


EWU-Schuldenkrise

Europäische Währungsunion (EWU): Auseinanderbrechen oder stärkere Integration?

Die Zukunft Europas dürfte über eine engere fiskalische und politische Union führen.

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Entscheidende
Einblicke für
vorausschauende
Anlagestrategien

Inhalt

- 4 **Europäische Währungsunion: Auseinanderbrechen oder stärkere Integration?**
- 6 **Was ist jetzt notwendig, um die Krise zu überwinden?**
- 9 **Wie sehen Alternativ-/Risikoszenarien aus?**
- 11 **„R O R O“**

Impressum

Allianz Global Investors
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main

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

Unsere aktuellen Studien finden Sie unter
www.allianzglobalinvestors.de
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
www.allianzglobalinvestors.de/podcast



Europäische Währungsunion: Auseinanderbrechen oder stärkere Integration?

Welchem Szenario ist in der anhaltenden EWU-Schuldenkrise die größte Wahrscheinlichkeit beizumessen? Einem Auseinanderbrechen oder einer stärkeren Integration? Oder etwas dazwischen? Welche Herausforderungen stehen an?



Bei dieser Analyse handelt es sich um einen Beitrag von Stefan Hofrichter.

Stefan Hofrichter ist Leiter der Abteilung Volkswirtschaft und Strategie bei Allianz Global Investors. Er zeichnet sich für die Analyse volkswirtschaftlicher Entwicklungen verantwortlich und ist Mitglied im Global Policy Committee, das die Leitlinien für die Anlagestrategien bei Allianz Global Investors entwickelt.

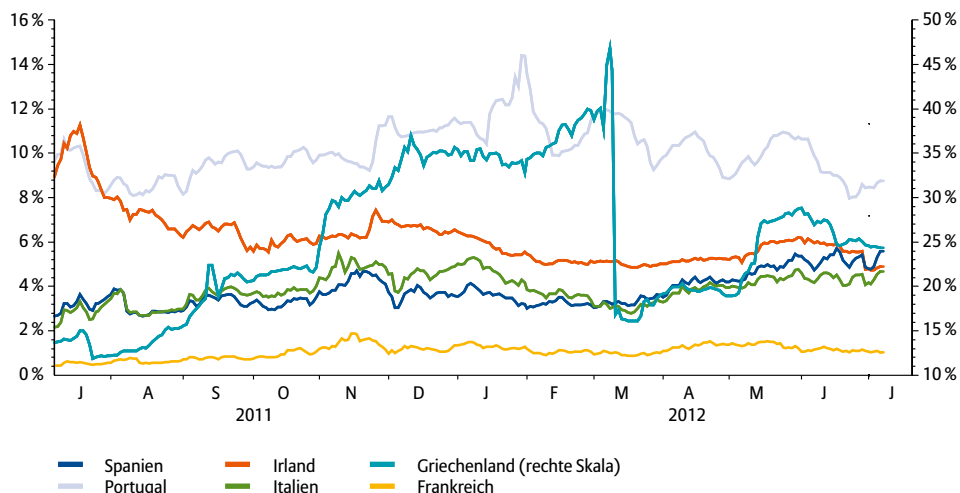
Im ersten Schritt wollen wir die Gründe für die EWU-Schuldenkrise genauer betrachten.

Die Krise lässt sich nur bis zu einem gewissen Punkt durch eine fahrlässige Fiskalpolitik erklären. Vielmehr ist sie auf folgende Ursachen zurückzuführen:

- Das Platzen einer Vermögenspreisblase in einigen Peripherieländern der Europäischen Währungsunion (EWU), die sich (in Irland und Spanien) durch allzu hohe Ausgaben des privaten Sektors für Immobilien entwickelt hat;
- das Platzen einer Vermögenspreisblase in den USA und Großbritannien und das Engagement von EWU-Banken an diesen Märkten (vor allem Irland);

Schaubild 1: EWU – Erneute Spreadausweitung

Renditedifferenzen (Spreads) von 10-jährigen EWU-Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Economics & Strategy

- den Mangel an internationaler Wettbewerbsfähigkeit (Portugal, Griechenland, Spanien, Italien), der sich zum Teil durch die Immobilienblase und damit übermäßig hohe Löhne, aber auch durch einen Mangel an Strukturreformen erklären lässt. Insofern handelt es sich bei der aktuellen Schuldenkrise auch um eine Leistungsbilanzkrise innerhalb der EWU;
- eine fahrlässige Fiskalpolitik (vor allem in Griechenland, in geringerem Umfang in Italien und Portugal);
- eine unzureichende Finanzarchitektur der EWU (kein Kreditgeber letzter Instanz, keine fiskalische und politische Union, keine Lastenteilung, kein Transfersystem, keine gesamteuropäische Bankenunion). Dies war für die Märkte so lange kein Problem, wie die Konjunktur in Europa rund lief. Jetzt, wo es für die Staaten erheblich schwieriger geworden ist, sich durch internationale Schuldenaufnahme zu finanzieren, treten die Probleme in den Vordergrund.

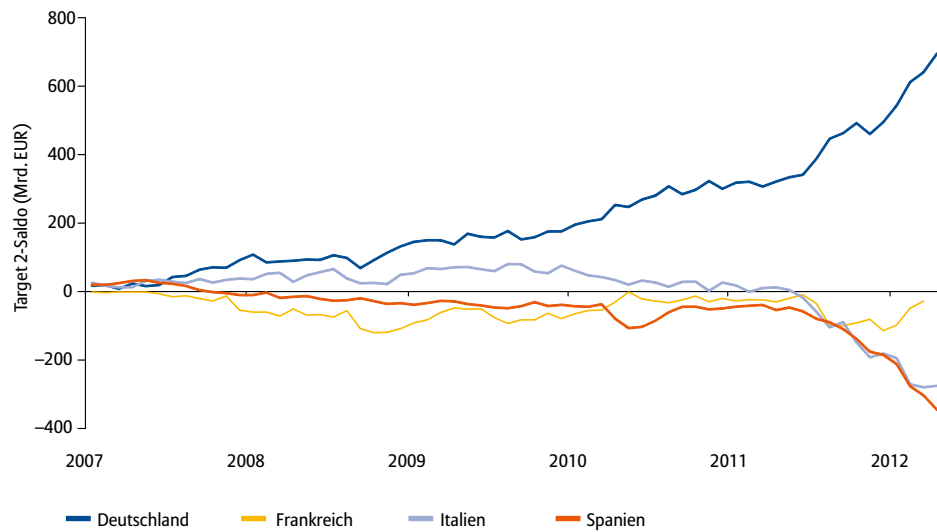
Die Schuldenkrise hat folgende Konsequenzen:

Hohe Staatsverschuldung: Infolge des Rückgangs der Steuereinnahmen, der Bankenrettungen und der Konjunkturpakete erreichte die Verschuldung des öffentlichen Sektors ein ähnliches Niveau wie diejenige des privaten Sektors. Mit Ausnahme Griechenlands halten wir die Staatsverschuldung weiterhin für tragbar, sofern die Zinsen auf einem akzeptablen Niveau bleiben bzw. sich vom aktuellen Stand aus normalisieren und sich das Wirtschaftswachstum stabilisiert. Wenn die Renditen jedoch weiter ansteigen, könnte die Verschuldung für einige weitere Peripherieländer der EWU untragbar werden.

Zudem stellen die Märkte die Tragfähigkeit der Währungsunion zunehmend in Frage. In einer Reihe von Peripherieländern schmelzen die Bankeneinlagen dahin. In Griechenland sind sie gegenüber ihrem Höchststand um ein Drittel zurückgegangen.

Schaubild 2: Kapitalflucht – Märkte setzen Politik unter Druck

TARGET-2-Salden: Ländervergleich



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Economics & Strategy

Außerdem findet an den Kapital- und Geldmärkten eine Renationalisierung statt, und die Märkte funktionieren nicht mehr richtig. Die Märkte für Staatsanleihen stützen sich zunehmend auf inländische Anleger statt auf ausländische Investoren aus dem Euroraum, einige Marktsegmente sind nahezu ausgetrocknet, und die EZB übernimmt die Rolle des Interbankenmarkts, was sich in der Ausweitung der Target-2-Salden niederschlägt. (siehe Schaubild 2)

Was ist jetzt notwendig, um die Krise zu überwinden?

Länder, die durch eine fahrlässige Fiskalpolitik in Mitleidenschaft gezogen wurden (vor allem Griechenland), müssen Sparmaßnahmen umsetzen. Einsparungen sind in allen Ländern notwendig, wenn auch in unterschiedlichem Umfang, da die Länder ansonsten die Fähigkeit verlieren, sich am Markt zu finanzieren. Da die hohe Staatsverschuldung jedoch zu einem beträchtlichen Teil die Folge und nicht die Ursache des Problems ist und übermäßige Kürzungen die Gefahr mit sich bringen, dass die Konjunktur allzu sehr gedämpft wird (dieser Effekt ist derzeit praktisch in allen Peripherieländern zu beobachten), sind auch nicht schuldenfinanzierte Wachstumsinitiativen notwendig. An den Produkt- und Arbeitsmärkten sollten praktisch in allen Peripherieländern Strukturreformen umgesetzt werden, um die

internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Die Umsetzung struktureller Wachstumsinitiativen braucht aber Zeit, und es wird noch länger dauern, bevor Erfolge zu erkennen sind. Das Beispiel Irlands zeigt jedoch, dass eine glaubwürdige Umsetzung von den Kapitalmärkten recht rasch belohnt wird.

All dies dürfte jedoch nicht ausreichen, da die Märkte die Finanzarchitektur des Euroraums insgesamt in Frage stellen.

Deshalb müssen unseres Erachtens die Probleme bei der Finanzarchitektur des Euroraums angegangen werden und die EWU sollte daher zu einer Fiskal- und politischen Union weiterentwickelt werden.

Dies impliziert

1. ein Einlagensicherungssystem und eine gesamteuropäische Bankenaufsicht für gesamteuropäische Banken. Die jüngsten Entscheidungen der europäischen Politiker gehen in diese Richtung.
2. eine Form der fiskalischen Lastenteilung. Der vom Rat der Wirtschaftsweisen in Deutschland vorgeschlagene Schuldenteilungspakt könnte ein gutes Beispiel sein. Diesem Plan zufolge sollen Staatsschulden, die 60% des BIP überschreiten, vergemeinschaftet werden. Gleichzeitig soll glaubwürdig zugesagt werden, die Schuldenquo-

ten über mehrere Jahrzehnte hinweg auf unter 60% des BIP zu verringern. Jegliche Art der fiskalischen Lastenteilung impliziert natürlich, dass Souveränitätsrechte an eine zentrale, gesamteuropäische fiskalpolitische Institution abgetreten werden müssen. Außerdem muss das Problem des „moral hazard“ gelöst werden.

3. einen Kreditgeber letzter Instanz.
Typischerweise könnte die Zentralbank diese Rolle übernehmen.

Wie sieht unser Basisszenario aus? Wir rechnen mit einer engeren Fiskal- und politischen Union.

Die aktuelle EWU-Schuldenkrise dürfte unseres Erachtens einen politischen Prozess auslösen, der – wie oben dargelegt – zu einer engeren fiskalischen und politischen Union führen sollte. Es gibt bereits Anzeichen für eine stärkere Integration:

- Eine restriktive Fiskalpolitik steht derzeit im Grunde in allen Ländern des Euroraums auf der Agenda. Griechenland hinkt dabei dem Zeitplan hinterher. In anderen Ländern dämpft eine solche Fiskalpolitik die Konjunktur.
- Auch Strukturreformmaßnahmen wurden in einer Reihe von EWU-Peripherieländern umgesetzt. Zugegebenermaßen sollten noch weitere Reformen erfolgen.



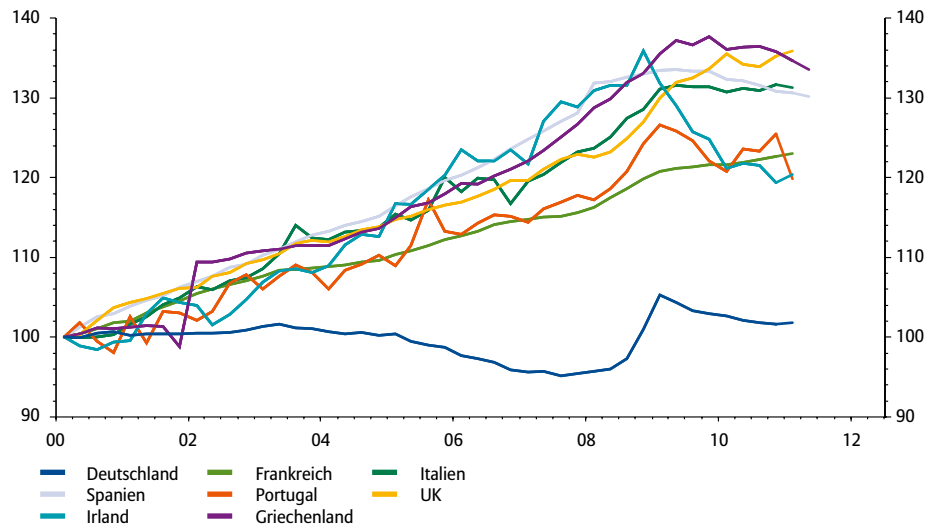
Schaubild 3: Drei wesentliche Schritte hin zu einer soliden Architektur der EWU

	Was halten wir für notwendig?	Wie weit sind wir von der Verwirklichung entfernt?
1	Eine europäische Bankenunion (Einlagensicherung und gesamteuropäische Bankenaufsicht für europäische Banken) und länderspezifische Rekapitalisierung des Bankensektors	<ul style="list-style-type: none"> • Einrichtung einer gesamteuropäischen Bankenaufsicht unter Kontrolle der EZB als Vorbedingung für direkte Rekapitalisierung von Banken aus ESM-Mitteln vereinbart • Bisher keine Einzelheiten zur Aufsicht • Bisher keine Diskussion über Einlagensicherung bzw. Fonds für notleidende Banken
2	Eine engere Fiskalunion mit einer Form der Schuldenlastenteilung: ein Tilgungsfonds (für Schulden, die 60% des BIP übersteigen) wäre eine Möglichkeit	<ul style="list-style-type: none"> • Zunehmendes politisches Bewusstsein in Gläubigerländern, dass Lastenteilung als letzter Schritt notwendig ist • Aufgabe von Haushaltsrechten steht in zahlreichen EWU-Ländern im Widerspruch zur Verfassung • Bisher keine glaubwürdige institutionelle Struktur, um „moral hazard“ zu vermeiden
3	EZB als Kreditgeberin letzter Instanz für die Staaten, z. B. durch Ausstattung des ESM mit einer Bankenlizenz.	<ul style="list-style-type: none"> • Würde nach Auffassung der EZB eine Änderung des EZB-Vertrags erfordern (EZB will direkte / indirekte Staatenfinanzierung vermeiden) • Umfangreiche Kapitalflucht könnte zu Änderung der Haltung führen

Dies ist aus politischer Sicht zugegebenermaßen schwer umzusetzen.

Schaubild 4: Wirtschaftliche Strukturreformen wurden in einigen, aber nicht in allen Ländern eingeleitet

Lohnstückkosten im Ländervergleich (2000 = 100)



Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Economics & Strategy

Schritte auf dem Weg hin zu einer engeren fiskalischen und politischen Union dürften sowohl aus politischer als auch aus fiskalischer Sicht am schwierigsten umzusetzen sein, zumal sie die Übertragung von Souveränitätsrechten an eine zentrale Stelle implizieren.

Dennoch wurden gewisse Fortschritte erzielt. Allerdings sind sehr viel entscheidendere Schritte hin zu einer engeren fiskalischen Integration erforderlich.

Der EU-Gipfel vom 28./29. Juni könnte sich rückblickend als Beginn einer neuen Phase bei der Schaffung einer engeren europäischen (Währungs-)Union erweisen und zu einem Äquivalent zum Delors-Ausschuss von 1988 werden, der den Boden für die Einführung des Euro bereitete.

Die Ausarbeitung eines glaubwürdigen Zeitplans könnte die Märkte stützen, wenngleich die vollständige Umsetzung noch mehrere Jahre in Anspruch nehmen dürfte.

Gründe, warum wir davon ausgehen, dass wir uns – wenn auch auf einem holprigen Weg – auf eine engere europäische Union zubewegen:

- Sowohl für die Peripherie- als auch für die Kernländer sind die wirtschaftlichen Kosten eines Austritts aus dem Euroraum sehr hoch und übersteigen die Kosten eines Verbleibs. Ein Beispiel: Den Schätzungen unabhängiger Analysten zufolge würde das griechische Bruttoinlandsprodukt (BIP) bei einem Austritt des Landes aus der Währungsunion unmittelbar um 25–50% sinken und in den Folgejahren um 5% p. a. schrumpfen. Die Schätzungen für die Wachstumseinbußen in den Kernländern der EWU lauten auf 3–5% im ersten Jahr und rund 1% in den Folgejahren.
- Außerdem sind die Kernländer der EWU in sehr hohem Maße in den Peripherieländern engagiert. So hat z. B. Deutschland derzeit aus dem Target-2-System Ansprüche in Höhe von rund 700 Mrd. Euro gegenüber der EZB. Diese Ansprüche stützen zum Teil auf dem Spiel, wenn eines

oder mehrere Peripherieländer (oder auch Deutschland) die Währungsunion verlassen. Dabei sind Ansprüche aus Krediten an die Länder mit einem Rettungsprogramm noch nicht berücksichtigt.

- Ein Auseinanderbrechen der EWU brächte auch politische Kosten mit sich. Erstens würde die politische Idee eines geeinten Europa, die seit Jahrzehnten von europäischen Politikern verfochten wird, einen Rückschlag erleiden. Zweitens könnte ein Auseinanderbrechen zu sozialen Unruhen führen, da es bei einem Zerfall der EWU höchstwahrscheinlich zu beträchtlichen wirtschaftlichen und rechtlichen Turbulenzen käme.

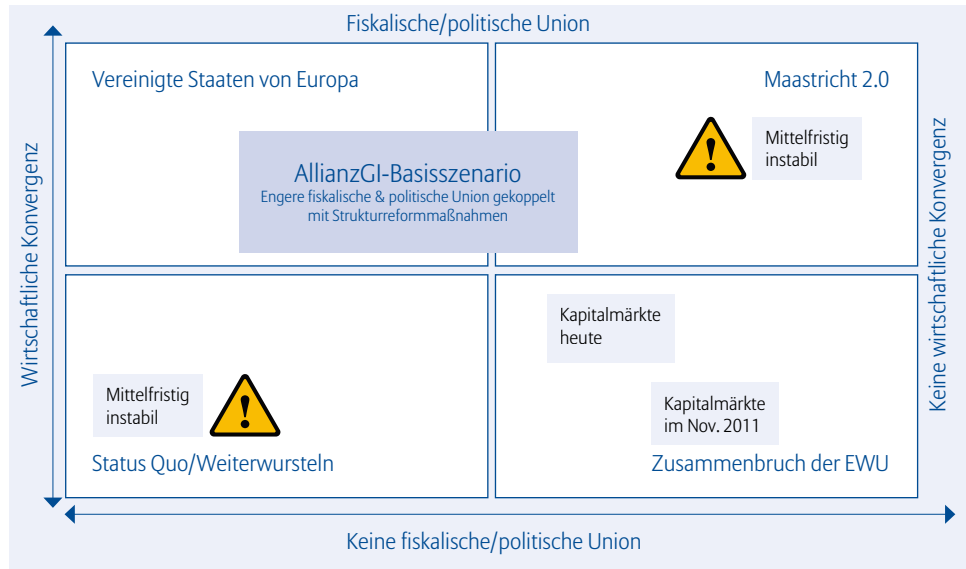
Wie sehen die Alternativ-/Risikoszenarien aus?

A) (Teil-)Auseinanderbrechen der EWU, das durch die fiskalpolitisch schwachen Peripherieländer oder die wirtschaftlich starken Kernländer ausgelöst werden könnte: Möglicherweise akzeptieren die Bürger/Wähler bzw. die Politiker in den EWU-Peripherieländern die strikten Sparmaßnahmen nicht mehr, oder in den Kernländern könnte sich Widerstand gegen zunehmende finanzielle Zusagen zur Unterstützung der fiskalisch schwachen Länder regen. Obwohl die Kosten eines

Auseinanderbrechens wie oben erläutert sehr hoch sein dürften, sind politische Fehler nicht auszuschließen. Der Aufstieg euroskeptischer Parteien in Kernländern der EWU, insbesondere den Niederlanden und Finnland, und zunehmende Demonstrationen gegen die Sparmaßnahmen in den Peripherieländern belegen, dass durchaus ein Risiko besteht, dass sich dieses Szenario verwirklicht.

B) „Weiterwursteln“, d. h. fortgesetzte technische Unterstützung der fiskalpolitisch schwachen Länder wie in der Vergangenheit und gleichzeitig weitere Sparmaßnahmen und Strukturreformen in den Peripherieländern als Gegenleistung; keine offiziellen Schritte hin zu einer engeren Fiskal-/Banken-/politischen Union. Dieses Szenario entspricht dem, was in den vergangenen beiden Jahren passiert ist. Angesichts der derzeitigen Marktbedingungen für Staatsanleihen aus den EWU-Peripherieländern (die zum Teil durch übermäßige Haushaltskürzungen und demzufolge eine schwache Konjunktur zu erklären sind), der anhaltenden Disintegration der Geld- und Kapitalmärkte und der Einlagenflucht in einigen Peripherieländern ist dieses Szenario im Zeitablauf jedoch kaum tragbar. Es dürfte sich entweder in Richtung unseres Basisszenarios oder in Richtung eines Zerfallsszenarios entwickeln.



Schaubild 5: Basisszenario – Engere fiskalische und politische Union

Quelle: Allianz Global Investors Economics & Strategy

C) Engere fiskalische und politische Integration, aber keine wesentlichen Fortschritte bei Strukturreformen und umsichtiger Fiskalpolitik („Maastricht 2.0“). Dieses Szenario ist derzeit unwahrscheinlich, da es zu „moral hazard“ führen würde (die Länder könnten von der Fiskalunion profitieren, ohne wirtschaftliche Schwächen angehen zu müssen).

Kapitalmarktimplikationen für unser Basisszenario und das Risikoszenario, in dem die EWU auseinanderbricht:

Basisszenario:

- Wenn das Basisszenario für die Marktteilnehmer glaubwürdig ist, sollten riskante Vermögenswerte (Aktien, Unternehmensanleihen) und Anleihen der EWU-Peripherieländer profitieren und „sichere Häfen“ tendenziell in Mitleidenschaft gezogen werden.
- Wir befinden uns jedoch in einem Umfeld mit schwachem Wachstum, was für eine Periode des Schuldenabbaus typisch ist. Die Dividenden sind ein wichtiges Renditeelement an den Aktienmärkten und dürften zukünftig eine größere Rolle spielen als die Aktienkursentwicklung.

Risikoszenario –

Auseinanderbrechen des Euroraums:

- Allgemein würden riskante Vermögenswerte in Mitleidenschaft gezogen.
- Unserer Analyse zufolge würden europäische Aktien am stärksten in Mitleidenschaft gezogen; ihre Kurse könnten um 25% oder mehr fallen. US-Aktien sind zwar teurer, würden aber in diesem Szenario mit geringer Risikobereitschaft ebenfalls verlieren. Allerdings fielen die Kursrückgänge geringer aus, da die USA als defensiver Aktienmarkt gelten (u. a. wegen der hohen Liquidität und des relativ hohen Anteils defensiver Sektoren).
- Aktien und Anleihen aus den Schwellenländern würden wahrscheinlich verlieren. Die Kurse von Schwellenländeraktien dürften bei geringer Risikobereitschaft wohl ebenso stark sinken wie diejenigen europäischer Aktien, und die Renditen von Schwellenländeranleihen könnten wieder auf das Niveau steigen, das direkt nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers Ende 2008 verzeichnet wurde. Die Spreads wären jedoch sehr viel niedriger als Ende der Neunzigerjahre oder zu Beginn des neuen Jahrtausends, da die Schwellenländer nicht die Ursache des Problems sind.

- Auch Unternehmensanleihen würden in diesem Szenario vermutlich in Mitleidenschaft gezogen, obwohl sie derzeit attraktiv bewertet sind. Die Spreads für Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen könnten auf dasselbe Niveau ansteigen wie Ende 2008/Anfang 2009.

„RORO“

Solange der Markt noch nicht entschieden hat, welches Szenario am wahrscheinlichsten ist, bleibt das „RORO“ („risk-on/risk-off“-Umfeld bestehen. Politische Maßnahmen, die auf eine Lösung (d. h. eine engere fiskalische/politische Union) hindeuten, und bessere

Konjunkturdaten (die den Druck auf die Peripherieländer durch einen günstigeren Wachstumsausblick dämpfen) werden wohl weiterhin zu taktischen Aufwärtsbewegungen bei den Preisen für riskante Vermögenswerte führen. Wenn sich dagegen das politische Risiko eines Auseinanderbrechens erhöht oder wenn die Wirtschaftsdaten enttäuschen, werden riskante Vermögenswerte sehr wahrscheinlich weiter in Mitleidenschaft gezogen werden.

In genau einem solchen Marktumfeld haben wir uns in den vergangenen beiden Jahren bewegt.

Stefan Hofrichter

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Anleihen

- Asia Bonds
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Anleihen aus den Wachstumsländern
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Bond Basics
- Unternehmensanleihen
- Wandelanleihen: Das beste aus zwei Welten
- Warum asiatische Anleihen?

Welt im Wandel

- Entscheidende Einblicke in eine Welt im Wandel
- Zeitenwende
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung
- Wachstumsländer

Chinas neue Epoche des Wachstums

- Der chinesische Renminbi – die neue Weltwährung
- Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
- China Fokus – In den Fußstapfen Japans
- Tiger und Drache
- China Fokus – Arbeitskräftemangel
- Wachstumsland China
- Chinas neue Epoche des Wachstums
- China Fokus – Die Internationalisierung des Renminbi nimmt Fahrt auf

Dividenden

- Dividendentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Dividenden auf dem Weg zu einem Comeback im Stil der 1980er-Jahre
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Zukunftssicherung – Demographie – Renten

- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)
- Fokus: Geldvermögen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen

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!

SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Rendite ohne Reue reloaded
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert

Risikomanagement & Advanced Return

- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Master-KAG

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:

<http://www.allianzglobalinvestors.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.

Diese Informationen sind allgemeiner Natur und berücksichtigen daher nicht die rechtliche und/oder steuerliche Situation von einzelnen Personen oder Rechtsträgern. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Steuerpflichtigen ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Es besteht keine Gewähr dafür, dass eine jederzeitige Aktualisierung der Informationen vorgenommen werden kann oder dass aufgrund der hierin vorhandenen Informationen von einem aktuellen oder zukünftigen Sachverhalt auf die rechtlichen und steuerlichen Folgen geschlossen werden kann. Die aufgeführten Informationen sollen und können eine eingehende Abklärung und eine professionelle Beratung durch den persönlichen Rechts- und/oder Steuerberater als Entscheidungs- oder Handlungsgrundlage nicht ersetzen.

Dies ist nur zur Information bestimmt und daher nicht als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots, zum Abschluss eines Vertrags oder zum Erwerb oder Veräußerung von Wertpapieren zu verstehen. Die hierin beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Dies kann nur verteilt werden, soweit nach dem anwendbaren Recht zulässig, und ist insbesondere nicht verfügbar für Personen mit Wohnsitz in den und/oder Staatsangehörige der USA. Die hierin beschriebenen Anlagemöglichkeiten nehmen keine Rücksicht auf die Anlageziele, finanzielle Situation, Kenntnisse, Erfahrung oder besonderen Bedürfnisse einer individuellen Person und sind nicht garantiert. 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 Kapitalanlagegesellschaft mbH, www.allianzglobalinvestors.de, einer Kapitalanlagegesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstraße 11–13, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen 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
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Mainzer Landstraße 11–13
60329 Frankfurt am Main



Stand: August 2012

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