

**Prof. Dr. Axel A. Weber**  
Präsident  
der Deutschen Bundesbank

## **Volkswirtschaftliche Perspektiven für die Kapitalmärkte**

Rede bei der 180-Jahr-Feier der Börse München  
in München  
am 17. Dezember 2010

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 14

---

## Inhalt

1	Einleitung .....	2
2	Wirkung der Alterung auf die Realwirtschaft .....	3
3	Folgen der Alterung für die Kapitalmärkte.....	5
	3.1 Vermögenspreise und Kapitalrenditen .....	6
	3.2 Internationale Kapitalströme.....	7
4	Langfristige Auswirkungen der Finanz- und Schuldenkrise .....	9
5	Schluss .....	13

## 1 Einleitung

Meine Damen und Herren,

ich danke Ihnen für die Einladung zur 180-Jahr Feier der Münchener Börse und gratuliere recht herzlich zu diesem Jubiläum. Die heutige Rede ist voraussichtlich meine letzte in diesem Jahr, und ich freue mich, dass – anders als in den meisten Reden des zu Ende gehenden Jahres – einmal nicht die Finanz- und Schuldenkrise im Zentrum steht. Stattdessen soll der Blick heute über den üblichen Zeithorizont hinausragen, sollen die langfristigen Perspektiven für die Kapitalmärkte im Mittelpunkt stehen. Von prägender Bedeutung dafür ist der demographische Wandel. Um ein Wort aus der Analytensprache zu verwenden: Er ist ein Mega-Trend. Völlig außen vor bleiben kann die aktuelle Krise freilich auch bei diesem Thema nicht, schließlich hat auch sie langfristige Folgen für die Kapitalmärkte. Einige Aspekte sind unter dem Eindruck der jüngsten Erfahrungen neu zu bewerten.

## 2 Wirkung der Alterung auf die Realwirtschaft

Mit dem demographischen Wandel werden gemeinhin folgende Entwicklungen verbunden:

- eine zunehmende Lebenserwartung,
- eine abnehmende Geburtenrate sowie
- der Austritt der „Baby-Boomer“-Generation aus dem Erwerbsleben.

Aktuellen Bevölkerungsvorausberechnungen zufolge wird die fernere Lebenserwartung von Männern und Frauen in Deutschland bis zum Jahr 2060 um 3 bzw. 4 Jahre gegenüber dem Status quo ansteigen. Gleichzeitig wird sich das Verhältnis der Personen im Alter von 65 Jahren und älter zu den 15- bis 64-jährigen, der sog. Altenquotient, fast verdoppeln. Umgekehrt bedeutet dies: Kommen heute auf zehn Personen im Ruhestandsalter noch etwa 33 Personen im Erwerbsalter, werden es dann nur noch 17 sein. Dies stellt die umlagefinanzierten Systeme der sozialen Sicherung bekanntermaßen vor beträchtliche Herausforderungen, auf die die Politik erst in Teilen, etwa mit der Stärkung der kapitalgedeckten Säule in der Rentenversicherung, reagiert hat.

Wie wirken sich diese demographischen Trends gesamtwirtschaftlich aus? Dazu ist es hilfreich, die Produktionsfaktoren Arbeit, Kapital und technischer Fortschritt zu betrachten. Die genannten Trends führen zunächst einmal zu einer relativen Verknappung von Arbeitskräften; dies gilt insbesondere für junge und mobile Arbeitnehmer. Die Reaktion des technischen Fortschritts ist die große Unbekannte bei der Prognose realwirtschaftlicher Entwicklungen, denn der Einfluss der Alterung ist theoretisch und empirisch unklar. Wachstumshemmend wirken beispielsweise die abnehmende Risikobereitschaft sowie die

geringere Mobilität älterer Arbeitskräfte hinsichtlich Arbeitsort und Qualifizierung. Ein gesamtwirtschaftlich gebotener Strukturwandel beispielsweise wird dadurch eher erschwert. Hinzu kommt, dass die alterungsbedingten Belastungen der öffentlichen Haushalte höhere Steuern und Abgaben nach sich ziehen dürften. Durch eine höhere Abgabenbelastung werden jedoch die Marktpreise in stärkerem Maße verzerrt, die wiederum für Innovationsprozesse wichtige Signale senden, so dass der technische Fortschritt verlangsamt wird.

Andererseits erhöht ein knapper werdendes Arbeitskräftepotenzial auch die Anreize für Innovationen, nach dem Motto „Not macht erfinderisch“ oder, wie man im Englischen noch treffender sagt, „Scarcity is the mother of innovation“.

Schließlich wird auch die Kapitalbildung vom demographischen Wandel maßgeblich beeinflusst: Mit der Verknappung des Faktors Arbeit sinkt die Grenzproduktivität des Kapitalstocks. Damit werden Investitionen weniger attraktiv, und es wird tendenziell weniger Kapital nachgefragt. Aber auch das Kapitalangebot wird von den demographischen Veränderungen beeinflusst. Gemeinhin wird unterstellt, dass die Ersparnisbildung der privaten Haushalte in alternden Gesellschaften rückläufig ist. Dieser These ist grundsätzlich zuzustimmen, jedoch sollte der Effekt nicht überschätzt werden.

Während Jugendliche und junge Erwachsene häufig nur geringe Spielräume zum Sparen haben, nimmt die Sparneigung mit zunehmendem Alter zu, bevor die Ersparnisse im Alter schließlich wieder aufgelöst und in liquidere, weniger risikobehaftete Anlageformen umgeschichtet werden. Auf diese Weise wird über den gesamten Lebenszyklus eine Konsumglättung erreicht, während die Ersparnis einen buckelförmigen Verlauf hat.

Empirische Untersuchungen dieser Hypothese bestätigen zwar regelmäßig den negativen Einfluss einer alternden Bevölkerung auf die gesamtwirtschaftliche Sparquote, weisen aber bei der Größenordnung eine beträchtliche Streubreite auf. In Deutschland haben derzeit Personen im Rentenalter noch deutlich positive Sparquoten. Entsprechende Simulationen lassen auch für die künftigen Rentnergenerationen keinen Rückgang unter 4-5 % erwarten. Für diese im Alter weiterhin deutlich positive Sparneigung gibt es verschiedene Gründe. Neben dem altruistischen Vererbungsmotiv – man will Kindern und Enkeln mit der Erbschaft einfach etwas Gutes tun – spielt das Vorsichtsmotiv eine wichtige Rolle: Unsicherheit über die persönliche fernere Lebenserwartung oder krankheits- und pflegebedingte Ausgaben bewegen auch alte Menschen dazu, weiter zu sparen.

Festzuhalten bleibt damit, dass ein drastischer Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Sparquote nicht zu erwarten ist. In der Summe führen die Auswirkungen der Alterung auf die Kapitalbildung und die beiden anderen Produktionsfaktoren jedoch dazu, dass das Wachstum des Produktionspotenzials abnehmen wird.

### **3 Folgen der Alterung für die Kapitalmärkte**

Lassen Sie uns vor diesem Hintergrund nun einen Blick auf die mutmaßliche Entwicklung der Kapitalmärkte werfen – in dem Bewusstsein, dass wegen der Vielzahl von Faktoren und Wirkungskanälen gesicherte Aussagen schwer zu machen sind. Ich will im Folgenden grob skizzieren, welche Folgen die Alterung für die Vermögenspreise und Renditen sowie die internationalen Kapitalströme hat.

### 3.1 Vermögenspreise und Kapitalrenditen

Zentral für die Kapitalmarkteffekte der Alterung ist der Einfluss auf Vermögenspreise und Renditen. In diesem Zusammenhang hat die sogenannte Asset-Meltdown-Hypothese einige Aufmerksamkeit erregt, die ursprünglich für den Immobilienmarkt in den USA formuliert worden war und bisweilen von Kritikern der kapitalgedeckten Rente bemüht wird. Ihr zufolge führt die Alterung zu einem massiven Verfall der Vermögenspreise. Ich teile diese Einschätzung in ihrer strengen Form jedoch nicht.

Es ist zwar richtig, wie eben erläutert, dass bei zunehmender Alterung eine geringere Nachfrage nach Aktien und anderen Anlageformen zu erwarten ist und dass dieser Effekt mit dem Ausscheiden der Baby-Boomer aus dem Erwerbsleben einen gewissen Schub erhalten dürfte. Ein starker Einbruch der Vermögenspreise erscheint dennoch unwahrscheinlich. Erstens sind unsere Kapitalmärkte nicht national abgeschottet, sondern international eng miteinander verwoben, so dass ein möglicher Renditerückgang durch international diversifiziertes Anlageverhalten gedämpft wird. Zwar altert die Bevölkerung auch in anderen Ländern, in vielen Fällen aber deutlich langsamer und weniger stark als in Deutschland, so dass sich noch genügend Käufer für inländische Vermögenstitel finden dürften.

Zweitens verteilen sich die Wertpapierverkäufe der Baby-Boomer über einen längeren Zeitraum. Kursstürze, die sozusagen durch einen Räumungsverkauf von Vermögenswerten ausgelöst werden, sind daher nicht zu erwarten; das stützen auch neuere theoretische und empirische Studien. Plausibel erscheint es dagegen, in der Zukunft eine gedämpftere Kursentwicklung zu erwarten.

Eine Vielzahl von Untersuchungen widmet sich dem Einfluss der Demographie auf die Renditeentwicklung. Die Risikoprämien dürften tendenziell zunehmen, obgleich bei diesem Befund gemäß wirtschaftstheoretischen Modellen und empirischen Studien aus den letzten Jahrzehnten erhebliche Unsicherheit besteht – oft wird auch keine Reaktion oder ein Rückgang ermittelt.

Etwas weniger unsicher ist der Befund bezüglich der Zinsen, die tendenziell sinken dürften. Wichtig für die Richtung des Zinseffekts ist, ob die Alterung stärker das Arbeitskräftepotenzial oder die Kapitalbildung reduziert. Denn der Produktionsfaktor, der demographiebedingt stärker abnimmt und knapper wird, hat für sich genommen eine (relativ) höhere Grenzproduktivität und wird entsprechend höher entlohnt. Durch die wachsende Bedeutung der privaten kapitalgedeckten Altersvorsorge ist sogar ein zunehmendes Kapitalangebot zu erwarten. Das Arbeitskräftepotenzial wird dagegen demographiebedingt trotz Schulzeitverkürzung, verlängerter Lebensarbeitszeit und Netto-Zuwanderung sinken. Im Ergebnis wird Arbeit relativ teurer und Kapital relativ billiger. Allerdings, und daher die Einschränkung „tendenziell“, hängt die Entwicklung der Grenzproduktivitäten auch von der Art des künftigen technischen Fortschritts ab, das heißt davon, auf welchen Faktor dieser stärker wirkt. Begünstigt der technische Fortschritt vor allem den Produktionsfaktor Kapital und erhöht somit dessen Grenzproduktivität, so sinken die Zinsen weniger stark.

### **3.2 Internationale Kapitalströme**

Als weiteren kapitalmarktspezifischen Aspekt der Alterung will ich noch die internationalen Kapitalströme betrachten. Die mit alternden Gesellschaften konfrontierten Volkswirtschaften tätigen infolge höherer Ersparnisse zunächst Netto-Kapitalexporte. Mit steigendem Altenquotienten kehren sich die Kapitalflüsse allmählich um. Gealterten Volkswirtschaften ist es

damit möglich zu entsparen. Das Thema Demographie und Kapitalmärkte verdeutlicht, dass in der Diskussion um Leistungsbilanzungleichgewichte eine reine Periodenbetrachtung zu kurz greift. Dies gilt auch für die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse, die ja mit Defiziten in der Kapitalbilanz einhergehen. Hier wird regelmäßig der Blick auf die Warenexporte verengt. Dabei wird übersehen, dass es für eine alternde Gesellschaft wie unsere rational ist, vorübergehend mehr zu sparen als zu investieren, zumal der demographische Wandel auch die Anzahl rentabler Investitionsmöglichkeiten im Inland reduziert. Vorausgesetzt ist dabei natürlich, dass das Nettoauslandsvermögen werthaltig angelegt ist.

Auch China bietet aktuelle und anschauliche Anknüpfungspunkte für den Zusammenhang von Demographie und Kapitalmärkten. Die rigorose Familienpolitik der Vergangenheit lässt dort in den kommenden Jahrzehnten eine rapide Alterung erwarten. Die derzeit zu beobachtende außerordentlich hohe Sparquote dürfte vor diesem Hintergrund zu einem beträchtlichen Anteil auf Vorsichtssparen zur Alterssicherung zurückzuführen sein, zumal dort die Systeme der sozialen Sicherung noch unterentwickelt sind. Hinzu kommt, dass wegen unterentwickelter Kapitalmärkte die auf die Ersparnisse im Inland erzielbare Rendite sehr niedrig ist, für ein bestimmtes angestrebtes Absicherungsniveau also ein höherer Einkommensanteil gespart werden muss. Deswegen ist auch die Weiterentwicklung des chinesischen Finanzsystems so wichtig: Bei einer Verbesserung von Kapitalallokation und Risikoüberwachung wären höhere Renditen der Ersparnisse zu erwarten, die zu einer Verringerung der Sparquote und damit auch der Leistungsbilanzüberschüsse führen dürften. Dieses auf den ersten Blick überraschende Ergebnis rührt daher, dass eine höhere Rendite zwei gegenläufige Effekte ausübt, einen Substitutionseffekt und einen Einkommenseffekt. Der intuitiv naheliegende Effekt ist der Substitutionseffekt: Bei einem Renditeanstieg wird sparen noch attraktiver, weshalb noch mehr gespart wird. Angesichts der bereits jetzt schon enorm hohen chinesischen Sparquote sollte jedoch der Einkommenseffekt dominieren, der

---

dafür sorgt, dass bei steigendem Einkommen für sich genommen der Anteil der Ersparnis zurückgeht und der Konsum entsprechend steigt.

#### **4 Langfristige Auswirkungen der Finanz- und Schuldenkrise**

Die Finanz- und Schuldenkrise hat gravierende Auswirkungen auf Konjunktur und Wachstum. Für die Wirtschaftspolitik stellt sie unbestritten einen tiefen Einschnitt dar. Was sind jedoch die langfristigen Folgen der aktuellen Krise auf die Kapitalmärkte?

Die langfristigen Auswirkungen der Alterung auf die Realwirtschaft, die ich zu Beginn umrissen habe, sind von der Krise qualitativ nicht berührt. Kurz- bis mittelfristig hat die Krise das Wachstum des deutschen Produktionspotenzials merklich gedämpft. Die Bundesbank geht in ihrer aktuellen Wirtschaftsprognose für Deutschland davon aus, dass der krisenbedingte Einbruch der Investitionstätigkeit das Potenzialwachstum in den Jahren 2009 und 2010 auf  $\frac{3}{4}$  % verringert und damit in etwa halbiert hat. Das Potenzialwachstum dürfte sich bis 2012 auf 1 % erholen, was aber immer noch merklich unterhalb des Vorkrisenniveaus liegt. Die mittel- bis langfristigen Folgen für die Potenzialwachstumsrate sind hingegen noch offen und hängen nicht zuletzt auch davon ab, wie gut es gelingt, die wirtschaftspolitischen Herausforderungen der Krise zu meistern. Die gegenwärtig gute Konjunkturentwicklung in Deutschland sollte uns jedenfalls nicht den Blick dafür vernebeln, dass die langfristigen Wachstumsaussichten verbesserungswürdig sind.

Angesichts der zumindest kurz- bis mittelfristig negativen Potenzialeffekte der Krise ist die Erhöhung der Demographiefestigkeit der öffentlichen Haushalte einschließlich der Sozialversicherungen umso wichtiger.

---

Die Krise hat an den Finanzmärkten zu deutlich erhöhter Volatilität geführt. Die zeitweilig aufgetretenen Vermögensverluste haben die Kritiker der kapitalgedeckten Rente in ihrer Auffassung bestärkt, dass die Kapitalmärkte viel zu unsicher seien, um eine stabile Altersvorsorge zu gewährleisten. Meiner Ansicht nach ändert die Krise jedoch nichts an der Richtigkeit und Notwendigkeit, in Deutschland von der dominanten Rolle der umlagefinanzierten Rente wegzukommen und das Gewicht der Kapitaldeckung in der Alterssicherung zu erhöhen. Eine Teil-Kapitaldeckung im Alterssicherungssystem hilft, das demographische Risiko des Umlagesystems zu entschärfen. Die parallel zu den Reformen im umlagefinanzierten Teil der Alterssicherung geschaffenen Anreize zur Nutzung des kapitalgedeckten Teils helfen nicht nur unmittelbar, Leistungseinschnitte zu kompensieren. Fast noch wichtiger ist das davon ausgehende generelle Signal an die Bevölkerung, dass diese künftig stärker selbst für ihr Alter vorsorgen muss. Über 14 Millionen Riester-Verträge zeigen, dass in vielen Bevölkerungsgruppen ein Umdenken eingesetzt hat.

Im Übrigen deuten Untersuchungen des Mannheimer Forschungsinstituts Ökonomie und Demographischer Wandel (MEA) darauf hin, dass sich die Finanzkrise in vergleichbarer Weise auf beide Säulen der Alterssicherung ausgewirkt hat: Einerseits macht sich die Krise im Umlageverfahren durch einen geringeren Wert von Entgeltpunkten bemerkbar. Andererseits fielen die Vermögensverluste in der privaten Altersvorsorge deutlich niedriger aus als an den Aktienmärkten, da die Prämien nur zu einem geringen Anteil in die besonders volatilen Anlageklassen investiert werden. Am stärksten betroffen sind in beiden Systemen die kurz vor dem Renteneintritt stehenden Personen, da sie am wenigsten Zeit haben, die krisenbedingten Vermögensverluste aufzuholen.

Verallgemeinert man die Idee der Risikostreuung, so impliziert diese, dass in der Alterssicherung eine Mischung aus umlage- und kapitalgedeckten Elementen sinnvoll ist. Alles in

---

allem besteht also kein Grund, in Deutschland an dem durch die vergangenen Reformen eingeschlagenen Kurs hin zu einer größeren Rolle der kapitalgedeckten Vorsorge zu rütteln. Eine unangenehme und für viele Anleger bittere Lehre aus der Krise besteht freilich darin, dass die Möglichkeiten der Risikodiversifizierung im Portfolio bei globalen Finanzmarktverwerfungen begrenzt sind. Selbst die vermeintlich langweiligen, da hinsichtlich ihrer Bonität über jeden Zweifel erhabenen Staatsanleihen werden seit der Eskalation der Schuldenkrise im Euro-Raum mit anderen Augen gesehen. Unterschiede in der Solidität der öffentlichen Haushalte schlagen sich deutlich stärker in den Renditen nieder als vor der Krise.

Nun ist die Schuldenkrise im Euro-Raum heute nicht mein Thema, aber ich möchte nicht unerwähnt lassen, dass im Zuge der Reform des Rahmenwerks in der EU und der Bekämpfung der Krise auch wichtige Weichen für die Kapitalmärkte gestellt werden. Denn für die Stabilität und Leistungsfähigkeit des Finanzsystems ist es unabdingbar, verloren gegangenes Vertrauen in die Solidität der öffentlichen Finanzen und die Bonität öffentlicher Anleihen wiederherzustellen und dauerhaft zu sichern. Erforderlich sind dazu insbesondere ambitionierte und glaubwürdige Konsolidierungsmaßnahmen, die Härting des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sowie ein Krisenmechanismus, der eine bessere Bekämpfung künftiger Krisen ermöglicht, ohne das für die Währungsunion konstitutive Prinzip der fiskalischen Eigenverantwortung zur Disposition zu stellen. Vor diesem Hintergrund ist die ebenfalls in letzter Zeit verstärkt diskutierte Emission von Eurobonds sehr kritisch zu sehen, denn die in entsprechenden Vorschlägen angelegte gesamtschuldnerische Haftung würde die fiskalische Eigenverantwortung aushöhlen und das Vertrauen in die öffentlichen Finanzen gerade nicht stärken. Zur nachhaltigen Bewältigung der aktuellen Krise sind die die bestehenden Instrumente des Euro-Rettungsschirms viel besser geeignet: Sie verknüpfen die

Gewährung kurzfristiger Hilfen mit strengen Auflagen, durch deren Umsetzung die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wiederhergestellt wird.

Werden die Defizite hingegen nicht zügig zurückgeführt, droht über die unmittelbaren Stabilitätsrisiken hinaus ein nachhaltiger Anstieg des Zinsniveaus, der das Produktionspotenzial zusätzlich belasten würde – zum einen, weil die Belastungen durch den Schuldendienst in den öffentlichen Haushalten immer weiter steigen, zum anderen, weil durch ein höheres Zinsniveau auch die Kapitalkosten privater Investitionen steigen. Dies gilt umso mehr, als über die explizite Staatsverschuldung hinaus eine beträchtliche, alterungsbedingte implizite Staatsverschuldung besteht, die ohne rasches Gegensteuern in den kommenden Jahren wachstumsschädliche Abgabenerhöhungen oder aber politisch noch schwerer umsetzbare Ausgabenkürzungen nach sich ziehen wird.

Die Finanzkrise hat die Notwendigkeit einer strengeren Finanzmarktregulierung verdeutlicht. Eine Reihe zentraler Reformen, die das Finanzsystem stabiler machen sollen, sind mittlerweile auf den Weg gebracht worden. Dazu zählen insbesondere die neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln – Stichwort: Basel III –, die in den nächsten Jahren schrittweise eingeführt werden. Die höheren Eigenkapitalanforderungen verbessern nicht nur die Verlustabsorptionsfähigkeit, sie wirken auch der Neigung entgegen, zur Erhöhung der Rentabilität des Eigenkapitals einen zu hohen Fremdfinanzierungsanteil einzusetzen. Im Hinblick auf die Fremdfinanzierung – insbesondere von systemrelevanten Instituten – werden neue Instrumente diskutiert, mit denen im Krisenfall auch Gläubiger mehr in die Verantwortung genommen werden können. Die damit verbundenen höheren Risiken werden die Anleger einpreisen. Andererseits dürften die Risikoprämien sowohl auf Aktien als auch auf Anleihen von Banken im Zuge der besseren Kapitalausstattung sinken.

---

Insgesamt ist im Vergleich zum niedrigen, nicht nachhaltigen Vorkrisenniveau mit einem steigenden Zinsniveau zu rechnen. Die Ertragsraten im Finanzsektor dürften dagegen merklich unter das Vorkrisenniveau sinken, was aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive kein Nachteil ist. In der Summe sind somit bei den Kapitalmarktrenditen Gegenbewegungen zur Zeit vor der Krise zu erwarten, die aber im längerfristigen Vergleich eher Normalisierungen darstellen und die nicht nachhaltige Zustände korrigieren.

Ein letzter Aspekt, den ich in diesem Zusammenhang erwähnen möchte, ist die Heimatlandpräferenz im Anlegerverhalten. Infolge der europäischen Finanzintegration war der Home Bias deutscher Anleger – vor allem in den ersten Jahren nach Einführung des Euro – deutlich gesunken. Im Hinblick auf die Diversifikation demographischer Risiken war dies eine günstige Entwicklung. Die erhöhte Unsicherheit im Zuge der Finanz- und Schuldenkrise hat jedoch zu einem Wiederanstieg des Home Bias geführt. Wenngleich die Daten der deutschen Depotstatistik darauf hindeuten, dass die Höhergewichtung heimischer Anlagen zuletzt wieder etwas abgebaut wurde, ist es schwierig einzuschätzen, ob und wann die grenzüberschreitende Anlagetätigkeit wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht. Zwar ist ein erhöhtes Risikobewusstsein im Anlegerverhalten grundsätzlich begrüßenswert. Ein dauerhafter Rückzug auf den Heimatmarkt wäre jedoch die falsche Schlussfolgerung, da die Chancen einer internationalen Diversifizierung des Risikos und einer effizienten Kapitalallokation ungenutzt blieben.

## 5 Schluss

Meine Damen und Herren, lassen Sie mich zum Schluss kommen. Der demographische Wandel ist einer der „Mega-Trends“, die die Kapitalmarktperspektiven in den nächsten Jahr-

zehnten maßgeblich mitbestimmen werden. Ich habe versucht, Ihnen aufzuzeigen, dass die Alterung unserer Gesellschaft vielfältige Folgen für die Volkswirtschaft im Allgemeinen und die Kapitalmärkte im Besonderen hat. Theoretische Überlegungen und empirische Studien lassen immerhin Tendenzaussagen zu, eindeutige Vorhersagen über längere Zeiträume sind aber kaum möglich. Klar ist, dass Herausforderungen auf die Kapitalmärkte zukommen. Überdies hat die Finanz- und Schuldenkrise einige Aspekte in diesem Zusammenhang in ein neues Licht gerückt und zusätzliche Herausforderungen geschaffen.

Ich hoffe, dass man bei der 200-Jahr-Feier der Münchener Börse (im Jahre 2030) im Rückblick sagen wird: Vor zwei Jahrzehnten gab es eine schwere Krise, aber es wurden die richtigen Konsequenzen daraus gezogen und die Weichen richtig gestellt.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

\* \* \*