

ECONOMIC RESEARCH

Working Paper 211

04.12.2017

▶ MAKROÖKONOMIE

▶ FINANZMÄRKTE

▶ WIRTSCHAFTSPOLITIK

▶ BRANCHEN

Kathrin Brandmeir, Arne Holzhausen

Private Vermögensrenditen in ausgewählten
Euroländern

Working Paper

Nr. 211

Private Vermögensrenditen in ausgewählten Euroländern

1. ZUSAMMENFASSUNG	3
2. EINLEITUNG: HERAUSFORDERNDE ZEITEN FÜR SPARER	5
3. SPARVERHALTEN UND VERMÖGENSRENDITEN IN AUSGEWÄHLTEN EUROLÄNDERN	6
BOX: WIE BERECHNET SICH DIE GESAMTRENDITE DES VERMÖGENSPORTFOLIOS?	11
TABELLE: ÜBERBLICK ÜBER DIE NOMINALE RENDITE NACH ANLAGEKLASSEN	16
LITERATUR	17

AUTOREN:

Kathrin Brandmeir
Fon +49.89.3800-19012
kathrin.brandmeir@allianz.com

Dr. Arne Holzhausen
Fon +49.89.3800-17947
arne.holzhausen@allianz.com

1. ZUSAMMENFASSUNG

Seit 2003 sind die Geldvermögen der privaten Haushalte in allen untersuchten Ländern gewachsen. Mit wenigen Ausnahmen (Niederlande, Deutschland) hat sich das Tempo in den Jahren der extremen Geldpolitik (2012 – 2016) gegenüber den Vorkrisenjahren (2003 – 2007) deutlich verlangsamt. In den Krisenjahren (2008 – 2011) wurden kaum noch Zuwächse erzielt, in Italien und Spanien schrumpften die Geldvermögen.

Gleichzeitig haben sich die Wachstumstreiber – Geldvermögensbildung und Wertgewinne – im Zeitverlauf verschoben. Wertgewinne unterlagen dabei – wie erwartet – großen Schwankungen. So waren sie in den Krisenjahren im Durchschnitt negativ. Seit 2012 aber fielen sie um knapp 50% höher aus als in den Vorkrisenjahren.

Die Geldvermögensbildung hat durchweg einen positiven Beitrag zum Vermögenswachstum geleistet – allerdings mit deutlich abnehmender Tendenz. Gegenüber den Vorkrisenjahren sind die Sparleistungen pro Kopf im Durchschnitt in den letzten fünf Jahren um über 40% gefallen, in den Eurokrisenländern Italien, Spanien und Portugal betrug der Rückgang mehr als 80%. Einzige Ausnahme: Die deutschen Sparer legten etwa ein Drittel mehr zur Seite.

Geldvermögensbildung kann aus Vermögens- oder Erwerbseinkommen bestritten werden. Die Vermögenseinkommen erwiesen sich dabei im betrachteten Zeitraum in allen Ländern relativ stabil. Vor dem Hintergrund fallender Zinsen ist dies auf die kräftige Erhöhung der Bestände zurückzuführen, die um zwei Drittel wuchsen.

Der Beitrag der Erwerbseinkommen zur Geldvermögensbildung hat sich dagegen deutlich verändert. In den Vorkrisenjahren sparten alle Haushalte (mit Ausnahme der niederländischen) auch aus Erwerbseinkommen, im Schnitt knapp EUR 400 pro Kopf und Jahr. In den Jahren seit 2012 trifft dies nur noch auch Österreich (EUR 230) und Deutschland (EUR 770) zu, in den übrigen Ländern wurden dagegen Teile des Vermögenseinkommens auch zu Konsumzwecken genutzt, im Durchschnitt etwa EUR 700 pro Kopf und Jahr.

Hohe Sparleistungen aus Erwerbseinkommen können eine Kompensation für eine niedrige Vermögensrendite sein, d.h. sie gleichen die fehlenden Vermögenseinkommen und Wertveränderungen aus. Die Daten bestätigen dies: Deutschland und Österreich weisen in den Jahren der extremen Geldpolitik mit 3,4% bzw. 2,6% die niedrigsten Vermögensrenditen aus. Eine ähnlich schwache Rendite hat sonst nur noch Portugal (3,2%), Folge der negativen Performance am heimischen Aktienmarkt. In Deutschland und Österreich dagegen ist die schwache Rendite auf den Portfoliomix zurückzuführen, mit einem (zu) hohen Anteil an Bankeinlagen. Finnland demgegenüber hat mit 7,9% die höchste Vermögensrendite – und gleichzeitig den höchsten Anteil an Aktien im Vermögensmix.

Im Vergleich zu den Vorkrisenjahren ist im Durchschnitt der betrachteten Länder die Vermögensrendite – dank kräftigerer Wertgewinne – nur leicht zurückgegangen. Unter Berücksichtigung der Inflation lag sie in den letzten fünf Jahren mit 3,7% sogar um einen halben Prozentpunkt höher.

Fazit: Auch im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre können die Geldvermögen wachsen. Dafür gibt es zwei Wege: Entweder erzielen die Sparer hohe Renditen, indem sie ihr Anlageverhalten stärker auf die Kapitalmärkte hin ausrichten (der finnisch-

holländische Weg). Oder sie sparen verstärkt aus ihrem Erwerbseinkommen (die deutsch-österreichische Variante).

2. EINLEITUNG: HERAUSFORDERNDE ZEITEN FÜR SPARER

Wie haben sich die europäischen Sparer in den zurückliegenden Jahren der Niedrigzinsen geschlagen? Dieser Frage geht die vorliegende Studie nach, indem sie die Vermögensentwicklung in ihre einzelnen Komponenten zerlegt, ihre unterschiedlichen Gewichte vergleicht und auf diese Weise die Rendite der Geldvermögen der privaten Haushalte in den Euroländern approximiert.

Mehr noch als in „normalen“ Zeiten kommt es unter den Bedingungen einer extremen Geldpolitik auf die „richtigen“ Sparscheidungen an. Während auf der einen Seite die reale Rendite von Bankeinlagen seit Ende 2010 teilweise deutlich in den negativen Bereich rutschte¹, wurde die Wertentwicklung anderer Vermögenswerte wie insbesondere Aktien von den Niedrigzinsen beflügelt. Laut Bundesbank war die reale Gesamtrendite des Geldvermögens deutscher Haushalte zwischen 2008 und Anfang 2017 im Mittel daher auch deutlich positiv (1,7 Prozent).²

Auf den ersten Blick scheinen die deutschen Sparer die Niedrigzinsphase also relativ gut überstanden zu haben. Ein Vergleich mit den Ländern im Euroraum offenbart jedoch, dass die meisten anderen Sparer – die mit denselben geldpolitischen Rahmenbedingungen konfrontiert waren – deutlich besser abschnitten.

Unsere Analyse betrachtet dabei drei verschiedene Zeiträume: Die Vorkrisenjahre von 2003 bis 2007, die Jahre vom Ausbruch der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise bis 2011 sowie den Zeitraum von 2012 bis 2016, der mit der berühmten Rede von Mario Draghi zur Rettung des Euro („what ever it takes“) ein neues Kapitel der Geldpolitik einläutete: Seither betreibt die EZB ganz offensichtlich nicht mehr „nur“ Geldpolitik zur Stabilisierung des Preisniveaus, sondern verfolgt mit erweitertem Instrumentenkasten (OMT, PSPP, NDR etc.) eine Politik, die zudem das Überleben des Euro sichern soll. Die Wirkung der Geldpolitik auf Zinsen und Finanzmärkte hat sich damit noch einmal verstärkt, die Verzerrungen insbesondere auf den Anleihen-, aber auch Aktienmärkten haben noch einmal zugenommen. Mit anderen Worten: Das Umfeld ist für die Sparer im Euroraum noch herausfordernder geworden – und damit sind auch die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern deutlich größer geworden.

¹ Vgl. dazu auch Deutsche Bundesbank (2017): Reale Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland, Monatsbericht August, S. 33 -35.

² Ibid.

3. SPARVERHALTEN UND VERMÖGENSRENDITEN IN AUSGEWÄHLTEN EUROLÄNDERN

Signifikante Unterschiede bei Vermögenshöhe und -wachstum

Der Blick auf den Geldvermögensbestand³ der privaten Haushalte offenbart deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. So bezifferte sich Ende 2016 das durchschnittliche Finanzvermögen pro Kopf in den Niederlanden mit EUR 136.650 auf mehr als das Vierfache der privaten Ersparnisse in Portugal (EUR 32.340). Der Vermögensunterschied hat sich im Betrachtungszeitraum sogar leicht erhöht: Im Jahr 2003 lag dieser Faktor noch bei 3,5. Die deutschen Haushalte befinden sich mit durchschnittlich EUR 67.490 im oberen Mittelfeld. Der deutliche Vermögensvorsprung der Niederländer gründet in erster Linie in der starken Stellung der betrieblichen Altersvorsorge.

Seit 2003 sind die Geldvermögen der privaten Haushalte in allen untersuchten Ländern gestiegen, in Summe erhöhte sich der Bestand bis Ende 2016 um zwei Drittel auf insgesamt EUR 20,6 Bill. Allerdings hat sich das Wachstumstempo in den Jahren der extremen Geldpolitik (2012 – 2016) gegenüber den Vorkrisenjahren (2003 – 2007) deutlich verlangsamt: Die mittlere jährliche Zuwachsrate der Pro-Kopf-Vermögen ging im Durchschnitt der Länder von 5,3 Prozent auf 3,7 Prozent zurück. Zwei Ausnahmen sind Deutschland und die Niederlande, wo das durchschnittliche Wachstum stabil blieb (Deutschland) bzw. sich sogar beschleunigte (Niederlande). Während der Krisenjahre (2008 – 2011) wurden kaum noch Zuwächse erzielt, im Länderdurchschnitt lediglich 0,3 Prozent pro Jahr; Italien und Spanien meldeten sogar Vermögensverluste. Als Wachstumschampion hingegen entpuppt sich Finnland: Über alle drei Zeiträume hinweg sind die privaten Geldvermögen dort überdurchschnittlich schnell gewachsen, im Mittel rund 2 Prozentpunkte schneller als in den übrigen Ländern.

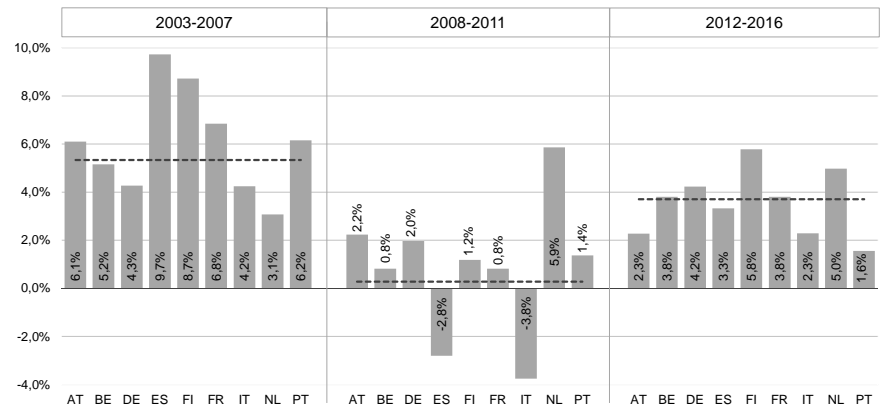
³ Im Folgenden beziehen sich alle Angaben zum Geldvermögen auf das Brutto-Geldvermögen ohne sonstige Anteilsrechte.

Schaubild 1:

Wachstum der privaten Geldvermögen pro Kopf

in Prozent

Jahresdurchschnittswerte



Quellen: Eurostat, Allianz SE.

Wertgewinne legen zu, Sparanstrengungen gehen zurück

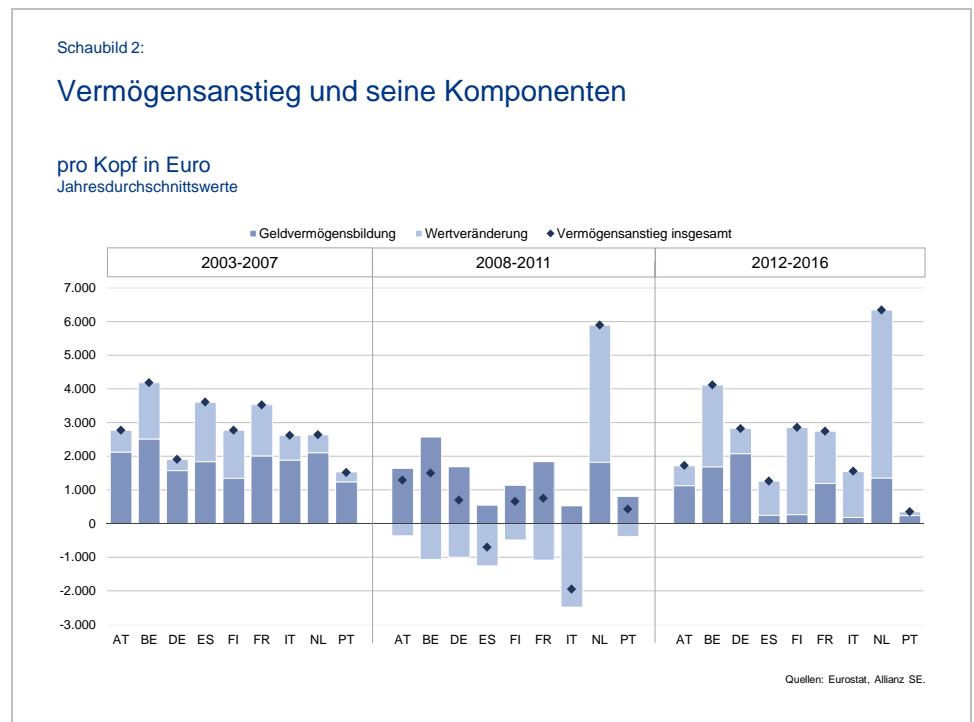
Das Vermögenswachstum einer Periode setzt sich zusammen aus der Geldvermögensbildung, d.h. dem Saldo aus Zu- und Abflüssen „neuer Anlagegelder“, und der Wertveränderung des Vermögensbestands, d.h. den von der Kapitalmarktentwicklung abhängigen Wertgewinnen bzw. -verlusten.

Schaubild 2 veranschaulicht den durchschnittlichen Anteil dieser beiden Komponenten am gesamten Vermögensanstieg bzw. -rückgang in den oben beschriebenen Zeiträumen in Pro-Kopf-Rechnung. Während die Geldvermögensbildung in allen drei Perioden per Saldo einen positiven Beitrag zum Vermögenswachstum leistete, waren die bewertungsbedingten Veränderungen des Vermögensbestands in den Jahren von 2008 bis 2011 im Durchschnitt negativ – wenig überraschend angesichts des Erdbebens, das der Ausbruch der Finanzkrise an den Kapitalmärkten auslöste. Einzige Ausnahme bildet dabei die Niederlande: Dank fallender Zinsen konnten auf die Anleihebestände in der Vermögensklasse Versicherungen und Pensionen kräftige Wertgewinne verbucht werden.

Auffallend ist, dass die Wertgewinne pro Kopf im Zeitraum von 2012 bis 2016 in fast allen Ländern höher waren als in den Vorkrisen Jahren: Damals bezifferten sie sich im Länderdurchschnitt auf jährlich EUR 950 im Mittel, während in den letzten fünf Jahren Wertgewinne von durchschnittlich EUR 1.380 pro Jahr zu verzeichnen waren. Selbst wenn man den „Ausreißer“ Niederlande herausrechnet, waren die durchschnittlichen Wertgewinne seit 2012 um EUR 200 höher als in den Vorkrisen Jahren (EUR 980). Darin spiegelt sich nicht zuletzt die expansive Geldpolitik der EZB wider; vor allem Aktienbesitzer konnten von satten Kursgewinnen profitieren.

Allerdings ist der Anteil von Wertveränderungen am Vermögenswachstum unterschiedlich hoch, mit den niedrigsten Werten in Deutschland und Österreich: Hier gehen nur knapp 27 Prozent bzw. rund 30 Prozent des Vermögensanstiegs seit 2012

auf Wertgewinne zurück; in den anderen Ländern liegt dieser Wert bei durchschnittlich gut 70 Prozent.



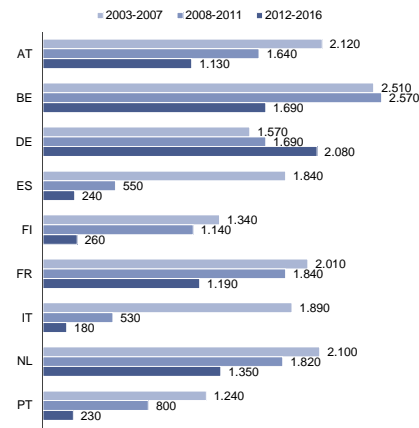
Im Gegensatz zur Wertveränderung, bei der über die drei Zeiträume hinweg ein Auf und Ab zu beobachten war, zeigt die Entwicklung bei der Geldvermögensbildung nur in eine Richtung, und zwar nach unten (siehe Schaubild 3). In den Vorkrisenjahren legten die Haushalte im Durchschnitt der untersuchten Länder noch EUR 1.820 pro Kopf und Jahr auf die hohe Kante. Von 2008 bis 2011 reduzierte sich der jährliche Sparbetrag auf im Mittel EUR 1.320 pro Kopf und ging in den letzten fünf Jahren weiter auf EUR 1.060 pro Jahr zurück. Dieser Trend ist in allen untersuchten Ländern zu beobachten, einzige Ausnahme ist der „Sparweltmeister“ Deutschland: Dort haben die Haushalte ihre Sparanstrengungen sogar erhöht, von jährlich EUR 1.570 pro Kopf in den Vorkrisenjahren auf EUR 2.080 im Zeitraum von 2012 bis 2016. In den übrigen Ländern fällt der Rückgang der Sparleistung unterschiedlich stark aus. Die italienischen, spanischen und portugiesischen Haushalte fuhren dabei ihr jährliches Sparvolumen am deutlichsten zurück: In den letzten fünf Jahren fiel die Geldvermögensbildung pro Kopf dort zwischen 80 Prozent und 90 Prozent niedriger aus als in den Vorkrisenjahren, Folge der tiefen Wirtschaftskrise, die die Haushalte nicht nur zwang, ihre Sparanstrengungen zu drosseln, sondern teilweise auch, Finanzanlagen zu veräußern. So trennten sich beispielsweise italienische Haushalte in den letzten fünf Jahren von Wertpapieren, vornehmlich Anleihen, im Wert von EUR 500 Mrd.

Analog zeichnet sich die Abwärtsbewegung des Sparvolumens ab, wenn man diese in Relation zum Vermögensbestand setzt. Während in Deutschland die Geldvermögensbildung gemessen in Prozent der gesamten Ersparnisse stabil bei 3,3 Prozent blieb, war in den übrigen Ländern eine deutliche Abnahme zu verzeichnen. Wie in Pro-Kopf-Rechnung fiel der Rückgang dabei in den Eurokrisenländern am stärksten aus.

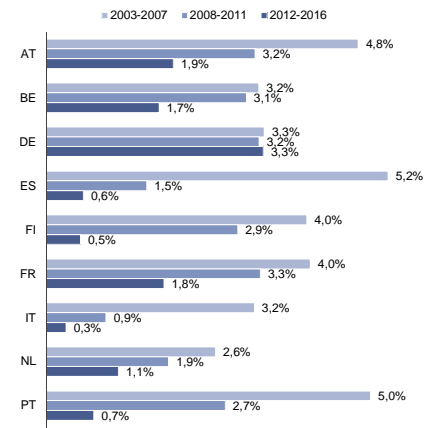
Schaubild 3:

Geldvermögensbildung

pro Kopf in Euro
Jahresdurchschnittswerte



in Prozent des Geldvermögens
Jahresdurchschnittswerte



Quellen: Eurostat, Thomson Reuters, Allianz SE.

Sparen aus Erwerbs- oder Vermögenseinkommen?

Zur Geldvermögensbildung können die Haushalte sowohl Vermögenseinkommen, d.h. Einkommen aus Zins- und Dividendenzahlungen, und/ oder Teile ihres Erwerbseinkommen heranziehen. In unserer Analyse gehen wir dabei von einer impliziten „Zweckbindung“ aus: Die 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.⁴

Die Vermögenseinkommen sind im Zeitablauf relativ stabil geblieben (siehe Schaubild 4) – obwohl sich der Vermögensbestand von 2003 bis 2016 um zwei Drittel erhöht hat. Eine über alle Länder hinweg einheitliche Entwicklung nach oben oder unten hat dabei nicht stattgefunden: Verglichen mit dem Vorkrisenniveau sind die Vermögenseinkommen in fünf der neun Länder in den letzten fünf Jahren (leicht) gesunken, in den übrigen dagegen gestiegen. Im Durchschnitt beliefen sich die Vermögenseinkommen pro Kopf in den Vorkrisenjahren auf EUR 1.470, von 2008 bis 2011 auf EUR 1.620 und von 2012 bis 2016 auf EUR 1.370.

Deutliche Unterschiede sind allerdings beim für Sparzwecke verwendeten Erwerbseinkommen zu erkennen. Mit Ausnahme der Niederlande sparten die Haushalte in allen Ländern von 2003 bis 2007 neben ihrem Vermögenseinkommen auch Teile ihres Erwerbseinkommens, im Durchschnitt jährlich EUR 390 pro Kopf. In den darauffolgenden vier Jahren zählten nur noch die Haushalte in Frankreich, Deutschland und Österreich zu denjenigen, die auch ihr Erwerbseinkommen zur Erreichung ihrer Sparziele heranzogen. In den vergangenen fünf Jahren trugen nur noch in Deutschland und Österreich Sparleistungen aus dem Arbeitseinkommen zum Vermögensaufbau bei.

In allen anderen Ländern bestritten die Haushalte demgegenüber ihre Sparleistungen allein aus der Wiederanlage von Vermögenseinkommen – das darüber hinaus auch zur Aufbesserung der Arbeitseinkommen genutzt wurde. Während anderswo also das Geld für die Sparer arbeitet, arbeiten in Deutschland und Österreich die Sparer hart, um ihre Vermögen vor den Niedrigzinsen zu schützen: Seit 2012 haben sie rund EUR 1.100 bzw. fast EUR 4.000 pro Kopf ihrer Arbeitseinkommen – mit steigender Tendenz – statt in den Konsum in ihren Vermögensaufbau geleitet. Die Niederländer dagegen konnten in dieser Zeit pro Kopf rund EUR 7.000 an Vermögenseinkommen für Konsumzwecke einsetzen; im Durchschnitt aller übrigen Länder sind es knapp EUR 4.000.

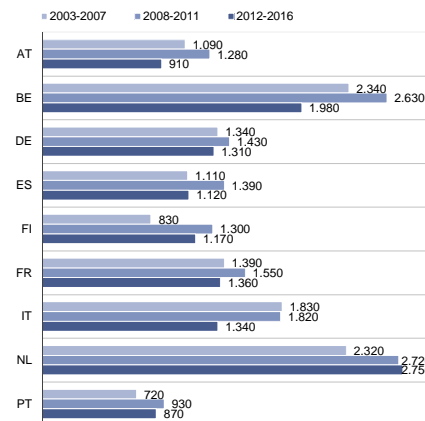
⁴ In einigen Fällen, z. B. bei Kapitalerträgen aus Versicherungsverträgen, handelt es sich dabei allerdings um kalkulatorische Einkommen, d.h. sie sind den Haushalten tatsächlich nie zugeflossen, sondern werden gleich als Vermögensanstieg verbucht. Mit anderen Worten: Der Vermögensanstieg wird in der VGR gedanklich in zwei Schritte aufgeteilt, die sich aus Sicht der Haushalte so darstellen: Zufluss an Vermögenseinkommen und Abfluss (= Sparleistung) in gleicher Höhe.

Schaubild 4:

Komponenten der Geldvermögensbildung

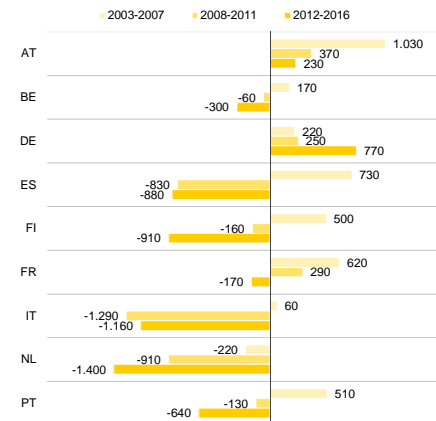
Vermögenseinkommen

pro Kopf in Euro, Jahresdurchschnittswerte



Sparen aus Erwerbseinkommen

pro Kopf in Euro, Jahresdurchschnittswerte



Quellen: Eurostat, Allianz SE.

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, d.h. aus dem Erwerbseinkommen, ausfallen. Dass gerade diese Sparleistungen in Deutschland und Österreich in den letzten Jahren besonders hoch ausfallen, ist ein Indiz für eine niedrige Vermögensrendite.

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 Jahresdurchschnittszinssatz⁵ 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 Zinsen⁶ (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 Dividendenrendite⁷ 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.

Schaubild 5 zeigt die Gesamtrendite des Geldvermögens und dabei auch, zu welchen Teilen Vermögenseinkommen und Wertveränderungen die Rendite im Zeitablauf bestimmten. Dabei fällt auf, dass die Renditen aus Vermögenseinkommen in den letzten fünf Jahren in allen Ländern niedriger waren als in den Vorkrisenjahren; der Länderdurchschnitt ging von 2,9 Prozent auf 2,3 Prozent zurück. Im Gegensatz dazu waren die Renditen aus Wertveränderungen im Zeitraum von 2012 bis 2016 mit 2,5 Prozent im Durchschnitt sogar höher als in den Vorkrisenjahren, wenn auch nur um 0,2 Prozentpunkte. Vor allem aber weisen die Wertsteigerungen viel größere Schwankungen auf; so lagen sie zwischen 2008 bis 2011 in allen Ländern – mit Ausnahme der Niederlande – im negativen Bereich: Die Partizipation an Wertveränderungen bedeutet eben nicht nur die Chance, Gewinne einzufahren, sondern auch das Risiko, Verluste zu erleiden. Für die Höhe der Gesamtrendite ist damit also vor allem die Frage entscheidend, ob und wie viele Vermögenswerte im Portfolio enthalten sind, die (hohe) Kursgewinne (oder -verluste) erzielen können.

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

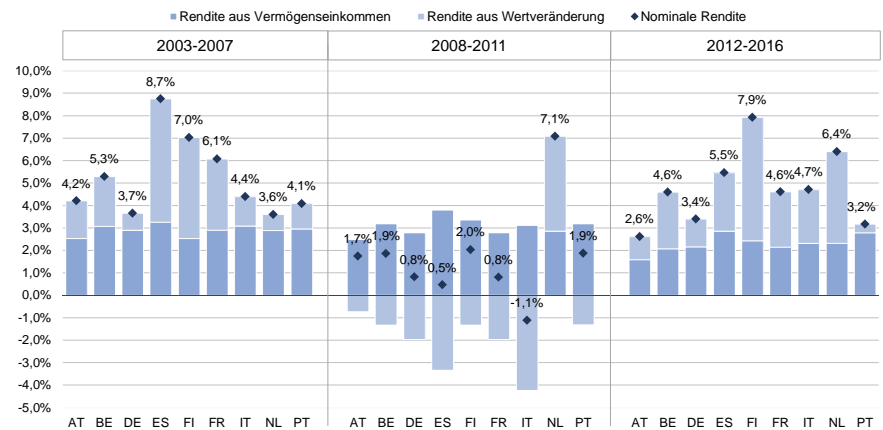
⁶ Bei Zinsen berücksichtigen wir nur die tatsächlich empfangenen Zinsen.

⁷ 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.

Schaubild 5:

Zusammensetzung der (nominalen) Rendite

in Prozent
Jahresdurchschnittswerte



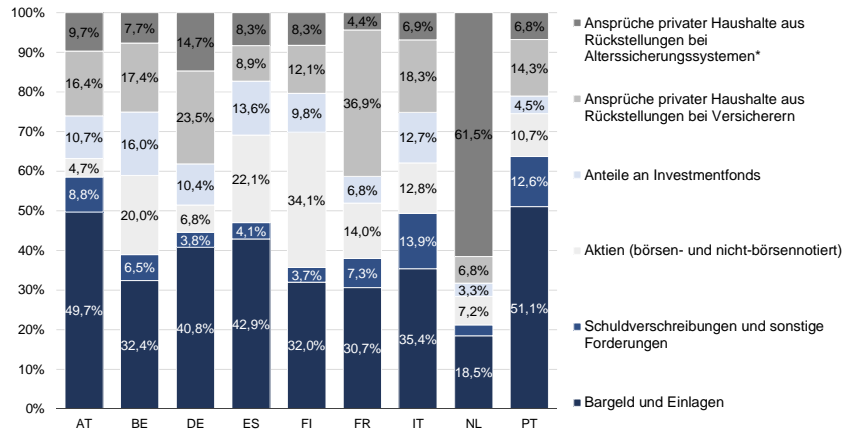
Quellen: Eurostat, Allianz SE.

Mit Blick auf die letzten fünf Jahre der extremen Geldpolitik bestätigt sich die Vermutung, dass die Vermögensrenditen in Deutschland und Österreich – und auch Portugal – besonders niedrig sind. Während im Falle Portugals dafür aber in erster Linie die schwache Börsenentwicklung verantwortlich ist – der portugiesische Leitindex verzeichnet als einziger in den letzten fünf Jahren Verluste, der DAX dagegen verdoppelte sich beinahe –, liegt es in Deutschland und Österreich am Portfoliomix, dass diese Länder nur unterdurchschnittliche Vermögensrenditen erzielen. Die Haushalte dort setzen vor allem auf konservative, risikoarme Investmentprodukte: Trotz Nullzinsen und realer Wertverluste lagen in Deutschland im Jahr 2016 rund zwei Fünftel des privaten Geldvermögens als Einlagen bei Banken, in Österreich sogar fast die Hälfte (siehe Schaubild 6). Die Treue zu Bankeinlagen ist zwar auch in Spanien mit knapp 43 Prozent des Vermögensportfolios sehr ausgeprägt. Trotzdem liegt die spanische Rendite gut zwei Prozentpunkte höher als in Deutschland. Denn die spanischen Haushalte sind zugleich offener gegenüber Investitionen in Aktien: Durchschnittlich rund 22 Prozent ihrer Ersparnisse hielten die Spanier 2016 in Form von direktem Aktienbesitz und lagen damit zusammen mit den Belgiern (20,0 Prozent) weit über dem Mittelwert der untersuchten Länder (12,2 Prozent). In Österreich und Deutschland machen Aktien lediglich 4,7 Prozent bzw. 6,8 Prozent des Finanzvermögens aus. Am risikofreudigsten sind die finnischen Haushalte, sie investieren mehr als ein Drittel ihres Portfolios in Aktien – und erwirtschafteten in den letzten fünf Jahren auch mit Abstand die höchste Rendite.

Schaubild 6:

Struktur der Geldvermögen

Jahresdurchschnittswerte 2016
in Prozent



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

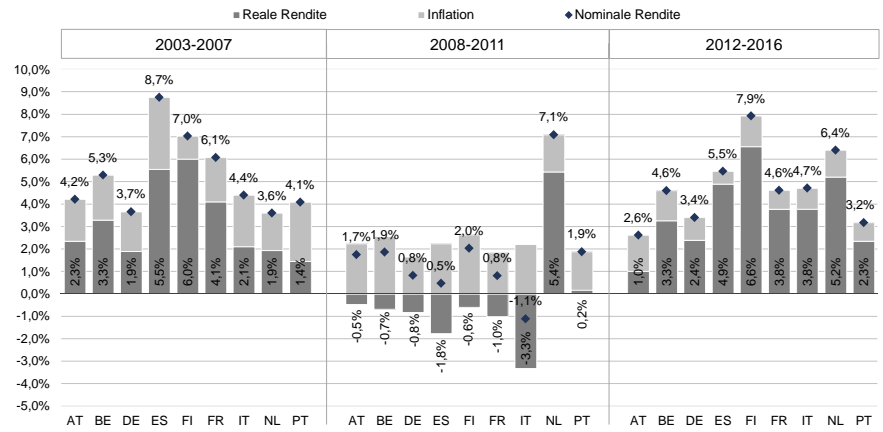
Quellen: Eurostat, Allianz SE.

Inwieweit sich die inflationsbedingten Verluste auf die erzielte Nominalrendite auswirken, zeigt Schaubild 7. Bei der Betrachtung fällt auf, dass in dem seit Jahren andauernden Niedrigzinsumfeld die viel beschworene Deflationstendenz für die Sparer keine Gefahr darstellt, im Gegenteil: Während die nominale Rendite im Durchschnitt der Länder mit 4,8 Prozent von 2012 bis 2016 etwas niedriger ausfiel als im Zeitraum von 2003 bis 2007, nahm die reale Rendite mit 3,7 Prozent im Mittel Dank fallender Inflationsraten sogar um einen halben Prozentpunkt zu. In den Jahren dazwischen verbuchten fast alle Länder negative reale Renditen; die aufgrund der hohen Wertverluste ohnehin schon mageren Nominalrenditen wurden durch die Kaufkraftverluste zu Nichte gemacht.

Schaubild 7:

Rendite und Inflation

in Prozent
Jahresdurchschnittswerte



Quellen: Eurostat, Allianz SE.

TABELLE: ÜBERBLICK ÜBER DIE NOMINALE RENDITE NACH ANLAGEKLASSEN**Durchschnitt 2003 bis 2007**

	AT	BE	DE	ES	FI	FR	IT	NL	PT
Bargeld und Einlagen	2,2%	1,6%	2,1%	1,4%	1,2%	2,3%	0,9%	1,8%	1,6%
Schuldverschreibungen und sonstige Forderungen	6,0%	4,2%	2,0%	12,0%	3,8%	-1,4%	5,5%	3,0%	2,3%
Aktien (börsen- und nicht-börsennotiert)	14,9%	12,5%	14,5%	21,1%	13,4%	15,3%	10,6%	4,5%	15,4%
Anteile an Investmentfonds	7,4%	3,8%	4,6%	n/a	10,4%	9,1%	1,5%	18,1%	n/a
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern	5,7%	5,1%	4,0%	n/a	6,9%	n/a	n/a	6,9%	n/a
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen	4,9%	5,4%	2,5%	n/a	5,1%	n/a	n/a	2,3%	n/a
Summe aus Anteilen an Investmentfonds sowie Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen				6,8%					5,2%
Summe aus Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen						6,0%	2,6%		
<i>Insgesamt nominal</i>	4,2%	5,3%	3,7%	8,7%	7,0%	6,1%	4,4%	3,6%	4,1%
<i>Insgesamt real</i>	2,3%	3,3%	1,9%	5,5%	6,0%	4,1%	2,1%	1,9%	1,4%

Durchschnitt 2008 bis 2011

	AT	BE	DE	ES	FI	FR	IT	NL	PT
Bargeld und Einlagen	2,0%	1,5%	1,8%	2,0%	1,5%	2,0%	1,0%	2,4%	2,0%
Schuldverschreibungen und sonstige Forderungen	4,4%	8,0%	-3,8%	9,9%	1,9%	0,6%	4,7%	-0,9%	7,8%
Aktien (börsen- und nicht-börsennotiert)	-2,6%	-0,6%	-12,9%	-5,2%	3,9%	-8,9%	-22,9%	3,4%	-3,8%
Anteile an Investmentfonds	-2,5%	0,1%	1,2%	n/a	0,7%	3,6%	-1,4%	0,9%	n/a
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern	3,1%	3,1%	4,1%	n/a	1,1%	n/a	n/a	2,1%	n/a
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen	1,6%	3,2%	2,3%	n/a	1,9%	n/a	n/a	12,6%	n/a
Summe aus Anteilen an Investmentfonds sowie Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen				2,2%					0,9%
Summe aus Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen						3,3%	3,1%		
<i>Insgesamt nominal</i>	1,7%	1,9%	0,8%	0,5%	2,0%	0,8%	-1,1%	7,1%	1,9%
<i>Insgesamt real</i>	-0,5%	-0,7%	-0,8%	-1,8%	-0,6%	-1,0%	-3,3%	5,4%	0,2%

Durchschnitt 2012 bis 2016

	AT	BE	DE	ES	FI	FR	IT	NL	PT
Bargeld und Einlagen	0,8%	0,5%	0,7%	1,0%	0,5%	1,4%	0,9%	1,5%	1,7%
Schuldverschreibungen und sonstige Forderungen	3,0%	4,2%	11,1%	16,1%	4,6%	-0,4%	6,8%	2,0%	4,8%
Aktien (börsen- und nicht-börsennotiert)	7,6%	7,5%	12,3%	10,0%	15,3%	12,3%	15,4%	5,9%	7,5%
Anteile an Investmentfonds	4,0%	9,5%	6,9%	n/a	9,8%	3,6%	4,9%	6,9%	n/a
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern	3,6%	5,7%	3,7%	n/a	13,7%	n/a	n/a	2,2%	n/a
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen	4,7%	4,2%	2,6%	n/a	3,7%	n/a	n/a	8,9%	n/a
Summe aus Anteilen an Investmentfonds sowie Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen				7,5%					3,3%
Summe aus Ansprüchen privater Haushalte aus Rückstellungen bei Versicherern und Alterssicherungssystemen						5,8%	3,9%		
<i>Insgesamt nominal</i>	2,6%	4,6%	3,4%	5,5%	7,9%	4,6%	4,7%	6,4%	3,2%
<i>Insgesamt real</i>	1,0%	3,3%	2,4%	4,9%	6,6%	3,8%	3,8%	5,2%	2,3%

LITERATUR

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

Deutsche Bundesbank (2017): Reale Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland, Monatsbericht August 2017.

ÜBER DIE ALLIANZ

Die Allianz Gruppe zählt zu den weltweit führenden Versicherern und Asset Managern und betreut mehr als 86 Millionen Privat- und Unternehmenskunden. Versicherungskunden der Allianz nutzen ein breites Angebot von der Sach-, Lebens- und Krankenversicherung über Assistance-Dienstleistungen und Kreditversicherung bis hin zur Industrierversicherung. Die Allianz ist einer der weltweit größten Investoren und betreut im Auftrag ihrer Versicherungskunden ein Investmentportfolio von über 650 Milliarden Euro. Zudem verwalten unsere Asset Manager Allianz Global Investors und PIMCO mehr als 1,3 Billionen Euro für Dritte. Mit unserer systematischen Integration von ökologischen und sozialen Kriterien in unsere Geschäftsprozesse und Investitionsentscheidungen sind wir führend im Dow Jones Sustainability Index. 2016 erwirtschafteten über 140.000 Mitarbeiter in mehr als 70 Ländern für die Gruppe einen Umsatz von 122 Milliarden Euro und erzielten ein operatives Ergebnis von 11 Milliarden Euro.

Die Einschätzungen stehen wie immer unter den nachfolgend angegebenen Vorbehalten.

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.