

Finanzielle Repression

Der Abstieg vom Schuldengipfel

Der Abstieg kann gelingen, aber am
ausgeglichenen Staatshaushalt führt
kein Weg vorbei.

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 4 **Finanzielle Repression:
Der Abstieg vom Schuldengipfel**
- 4 **Beispiel: Deutschland**
- 7 **Kritisch: unausgeglichener Haushalt**
- 8 **USA: Zurück in die Zukunft?**
- 11 **Verstehen. Handeln.**
- 12 **Literaturhinweise**

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main

Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
Verpassen Sie auch unsere Podcasts nicht:
www.allianzgi.de/podcast



Finanzielle Repression: Der Abstieg vom Schuldengipfel

Die finanzielle Repression ist mittlerweile in aller Munde. Weltweit drehen die Zentralbanken ihre Geldhähne immer weiter auf. Die Anzeichen für einen Abstieg von den Schuldenbergen mit dieser lautlosen Form der Entschuldung mehren sich. Aber: Kann der Abstieg vom Schuldengipfel wirklich gelingen?

Eine Simulation am Beispiel der Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland und der Vereinigten Staaten von Amerika verdeutlicht, welcher Weg vor uns liegen kann.

Die Staatsschulden Deutschlands lagen Ende 2012 bei über 80% des Bruttoinlandsproduktes (BIP). Damit gehört die Bundesrepublik zu den Musterknaben des Euroraums, aber auch sie verletzt das Maastrichter Schuldenkriterium von maximal 60% deutlich. Es bleibt einiges zu tun, um die Verschuldungssituation zu verbessern.

Kann die finanzielle Repression dabei helfen? Der Mechanismus ist einfach: Wächst eine Volkswirtschaft stärker als die auf den öffentlichen Schulden liegende Zinslast, dann kann sie aus den Schulden herauswachsen. Klingt zu schön, um wahr zu sein. Unschön ist nur der – bei eingeschränkten Wachstumsmöglichkeiten – wohl dazugehörnde niedrige, um nicht zu sagen im Idealfall negative Realzins (d. h. nach Abzug der Inflation).

Wann also würde Deutschland die Schuldenobergrenze des Maastricht-Kriteriums von 60% wieder erreichen? Und: Wann könnte dies für die USA der Fall sein? Die USA liefern übrigens den historisch bedeutsamsten Beleg für eine „erfolgreiche“ finanzielle Repression: Da sie längst an der Schuldenobergrenze angekommen sind, wird in einem weiteren Schritt auch für sie die Wirkung dieser lautlosen Entschuldung untersucht.

Beispiel: Deutschland

Variante 1: In einem ersten Schritt werden folgende Annahmen unterstellt:

- Ein zukünftiges, langjähriges (strukturelles) Wachstum von 1,5% pro Jahr,
 - eine durchschnittliche Rendite auf die Staatsanleihen über alle Laufzeiten von 2% und
- ein ausgeglichener Primärhaushalt – das heißt ein öffentlicher Haushalt, bei dem lediglich die staatlichen Ausgaben den Einnahmen

gegenübergestellt werden, ohne Zins- und Tilgungsleistungen zu berücksichtigen.

Konkret für Deutschland knüpfen 1,5% BIP-Wachstum an den Durchschnitt der letzten Jahre an. Dabei werden die zwischenzeitlichen Boom-Jahre ausgeklammert, da mit einer Wiederholung dieser Wachstumsraten gerade im Kontext der Entschuldung kaum zu rechnen ist.

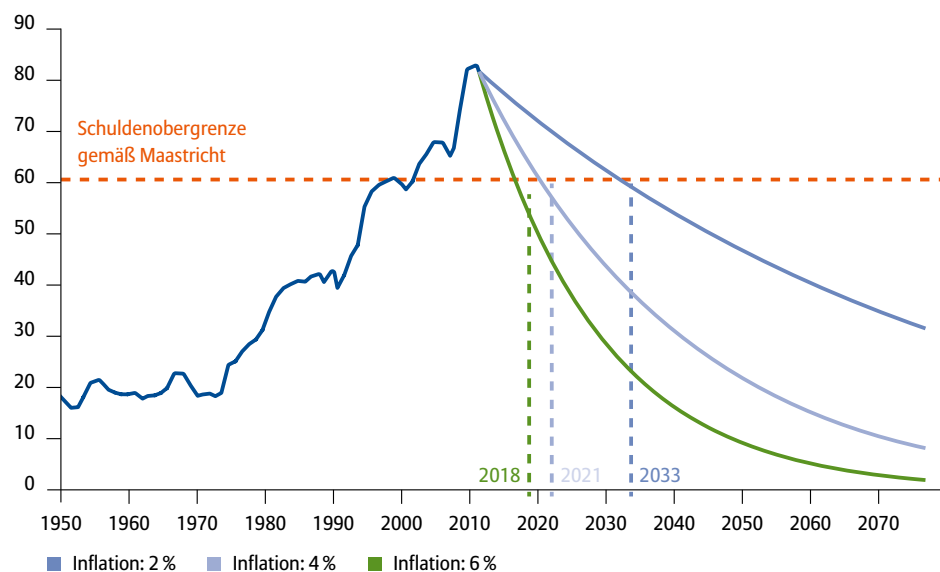
Die durchschnittliche Rendite liegt über der aktuellen Rendite für 10-jährige Bundesanleihen (Stand: Mai 2013). Zu einem Teil wird dies der Rendite von Anleihen mit längerer Laufzeit (und höherer Rendite) geschuldet. Zum überwiegenden Teil wird aber unterstellt, dass es zumindest zu einer ansatzweisen Normalisierung der Magerrenditen über die Jahre kommen kann – dann wenn sich zum Beispiel die Lage im Euroraum mehr

und mehr stabilisiert. Im historischen Kontext wäre diese Rendite aber immer noch niedrig. Zum Vergleich: Wird als Messlatte ein langfristiger, investiver Realzins entsprechend dem realen (!) Wachstum – also 1,5% pro Jahr – unterstellt und dazu die Inflation von 2,5% addiert, um zum nominalen Zins zu gelangen, dann läge die langfristige, nominale (!) Rendite eigentlich bei 4% statt bei 2%. Von finanzieller Repression könnte also unverändert gesprochen werden.

Am Rande bemerkt: Die Untersuchung berücksichtigt nicht den Fall real übertrroffener Inflationserwartungen – im „Idealfall“ einer finanziellen Repression, in der die Inflation nicht per steigender Lohnforderungen, Einkaufspreise oder einem Durchschlag auf die Zinslast zumindest zum Teil weitergegeben werden kann. – Dennoch werden zwei weitere Inflationsszenarien untersucht.

Schaubild 1: Simulation mit 1,5% BIP-Wachstum

Staatsverschuldung Deutschland in % des Bruttoinlandsproduktes (Schematische Darstellung)



Annahmen:

- Die Schulden wachsen nicht weiter an (Primärhaushalt ist ausgeglichen)
- Reales Wachstum der deutschen Wirtschaft liegt durchschnittlich bei 1,5% p.a.
- Durchschnittliche Zinsbelastung des Staates: 2% p.a.

Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.

Die dargestellten Simulationen dienen ausschließlich zu Veranschaulichungszwecken und geben keine tatsächliche Wertentwicklung wieder; sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Tabelle 1: Höhe der Inflation beeinflusst den Abbau der Staatsschulden

Ab welchem Jahr würde Deutschland das Maastricht-Schuldenkriterium einhalten?

Annahmen:

- Die Schulden wachsen nicht weiter an (Primärhaushalt ist ausgeglichen)
- Reales Wachstum der Deutschen Wirtschaft liegt durchschnittlich bei 1,5%
- Durchschnittliche Zinsbelastung des Staates: 2%

Inflation/Rendite	2%	3%	4%
2%	2033	2075	Schuldenquote steigt
4%	2021	2025	2034
6%	2018	2019	2022

Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.

Tabelle 2: Ein Anstieg des realen Wachstum macht sich dagegen deutlich weniger bemerkbar

Ab welchem Jahr würde Deutschland das Maastricht-Schuldenkriterium einhalten?

Annahmen:

- Die Schulden wachsen nicht weiter an (Primärhaushalt ist ausgeglichen)
- Durchschnittliche Zinsbelastung des Staates: 2%

Inflation/Wachstum-BIP	0%	1,5%	2%	3%
2%	Schuldenquote bleibt unverändert	2033	2028	2023
4%	2028	2021	2021	2019
6%	2020	2018	2018	2017

Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.

Je höher die Inflation, desto schneller geht die Verschuldung voran.

Unter den gegebenen Annahmen ist die Schuldenobergrenze von 60% bei einer Inflationsrate von 2% – dem Stabilitätsziel der Europäischen Zentralbank – im Jahr 2033 erreicht (siehe Tabelle 1 und Schaubild 1). Steigt die Inflation auf 4%, dauert es nur bis 2021. Steigt sie auf 6% (was nicht unserer Erwartung entspricht), dann lediglich bis 2018.

Variante 2: Steigt die durchschnittliche Zinsbelastung auf 3%, dann dauert es bei einer Inflation von 2% deutlich länger: bis zum Jahr 2075!

Ein Inflationsanstieg auf durchschnittlich 4% pro Jahr verkürzt diese Zeitspanne dramatisch: auf das Jahr 2025. Bei 6% Inflation wird das Ziel 2019 erreicht. Entscheidend ist also der Sprung auf über 2% Inflation. Steigt die Rendite auf 4%, wachsen die Staatsschulden bei 2% Inflation unablässig weiter an. Sie geraten außer Kontrolle.

Ein Anstieg des realen Wachstums entlastet dabei auf der Schuldenseite deutlich weniger als ein Anstieg der Inflationsrate (siehe Tabelle 2).

Variante 3: Steigt das Wachstum (bei einer durchschnittlichen Zinsbelastung von 2%) von 1,5% auf 2%, dann verkürzt sich die Rückkehr zur Schuldenobergrenze um fünf Jahre. Verdoppelt sich das Wachstum auf dann 3%, reduziert sich die Zeitspanne um weitere fünf Jahre. Der Wachstumseffekt relativiert sich weiter, wenn die Inflation auf 4% ansteigt. In diesem Fall wird bei einer doppelt so hohen Wachstumsrate wie anfänglich unterstellt die Schuldenobergrenze lediglich zwei Jahre früher erreicht.

Die unterstellten 1,5% Wachstum im Basisszenario mögen angreifbar sein, vor allem vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung, die ein zurückgehendes Humankapital als einen der wichtigsten Treiber des Wachstums erwarten lässt.

Was also wäre, wenn im schlechtesten Fall gar kein Wachstum mehr generiert würde? Bei 2% Inflation bleiben die Staatsschulden unverändert. Bei 4% dauert es bis 2028, dass sie auf 60% sinken, bei 6% bis zum Jahr 2020.

Kritisch: unausgeglichener Haushalt

Kritisch wird es, wenn bei der Betrachtung die Annahme des erreichbaren Haushaltsausgleichs aufgegeben wird – genauer gesagt, es zu einem Primärdefizit kommt. Ein Primärdefizit tritt ein, wenn die Ausgaben des Staates die Einnahmen übersteigen – selbst dann, wenn die Ausgaben für Zinsen und Tilgung nicht angesetzt werden.

Was also passiert bei Aufgabe dieser Restriktion (siehe Tabelle 3)?

Varianten 4 und 5: Kommt es zu einem jährlichen Primärdefizit von 1%, wird das Schuldenziel bei 2% Inflation nur in „Trippelschrittchen“ und in der fernen Zukunft erreicht. Bei einem Primärdefizit von 2% wächst der Schuldenberg ungehindert weiter.

Bei 4% Inflation und einem Primärdefizit pro Jahr von 2% wird die Schuldengrenze im Jahr 2083 erreicht. Bei 6% Inflation reduziert sich dieser lange Zeitstrahl dann aber sehr schnell auf das Jahr 2024.

Tabelle 3: Entwicklung der Schuldenlast mit Primärdefizit

Ab welchem Jahr würde Deutschland das Maastricht-Schuldenkriterium einhalten?

Annahmen:

- Reales Wachstum der Deutschen Wirtschaft liegt durchschnittlich bei 1,5%
- Durchschnittliche Zinsbelastung des Staates: 2%

Inflation/Primärdefizit	0%	1%	2%
2%	2033	Rückgang kaum merklich	Schuldenquote steigt
4%	2021	2028	2083
6%	2018	2020	2024

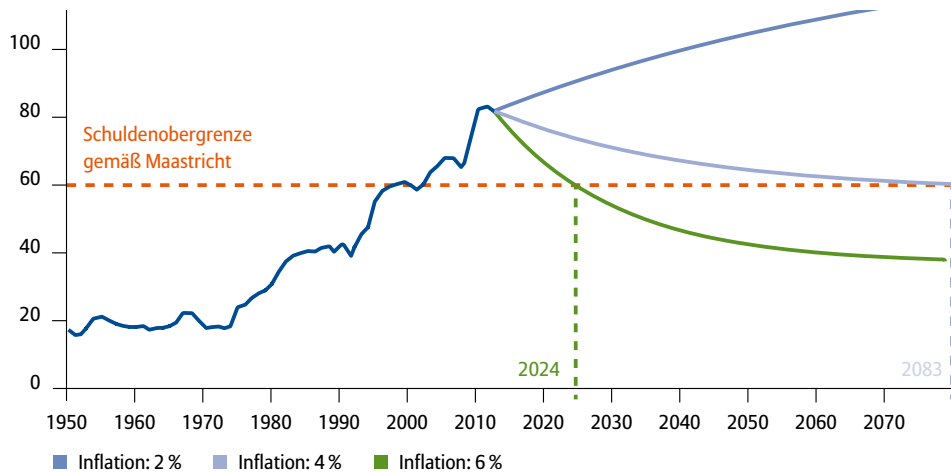
Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.

Schaubild 2: Entwicklung mit Primärdefizit

Staatsverschuldung Deutschland in % des Bruttoinlandsproduktes (Schematische Darstellung)

Annahmen:

- Die Schulden wachsen weiter an (Schuldenwachstum = 2)
- Reales Wachstum der Deutschen Wirtschaft liegt durchschnittlich bei 1,5%
- Durchschnittliche Zinsbelastung des Staates: 2%



Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.

USA: Zurück in die Zukunft?

vgl. unsere Studie „Finanzielle Repression findet bereits statt“

Welches Bild zeichnet sich in den USA? Dort hat es schon einmal bestens funktioniert, vom Schuldengipfel abzustiegen. Rund 40 Jahre – von Anfang der 1940er bis Anfang der 1980er – dauerte es, die Staatsschulden von 122% in Relation zum BIP in Richtung 35% Ende der 1970er Jahre abzutragen. Bezahlt, wenn auch indirekt durch Magerzinsen, haben dies die Gläubiger der Vereinigten Staaten, die ihr Geld in US-Treasuries investiert hatten. Aktuell ist die Lage nur wenig dramatischer als nach dem 2. Weltkrieg. Der Schuldenberg beläuft sich auf knapp 110%. Die Schuldengrenze von 16,4 Billionen US-Dollar wurde erreicht.

Wie sieht es hier mit der „lautlosen Entschuldung“ aus? Gibt es ein „Zurück in die Zukunft“, ein Anknüpfen an die Repressionsphase des vorigen Jahrtausends?

Am Beispiel der USA wurde zunächst folgendes Szenario durchgespielt:

Es wird ebenfalls zunächst angenommen, dass es kein Primärdefizit gibt, sondern der Primärhaushalt ausgeglichen ist. Eine Konstellation, die die USA allerdings zum letzten Mal in 2001 erreicht hatten.

- Das Wirtschaftswachstum wird mit real 2% im Durchschnitt der Jahre unterstellt.
- Bei der Durchschnittsrendite werden ebenfalls 2% angenommen.
- Das Wachstum für die USA wird somit zunächst als leicht höher angenommen als bei der Simulation für die Bundesrepublik. Dies knüpft an das im Vergleich zu Deutschland höhere Potenzialwachstum an und lässt sich auch mit der besseren demografischen Entwicklung begründen. Bis zum Jahr 2050 wird die Bevölkerung der USA weiter wachsen.



Variante 1: Bei einer Inflation und einer Rendite von jeweils 2% ist eine Schuldenquote von 60% des BIP im Jahr 2042 erreicht. Steigt die Inflation auf 4%, dauert es nur bis 2027. Steigt sie auf 6%, ist das Ziel 2022.

Tabelle 4: Höhe der Inflation beeinflusst den Abbau der US-Staatsschulden

Ab welchem Jahr würden die USA eine Defizit-Obergrenze von unter 60% erreichen?

Annahmen

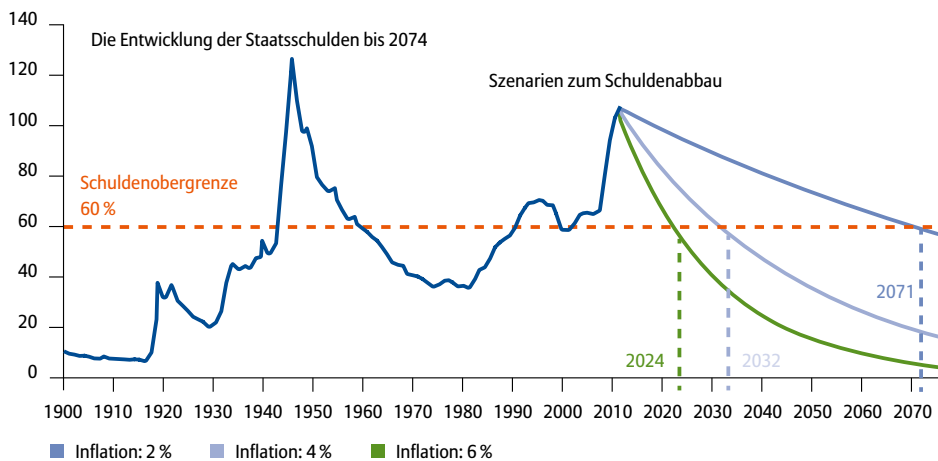
- Die Schulden wachsen nicht weiter an (Primärhaushalt ist ausgeglichen)
- Reales Wachstum der US-Wirtschaft liegt durchschnittlich bei 2%

Inflation/Rendite	2%	3%	4%
2%	2042	2071	Schuldenquote bleibt unverändert
4%	2027	2032	2042
6%	2022	2024	2027

Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.

Schaubild 3: Entwicklung der US-Schuldenquote bei einer Entwicklung der Rendite von 3%

Staatsverschuldung der USA in % des Bruttoinlandsproduktes (Schematische Darstellung)



Annahmen:

- Die Schulden wachsen nicht weiter an (Primärhaushalt ist ausgeglichen)
- Reales Wachstum der US-Wirtschaft liegt durchschnittlich bei 2%
- Durchschnittliche Zinsbelastung des Staates: 3%

Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.

Variante 2: Steigt die durchschnittliche Rendite der Staatsanleihen auf 3%, dauert es bei einer Inflationsrate von 2% bis zum Jahr 2071. Bei einem Anstieg der Inflation auf 4% kommt es zu einem deutlich beschleunigten Schuldenabbau. Die 60% sind 2032 erreicht, bei 6% Inflation bereits 2024.

Variante 3: Wird eine unterschiedliche Entwicklung des Wirtschaftswachstums unter-

stellt, kommt es entsprechend zu längeren oder kürzeren Zeiträumen des Schuldenabbaus.

Kommt es zu einem Rückgang des Wachstums von 2% auf 1,5%, dauert der Schuldenabstieg bei 2% Inflation neun Jahre länger. Bei 4% Inflation ist die Auswirkung – aufgrund des deutlich stärkeren Inflationseffektes – deutlich geringer: Die Dauer des Abstiegs verkürzt sich nur um zwei Jahre.

Tabelle 5: Entwicklung des Schuldenstandes bei unterschiedlichen Wachstumsraten der USA

Ab welchem Jahr würden die USA eine Defizit-Obergrenze von unter 60% erreichen?

Annahmen:

- Die Schulden wachsen nicht weiter an (Primärhaushalt ist ausgeglichen)
- Durchschnittliche Zinsbelastung des Staates: 2%

Inflation/ Wachstum-BIP	0%	1,5%	2%	3%
2%	Schuldenquote bleibt unverändert	2051	2042	2032
4%	2041	2029	2027	2024
6%	2027	2023	2022	2021

Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.

Variante 4: Wird die Annahme aufgegeben, dass ein ausgeglichener Primärhaushalt vorliegt, steigt die Zeit, die es bei 2% Inflation braucht, bis die 60%-Schuldenquote erreicht ist, ebenfalls dramatisch:

- Bei einem Primärdefizit von einem Prozent sinkt die Schuldenquote kaum messbar.
- Bei einem Primärdefizit von 2% bleibt die Quote unverändert.

ausgeglichenem Primärhaushalt um sieben Jahre. Wachsen die Schulden um 2% pro Jahr, dauert es 24 Jahre länger.

Bei 6% Inflation schrumpfen die Zeiträume geradezu: Es braucht dann von 2012 an gerechnet bei einem einprozentigen Primärdefizit dreizehn Jahre bis die 60%-Hürde erreicht ist. Liegt das Primärdefizit bei 2%, dauert es 18 Jahre.

Bei 4% Inflation und einem Primärdefizit von 1% erhöht sich der Zeitraum für die Rückführung auf 60% gegenüber der Entwicklung mit

Tabelle 6: Entwicklung der Schuldenlast mit Primärdefizit der USA

Ab welchem Jahr würden die USA eine Defizit-Obergrenze von unter 60% erreichen?

Annahmen:

- Reales Wachstum der US-Wirtschaft liegt durchschnittlich bei 2%
- Durchschnittliche Zinsbelastung des Staates: 2%

Inflation/Primärdefizit	0%	1%	2%
2%	2042	Schuldenquote sinkt langsam	Schuldenquote bleibt unverändert
4%	2027	2034	2058
6%	2022	2025	2030

Quelle: IMF (International Monetary Fund) Historical Public Debt Database, IMF World Economic Outlook October 2012, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research. Stand: Mai 2013.



Verstehen. Handeln.

- Während das Wirtschaftswachstum einen überschaubaren Einfluss auf die Entwicklung der Schuldenquote hat,
- sinkt diese umso stärker, je stärker die Inflation steigt,
- bzw. je ausgeglichener sich der Haushalt entwickelt.
- Dabei scheint die finanzielle Repression den bequemsten Weg zum Abstieg vom Schuldengipfel vorzuzeichnen – für die Staaten, nicht allerdings für die Investoren!
- Die Untersuchung berücksichtigt nicht die Möglichkeit steigender Anleiherenditen durch steigende Inflationsraten, die die Refinanzierung der Staaten verteuert. Da aber die Zentralbanken vom „Lender of Last Resort“ („Geldgeber letzter Instanz“) zum „Buyer of Last Resort“ („Käufer letzter Instanz“) von Staatsanleihen werden, sollte das Risiko eines Renditeanstiegs überschaubar bleiben.
- Für Anleger gilt: Wer sich gegen die finanzielle Repression wehren will, muss nach realer Rendite suchen.

Hans-Jörg Naumer

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Anleihen

- Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Unternehmensanleihen
- Warum asiatische Anleihen?

Finanzielle Repression

- Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt? Das ist hier die Frage.
- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Finanzielle Repression

Risikomanagement & Advanced Return

- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Portfolio Health Check®: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

Dividenden

- Dividendenstrategien in Zeiten von großem Gewinnpessimismus
- Dividentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Infrastruktur und Erneuerbare Energien

- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung
- Infrastruktur – Rückgrat der Weltwirtschaft

China + Asien

- Der chinesische Renminbi – die neue Weltwährung?
- Wachstumsland China
- Chinas neue Epoche des Wachstums
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts

EWU

- Strukturelle und fiskalische Maßnahmen: Italien
 - SMP, EFSF und ESM – eine Momentaufnahme
 - Europäische Währungsunion (EWU): Auseinanderbrechen oder stärkere Integration?
- Weitere Studien finden Sie auf der Homepage unseres [Eurozone Resource Center](#)

Zukunftssicherung – Demographie – Pension

- Niedrige Rechnungszinsen am Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die Internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Demographische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste Dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste Dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Aktives Management
- Erkenne dich selbst!

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen: <http://www.allianzglobalinvestors.de>

 [@AllianzGI_DE folgen](#)

www.twitter.com/AllianzGI_DE

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstr. 42–44, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Frankfurt am Main



Stand: Mai 2013

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

