen auf; die Vermögenseinkommen sind mittelmäßig. Mit Blick auf den gesamten Vermögensanstieg landen sie damit im Mittelfeld. Das heißt: Obwohl sie aufgrund ihrer auf risikoarme Anlagen ausgerichteten Portfoliostruktur kaum von Kursgewinnen profitieren, können sie dank ihrer hohen Sparleistung aus Erwerbseinkommen dieses „Defizit“ teilweise wieder ausgleichen. Die Tatsache, dass das Geldvermögen hierzulande auch während der Niedrigzinsphase moderat wuchs, ist in erster Linie auf die hohe Sparleistung der deutschen Haushalte, auf die Zuführung „frischer“ Gelder, zurückzuführen: Vermögenswachstum war in den letzten Jahren vor allem eine Funktion der guten Einkommensentwicklung.

Genau spiegelbildlich dazu verhält sich die Situation in den Niederlanden: In keinem anderen Land sind die Wertveränderungen sowie die Vermögenseinkommen so hoch wie dort; die Summe aus diesen beiden Komponenten ist sogar höher als der gesamte Vermögensanstieg, so dass ein „Überschuss“ für die Privathaushalte entsteht. „Sparen“ aus Erwerbseinkommen zum Erreichen der Sparziele ist daher nicht nötig, der Überschuss erhöht vielmehr das verfügbare Einkommen und kann für Konsumausgaben verwendet werden (daher das negative Vorzeichen).

Insgesamt fällt bei dieser Berechnung auf, dass die privaten Haushalte in der Mehrzahl der untersuchten Länder nicht aus ihrem Erwerbseinkommen sparen. Während sich dies im Falle der Niederlande aber vor allem mit der Höhe des Vermögenseinkommens erklären lässt, dürfte vor allem bei den drei Südländern (Italien, Spanien und Portugal) das Motiv eher in einer schwachen Einkommensentwicklung infolge der Eurokrise liegen: Vermögenseinkommen ist essentiell zur Wahrung des Lebensstandards. Die „Quittung“ für geringe Sparleistungen sind die sehr geringen Zuwächse des Geldvermögens. Dass das private Vermögen in diesen Ländern während Eurokrise und Nullzinspolitik überhaupt noch gestiegen ist, verdankt sich vor allem den positiven Wertveränderungen.

## Wie hoch ist die erzielte Gesamtrendite?

Das Verhältnis von Wertsteigerungen, Vermögenseinkommen und Sparleistungen aus Erwerbseinkommen lässt sich auch auf eine andere Weise beschreiben: Je höher die Vermögensrendite (=Wertsteigerungen und Vermögenseinkommen in Prozent des Gesamtvermögens), desto geringer können die „echten“ Sparanstrengungen ausfallen.

Wie die sehr hohen Sparleistungen bei gleichzeitig nur mittelmäßigem Vermögenswachstum bereits vermuten lassen, zeigt die Analyse für die Jahre 2010 bis 2014, dass die Haushalte in der Bundesrepublik weniger mit ihrem Geldvermögen erwirtschaften als jene in den meisten anderen Ländern (siehe Schaubild 7): Die durchschnittliche nominale Rendite in diesem Zeitraum betrug nach unseren Berechnungen nur 2,8% pro Jahr, wovon der Großteil (2,4 Prozentpunkte) aus Vermögenseinkommen generiert wurde; die übrigen 0,4 Prozentpunkte entfielen auf Kursgewinne. Schlechter als die Sparer in Deutschland schneiden nur noch jene in Österreich mit einer Gesamtrendite von 2,6% ab. Dies dürfte unter anderem darauf zurückzuführen sein, dass die Österreicher noch stärker in Bankeinlagen und noch schwächer in Aktien investiert sind.

Mit 7,2% erzielten die Niederländer die höchste Durchschnittsrendite, die sich im Gegensatz zur Rendite in Deutschland und Österreich überwiegend aus Wertgewinnen speiste. Grund hierfür ist der weit überdurchschnittliche Anteil von Versicherungen und Pensionen im Anlageportfolio, über die die Haushalte indirekt auch an der positiven Aktienmarktentwicklung teilhaben konnten. Direkt von der starken Performance der Kapitalmärkte profitierten die Finnen, deren Aktienanteil 2014 bei durchschnittlich 33,4% lag. Insgesamt belief sich die durchschnittliche Gesamtrendite auf 6,5%, die wie in den Niederlanden primär aus Kursgewinnen bestand. Damit herrschen in diesen beiden Ländern „amerikanische“ Verhältnisse. Denn auch in den USA verfolgen die Privathaushalte eine eher risiko-orientierte Anlagestrategie, sie investierten 2014 durchschnittlich knapp 38% ihres Finanzvermögens in Aktien und Investmentfondsanteile. Mit Erfolg: Nach unseren Berechnungen bezifferte sich die Rendite der US-amerikanischen Haushalte auf 6,8% im Durchschnitt der letzten fünf Jahre.

Aber nicht immer ist ein hoher Aktienanteil Garant für eine hohe Rendite, wie das Beispiel Italien zeigt. Die Haushalte dort sind zwar risikofreudiger als beispielsweise die deutschen oder österreichischen und hielten 2014 immerhin 22,3% ihres Vermögens in Form von Aktien und Anteilen an Investmentfonds. In den letzten Jahren litten aber gerade italienische Aktien unter hohen Wertverlusten: Das Aktienvermögen der Haushalte brach allein in den Jahren 2010 und 2011 um insgesamt 43% ein. Ende 2014 lag der Bestand noch immer marginal unter dem Jahresendwert von 2009 und auch der italienische Leitindex befand sich zu diesem Zeitpunkt noch um rund 18% im Minus. Diese schwache Entwicklung konnte allerdings durch die positive Performance von Anleihen – die traditionell einen großen Platz im italienischen Vermögensportfolio einnehmen – kompensiert werden. Die Gesamtrendite bezifferte sich so im Durchschnitt auf 3,3%, womit die Italiener immer noch deutlich vor den Österreichern und Deutschen liegen und in etwa das Niveau der Franzosen (3,6%) und Belgier (3,7%) erreichen.

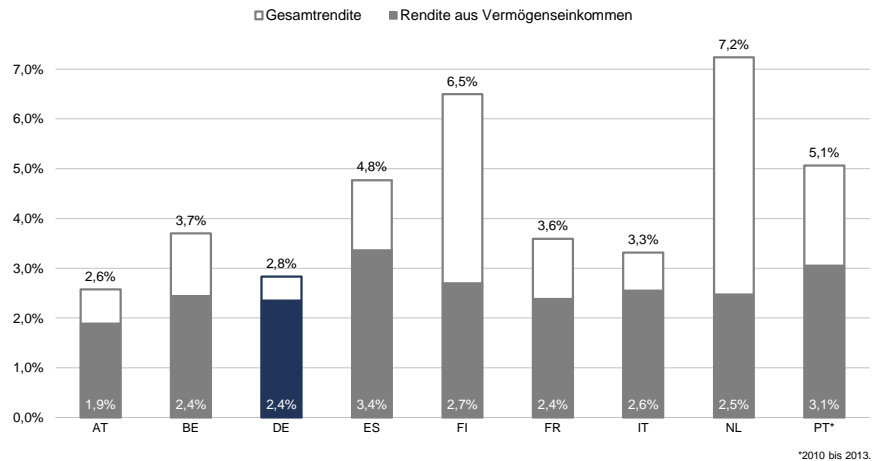
Insgesamt fällt bei dieser Betrachtung auf, dass sich die Renditen aus Vermögenseinkommen in einem relativ engen Band bewegen, die Unterschiede zwischen den Ländern sind nicht sehr gravierend. Dies spiegelt in gewisser Weise den integrierten europäischen Finanzmarkt wider: Beispielsweise sind die Zinsen überall im Keller und die Dividendenpolitik der großen Unternehmen ähnelt sich auch weitgehend. Die großen Renditeunterschiede entstehen vor allem durch Wertsteigerungen: Entscheidend für die Höhe der Gesamtrendite ist die Frage, ob und wie viele Vermögenswerte im Portfolio enthalten

sind, die (hohe) Kursgewinne erzielen können.

Schaubild 7:

### Rendite aus Vermögenseinkommen und Gesamtrendite (nominal)

Durchschnitt 2010 bis 2014



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Allianz SE.

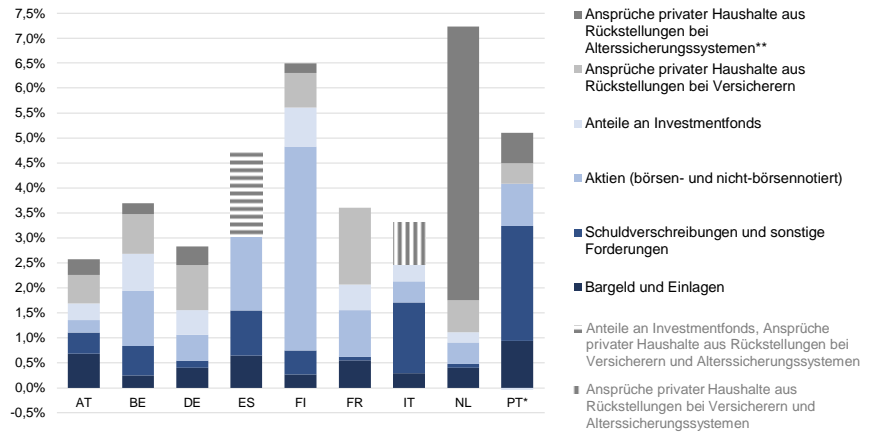
Schaubild 8 unterstreicht dies, indem es veranschaulicht, welchen Beitrag die einzelnen Anlageklassen zur nominalen Gesamtrendite leisteten.<sup>11</sup> Hier wird zwar auch noch einmal deutlich, dass in den Niederlanden vor allem das Pensionssystem den privaten Vermögensaufbau begünstigt – auch wenn die Haushalte davon heute noch nichts in ihrem Portemonnaie spüren, sondern erst bei Renteneintritt. Aber die Niederlande stellen in dieser Beziehung die Ausnahme dar, zumindest unter den hier untersuchten Ländern. In den übrigen Ländern ist der Beitrag der Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds zur Gesamtrendite dagegen nicht nur deutlich niedriger, sondern er bewegt sich auch überall in derselben Größenordnung von etwa 1,5 Prozentpunkten. Dies gilt auch für den Beitrag der Bankeinlagen, der in der Regel nur etwa 0,5 Prozentpunkte erreicht. Auch bei den auf Bankeinlagen fokussierten Anlagestrategien der deutschen und österreichischen Haushalte leistet diese Anlageklasse, trotz ihres relativ hohen Anteils am Portfolio, nur einen weit unterproportionalen Beitrag zur Gesamtrendite. Als letztlich entscheidend für die erzielte Gesamtrendite erweisen sich damit die Wertpapiere (Aktien, Anleihen, Investmentfonds), in dieser Vermögensklasse divergieren die Renditen von Land zu Land erheblich, denn hier fallen die großen Kursteigerungen an – oder nicht.

<sup>11</sup> Ein Überblick über die nominalen Renditen für die einzelnen Vermögensklassen findet sich im Anhang.

Schaubild 8:

### Beitrag der einzelnen Anlageklassen zur nominalen Gesamtrendite

Durchschnitt 2010 bis 2014



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Allianz SE.

\*2010 bis 2013.  
\*\*inkl. Ansprüche von Alterssicherungssystemen an die Träger von Alterssicherungssystemen und Ansprüche auf andere Leistungen als Alterssicherungsleistungen

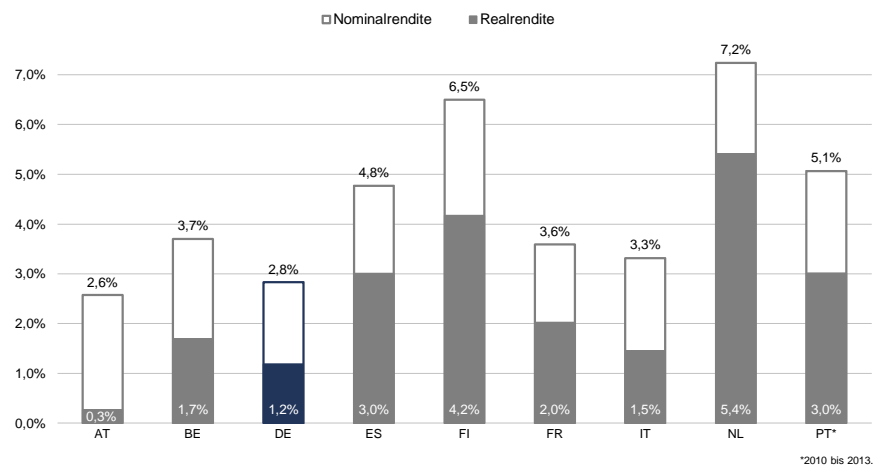
Inwieweit sich die inflationsbedingten Verluste auf die erzielte Nominalrendite auswirken, zeigt Schaubild 9. Österreich bildet auch hier mit einer realen Rendite von nur 0,3% das Schlusslicht, nach Deutschland (1,2%) und Italien (1,5%). Für die Sparer stellt in dem seit Jahren andauernden Niedrigzinsumfeld die viel beschworene Deflationstendenz keine Gefahr dar. Eine inflationäre Entwicklung dagegen schon: Steigende Kaufkraftverluste würden die teilweise ohnehin schon mageren Nominalrenditen nur noch weiter aufzehren.

Als Fazit dieses Renditevergleichs lässt sich festhalten: Auch im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre können die Sparer hohe reale Renditen erzielen wie die Beispiele Niederlande und Finnland zeigen. Der Schlüssel liegt in der Zusammensetzung des Vermögensportfolios, d.h. letztlich im Anlageverhalten: Hier zahlt sich eine stärkere, direkte oder indirekte, Orientierung hin zu den Kapitalmärkten aus. Dies dürfte auch der Grund sein, warum zum Beispiel die Haushalte in Spanien und Portugal, zwei Ländern, die in den letzten Jahren schwere Krisen durchlebten, dennoch reale Renditen auf ihr Geldvermögen erzielen, die beinahe dreimal so hoch sind wie die der deutschen Haushalte.

Schaubild 9:

## Gesamtrendite – nominal versus real

Durchschnitt 2010 bis 2014



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Allianz SE.

## 4. VERMÖGENSRENDITEN VERSCHIEDENER EINKOMMENSGRUPPEN

Der bisherige internationale Renditevergleich bezog sich auf die privaten Haushalte als Ganzes bzw. einen einfachen Durchschnitt (Pro-Kopf-Betrachtung). Vermögenshöhe und -struktur differieren jedoch nicht nur *zwischen* einzelnen Ländern, sondern auch *innerhalb* der Länder zwischen den einzelnen Einkommensgruppen – hinter der durchschnittlichen nationalen Rendite können sich also gänzlich verschiedene Ergebnisse für einzelne Haushaltsgruppen verbergen.

Mit Hilfe der Daten aus der breitangelegten Vermögensuntersuchung der EZB, "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey" (HFCS)<sup>12</sup>, ist es möglich, auch die Vermögensrenditen für einzelne Einkommensgruppen näher zu bestimmen. Die Vorgehensweise ist dabei analog zur vorangegangenen Analyse der Gesamtrendite der privaten Haushalte, statt eines einzigen Vermögensportfolios beispielsweise für den deutschen Haushaltssektor insgesamt werden nun aber fünf verschiedene Portfolios für die einzelnen Einkommensgruppen zugrunde gelegt.<sup>13</sup>

Schaubild 10 zeigt die Vermögensstruktur der verschiedenen Einkommensgruppen für die hier untersuchten Länder im Überblick. Dabei bestätigt sich die Erwartung, dass im Durchschnitt der Haushalte der Anteil der Bankeinlagen am Vermögen mit steigenden Einkommen abnimmt; stattdessen haben die Bezieher höherer Einkommen mehr Wertpapiere und auch Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds in ihrem Portfolio.

<sup>12</sup> ECB (2014): The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, Statistics Paper Series No. 2, European Central Bank.

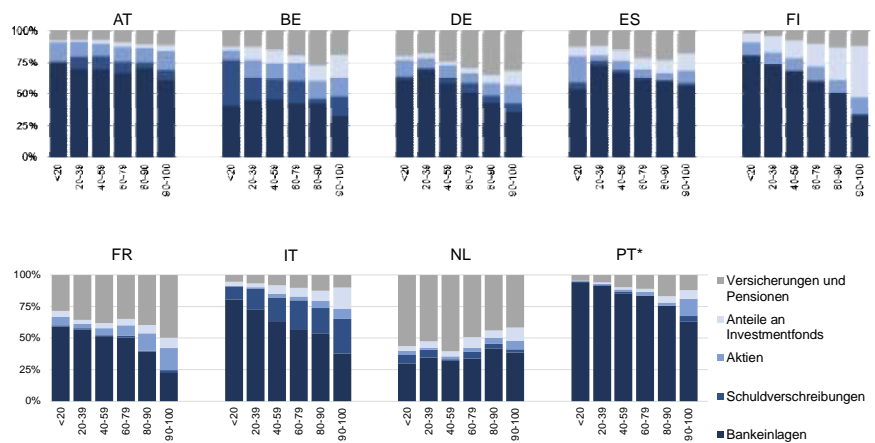
<sup>13</sup> Ein direkter Vergleich mit den vorangegangenen Berechnungen ist aus zwei Gründen jedoch nicht möglich: Zum einen ist die Analyse statisch, d.h. sie ignoriert die Veränderung der Portfolios über die Zeit, und zum anderen differiert die Datengrundlage, da die Vermögensdaten je Einkommensgruppe auf Umfragen beruhen – und teilweise signifikant von den „offiziellen“ Daten der Vermögensrechnung abweichen. Die durch die unterschiedliche Vermögensstruktur bedingten Abweichungen der Renditen für die verschiedenen Einkommensgruppen lassen sich dennoch zufriedenstellend approximieren.

Aber nicht für alle Länder gilt dieser Zusammenhang. So fällt zum Beispiel auf, dass in den Niederlanden die ärmeren Bevölkerungsschichten *relativ* mehr Versicherungs- und Pensionsansprüche halten, Folge der weiten Verbreitung der quasi obligatorischen betrieblichen Altersvorsorge, die rund 90 Prozent der Arbeitnehmer erreicht. In Spanien wiederum sind Aktien besonders in der untersten Einkommensgruppe beliebt. Dies muss aber nicht unbedingt für einen besonders langfristigen und risiko-orientierten Anlagestil dieser Einkommensgruppe sprechen, es könnte auch einfach darauf zurückzuführen sein, dass sich in dieser Gruppe auch viele Erben und Rentiers befinden, ohne nennenswerte laufende Einkünfte, aber mit nicht unerheblichen Vermögenswerten. Ähnliche Phänomene scheint es, mit Blick auf die unterste Einkommensgruppe, auch in Deutschland und Belgien zu geben. Wie üblich bei Daten, die aus Haushaltsbefragungen gewonnen werden, gilt auch bei den Daten des HFCS, dass nicht jedes Ergebnis auf die Goldwaage gelegt werden sollte, gewisse Unschärfen lassen sich bei dieser Erhebungsmethode nicht vermeiden.

Schaubild 10:

### Vermögensstruktur nach Einkommensgruppen

Seit 2010



\*2010 bis 2013.

Quellen: The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, Eurostat, Allianz SE.

Auf Basis der unterschiedlichen Portfoliozusammensetzung lässt sich im nächsten Schritt jeweils eine Vermögensgesamtrendite für die einzelnen Einkommensgruppen berechnen (siehe Schaubild 11). Aufgrund der differierenden Datenbasis sind diese Ergebnisse allerdings nur eingeschränkt mit den Zahlen aus dem vorangegangenen Abschnitt für die gesamten Haushaltssektoren zu vergleichen. Interessant sind daher weniger die absoluten Renditehöhen, sondern vor allem die Unterschiede zwischen den Einkommensgruppen.

Dabei wird die These, dass sich gerade in Niedrigzinsphasen das Investieren in längerfristige und risikoreichere Vermögenswerte auszahlt, eindrucksvoll bestätigt. Mit der Ausnahme der Niederlande weist in allen Ländern die oberste Einkommensgruppe auch die höchste Vermögensrendite auf. Besonders ausgeprägt ist dieses Renditegefälle in Deutschland, Frankreich, Italien, Portugal und vor allem Finnland: Hier steigen die Renditen mehr oder weniger parallel zu den Einkommen an. In Österreich, Belgien und Spanien führt dagegen die über alle Einkommensklassen relativ gleich ausgeprägte Neigung, Spargelder vor allem bei Banken anzulegen (bzw. zu parken), zu einer gewissen Nivellie-



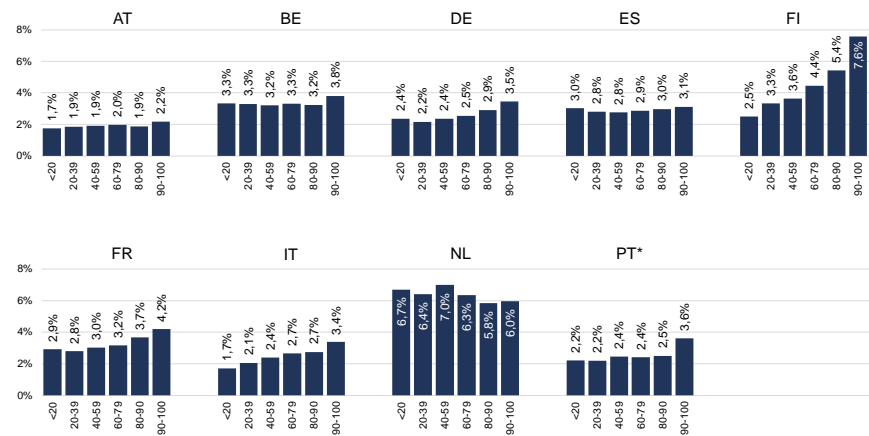
rung der Renditen, vor allem auch mit Blick auf die mittleren Einkommen.

Vollkommen aus der Reihe tanzen dagegen die Niederlande: Hier fällt die Vermögensrendite für die Bezieher der höchsten Einkommen signifikant niedriger aus als für die unteren Einkommensgruppen. Darin spiegelt sich wiederum die Stärke des niederländischen Rentensystems wider, mit seinem starken Akzent auf eine kapitalgedeckte, betriebliche Altersversorgung, die nicht nur nahezu jeden Haushalt einbezieht, sondern die aufgrund ihrer langfristigen Anlagepolitik mit hohem Aktienanteil auch sehr erfolgreich auf den Kapitalmärkten operiert.

Schaubild 11:

### Nominale Gesamtrendite nach Einkommensgruppen

Durchschnitt 2010 bis 2014



\*\*2010 bis 2013.

Quellen: Eurostat, The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, Thomson Reuters, Allianz SE.

Das Fazit der Betrachtung der Vermögensrenditen nach Einkommensgruppen in Zeiten der Niedrigzinsen fällt dennoch ernüchternd aus: Generell wirkt das derzeitige Umfeld als Verstärker von Vermögensunterschieden, höhere Einkommensgruppen erzielen dank ihrer stärker auf Risiko und Langfristigkeit ausgerichteten Portfoliostruktur höhere Renditen. Auch ohne zusätzliche Sparanstrengungen können ihre Vermögen daher deutlich schneller wachsen als der Durchschnitt. Das Beispiel Niederlande zeigt allerdings, dass dieser Zusammenhang keineswegs determiniert ist. Vor allem durch eine kluge Rentenpolitik kann eine inklusive Vermögensentwicklung erreicht werden, die zumindest der automatischen Ausweitung der Vermögensschere entgegensteht.

## 5. ZUSAMMENFASSUNG

- Die deutschen Sparer verfolgen seit jeher eine konservative Anlagepolitik, Wertpapiere spielen im Vermögensportfolio daher nur eine untergeordnete Rolle. Die Konsequenz: Wertveränderungen haben in der Vergangenheit nur sehr wenig zum Vermögenswachstum beigetragen; lediglich in der zweiten Hälfte der 1990er kam es zu einem kurzen Flirt der Sparer mit Aktien und Kursgewinne steuerten etwa ein Drittel zum Wachstum bei.
- Das seit 2010 herrschende Niedrigzinsumfeld stellt die Anleger vor neue Herausforderungen. Auf den ersten Blick haben sich die deutschen Sparer dabei achtbar aus der Affäre gezogen: Das Geldvermögen stieg im Durchschnitt um 3,8% pro Jahr, pro Kopf summierte sich der Zuwachs über den gesamten Zeitraum auf über EUR 10.000.
- Bei näherem Hinschauen wird jedoch deutlich, dass diese Entwicklung vor allem Resultat hoher Sparanstrengungen ist: In keinem anderen Land in dieser Untersuchung wird, relativ zum Geldvermögen, mehr gespart. Mehr noch: Nirgendwo ist der Sparanteil, der aus dem Erwerbseinkommen stammt, höher als in Deutschland. Die Haushalte in der Mehrzahl der übrigen Länder bestreiten ihre Geldvermögensbildung dagegen ausschließlich aus dem Vermögenseinkommen.
- Mit ihrer hohen „echten“ Sparleistung kompensieren die deutschen Sparer die entscheidende Schwachstelle ihres Vermögensportfolios: Die Wertsteigerungen sind nur sehr gering; mit lediglich knapp EUR 1.400 seit 2010 (pro Kopf) bilden sie das Schlusslicht in diesem internationalen Vergleich. Selbst die Haushalte in den Eurokrisenländern Spanien und Portugal konnten in diesem Zeitraum ungefähr doppelt so hohe absolute Kursgewinne verbuchen – obwohl die Pro-Kopf-Vermögen deutlich niedriger sind.
- Die geringen Wertsteigerungen im Portfolio spiegeln sich auch in einer mageren Vermögensrendite wider: Seit 2010 erzielten die deutsche Haushalte eine durchschnittliche jährliche Rendite von 2,8%; in diesem Zeitraum schnitten nur die Österreicher schlechter ab (2,6%). An der Spitze stehen dagegen die Finnen (6,5%) und Niederländer (7,2%).
- Als entscheidend für die Höhe der Vermögensrendite erweist sich die Vermögensklasse der Wertpapiere (Aktien, Anleihen und Investmentfonds): Das Ausmaß von Kurssteigerungen macht den Renditeunterschied. Dagegen tragen Bankeinlagen in allen Ländern nur marginal zur Performance bei. Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds erweisen sich dagegen als Renditeanker und zeigen überall einen ähnlich soliden Beitrag zur Rendite. Eine Ausnahme bilden dabei lediglich die Niederlande, in denen die betriebliche Altersvorsorge der wesentliche Renditetreiber ist.
- In realer Rechnung reduziert sich die Vermögensrendite für deutsche Haushalte auf durchschnittlich 1,2% pro Jahr. Im Vergleich der Euroländer ist dies enttäuschend: Selbst die Haushalte in den Krisenländern Spanien und Portugal erzielten auf ihr Geldvermögen seit 2010 reale Renditen, die beinahe dreimal so hoch waren wie die der deutschen Haushalte.

- Vermögensrenditen sind daher weniger Folge der herrschenden Marktbedingungen, sondern vor allem eine Funktion des Anlageverhaltens. Die Beispiele Finnland und die Niederlande unterstreichen das: Selbst in einem herausfordernden Umfeld lassen sich reale Renditen von über 4% bzw. 5% erwirtschaften.
- Die Bedeutung des Sparverhaltens bzw. der Vermögenszusammensetzung wird durch die Analyse der Vermögensrendite für Haushalte mit unterschiedlichen Einkommen bestätigt. Haushalte mit höheren Einkommen verfügen nicht nur über einen höheren Anteil an Wertpapieren im Portfolio, sie erzielen auch eine höhere Rendite. In Deutschland beträgt dieser Renditevorsprung einen guten Prozentpunkt.
- Das derzeitige Niedrigzinsumfeld wirkt so als Verstärker von Vermögensunterschieden, da höhere Einkommensgruppen dank ihrer stärker auf Risiko und Langfristigkeit ausgerichteten Portfoliostruktur höhere Renditen erzielen. Auch ohne zusätzliche Sparanstrengungen können ihre Vermögen daher deutlich schneller wachsen als der Durchschnitt.
- Das Beispiel Niederlande zeigt allerdings, dass dieser Zusammenhang keineswegs determiniert ist. Vor allem durch eine kluge Rentenpolitik kann eine inklusive Vermögensentwicklung erreicht werden.

Unterm Strich bleibt daher eine ernüchternde Erkenntnis: Die deutsche Haushalte sparen viel, aber wenig erfolgreich. Niedrige Renditen lassen sich nicht allein durch widrige Umstände erklären, sondern sind in erster Linie Folge des eigenen Verhaltens. Unsere Nachbarn machen uns vor, dass es besser geht. Es ist höchste Zeit, dass Deutschland umspart.

## TABELLE: ÜBERBLICK ÜBER DIE NOMINALE VERMÖGENSRENDITE NACH ANLAGEKLASSEN

Durchschnitt 2010 bis 2014

exkl. Wertveränderung	AT	BE	DE	ES	FI	FR	IT	NL	PT*
Bargeld und Einlagen	1,1%	0,9%	1,1%	1,5%	0,7%	1,7%	0,9%	1,9%	2,0%
Schuldverschreibungen und sonstige Forderungen	2,6%	4,8%	4,7%	8,5%	4,3%	0,5%	4,9%	1,3%	6,0%
Aktien (börsen- und nicht-börsennotiert)	3,0%	2,8%	3,1%	6,1%	4,4%	3,8%	4,1%	3,1%	3,3%
Anteile an Investmentfonds	2,1%	2,1%	3,1%	n/a	2,6%	2,5%	1,3%	1,7%	1,7%
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern	3,2%	3,7%	3,9%	n/a	5,4%	3,0%	n/a	3,1%	3,2%
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen	2,8%	2,9%	2,0%	n/a	1,5%	n/a	n/a	2,7%	4,0%
Summe aus Anteilen an Investmentfonds sowie Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen				3,9%					
Summe aus Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen							2,5%		
<b>Insgesamt</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,1%</b>
inkl. Wertveränderung									
Bargeld und Einlagen	1,1%	0,9%	1,1%	1,5%	0,7%	1,7%	0,9%	1,9%	2,0%
Schuldverschreibungen und sonstige Forderungen	3,4%	5,1%	2,7%	13,8%	8,7%	0,8%	5,8%	2,0%	14,6%
Aktien (börsen- und nicht-börsennotiert)	5,7%	5,6%	9,3%	7,1%	13,1%	7,4%	4,6%	4,8%	8,8%
Anteile an Investmentfonds	3,6%	6,3%	5,2%	n/a	9,3%	7,0%	4,1%	6,9%	-0,6%
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern	3,3%	4,3%	3,9%	n/a	7,5%	3,9%	n/a	7,0%	2,9%
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen	4,3%	3,1%	2,6%	n/a	2,0%	n/a	n/a	10,5%	8,3%
Summe aus Anteilen an Investmentfonds sowie Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen				6,9%					
Summe aus Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen							3,9%		
<b>Insgesamt</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>5,1%</b>

\*2010 bis 2013

## LITERATUR

Allianz Dresdner Economic Research (2007): Vermögensreport 2007, Working Paper Nr. 89, September 2007.

Allianz SE, Economic Research (2015): Niedrigzinsen, Einkommen und Vermögen: Wer gewinnt, wer verliert, Working Paper 190, August 2015.

Deutsches Aktieninstitut (2014): Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2014, Februar 2015.

Deutsche Bundesbank (1994): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Westdeutschland 1960 bis 1992, November 1994.

Deutsche Bundesbank (2015): Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Monatsbericht Oktober 2015.

ECB (2014): The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, Statistics Paper Series No. 2, European Central Bank.

Die Einschätzungen stehen wie immer unter den nachfolgend angegebenen Vorbehalten.

### ÜBER DIE ALLIANZ GRUPPE

Die Allianz ist zusammen mit ihren Kunden und Vertriebspartnern eine der stärksten Finanzgemeinschaften. Rund 85 Millionen von der Allianz versicherten Privat- und Unternehmenskunden setzen auf Wissen, globale Reichweite, Kapitalkraft und Solidität der Allianz, um finanzielle Chancen zu nutzen, Risiken zu vermeiden und sich abzusichern.

2014 erwirtschafteten rund 147.000 Mitarbeiter in über 70 Ländern einen Gesamtumsatz von 122,3 Milliarden Euro und erzielten ein operatives Ergebnis von 10,4 Milliarden Euro. Die Leistungen an Kunden summierten sich auf 104,6 Milliarden Euro.

Dieser Geschäftserfolg mit Versicherungs-, Asset Management- und Assistance-Dienstleistungen fußt zunehmend auf dem Kundenbedarf nach krisenfesten Finanzlösungen für die alternde Gesellschaft und die Herausforderungen des Klimawandels. Transparenz und Integrität sind wesentliche Elemente einer nachhaltigen Unternehmensführung der Allianz SE.

### VORBEHALT BEI ZUKUNFTSAUSSAGEN

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen.

Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen können sich Abweichungen aufgrund von (i) Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, (ii) Entwicklungen der Finanzmärkte (insbesondere Marktvolatilität, Liquidität und Kreditereignisse), (iii) dem Ausmaß oder der Häufigkeit von Versicherungsfällen (zum Beispiel durch Naturkatastrophen) und der Entwicklung der Schadenskosten, (iv) Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen, (v) Stornoraten, (vi) insbesondere im Bankbereich, der Ausfallrate von Kreditnehmern, (vii) Änderungen des Zinsniveaus, (viii) Wechselkursen, einschließlich des Euro/US Dollar-Wechselkurses, (ix) Gesetzes- und sonstigen Rechtsänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, (x) Akquisitionen, einschließlich anschließender Integrationsmaßnahmen, und Restrukturierungsmaßnahmen, sowie (xi) allgemeinen Wettbewerbsfaktoren ergeben. Terroranschläge und deren Folgen können die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen.

### KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die in dieser Meldung enthaltenen Informationen und Zukunftsaussagen zu aktualisieren, soweit keine gesetzliche Veröffentlichungspflicht besteht.