Dialogforum Finanzstandort Deutschland

Finanzstandort Deutschland

Bericht Nr. 7 – 2011

Finanzstandort Deutschland

Bericht Nr. 7 – 2011

Inhalt

Seite

Vorwort 6

1 Executive Summary 9

2 Internationaler Vergleich Finanzstandort Deutschland 13

3 Status quo des deutschen Finanzstandorts 19

3.1 Akteure am Finanzstandort Deutschland 20

3.1.1 Versicherer 20

3.1.2 Banken 22

3.1.3 Asset Manager 24

3.2 Entwicklung der Finanzmärkte in Deutschland 26

3.2.1 Versicherungsmärkte 26

3.2.1.1 Lebensversicherung, Pensionskassen und -fonds 26

3.2.1.2 Private Krankenversicherung 28

3.2.1.3 Schaden- und Unfallversicherung 30

3.2.1.4 Rückversicherung 32

3.2.2 Kreditmärkte 34

3.2.3 Einlagenmärkte 36

3.2.4 Zahlungsverkehr 40

3.2.5 Aktienmärkte 42

3.2.6 Rentenmärkte 44

3.2.7 Investmentfonds 48

3.2.8 Verbriefungsmärkte 50

3.2.9 Derivatemärkte 52

3.2.9.1 Aktien-, Aktienindex- und Zinsderivate 52

3.2.9.2 Kreditderivate 54

3.2.9.3 Zertifikate 56

3.2.10 Private Equity 58

3.2.11 Mergers & Acquisitions 60

4 Entwicklung des Finanzstandorts Deutschland: Themen im Fokus 63

4.1 Zur Reform des internationalen Währungssystems 64

4.2 Reformen für den Euro 72

4.3 Die Rolle des Bankkredites für die Finanzierung der Wirtschaft 78

DFD Arbeitsgruppe und Mitglieder 80

Finanzstandort Deutschland: Unverzichtbarer Motor für Wachstum und Beschäftigung

Aus IFD wird der gemeinsame Standortdialog

Seit der Gründung der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) im Jahr 2003 hat die IFD sich zum Ziel gesetzt, durch konkrete Produkte und Maßnahmen Wachstumsimpulse für den Finanzstandort Deutschland zu schaffen und Nutzen für Privatkunden und Unternehmen zu stiften. Als Zusammenschluss von Instituten aus sämtlichen Bereichen der deutschen Kreditwirtschaft, der Versicherungen, der Deutschen Börse, der Deutschen Bundesbank, dem Bundesministerium der Finanzen sowie der Spitzenverbände der deutschen Finanzwirtschaft ist es der IFD in den vergangenen Jahren gelungen, einen Beitrag zur Förderung der Wachstums- und Wettbewerbsfähigkeit der Finanzmärkte in Deutschland zu leisten.

Die Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise markiert nun auch in der Finanzplatzförderung einen Paradigmenwechsel. Das Verhältnis der Finanzplätze untereinander hat sich grundlegend gewandelt. Der Wettbewerb um Umsätze weicht der Einsicht, dass alle im selben Boot sitzen. Die Vernetzung und damit Verletzbarkeit der einzelnen Spieler im Gewebe des internationalen Finanzsystems ist viel stärker als bisher angenommen. Eine umfassende Reform der europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur ist erforderlich, um auf einen nachhaltigeren Wachstumspfad zurückzufinden. Damit wird die Ausrichtung der Finanzplatzförderung zwangsläufig politischer und europäischer. Risiken stehen im Vordergrund, während die Entwicklung neuer Geschäfts- und Produktideen (vorläufig) in den Hintergrund tritt.

Überflüssig wird Finanzplatzförderung deshalb jedoch nicht. Denn trotz aller schmerzvollen Erfahrungen der letzten Jahre bleibt der Finanzstandort ein unverzichtbarer Motor für Wachstum und Beschäftigung in Deutschland. Dies gilt heute vielleicht sogar mehr denn je. Die vor uns liegenden Herausforderungen – von der Konsolidierung der Staatsfinanzen über die Anpassung an eine alternde Gesellschaft bis zum Umgang mit neuen Technologien und Klimawandel – lassen sich besser mit, nicht gegen die Finanzindustrie lösen. Neben notwendigen Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors dürfen die Bemühungen um eine neue Finanzarchitektur dieses Ziel, den positiven Wachstumsbeitrag der Finanzindustrie zu sichern, nicht aus den Augen verlieren.

Die geplante Neuaufstellung der IFD trägt diesen Veränderungen Rechnung. In der „neuen“ Dialogstruktur unter Federführung der Versicherungswirtschaft und der deutschen Kreditwirtschaft werden politische Themen einen breiteren Raum einnehmen. Gerade jetzt, wo die politische und ökonomische Aufarbeitung der Krise noch keineswegs abgeschlossen ist und es auch an gegenseitigen Schuldzuweisungen nicht fehlt, ist der Dialog zwischen den Entscheidungsträgern in Politik und Finanzwelt essenziell. Dies reicht von Fragen der konkreten Umsetzung der neuen Regulierungsvorschriften wie Basel III oder Solvency II bis hin zum Modus Operandi der neuen europäischen Aufsichtsbehörden. Die IFD ist der geeignete Ort für einen solchen konstruktiven Dialog, auf dessen Grundlage es möglich wird, die spezifischen Stärken des Finanzstandorts Deutschland, seine von Langfristigkeit sowie langjährigen und gewachsenen Geschäftsbeziehungen geprägte Finanzkultur, überzeugend in die europäische und internationale Debatte zur Neuordnung der Finanzmärkte einzubringen.

Daneben ist die Lösung der europäischen Schuldenkrise eine existenzielle Aufgabe, die Politik und Finanzindustrie nur gemeinsam bewältigen können. Der bisher relativ bescheidene Ertrag der Rettungsbemühungen ist zum Teil auch Folge der fehlenden Kommunikation, des gegenseitigen Unverständnisses der jeweiligen Hand-

lungslogiken. Für den Finanzstandort Deutschland steht dabei viel auf dem Spiel: Seine Zukunft ist heute unlösbar mit der Frage nach der langfristigen Stabilität des Euro verknüpft. Verlöre der Euro weltweit an Vertrauen, verdüsterten sich die Aussichten für den Finanzstandort ebenso. Wir setzen uns daher nachdrücklich für institutionelle Reformen im Euroraum ein.

Bei aller notwendigen Internationalisierung der Finanzplatzförderung darf der Heimatmarkt nicht aus dem Blick geraten. Verlorengegangenes Vertrauen wird die Finanzindustrie nicht in internationalen Foren und nicht allein mit neuen Vorschriften zurückgewinnen. Dies gelingt nur im täglichen Kontakt mit den Kunden vor Ort. Dies ist in erster Linie eine Aufgabe, die jedes einzelne Institut für sich bewältigen muss. Aber auch hier kann der Zusammenschluss der Verantwortlichen einen Beitrag leisten, indem er mithilft, die allgemeinen Grundlagen der Kundenbeziehungen, die Bedeutung von Verbraucherschutz nach der Finanzkrise, neu zu bestimmen.

Auch unter den veränderten Gegebenheiten der Finanzwelt post Lehman bleiben also genug Aufgaben für den intensiven Dialog im Finanzstandort. In Zusammenarbeit mit dem Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft und dem Zentralen Kreditausschuß ist der Dialog der Finanzindustrie in seiner repräsentativen Gesamtheit mit Politik und Bundesbank als Partner heute wichtiger denn je. Nach acht erfolgreichen Jahren wird die IFD daher fortan in ein Dialogforum Finanzstandort Deutschland (DFD) überführt.

Auch unter neuem Namen wird aber an der Tradition des jährlichen Finanzstandortberichts festgehalten. Dieser Bericht hat sich seit seinem ersten Erscheinen 2005 zur wichtigsten Publikation zum Finanzstandort entwickelt. Die diesjährige siebte Edition nimmt wie in den Vorjahren eine detaillierte Standortbestimmung vor und beurteilt die entscheidenden Ereignisse des vergangenen Jahres. Die drei Sonderkapitel spiegeln die thematische Neuausrichtung wider: internationales Finanzsystem, europäische Schuldenkrise und Rückgewinnung des Vertrauens.

Die Initiatoren und Sherpa des DFD möchten an dieser Stelle der Arbeitsgruppe der Volkswirte für die Erstellung des vorliegenden Berichts danken. Gerade in Zeiten der Krise zeigt der Finanzstandortbericht, dass sich nachhaltiger Einsatz und Engagement zum Nutzen des Finanzstandorts Deutschlands lohnen.

Heinrich Haasis
Präsident des
Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e.V.

Prof. Dr. Michael Heise
Chefvolkswirt und
Leiter Konzernentwicklung Allianz SE
(Koordinator Finanzstandortbericht)

Executive Summary

1

Executive Summary

2010 produzierte der Finanzstandort Deutschland vor allem positive Nachrichten. Die meisten Marktsegmente konnten sich deutlich erholen, nur vereinzelt sind noch die Nachwirkungen der Finanzmarktkrise zu spüren. Damit spiegeln die Entwicklungen an den Finanzmärkten in Deutschland grosso modo das kräftige Wachstum der deutschen Wirtschaft wider, die 2010 um 3,6 % zulegte. Aber so wie auch der Aufschwung der Weltwirtschaft und insbesondere der europäischen Wirtschaft nicht im Gleichschritt erfolgte, herrschte auch auf den Finanzmärkten nicht nur eitel Sonnenschein.

In Europa hielt vor allem die Eskalation der Staatsschuldenkrise die Marktakteure das Jahr über in Atem. Die Bemühungen ihrer Eindämmung kulminierten schließlich in den Beschlüssen des EU-Gipfels vom 25. März 2011, dem sogenannten „Grand Bargain", durch dessen Mischung aus einerseits strengerer Wirtschaftspolitik als präventivem Instrument und andererseits neuen Beistandsregeln für den Ernstfall das institutionelle Fundament des Euro gestärkt wurde. Die Balance zwischen nationaler Wirtschaftspolitik und europaweiter Koordinierung ist damit neu justiert, der Modus Operandi in der Währungsunion hat sich in Richtung auf eine stärkere politische Integration hin verschoben. Kritiker sehen darin bereits die Mutation der Währungsunion in eine „Transferunion" – ein Vorwurf, der aus unserer Sicht nicht zutreffend ist. Welche (politische) Richtung in Zukunft eingeschlagen wird, werden die Entwicklungen der kommenden Jahre zeigen. In jedem Fall aber ist die europäische Schuldenkrise noch nicht beendet.

Ähnliches lässt sich über die Finanzmärkte als Ganzes sagen: Substanzielle Beschlüsse zur Finanzmarktregulierung wurden bereits getroffen, ein neues Gleichgewicht ist jedoch noch nicht wieder hergestellt. Im Gegensatz zu Wirtschaft und Industrie sind die Auswirkungen der Finanzkrise im Finanzsystem noch nicht vollends verarbeitet. Die „Nachkrisenordnung" ist aber bereits in Umrissen erkennbar.

Die Arbeiten an einer neuen Finanzmarktarchitektur, in der strengere Regulierungsvorschriften eine höhere Stabilität garantieren sollen, sind weit fortgeschrit-

ten. Mit der Einigung auf die neuen Kapitalanforderungen für Banken (Basel III) und den Zeitplan für ihre Umsetzung ist im letzten Jahr ein wichtiger Meilenstein passiert worden. Manche Probleme sind jedoch noch ungelöst. Wie hoch die Belastungen für Banken am Ende tatsächlich sein werden, ist daher heute noch nicht klar zu erkennen. Es besteht aber die Gefahr, dass das Ziel, die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems zu bewahren, gegenüber dem Stabilitätsziel – das heute verständlicherweise eine hohe Aufmerksamkeit genießt – ins Hintertreffen gerät. Aus der Kumulation der neuen Regeln kann sich eine spürbare Beeinträchtigung der Fähigkeit der Banken ergeben, ihren Finanzierungsauftrag zu erfüllen und damit ihren Wachstumsbeitrag zu leisten. Idealiter sollten staatliche Regulierung und Aufsicht anstreben, ein hohes Maß an Stabilität des Finanzsystems zu erreichen, *ohne* die Erfüllung der Finanzierungsaufgabe zu beeinträchtigen.

Neben Regulierungsfragen steht die Reform des internationalen Währungssystems auf der internationalen Agenda. Die großen globalen Ungleichgewichte zählten zu den fundamentalen Ursachen der Krise. Fragen nach einem angemessenen Wechselkursregime, nach der Sicherung der internationalen Liquidität, nach möglichen alternativen Reservewährungen oder nach der Bestimmung neuer Regeln für den Kapitalverkehr werden derzeit intensiv diskutiert. Bei der Zusammenfügung dieser Elemente eines internationalen Währungssystems zu einem neuen, konsistenten Rahmen gilt es, die heterogenen Interessen vieler Akteure zu berücksichtigen. Denn mit der Finanzkrise ist das unipolare System mit dem Hegemon USA endgültig Geschichte. In der globalen Governance spielen heute Schwellenländer, allen voran China, eine gewichtige Rolle.

Die drei Sonderkapitel des diesjährigen Finanzstandortberichts – zu den Reformen der europäischen Währungsunion und des internationalen Währungssystems sowie zum Wachstumsbeitrag der Banken – nehmen sich dieser drei Themenkomplexe an. Damit werden wichtige Rahmenbedingungen, die die Perspektiven des Finanzstandorts Deutschland in den nächsten Jahren direkt und indirekt maßgeblich beeinflussen werden, kritisch unter die Lupe genommen.

Neben diesen drei Sonderkapiteln enthält der diesjährige Bericht wieder einen kompakten Überblick über die einzelnen Marktsegmente. 2010 verzeichneten nur noch einige wenige Marktsegmente eine negative Entwicklung: So schrumpfte der Markt für Kreditderivate ungebrochen (wobei dies größtenteils auf wünschenswerte Maßnahmen zur institutionellen Stärkung dieses Marktes zurückzuführen ist), die Zusagen für neue Private-Equity-Fonds waren weiter rückläufig und die Nettoaufnahme neuer Mittel am deutschen Rentenmarkt war als Folge der Verwerfungen im Bankensektor und trotz einer höheren Schuldenaufnahme des Staates so niedrig wie noch nie seit der Wiedervereinigung.

Die positiven Entwicklungen überwiegen jedoch bei weitem. Die Aktienmärkte blicken auf ein starkes Jahr zurück, nicht nur ist der DAX kräftig gestiegen, sondern auch die Zahl der Neuzugänge an der Börse hat sich 2010 verdoppelt. Ebenso positiv verlief das Jahr für Investmentfonds, Zertifikate und Bankeinlagen; in diesen Marktsegmenten hat sich die Entwicklung bereits wieder mehr oder weniger normalisiert. Der Markt für Lebensversicherungen konnte 2010 beim Beitragswachstum an das außerordentlich starke Ergebnis des Vorjahres anschließen.

Generell etwas weniger stark fielen die Zuwächse auf den Finanzierungsmärkten aus. Aber sowohl Bankkredite, Verbriefungen und Investitionen von Private-Equity-Gesellschaften haben im letzten Jahr die Talsohle durchschritten. Eine Ausnahme bilden in diesem Kontext nur M&A-Transaktionen mit deutscher Beteiligung, die 2010 abermals sanken – trotz der kräftigen Erholung der deutschen Wirtschaft. Unternehmen aus anderen Ländern, insbesondere den USA, operierten hier, vor einem schwächeren makroökonomischen Umfeld, mutiger.

Diese Zurückhaltung entspricht aber durchaus der deutschen Finanzkultur, die von Langfristigkeit sowie langjährigen und gewachsenen Geschäftsbeziehungen geprägt ist. Das DFD ist daher überzeugt, dass der Finanzstandort Deutschland gute Chancen hat, gestärkt aus der Krise hervorzugehen und auch zukünftig, unter den Bedingungen einer neuen Finanzordnung, in Europa eine prägende Rolle zu spielen.

Internationaler Vergleich

Finanzstandort Deutschland

2

Ergebnisse des „DFD-Sterns“

Der internationale Vergleich mithilfe des DFD-Sterns zeigt deutlich die Charakteristika des Finanzstandorts Deutschland auf. Daran lässt sich auch die unterschiedliche Wirkung der Finanz- und Wirtschaftskrise auf die einzelnen Standorte in Europa ablesen.

Im Segment Finanzierungsmärkte (Bankkredite und Kapitalmarkt) lassen sich wie in den Vorjahren zwei Aspekte erkennen: Im internationalen Vergleich ist in Deutschland noch immer eine Dominanz des Bankkredits relativ zu den Kapitalmarktprodukten erkennbar. Gleichzeitig wird aber deutlich, dass in den letzten Jahren die Inanspruchnahme von Krediten durch Haushalte und Unternehmen in Deutschland im Vergleich zum Ausland verhalten war. Somit unterstreicht auch der DFD-Stern, dass es in Deutschland zu keinen Übertreibungen auf den Finanzierungsmärkten gekommen ist; der Bedarf an einer Sanierung der Bilanzen von Unternehmen und Haushalten ist daher insgesamt vergleichsweise gering.

Im Vergleich zum Vorjahr hat sich der Wert für Bankkredite weiter leicht „verschlechtert“. Angesichts der kräftigen Erholung in Deutschland – vor allem auch bei Investitionen – mag dies auf den ersten Blick überraschen. Darin spiegelt sich aber zum einen die robuste Verfassung der Unternehmen wider, die bei nachholenden Investitionen nicht unbedingt auf externe Finanzierungen angewiesen sind, zum anderen die nur zögerliche Belebung des privaten Konsums. In der Summe blieb damit die deutsche Kreditentwicklung leicht hinter der des übrigen europäischen Markts zurück. Demgegenüber ist der Wert für Kapitalmarktfinanzierung stabil geblieben. Ein stärkerer Trend hin zu den Kapitalmärkten aufgrund einer unterstellten Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe lässt sich auch im dritten Jahr nach Lehman nicht feststellen.

Mittel- und langfristig bleibt eine ausgewogene Finanzierungsstruktur, die sich alle Kanäle entsprechend ihrer Leistungsfähigkeit zunutze macht, auf der Agenda. Mit der Überwindung der Wirtschaftskrise rückt die Stärkung der Kapitalmarktinstrumente, neben der des Bankkredits, wieder stärker ins Blickfeld. Die Finanzkrise bietet sogar die Chance, verlorenes Terrain relativ schnell aufzuholen. Es ist

Der DFD-Stern leitet sich direkt aus dem Ziel ab, Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit der Kapital-, Kredit- und Versicherungsmärkte in Deutschland zu erhöhen. Die „natürliche Benchmark“ dafür bilden im zunehmend integrierten europäischen Finanzmarkt die anderen nationalen Teilmärkte in der EU. In einem vollkommen homogenen Markt wären Entwicklungsunterschiede weitgehend nivelliert, und die nationalen Marktanteile in den einzelnen Segmenten entsprächen der Bedeutung der nationalen Wirtschaft innerhalb Europas.

Der DFD-Stern vergleicht demgemäß die Bedeutung der deutschen Finanzmärkte mit der relativen Größe der deutschen Wirtschaft in Europa. Entspricht der Marktanteil Deutschlands dabei exakt dem des Bruttoinlandsprodukts, ergibt diese Äquivalenz den Wert 1: Die Größe des Finanzmarkt–segments spiegelt 1:1 das deutsche Wirtschaftsgewicht wider.

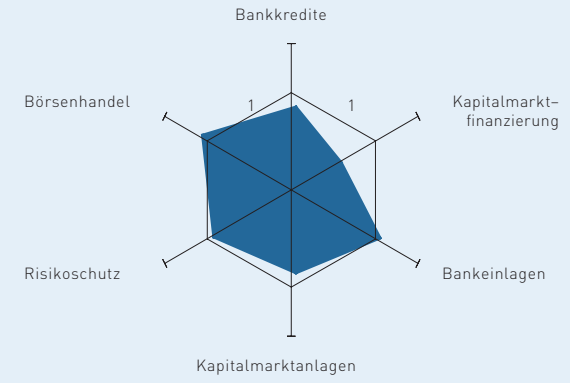
Werte größer als 1 signalisieren, dass das entsprechende Marktsegment in Deutschland stärker entwickelt ist. Werte unter 1 zeigen dagegen nicht ausgeschöpfte Reserven und Potenziale an. Aus Gründen der Einfachheit und Überschaubarkeit wird der DFD-Stern für alle Marktsegmente – Finanzierung, Anlage, Risikoschutz und Handel – integriert dargestellt.

evident, dass es aber vor allem auf den Verbriefungsmärkten keine Rückkehr zum Status quo ante geben wird. Veränderte Regulierungen, einfachere und standardisierte Produkte und neue Handelsinfrastrukturen bedeuten für alle Marktteilnehmer quasi einen Neustart.

Auf den Anlagemärkten wiederholt sich das Muster der starken Bankorientierung. Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nur gering. Der Wert für Bankeinlagen ist allerdings leicht zurückgegangen. Dies dürfte kaum auf veränderte Anlegerpräferenzen in Deutschland zurückzuführen sein, sondern reflektiert die Entwicklung im übrigen europäischen Markt, wo höhere Risikoscheu und Liquiditätspräferenz Bankeinlagen wieder attraktiver erscheinen lassen. Auf der anderen Seite ist die relative deutsche Schwäche der Kapitalmarktprodukte – sei es in Form der Direktanlage oder der indirekten Anlage via Versicherungen oder Fonds – nicht allein der deutschen Skepsis gegenüber der Aktie geschuldet; sie hat auch strukturelle Gründe: So dominiert bei der Absicherung des finanziellen Wohlstands im Alter nach wie vor das staatliche Rentensystem, die Vorsorge über Versicherungen/Pensionen ist immer noch unterdurchschnittlich. Allerdings ist hier in den kommenden Jahren mit dem allmählichen relativen Abschmelzen der staatlichen Leistungen und der weiteren Verbreitung der Riester-Rente und der betrieblichen Altersvorsorge eine Verschiebung in Richtung der kapitalgedeckten Altersvorsorge vorgezeichnet. Der Erfolg der Riester-Rente verdeutlicht, dass die notwendige Anpassung des Sparverhaltens an die demographische Entwicklung wohl kaum ohne entsprechende staatliche Förderung gelingen wird. Der notwendige Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge erfordert ein gemeinsames und partnerschaftliches Handeln von Finanzwirtschaft und Politik.

Die Risikoübernahme der Versicherer schützt Unternehmen und private Haushalte vor ruinösen Ereignissen und leistet so auch volkswirtschaftlich einen wichtigen Beitrag zur Bewältigung von Unsicherheiten. Deutschland nimmt im Bereich Risikoschutz im europäischen Vergleich wie in den Vorjahren eine Spitzenposition ein. Auch in der Krise steht die Risikotragfähigkeit der Versicherer außer Frage.

IFD-Stern 2010
Anteilswerte für Deutschland in Relation zum BIP-Anteil =1



Quelle: DFD

Anmerkungen: Benchmark jeweils alle EU-15-Länder ohne Luxemburg.

Bankkredite: Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen (ohne Wertpapierbestände der Banken) und Kredite an private Haushalte.

Kapitalmarktfinanzierung: Aktienmarktkapitalisierung, Umlauf an Unternehmensanleihen und Verbriefungen.

Bankeinlagen: Einlagen privater Haushalte und nicht-finanzieller Unternehmen.

Kapitalmarktanlagen: Direktanlage in Aktien und Bonds, Ansprüche gegenüber Versicherungen (einschließlich Pensionsfonds und -kassen) und Investmentfonds (einschließlich Spezialfonds und anderen Non-UCITS-Fonds).

Risikoschutz: Versicherungsprämien im Bereich Schaden und Unfall.

Börsenhandel: Aktienumsatz.

Schließlich zeigt der Bereich Börsenhandel eine weitere Stärke des Finanzstandorts Deutschland: Auch wenn der deutsche Aktienmarkt, gemessen an seiner Marktkapitalisierung in Relation zum BIP, sicherlich nicht zu den größten in Europa zählt, ist er ohne Frage einer der aktivsten. Besonders die hervorragende Handelsinfrastruktur des Börsenplatzes aber stellt eine gute Voraussetzung für den Finanzstandort Deutschland dar, um im europäischen Finanzmarkt der Post-Krisen-Ära eine gewichtigere Rolle zu spielen.

Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen, 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Spanien	914.876	-2,0	86,1
Italien	880.373	2,3	57,7
Deutschland	**893.818**	**-0,9**	**33,6**
Frankreich	838.816	1,4	43,1
Großbritannien	561.640	-4,6	33,5
Niederlande	348.829	1,9	59,1
Irland	105.045	-36,1	67,1
Schweden	190.159	16,5	56,4
Dänemark	144.179	-0,3	62,3
Österreich	159.095	2,9	55,8
Portugal	120.799	-1,2	70,4
Belgien	111.651	0,0	31,7
Griechenland	117.563	26,7	51,1
Finnland	58.487	4,2	32,4
Gesamt EU	**5.445.330**	**-0,3**	**48,3**

Quelle: EZB, nationale Zentralbanken

Aktienmarktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen, 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Großbritannien	2.693.178	38,1	160,5
Euronext-Länder	2.184.076	9,2	71,3
Deutschland	**1.065.713**	**18,3**	**42,7**
Spanien	873.329	-12,7	82,2
OMX-Länder	776.821	36,4	103,7
Österreich	93.944	18,2	33,0
Griechenland	50.379	-35,8	21,9
Irland	44.999	5,3	28,8
Gesamt EU	**7.782.439**	**10,0**	**69,1**

Quelle: World Federation of Exchanges

Bankkredite an private Haushalte, 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Deutschland	**1.423.954**	**0,6**	**57,0**
Großbritannien	1.372.200	14,8	81,8
Frankreich	1.010.804	6,0	51,9
Spanien	879.476	0,3	82,8
Italien	593.073	19,4	38,3
Niederlande	413.135	-2,7	70,0
Dänemark	314.089	1,6	135,6
Schweden	280.562	23,3	83,3
Portugal	142.324	2,4	83,0
Österreich	141.056	5,5	49,5
Griechenland	133.172	36,3	57,9
Irland	133.022	-7,0	85,0
Belgien	110.202	5,2	31,3
Finnland	104.288	6,0	57,8
Gesamt EU	**7.051.357**	**6,6**	**62,6**

Quelle: EZB, nationale Zentralbanken

Verbriefungen (ausstehende Nominalvolumina), 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Großbritannien	622.129	0,7	37,1
Spanien	297.446	19,2	28,0
Niederlande	319.622	45,8	54,1
Italien	214.233	4,8	13,8
Deutschland	**93.135**	**3,3**	**3,7**
Irland	72.102	24,7	46,1
Belgien	76.350	33,7	21,7
Portugal	55.363	27,0	32,3
Griechenland	35.073	-17,9	15,2
Frankreich	33.661	13,7	1,7
Österreich	2.467	-11,9	0,9
Gesamt EU	**1.821.581**	**12,8**	**17,0**

Quelle: Association for Financial Markets in Europe (AFME)

Unternehmensanleihen (ausstehende Nominalvolumina), 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Großbritannien	479.535	-7,2	28,6
Frankreich	299.486	6,3	15,4
Deutschland	**117.853**	**4,4**	**4,7**
Italien	83.018	15,9	5,4
Niederlande	58.632	5,4	9,9
Portugal	42.716	7,2	24,9
Österreich	41.859	14,2	14,7
Finnland	19.409	-2,5	10,8
Spanien	17.012	7,1	1,6
Belgien	13.423	-14,9	3,8
Griechenland	74	-99,6	0,0
Gesamt EU	**1.173.017**	**-1,1**	**10,4**

Quelle: EZB, nationale Zentralbanken

Bankeinlagen, 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Deutschland	**2.972.771**	**3,4**	**119,0**
Großbritannien	2.776.999	8,4	165,5
Spanien	1.730.163	2,6	162,9
Frankreich	1.733.500	7,9	89,0
Italien	1.431.129	18,0	92,3
Niederlande	819.045	0,6	138,7
Belgien	466.070	2,5	132,4
Österreich	302.685	-0,1	106,2
Griechenland	214.899	-12,0	93,4
Irland	201.067	-8,3	128,5
Portugal	226.199	7,9	131,8
Schweden	220.811	23,6	65,5
Dänemark	162.577	0,9	70,2
Finnland	118.027	8,0	65,4
Gesamt EU	**13.375.942**	**5,8**	**118,7**

Quelle: EZB, nationale Zentralbanken

Ansprüche gegenüber Versicherungen / Pensionsfonds, 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Großbritannien	2.654.000	4,0	158,1
Deutschland	**1.674.000**	**4,6**	**67,0**
Frankreich	1.587.000	6,9	81,5
Niederlande	990.000	2,3	167,7
Italien	673.000	6,5	43,4
Schweden	305.000	11,7	90,5
Dänemark	304.000	18,3	131,3
Spanien	266.000	1,1	25,0
Belgien	232.000	6,9	65,9
Irland	121.000	1,7	77,3
Österreich	96.000	4,3	33,7
Portugal	75.000	5,6	43,7
Finnland	44.000	4,8	24,4
Griechenland	12.000	9,1	5,2
Gesamt EU	**9.033.000**	**5,2**	**80,2**

Quelle: Allianz Global Wealth Report 2010

Prämien Lebensversicherung 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Frankreich	164.407	5,4	8,4
Großbritannien	120.723	7,2	7,2
Deutschland	**91.558**	**7,9**	**3,7**
Italien	67.626	13,0	4,4
Spanien	27.319	-2,8	2,6
Niederlande	24.850	2,3	4,2
Schweden	20.935	16,5	6,2
Belgien	18.138	2,0	5,2
Dänemark	16.114	8,0	7,0
Portugal	11.404	10,5	6,6
Irland	10.252	-1,8	6,6
Österreich	7.379	-0,5	2,6
Finnland	3.047	4,5	1,7
Griechenland	1.366	-25,3	0,6
Gesamt EU	**585.118**	**6,5**	**5,2**

Quelle: Allianz SE

Wertpapiere der privaten Haushalte*, 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Italien	1.719.000	-2,2	110,9
Deutschland	**1.363.000**	**6,7**	**54,6**
Frankreich	1.040.000	6,3	53,4
Großbritannien	767.000	9,7	45,7
Spanien	547.000	-9,3	51,5
Belgien	391.000	6,0	111,1
Schweden	286.000	10,9	84,9
Niederlande	254.000	1,6	43,0
Dänemark	164.000	13,1	70,8
Österreich	154.000	5,5	54,0
Portugal	134.000	2,3	78,1
Finnland	101.000	12,2	56,0
Irland	44.000	-21,4	28,1
Griechenland	44.000	-13,7	19,1
Gesamt EU	**7.008.000**	**2,9**	**62,2**

*Direktanlagen in Aktien und Anleihen sowie Investmentfonds
Quelle: Allianz Global Wealth Report 2010

Prämien Rückversicherung, 2009

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Deutschland	**33.000**	**21,0**	**1,4**
Großbritannien	8.177	46,7	0,5
Frankreich	4.220	11,0	0,2
Irland	3.847	39,8	2,4
Spanien	1.533	-7,2	0,1
Schweden	810	-4,9	0,3
Belgien	196	8,5	0,1
Gesamt EU	**51.784**	**21,3**	**0,5**

Quelle: Standard & Poor's Global Reinsurance Highlights 2010

Prämien Nicht-Leben-Versicherung, 2010

	Mio. EUR	J/J in %	% BIP
Großbritannien	45.733	4,9	2,60
Deutschland	**58.999**	**0,8**	**2,34**
Frankreich	46.093	1,9	2,32
Italien	38.120	2,6	2,40
Spanien	31.667	-0,4	2,99
Niederlande	13.590	7,5	2,14
Belgien	7.619	0,5	2,15
Schweden	4.883	5,4	1,38
Österreich	7.606	2,1	2,61
Dänemark	6.235	1,8	2,64
Irland	3.124	-2,4	2,05
Portugal	3.426	-1,4	2,02
Finnland	3.077	1,7	1,68
Griechenland	2.360	-1,1	1,04
Gesamt EU	**272.532**	**2,1**	**2,37**

Quelle: Allianz SE

FINANCIAL TIMES

Status quo

des deutschen Finanzstandorts

3

3.1 Akteure am Finanzstandort Deutschland
3.2 Entwicklung der Finanzmärkte in Deutschland

3.1.1 Versicherer

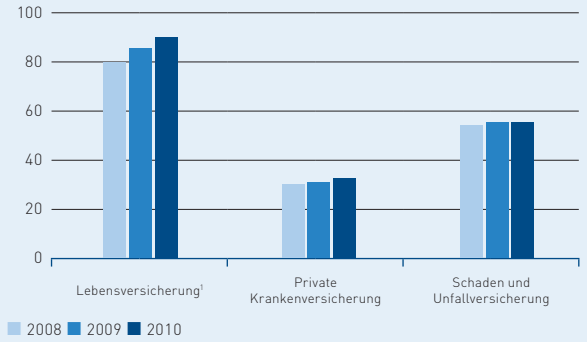
Weiter auf Wachstumskurs

Deutschland ist nach den USA, Japan, Großbritannien und Frankreich mit Prämieneinnahmen von 179 Mrd. EUR (2010) weltweit der fünftgrößte Erstversicherungsmarkt. Neben branchenspezifischen Sonderfaktoren wie intensivem Wettbewerb und politischen Rahmenbedingungen haben die wirtschaftliche Lage vor allem der privaten Haushalte – auf die über 80 % der gesamten Versicherungsnachfrage entfallen – und das Kapitalmarktumfeld erheblichen Einfluss auf die **Entwicklung der Beitragseinnahmen**. 2010 ist das Beitragsaufkommen gegenüber dem Vorjahr um +4,3 % und damit nochmals stärker als im Vorjahr gewachsen (2009: +4,2 %, 2008: +1,0 %). Darin spiegelt sich die wirtschaftliche Erholung im letzten Jahr und – in noch stärkerem Maße – die robuste Verfassung der deutschen Versicherungswirtschaft in einem von hoher Unsicherheit geprägten Kapitalmarktumfeld wider. Darüber hinaus stellt die unverzichtbare gesamtwirtschaftliche Funktion der Versicherungswirtschaft bei der Abdeckung vielfältiger Risiken eine dauerhaft stabile Basis für die Versicherungsnachfrage dar. Längerfristig sprechen viele fundamentale Faktoren zudem für ein erhebliches Wachstumspotenzial der deutschen Versicherungswirtschaft. So bringen der demographische Wandel und neue Lebensformen erhebliche **Wachstumschancen** etwa im Bereich der Dienstleistungen (Assistance).

2010 ist das Kapitalanlagevolumen der deutschen Erstversicherer weiter gestiegen. Es belief sich Ende letzten Jahres auf knapp 1,2 Billionen EUR. Neben ihrer Funktion als Risikoträger sind die Erstversicherungsunternehmen damit auch eine der bedeutendsten **Kapitalsammelstellen** der deutschen Volkswirtschaft.

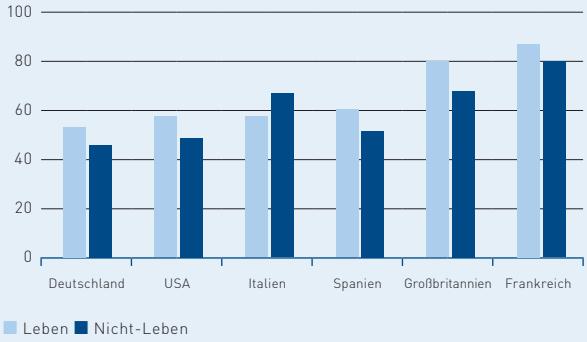
Am deutschen Erstversicherungsmarkt waren Ende 2009 371 **Versicherungsunternehmen** sowie 194 Pensions- und Sterbekassen zugelassen. Die Anzahl der

Stabile Beitragsentwicklung der Erstversicherer in Deutschland
Beiträge der Hauptsparten in Mrd. EUR



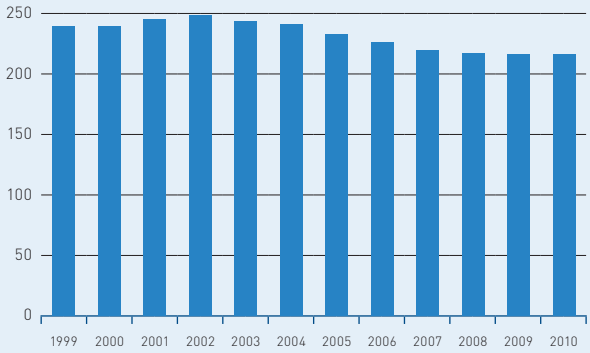
Quelle: GDV [1] Leben i.w.S.

Versicherungsmarkt Deutschland: weder fragmentiert noch konzentriert
Marktanteil der 10 größten Versicherungsgruppen in %, 2009



Quelle: AXCO

Versicherungswirtschaft wichtiger Arbeitgeber
Entwicklung der Beschäftigten in Tsd.



Quelle: AGV

geschäftstätigen Unternehmen hat sich damit zuletzt kaum noch verringert. Fusionen und Übernahmen haben aber in der Vergangenheit zu Veränderungen der Unternehmenslandschaft geführt. Der Konzentrationsgrad des deutschen Versicherungsmarktes liegt im internationalen Vergleich derzeit gleichwohl immer noch am unteren Rand. So ist der deutsche Versicherungsmarkt weder übermäßig konzentriert noch allzu fragmentiert.

Als **Arbeitgeber** bieten allein die deutschen Versicherungsunternehmen (Erst- und Rückversicherer zusammen) im Innendienst und im angestellten Außendienst etwa 216.000 Beschäftigten Arbeit; damit hat sich die Beschäftigungsentwicklung in den letzten Jahren stabilisiert. Nimmt man die selbständigen Versicherungsvermittler und -berater hinzu, so bot die Versicherungswirtschaft zuletzt rund 560.000 Erwerbstätigen Arbeit.

Rückversicherer: weltweit führend

Deutschland behauptet seine Rolle als global führender Rückversicherungsstandort: Von den weltweit fünf größten Rückversicherungsgruppen haben zwei ihren Hauptsitz in Deutschland, die übrigen sind mit bedeutenden Tochtergesellschaften vertreten. Insgesamt standen 2009 in Deutschland 38 Rückversicherungsunternehmen unter Aufsicht der BaFin, deren erzieltes Prämienvolumen von knapp 33 Mrd. EUR mehr als ein Viertel des Weltmarkts ausmacht.

3.1.2 Banken

Kernbranche der deutschen Wirtschaft

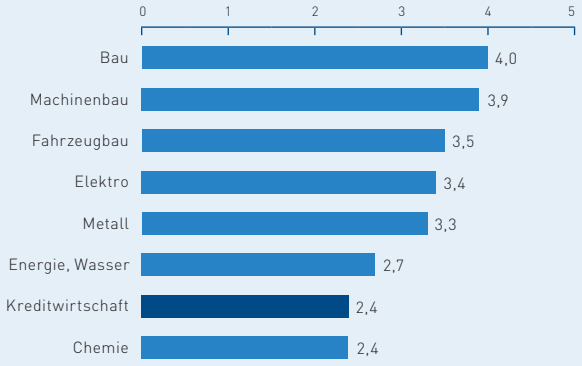
Der Anteil der Kreditwirtschaft an der gesamten Bruttowertschöpfung der deutschen Wirtschaft ist seit einem vorläufigen Höhepunkt im Jahr 2004 mit gut 3,5 % kontinuierlich zurückgegangen. Mit 2,4 % (Stand 2008) rangiert die Wirtschaftsleistung der Kreditinstitute aber immer noch im Vorderfeld und ist vom Umfang her mit der chemischen Industrie und der Energie- und Wasserversorgung vergleichbar. Auch als Arbeitgeber spielen die Banken eine wichtige Rolle in der deutschen Volkswirtschaft. Mit rund 663.000 Personen (Stand 2009) beschäftigt die Kreditwirtschaft knapp 2 % aller Erwerbstätigen in Deutschland.

Die Bedeutung der deutschen Kreditwirtschaft wird auch im europäischen Vergleich deutlich. Gemessen am absoluten Umfang der Einlagen und Kredite an Nicht-Banken sowie der Zahl der Beschäftigten ist der deutsche Bankensektor der größte in Europa. Kundeneinlagen von 3.013 Mrd EUR standen Ende des Jahres 2010 Kredite an Kunden von 2.962 Mrd EUR gegenüber. Die Bilanzsumme der deutschen Kreditinstitute von 8.305 Mrd EUR wurde 2010 nur von der britischen Bankenbilanzsumme (9.146 Mrd EUR) übertroffen.

Die gestiegene Bilanzsumme deutscher Banken ist allerdings eine Folge von Änderungen im Bilanzrecht. So sind in der von Bundesbank und EZB ausgewiesenen Summe von Dezember 2010 an Handelsbestandderivate enthalten.

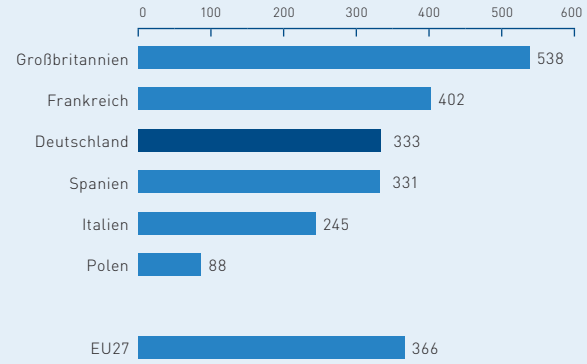
Wird dieser statistische Bruch herausgerechnet, dann ist die Bilanzsumme in den Jahren 2009 und 2010 gesunken. Dieser Abbau der Geschäftsvolumina, der u. a. die Erhöhung der Eigenkapitalquote im deutschen Bankensystem unterstützte, hatte aber nicht die – viel diskutierte, aber letztlich zu Unrecht befürchtete – Kreditklemme zur Folge. Der Bestand an Krediten an Nichtbanken (exklusive Kredite an den Staat) blieb im genannten Zeitraum nahezu stabil bei gut 2,5 Billionen EUR. Das ist angesichts des in der Rezession 2008/2009 deutlich gesunkenen Investitionsvolumens und folglich niedrigerer Kreditnachfrage ein bemerkenswertes Ergebnis! Der deutsche Bankensektor hat somit trotz der Krisenlasten seine volkswirtschaftliche Kernaufgabe sehr gut erfüllt.

Kreditwirtschaft einer der größten Wirtschaftszweige
Anteile an der Bruttowertschöpfung nach Sektoren in %, 2008



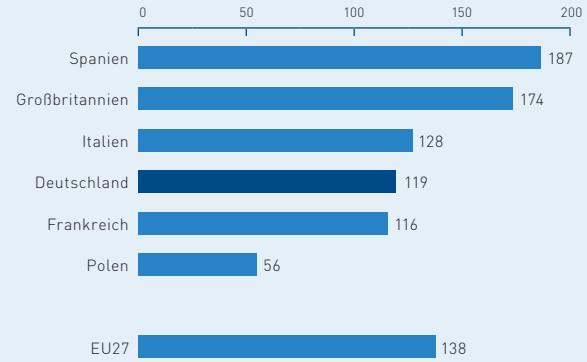
Quelle: Statistisches Bundesamt

Hohe Bedeutung der deutschen Kreditwirtschaft
Bilanzsumme der Banken in % des BIP, 2010



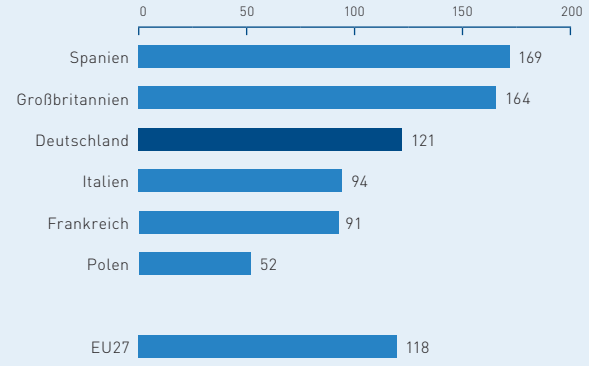
Quelle: EZB, Eurostat

Starkes Kreditgeschäft
Bestand der Bankkredite an Nicht-Banken in % des BIP, 2010*



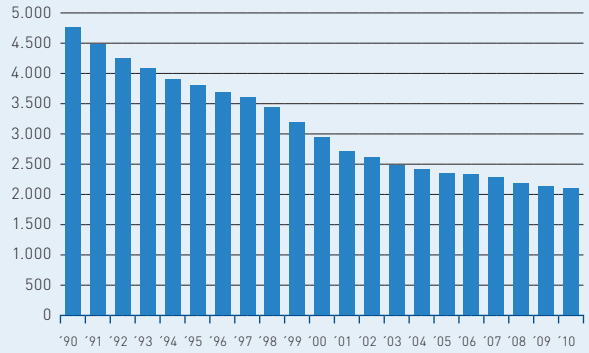
Quelle: EZB, Eurostat

...und starkes Einlagengeschäft
Einlagen von Nicht-Banken in % des BIP, 2010*



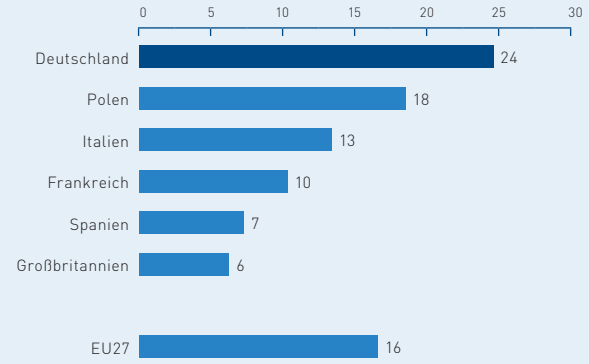
Quelle: EZB, Eurostat

Konsolidierung setzt sich fort
Anzahl der Kreditinstitute in Deutschland



Quelle: Deutsche Bundesbank

Dichte Versorgung
Zahl der Kreditinstitute pro 1 Mio. Einwohner, Februar 2011



Quelle: EZB, Eurostat

Das gesamte Leistungsspektrum deutscher Banken wird mit den Bilanzsummen der Banken im Inland nicht vollständig erfasst, da deutsche Banken ihre Kunden auch weltweit begleiten. Die insgesamt 151 Auslandsniederlassungen und -töchter deutscher Banken hielten Ende 2010 Aktiva im Wert von 2.134 Mrd EUR. Der allgemeine Trend zur Internationalisierung ist umgekehrt auch in Deutschland zu beobachten. Zweigstellen und Töchter ausländischer Banken hatten gemessen an der Bilanzsumme Ende 2010 einen Marktanteil von 11,8 %, was nach dem leichten Rückgang im Zuge der Krise ungefähr dem Niveau des Jahres 2006 entspricht.

Fortlaufende Strukturanpassung

Der Wettbewerbsdruck auf dem deutschen Bankenmarkt bleibt unverändert hoch. Die Kreditwirtschaft reagiert darauf mit fortlaufenden Strukturanpassungen. Die Anzahl der Institute ist in den letzten zwei Jahrzehnten kontinuierlich gesunken. Während 1990 noch 4.719 Banken in Deutschland zu verzeichnen waren, ist diese Zahl im Jahr 2010 auf 2.093 gesunken. Die Konsolidierung erfolgte ganz überwiegend durch Zusammenschlüsse. Als Folge des Rückgangs der Institutszahl und der Ausweitung der Geschäftsaktivitäten stieg die durchschnittliche Bilanzsumme[1] der Institute in diesem Zeitraum deutlich von 0,6 auf zuletzt 4 Mrd. EUR. Trotz des anhaltenden Trends hin zu größeren Geschäftseinheiten ist die Bankendichte in Deutschland mit 24 Kreditinstituten bezogen auf eine Million Einwohner im Vergleich zu den europäischen Flächenländern immer noch am höchsten. Die Verringerung der Geschäftsstellenanzahl in den vergangenen Jahren ist nicht nur eine Folge der Fusionen im Bankensektor. Auch die Nutzung neuer Vertriebswege – wie etwa des Telefon- und Internet-Bankings – hat dazu beigetragen, auch mit einem gestrafften Geschäftsstellennetz die Nachfrage der Bundesbürger nach Bankdienstleistungen umfassend abzudecken. Mit rund 40.300 Geschäftsstellen Ende 2010 ist in Deutschland dennoch eine sehr hohe flächendeckende Präsenz der Kreditwirtschaft gewährleistet. Der anhaltende Kostendruck wird allerdings auch in Zukunft die Hebung von Synergie-Potenzialen vorantreiben.

* Während die Angaben zu Krediten und Einlagen bei Euro-Mitgliedsländern auf den gesamten Euroraum abstellen, werden bei Nicht-Euroländern nur die Kredite an und die Einlagen von in den jeweiligen Ländern beheimateten Nicht-Banken berücksichtigt.
[1] Die der Marktanteilsberechnung zugrunde liegende Bilanzsumme entspricht der Bilanzsumme deutscher Banken inkl. Zweigstellen ausländischer Banken ergänzt um die Bilanzsumme der Auslandsbanken in Deutschland.

3.1.3 Asset Manager

Investmentfonds

Am Markt für Investmentfonds in Deutschland gibt es **vier große Fondsgesellschaften** (Marktanteile von jeweils über 10 %). Auf sie entfielen am 31. März 2011 **annähernd 71 % aller Gelder in Wertpapierpublikumsfonds** (ohne Immobilienfonds). Gegenüber dem Stand ein Jahr zuvor nahm der Marktanteil der vier führenden Anbieter um etwa eineinhalb Prozentpunkte ab.

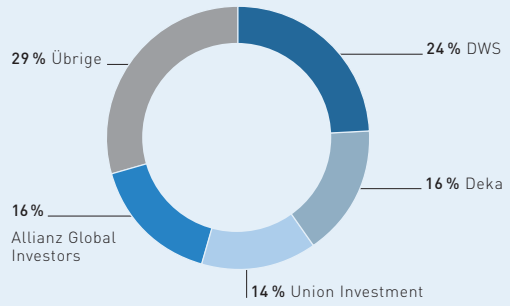
Ein Spezifikum des deutschen Investmentfondsmarktes sind die **Spezialfonds für institutionelle Kunden**. Sie spielen nur hierzulande eine Rolle und machen gut die Hälfte des gesamten Fondsvolumens aus. Trotz der konservativeren Anlagepolitik institutioneller Kunden hat sich das Fondsvermögen wie bei den Publikumsfonds vom Einbruch des Jahres 2008 erholt und konnte – auch dank kräftiger Zuflüsse – 2010 abermals ein neues Rekordniveau erreichen. Die größten institutionellen Investoren sind Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen, die zusammen über die Hälfte des Spezialfondsvermögens ausmachen.

Hedgefonds

Im März 2011 waren von der BaFin in Deutschland **14 Single-Hedgefonds und 7 Dach-Hedgefonds registriert**. Hinzu kamen 8 Investmentaktiengesellschaften mit insgesamt 19 Teilgesellschaftsvermögen.

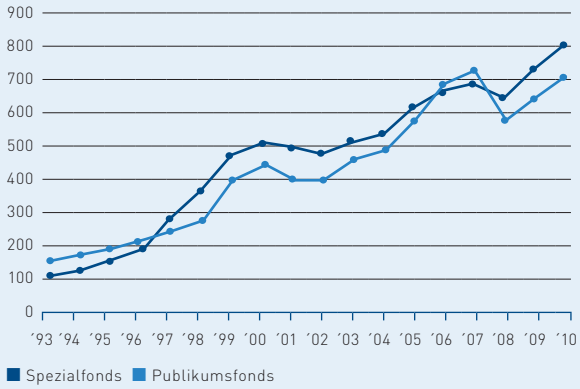
Über das von den deutschen Single- und Dach-Hedgefonds verwaltete Vermögen gibt es keine vollständigen Zahlen. Auf der Basis der für eine Teilmenge (ca. die Hälfte) der Hedgefonds vorliegenden Daten lässt sich jedoch ableiten, dass das Marktvolumen weiter geschrumpft ist und nunmehr bei deutlich unter einer Mrd. EUR liegen dürfte.

Hohe Konzentration
Marktanteile Wertpapierpublikumsfonds in Deutschland, 31. März 2011



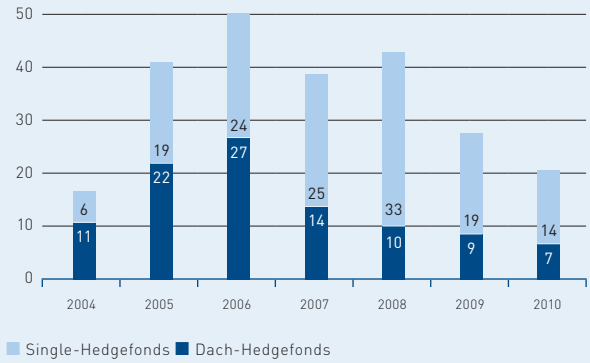
Quelle: BVI, DekaBank

Besonderheit Spezialfonds
Entwicklung Fondsvermögen in Deutschland in Mrd. EUR



Quelle: BVI, EFAMA, DekaBank

Rückgang
Zahl der Hedgefonds in Deutschland



Quelle: BAI

Auch die indirekte Anlage in Hedgefonds über Zertifikate setzte ihren langjährigen Abwärtstrend fort. Per Ende 2010 waren nach Angaben des Deutschen Derivate Verbands (DDV) nur noch rund 1 Mrd. EUR in Zertifikaten investiert, die Hedgefonds als Basiswert haben. Dies entspricht einem Rückgang von ca. einem Drittel innerhalb eines Jahres. Noch drastischer fällt der Vergleich zum Vorkrisenniveau aus: Das gegenwärtige Anlagevolumen in Hedgefonds-Zertifikaten beträgt gerade noch ca. ein Viertel dessen von Anfang 2007.

Der seit langem zu beobachtende Trend eines schrumpfenden deutschen Hedgefondsmarkts setzt sich damit fort. Dazu tragen neben den Nachwirkungen des schwierigen Marktumfelds in den Jahren 2008 und 2009 auch steigende administrative Kosten aus höheren regulatorischen Anforderungen sowie die im internationalen Vergleich traditionell geringe Fondsgröße in Deutschland bei. Hinzu kommt, dass alternative Anlagestrategien zunehmend in UCITS-III-kompatiblen Vehikeln umgesetzt werden, die leichter aufgelegt und vertrieben werden können als Hedgefonds.

Damit fällt der deutsche Hedgefonds-Markt im internationalen Vergleich weiter zurück. Global stieg das verwaltete Vermögen lt. Hedge Fund Research (HFR) auf etwa 1.900 Mrd. USD an – ein Zuwachs von knapp einem Fünftel gegenüber dem Vorjahr. Dieser Zuwachs ist in erster Linie auf Wertsteigerungen im vorhandenen Vermögen zurückzuführen; allerdings gab es 2010 nach zwei Jahren, die durch Netto-Mittelabflüsse gekennzeichnet waren, erstmals auch wieder einen Netto-Zufluss von Anlagegeldern in Höhe von ca. 55 Mrd. USD. Auch die Zahl der Hedgefonds stieg nach zwei rückläufigen Jahren auf ca. 9.200 wieder an, liegt damit aber immer noch gut 8 % unter dem vor der Krise erreichten Spitzenwert aus dem Jahr 2007.

Neben der Erholung der Märkte dürfte die Wiederaufnahme des Wachstumstrends bei Hedgefonds dabei auch durch die strengere Regulierung im Bankensektor begünstigt werden. Dies gilt sowohl direkt – Auslagerung von Handelsaktivitäten aus Banken aufgrund der „Volcker rule“ – als auch indirekt, d.h. durch die Begünstigung des Schattenbankensystems relativ zum stärker regulierten Bankensektor.

Die unmittelbare Regulierung der Hedgefonds-Branche in der EU hat mit der Verabschiedung der Alternative-Investment-Fund-Manager-Richtlinie (AIFM) im November 2010 einen vorläufigen Abschluss gefunden. Neben einer Registrierungspflicht sieht die AIFM Offenlegungspflichten gegenüber Investoren und Aufsichtsbehörden sowie Regeln für die Depotbanken, den Leveragegrad sowie die Bezahlung von Hedgefonds-Managern vor. Viele Details müssen aber noch im Rahmen von Durchführungsmaßnahmen festgelegt werden.

Die Schaffung eines europäischen Passes für Hedgefonds durch die AIFM ist als logisches Element des EU-Binnenmarkts zu begrüßen. Er wird den Standortwettbewerb innerhalb Europas aber noch verschärfen, während gleichzeitig das insgesamt sehr detaillierte Regelwerk der AIFM die Attraktivität der EU als Standort von Hedgefonds verringern dürfte.

3.2.1 Versicherungsmärkte

3.2.1.1 Lebensversicherung, Pensionskassen und -fonds

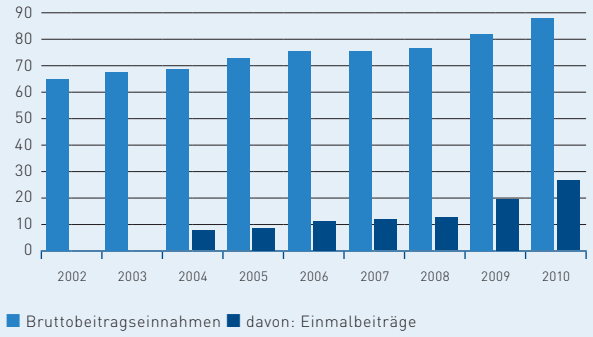
Kräftiges Wachstum

2010 konnten die Lebensversicherer wiederum ein deutliches **Beitragswachstum** verzeichnen. Die gebuchten Bruttobeitragseinnahmen der Lebensversicherung einschließlich der Pensionskassen und Pensionsfonds der Versicherungswirtschaft stiegen 2010 um 6,0 % auf 90,4 Mrd. EUR. Hierbei entfielen 87,2 Mrd. EUR auf die Lebensversicherung i. e. S., die damit einen Zuwachs von 7,1 % gegenüber 2009 verbuchen konnte. Allein 26,6 Mrd. EUR stammten dabei aus Einmalbeiträgen, denen in den letzten Jahren ein immer größeres Gewicht zukommt. Diese Anlage größerer Summen, z. B. aus ablaufenden Kapitallebensversicherungen oder Erbfällen, stellt auch einen Vertrauensbeweis der Kunden in die Stabilität der deutschen Versicherungswirtschaft dar.

In der Lebensversicherung i. e. S. wurden 2010 rund **6,13 Mio. Verträge** neu abgeschlossen. Erfreulich ist, dass gleichzeitig die Zahl der Vertragskündigungen weiter zurückging. Die Stornoquote lag 2010 bei nur noch 3,6 %. Insgesamt belief sich damit der Bestand an Versicherungsverträgen auf rund 91 Mio. Verträge.

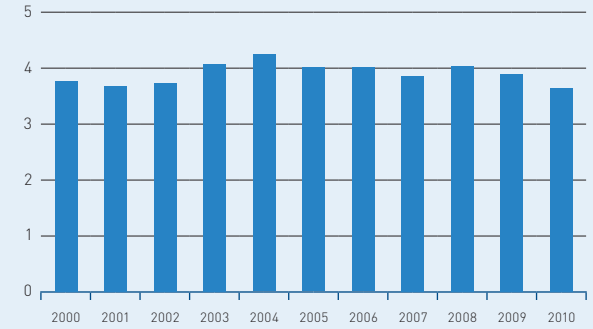
Der Trend zur eigenverantwortlichen Altersvorsorge spiegelt sich dabei vor allem in der steigenden Nachfrage nach Rentenversicherungen eindrucksvoll wider. Hier drückt sich der wachsende Grundbedarf an zusätzlicher Altersvorsorge aus; lang laufende Altersvorsorgeverträge bleiben ein zentrales Kernelement im Produktspektrum der Lebensversicherer. Auf Rentenverträge entfielen 2010 etwa 50 % der neu abgeschlossenen Verträge, gemessen am Beitrag waren es annähernd zwei Drittel. Teil dieser Nachfrage ist auch die positive Entwicklung im Bereich der Riester-Rente, auf die im Bestand mittlerweile über 10 Millionen Verträge entfallen.

Bruttobeitragseinnahmen in der Lebensversicherung i. e. S.:
Fortgesetztes Wachstum in Mrd. EUR



Quelle: GDV

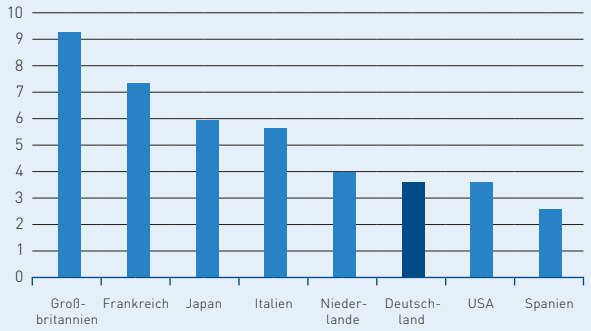
Rückläufige Stornoquote
Vorzeitiger Abgang (Anzahl) in % des mittleren Jahresbestandes



Quelle: GDV

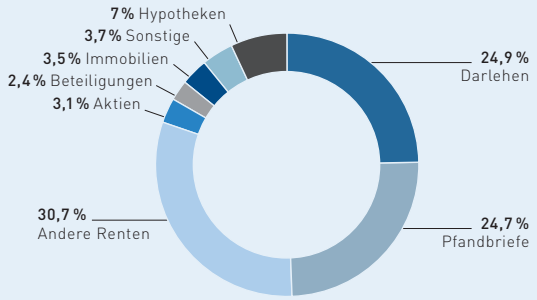
Betrachtet man die Versicherungsdurchdringung – Beiträge zur Lebensversicherung gemessen am Bruttoinlandsprodukt – liegt Deutschland allerdings im internationalen Vergleich nach wie vor im unteren Drittel. Längerfristig verfügt der deutsche Lebensversicherungsmarkt auch vor diesem Hintergrund über ein **erhebliches Wachstumspotenzial,** das noch lange nicht ausgeschöpft sein dürfte.

Deutsche Lebensversicherung mit großem Wachstumspotenzial
Versicherungsdurchdringung Beiträge/BIP in %, 2010



Quelle: Allianz

Bedeutender Anleger am Kapitalmarkt
Aufteilung der Kapitalanlagen, 2010



Quelle: GDV

Stabilität in schwierigem Umfeld

Auch 2010 konnten die Lebensversicherer i. e. S. erneut Leistungen in Höhe von 72,4 Mrd. EUR an ihre Kunden auszahlen. Basis dieser Leistungsstärke der Lebensversicherer ist dabei vor allem die stabile Entwicklung der Kapitalanlagen, die sich auch in einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld bewährt hat. Um die sehr langfristigen Leistungsversprechen in der Lebensversicherung erfüllen zu können, sind hohe Anforderungen an die Sicherheit, Rendite und Liquidität der Kapitalanlagen der Lebensversicherer gestellt. Ende 2010 belief sich der Kapitalanlagebestand der Lebensversicherer i. e. S. auf 731 Mrd. EUR.

Der ganz überwiegende Anteil der Kapitalanlagen – etwa 87 % – ist dabei in festverzinsliche Wertpapiere und Darlehen investiert.

Pensionskassen und Pensionsfonds

Ein hohes Gewicht kommt in der Lebensversicherung auch der **betrieblichen Altersversorgung zu.** 2010 entfielen auf die der Lebensversicherung zuzurechnenden Pensionskassen und Pensionsfonds Beitragseinnahmen in Höhe von 3,2 Mrd. EUR (-18 % gegenüber Vorjahr). Die nach den Reformen von 2002 anfangs sehr dynamische Entwicklung in der betrieblichen Altersversorgung hat sich zuletzt wieder abgeschwächt. An der Belebung des Marktes für Produkte zur betrieblichen Altersversorgung in Deutschland ab 2002 hatte die Versicherungswirtschaft aber maßgeblichen Anteil.

3.2.1 Versicherungsmärkte

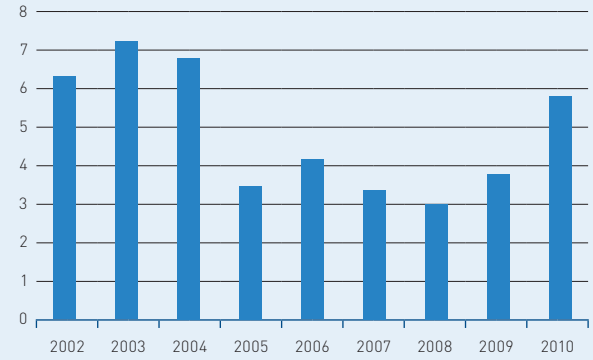
3.2.1.2 Private Krankenversicherung

Eine stetig wachsende Branche

Wie keine andere Branche wird die Entwicklung der Privaten Krankenversicherung von den **politischen Rahmenbedingungen** beeinflusst. 2010 war geprägt von der Diskussion um eine erneute **Gesundheitsreform**. Mit dem Gesetzliche-Krankenversicherung-Finanzierungsgesetz (GKV-FinG) sowie dem Arzneimittelmarktneuordnungsgesetz (AMNOG) wurden zwei zentrale Gesetzeswerke beschlossen, die zum 1. Januar 2011 in Kraft traten. Insbesondere das GKV-FinG hat dabei direkte Auswirkungen auf den Wettbewerb im Gesundheitsmarkt. Mit ihm soll der drohenden Finanzierungslücke der GKV entgegengewirkt werden, indem die Vergütungszuwächse bei den Leistungserbringern begrenzt werden; gleichzeitig wird der allgemeine GKV-Beitragssatz von 14,9 Prozent auf 15,5 Prozent angehoben. Darüber hinausgehende Ausgabensteigerungen müssen über einkommensunabhängige Zusatzprämien der GKV-Mitglieder gedeckt werden. Auf der anderen Seite wird der Wechsel von der GKV zur Privaten Krankenversicherung (PKV) erleichtert: Das mit der Gesundheitsreform 2007 eingeführte dreijährige Wartemoratorium entfiel zum 31. Dezember 2010. Damit können Arbeitnehmer sofort nach Ablauf des Kalenderjahres, in dem sie mit ihrem Arbeitsentgelt erstmals die Versicherungspflichtgrenze überschreiten, in die PKV wechseln. Insgesamt haben sich die gesundheitspolitischen Rahmenbedingungen für die PKV also wieder etwas verbessert.

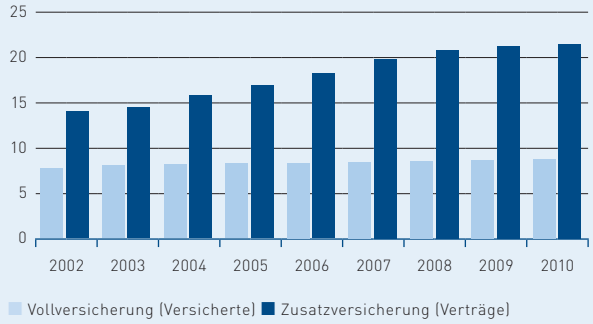
Auf die Entwicklung im abgelaufenen Jahr haben diese politischen Weichenstellungen allerdings noch keinen Einfluss. Der **Versichertenbestand in der Krankheitskostenvollversicherung** stieg 2010 nur um etwa 90.000 auf 8,9 Millionen Personen. Der Nettoneuzugang des Jahres 2009 wurde damit nicht mehr erreicht. Auch das Wachstum der Zusatzversicherungen hat sich weiter verlangsamt.

Wachsende Beiträge
Gebuchte Bruttobeiträge, Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: PKV

Wachstum in der Vollversicherung und bei den Zusatzversicherungen
Versicherte / Verträge in Mio.

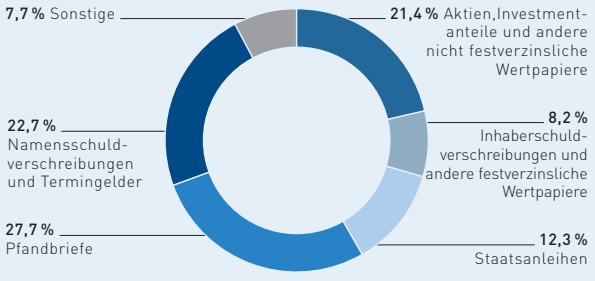


Quelle: PKV

Insgesamt sind die **Beitragseinnahmen** in der privaten Krankenversicherung 2010 um 5,8 % auf 33,3 Mrd. EUR gewachsen, davon entfielen 31,2 Mrd. EUR auf die Krankenversicherung (+6,1 %) und 2,1 Mrd. EUR auf die Pflegepflichtversicherung (+1,7). Der Anteil der Zusatzversicherungen am Beitragsvolumen betrug 6,4 Mrd. EUR. Zum Beitragswachstum in der PKV tragen neben dem Nettoneuzugang an Versicherten auch die aufgrund der weiter steigenden Gesundheitskosten notwendig werdenden Beitragsanhebungen im Bestand bei.

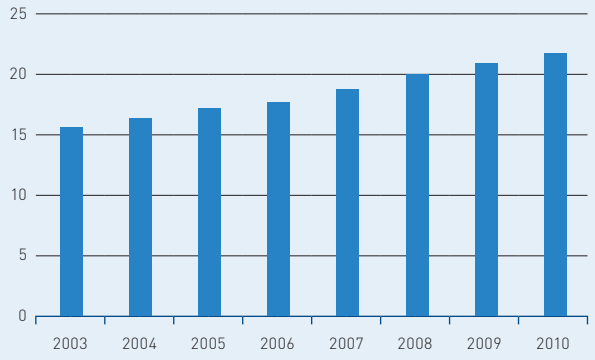
Die private Krankenversicherung finanziert sich außer aus Beitragseinnahmen durch Entnahmen

Bedeutender Anleger am Kapitalmarkt
Aufteilung der Kapitalanlagen, 2010



Quelle: BaFin

Stetige Zunahme der Versicherungsleistungen
Aufwendungen in Mrd. EUR



Quelle: PKV

aus den Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen, aber auch aus den Erträgen der Kapitalanlagen. Die Kapitalanlage hat hierbei vor allem die wichtige Funktion, Beitragserhöhungen der Versicherten aufgrund des im Alter steigenden Gesundheitsrisikos durch die Bildung von Alterungsrückstellungen zu vermeiden. Ende 2010 beliefen sich die Kapitalanlagen der PKV auf 176 Mrd. EUR.

Die ausgezahlten Versicherungsleistungen erreichten 2010 ein Volumen von 21,9 Mrd. EUR, wobei 21,2 Mrd. EUR auf die Krankenversicherung (+3,7 %) und 0,7 Mrd. EUR auf die Pflegeversicherung (+7,8 %) entfielen.

3.2.1 Versicherungsmärkte

3.2.1.3 Schaden- und Unfallversicherung

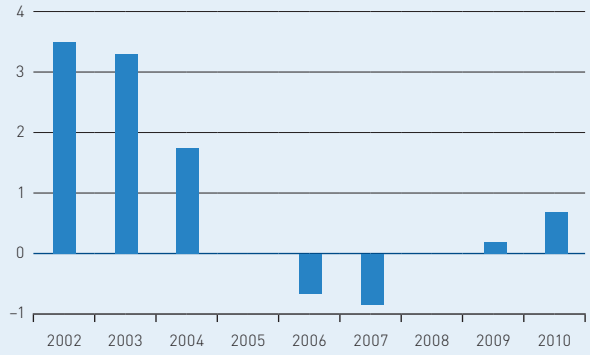
Rückkehr zum Wachstum

In weiten Teilen der Schaden- und Unfallversicherung herrscht seit Jahren ein sehr intensiver Preiswettbewerb. Ebenso setzen der teilweise erreichte hohe Grad der Marktdurchdringung dem Beitragswachstum Grenzen. Für viele Sparten und Zweige der Schaden- und Unfallversicherung ist zudem eine ausgeprägte Zyklizität der Geschäftsentwicklung charakteristisch. Dank des kräftigen Wirtschaftsaufschwungs konnten 2010 aber die **Beitragseinnahmen der deutschen Schaden- und Unfallversicherer** erstmals seit sechs Jahren wieder stärker zulegen: Sie kletterten um 0,7 % auf 55,1 Mrd. EUR. Zugleich sind allerdings auch die Schadenaufwendungen deutlich auf 43,2 Mrd. EUR (+3,1 %) gestiegen. Eine höhere Schadenbelastung gab es bisher nur im Jahr des Elbe-Hochwassers 2002.

Im Einzelnen betrachtet ist nach wie vor die **Kraftfahrtversicherung** die bedeutendste Sparte der Schaden- und Unfallversicherung. Auf sie entfiel 2010 ein Beitragsaufkommen von 20,2 Mrd. EUR und damit rund 37 % des gesamten Geschäftsvolumens der Schaden- und Unfallversicherung. Erstmals seit sechs Jahren konnte dieser Zweig mit +0,6 % wieder einen Prämienzuwachs verzeichnen. Auch die Schadenaufwendungen sind 2010 in der Kraftfahrtversicherung wieder gestiegen, um 2,8 % auf 20 Mrd. EUR.

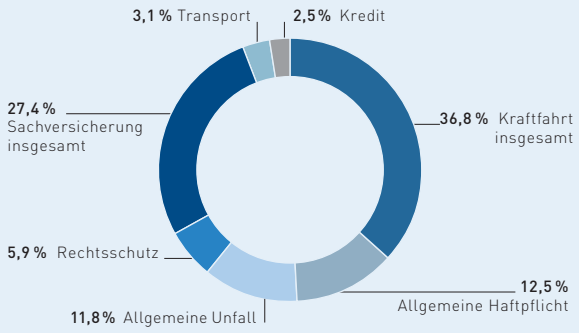
Noch stärker war der Anstieg der Leistungen in der **Sachversicherung** insgesamt – privat, gewerblich und industriell: Die Auswirkungen der Naturgefahren führten 2010 zu einem Plus von 11,1 % auf 11,3 Mrd. EUR; besonders war davon die Wohngebäudeversicherung betroffen. In dieser Sparte stiegen die Schadenaufwendungen sogar um 18 % auf 4,2 Mrd. EUR, wovon allein 1,6 Mrd. EUR auf Naturereignisse entfielen. Demgegenüber blieb der Prämienzuwachs mit 1,5 % relativ moderat (Beitragseinnahmen 2010: 15,2 Mrd. EUR).

Zyklizität des Wachstums
Bruttobeiträge, Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: GDV

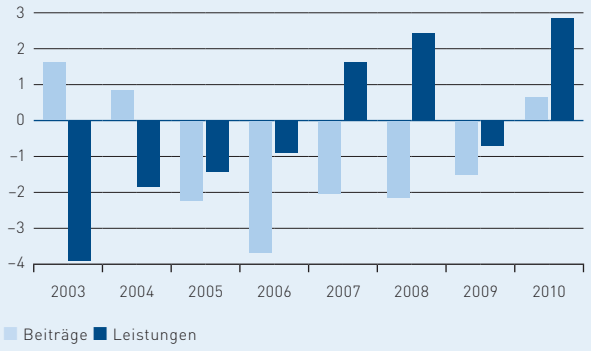
Große Bedeutung der Kraftfahrtversicherung
Brutto-Beitragsanteile, 2010



Quelle: GDV

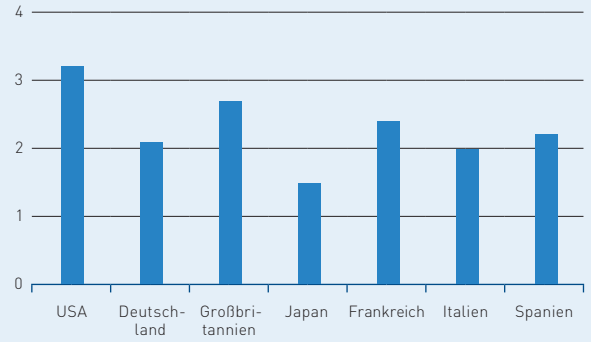
Während sich die Versicherungszweige Haftpflicht-, Unfall- und Rechtsschutzversicherungen auf der Prämienseite in etwa auf dem Niveau des Vorjahres bewegten, hinterließ die Finanz- und Wirtschaftskrise in der **Kreditversicherung** nochmals tiefe Spuren. Die Beitragseinnahmen stiegen im Zuge notwendiger Prämienanpassungen um 8 % auf etwa 1,5 Mrd. EUR. Zugleich gingen die Leistungen 2010 – nach dem

Prämienrückgang in der Kraftfahrtversicherung
Beiträge und Leistungen, Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %



Quelle: GDV

Deutscher Schaden- und Unfallversicherungsmarkt im internationalen Vergleich
Versicherungsdurchdringung in %, 2009



Quelle: AXCO

kräftigen Anstieg 2009 – wieder deutlich zurück: Mit 0,6 Mrd. EUR erreichten sie nur etwa 60 % des Vorjahreswertes.

Im internationalen Vergleich nimmt Deutschland in der Schaden- und Unfallversicherung bei einer Versicherungsdurchdringung – Beiträge in Prozent des BIP – von rund 2,1 % (2009) einen Platz im Mittelfeld ein. Mit einem Weltmarktanteil von über 6 % war Deutschland im abgelaufenen Jahr weltweit der drittgrößte Markt hinter den USA und Japan.

3.2.1 Versicherungsmärkte

3.2.1.4 Rückversicherung

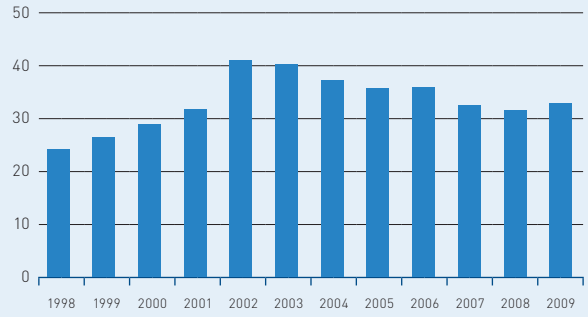
Deutschland als Rückversicherungsstandort Nr. 1

Die Geschäftstätigkeit von Rückversicherern bewegte sich 2010 in einem Umfeld, das immer komplexer wird und zudem eine steigende Anzahl von versicherungsrelevanten Großereignissen aufwies. Rückversicherung ist aufgrund des fundamentalen Prinzips der Risikoteilung sowie der Fokussierung auf Großrisiken ein internationales Geschäft. **Deutschland** spielt hier seit jeher eine herausragende Rolle und behauptete seine Stellung als **global führender Rückversicherungsstandort**: Von den weltweit fünf größten Rückversicherungsgruppen haben zwei ihren Hauptsitz in Deutschland, die übrigen sind mit bedeutenden Tochtergesellschaften vertreten. Insgesamt standen 2009 in Deutschland 38 Rückversicherungsunternehmen unter Aufsicht der BaFin. Zusammen erzielten sie ein Prämienvolumen von knapp 33 Mrd. EUR – mehr als ein Viertel des Weltmarkts. Erstmals seit Jahren gab es somit wieder einen leichten Anstieg des Prämienvolumens.

Die **Kapitalbasis der Rückversicherer** hatte sich bereits im Lauf des Jahres 2009 von den Folgen der internationalen Finanzkrise erholt und lag 2010 – auch dank hoher Kapitalanlagegewinne – sogar über dem Niveau vor der Krise.

Im Jahr 2010 führten mehrere **Großkatastrophen** zu erheblichen Schäden und einer außergewöhnlichen Zahl an Todesopfern. Neben einer hohen Anzahl von Wetterkatastrophen sowie Temperaturrekorden verursachte vor allem eine Anhäufung von Erdbeben einen großen Schaden. Zusammengerechnet beliefen sich die gesamtwirtschaftlichen Schäden von Naturkatastrophen auf rund 218 Mrd. USD, wovon etwa 43 Mrd. USD versichert waren. Vor allem die Erdbeben in Neuseeland und Chile sowie die Ölkatastrophe im Golf von Mexiko dominierten

Führender Rückversicherungsstandort
Verdiente Nettobeiträge der Rückversicherungsunternehmen in Deutschland in Mrd. EUR



Quelle: BaFin, Standard & Poor's Global Reinsurance Highlights 2010

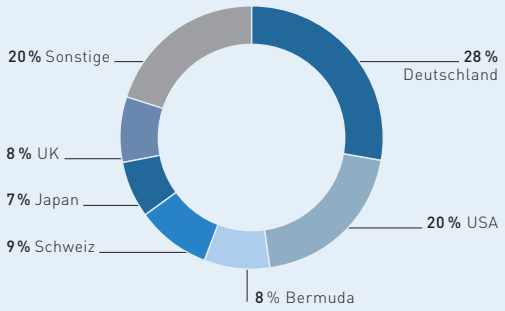
Globales Ranking Top 10 (nach gebuchten Nettoprämien)

Top 10 Rückversicherer 2009

1	Munich Re	D
2	Swiss Re	CH
3	Berkshire Hathaway Re	USA
4	Hannover Re	D
5	Lloyd's	UK
6	SCOR	FR
7	Reinsurance Group of America	USA
8	Transatlantic Holdings	USA
9	Partner Re	Bermuda
10	Everest Re	Bermuda

Quelle: Standard and Poor's Global Reinsurance Highlights 2010

Anteil der wichtigsten Standorte an den weltweiten Rückversicherungsprämien



Quelle: Standard & Poor's Global Reinsurance Highlights 2010

die Schadensbilanzen von Rückversicherern. Dies veranschaulicht, dass Naturkatastrophen weiterhin ein hohes Risikopotenzial bergen und eine der größten Herausforderungen für die Rückversicherung darstellen.

Die konsequente Weiterentwicklung des Risikomanagements während der letzten Jahre hat sich für die Rückversicherer nicht nur als Vorteil bei der Bewältigung der Finanzkrise erwiesen, sondern hat vor allem die Transparenz und Steuerungsmöglichkeiten bezüglich der eingegangenen Versicherungsrisiken deutlich erhöht. Auch die Erstversicherer als Kunden der Rückversicherungsbranche und somit letztlich Verbraucher, Industrie und Gewerbe als eigentliche Nachfrager nach Versicherungsschutz profitieren von diesem Zuwachs an Know-how.

Die Auswirkungen der in der Diskussion befindlichen Solvency-II-Vorschriften und neuen Buchhaltungsregeln auf die Kapitalanforderungen sind noch ungewiss. Dabei sind die Komplexität des Regelwerks und die Parameter zur Ermittlung des Geschäftsrisikos bedeutende Diskussionspunkte. Ein steigender Bedarf an Eigenkapital ist zu erwarten. Dennoch sind einheitliche Aufsichtsregeln innerhalb der EU sowie eine konsequente Ausrichtung der Aufsichtsregeln am Geschäftsmodell und den spezifischen Risiken der Assekuranz ein großer Fortschritt. Insgesamt ist die Einführung der neuen Solvency-II-Vorschriften für die Rückversicherungsbranche somit als positiv zu bewerten. Eine dauerhafte Stärkung des Standorts erfordert darüber hinaus jedoch auch Fortschritte bei der weltweiten Angleichung von Aufsichtsstandards sowie steuerlicher Rahmenbedingungen.

3.2.2 Kreditmärkte

Erholung der Kreditvergabedynamik

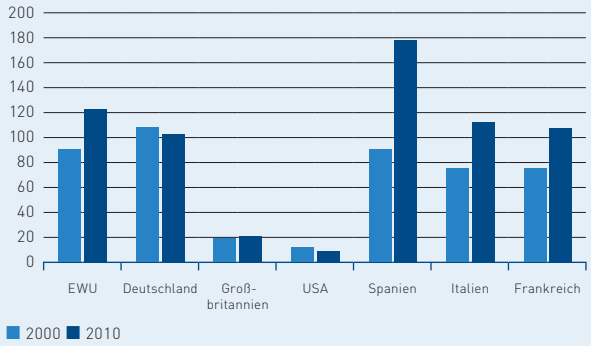
Vor dem Hintergrund des schwungvollen globalen Aufholprozesses setzte sich die Aufwärtsbewegung der wirtschaftlichen Aktivität im Euroraum, die Mitte 2009 begonnen hatte, im vergangenen Jahr fort. In Großbritannien verlief die konjunkturelle Erholung, die im Schlussquartal 2009 eingesetzt hatte, im Jahr 2010 recht unstetig. Die Unterschiede im Konjunkturverlauf schlugen sich auch in einer divergierenden Kreditdynamik nieder. Während die **Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euroraum im Jahr 2010 vergleichsweise stark** anstieg, ohne jedoch die Zuwächse der Jahre vor der Finanzkrise zu erreichen, ging sie in Großbritannien nochmals zurück. Die Kredite an öffentliche Haushalte wurden im Euroraum ähnlich stark wie im Jahr 2009 ausgeweitet und blieben damit erneut deutlich über ihrem langfristigen Durchschnittswert.

Die sektorale Entwicklung der Kreditvergabe im Euroraum stand im Einklang mit dem üblichen konjunkturellen Muster. Der im Jahr 2009 beobachtete drastische Rückgang der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen schwächte sich im vergangenen Jahr deutlich ab. Das Wachstum der Kredite an private Haushalte gewann nochmals an Dynamik. Auch Kredite an finanzielle Unternehmen wurden erneut deutlich stärker ausgeweitet als im Vorjahr. Die Kreditentwicklung in Großbritannien war dagegen von einem beträchtlichen Abbau der Kredite an private Haushalte geprägt, der von einem verlangsamten Rückgang der Unternehmenskredite gegenüber dem Jahr 2009 begleitet wurde.

Erneut heterogene Kreditentwicklung innerhalb des Euroraums

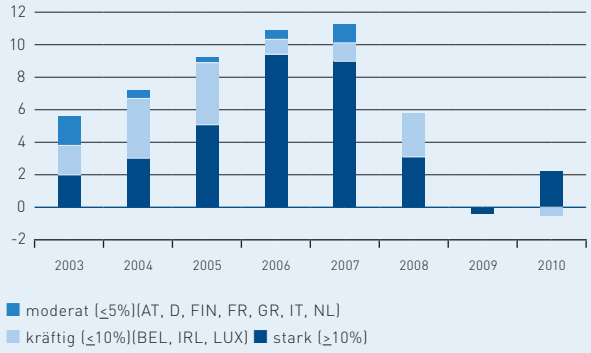
Nach dem starken Rückgang der Kreditvergabe an den Nichtbankensektor im Euroraum im Jahr 2009 wurden im vergangenen Jahr wieder vermehrt Kredite vergeben, wenn auch deutlich weniger als im Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Die Wachstumsdynamik resultierte vor allem aus einer **kräftigen Zunahme von Buchkrediten an den privaten Sektor**. Dabei dominierte die dynamische Entwicklung in Frankreich, Italien und den Niederlanden die eher durch Stagnation geprägte Entwicklung in den anderen Ländern des Euroraums, was auf günstigere Finanzierungsbedingungen in diesen drei Ländern zurückzuführen war. **Für die erneut kräftige Kreditvergabe an öffentliche Schuldner** waren dagegen hauptsächlich **Sondereffekte verantwortlich**. Der Großteil des Zuwachses der Buchkredite an diesen Sektor resultierte aus der Übertragung von Krediten auf öffentliche Abwicklungsanstalten in Deutschland und Irland. Spiegelbildlich reduzierten sich die Buchkredite an den privaten Sektor in beiden Ländern. Das Wachstum der verbrieften Ausleihungen an öffentliche Schuldner im Euroraum wurde insbesondere durch kräftige Emissionen in Deutschland und Italien getragen, während im Vergleich dazu die übrigen Länder ihre verbrieften Kredite entweder betragsmäßig deutlich geringer aus-

Bankkredite als wichtige Finanzierungsquelle in Deutschland
Buchkredite an Privatsektor in % des BIP



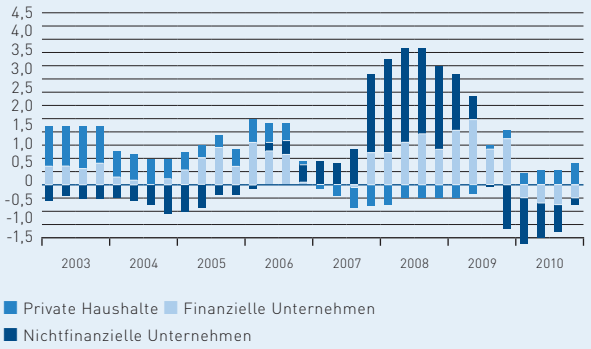
Quelle: Deutsche Bundesbank

Unterschiedliche Dynamik
Wachstum der privaten Buchkredite im Euroraum in % und Beiträge ausgewählter EWU-Länder nach Ländergruppen



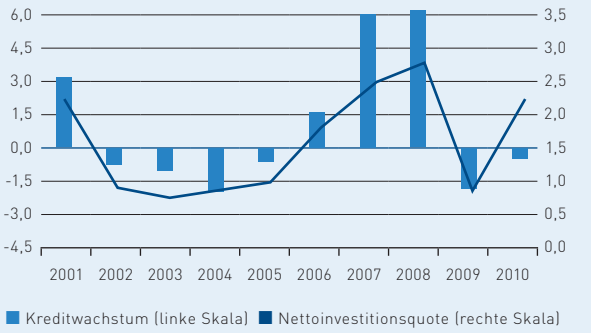
Quelle: Deutsche Bundesbank

Beschleunigtes Wachstum
Wachstum der privaten Buchkredite in Deutschland in % und Beiträge einzelner Sektoren hierzu



Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutschland-Nettoinvestitionsquote
Wachstum der Buchkredite und nichtfinanzielle Unternehmen in % (linke Skala) und Nettoinvestitionsquote in Deutschland in % (rechte Skala)



Quelle: Deutsche Bundesbank

weiteten (wenn auch im gleichen Ausmaß wie im Jahr 2009) oder abbauten (Belgien, Frankreich, Irland, Luxemburg und Spanien).

Erholung des Kreditwachstums in Deutschland

Nachdem sich die Mittelbereitstellung der deutschen Banken an den privaten Sektor im Jahr 2009 bereits schwach entwickelt hatte, ging sie im vergangenen Jahr leicht zurück. Dieser Rückgang wurde maßgeblich durch den Abbau verbriefter Kredite hervorgerufen. Im Gegensatz dazu stagnierte die Buchkreditvergabe annähernd, da dem **spürbaren Anstieg der Ausleihungen an private Haushalte ein – allerdings deutlich abgeschwächter – Abbau der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen** sowie ein kräftiger Abbau insbesondere der kurzfristigen Kredite an finanzielle Unternehmen gegenüberstanden, bei denen es sich letztlich um indirekte Interbankenkredite handelt, die über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt werden. Auch wenn private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen ebenfalls ihre kurzfristigen Buchkredite abbauten, so war dieser Abbau deutlich abgeschwächt im Vergleich zum Vorjahr und wurde von einer kräftigen Ausweitung langfristiger Buchkredite begleitet. Der sich deutlich abschwächende Abbau der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen und das dynamische Wachstum der Kredite an private Haushalte standen auch in Deutschland im Einklang mit dem üblichen konjunkturellen Muster. Die Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor dürfte damit ihren unteren Wendepunkt passiert haben und sich mit zunehmender konjunktureller Erholung weiter stabilisieren.

Kreditangebotsbedingungen zeigen Wende im Kreditzyklus

Entsprechend den Umfrageergebnissen des Bank Lending Survey (BLS) kamen die im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise recht ausgeprägten Verschärfungen der Kreditstandards im Geschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen im zweiten Quartal 2010 endgültig zum Stillstand. In der zweiten Jahreshälfte wurden per saldo sogar **erste Lockerungen** ausgewiesen. Ursächlich für die Wende war den Banken zufolge ihre gute Liquiditätsausstattung sowie die deutlich aufgehellte Risikoeinschätzung. Nur große Unternehmen konnten bis zuletzt nicht von einer Lockerung der Kreditvergaberichtlinien profitieren. Die Maßstäbe für die Mittelvergabe an private Haushalte zu Wohnungsbauzwecken entwickelten sich analog zum Firmenkundengeschäft, während die Institute bis zuletzt ihre Richtlinien für Konsumentenkredite etwas verschärften.

Damit zeigte sich die Kreditangebotspolitik in Deutschland **expansiver als im Euroraum** als Ganzem, in dem die Entwicklung der Kreditvergaberichtlinien stärker durch die Staatsschuldenkrise geprägt war.

3.2.3 Einlagenmärkte

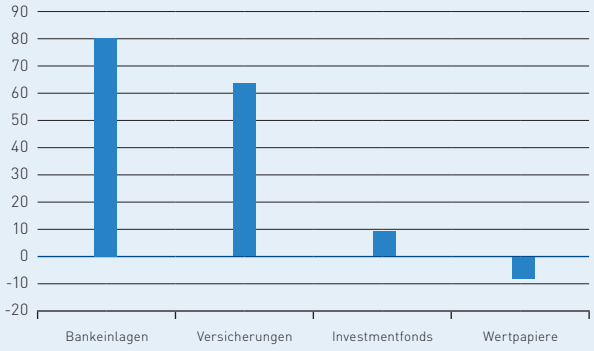
Normalisierung des Wachstums der Bankeinlagen

Die privaten Haushalte bildeten im Jahre 2010 neues Geldvermögen in Höhe von fast 154 Mrd. EUR. Dies waren fast 5 % mehr als im Vorjahr. Die Verteilung dieser Mittel konzentrierte sich auf zwei Anlageformen. 63,1 Mrd. EUR wurden bei Versicherungen angelegt. In Bankeinlagen flossen 80,2 Mrd. EUR oder mehr als 50 % der laufenden Ersparnis der Bundesbürger. Dies liegt deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. In Wertpapiere und Investmentfonds wurde dagegen per saldo 2010 gar nicht investiert.

Der Anteil der Bankeinlagen an den gesamten Geldvermögensbeständen der privaten Haushalte schwankte in den letzten zehn Jahren zwischen 35 und 40 %, nachdem er in der vorangegangenen Dekade im Trend deutlich gefallen war. Verantwortlich für die anteilsmäßigen Schwankungen in den letzten Jahren waren zwei Faktoren. Zum einen fließen Wertpapiere oder Investmentanteile zu Kurswerten in die Vermögensrechnung ein, sodass Kurssteigerungen z. B. an den Aktienmärkten den Anteil der Bankeinlagen für sich genommen drücken et vice versa. Zum anderen zeigen die Bankeinlagen der privaten Haushalte ein deutliches Reaktionsmuster im Hinblick auf die Entwicklung der ökonomischen Rahmenbedingungen. In Krisenzeiten werden sie regelmäßig besonders stark aufgestockt, wie z. B. im Rezessionsjahr 2002. Der bisherige Rekord wurde im Jahre 2008 im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise markiert.

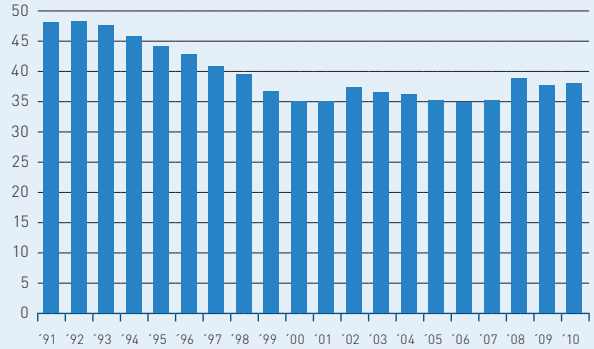
Die gesamten Einlagen inländischer Nichtbanken bei deutschen Kreditinstituten erreichten Ende 2010 ein Volumen von ca. 2.937 Mrd. EUR. Dies entsprach knapp 118 % des Bruttoinlandsprodukts. Der Zuwachs um 3,8 % gegenüber dem Vorjahr fiel dabei im langjährigen Vergleich eher durchschnittlich aus. Jedoch verbargen sich dahinter sehr differenzierte Entwicklungen hinsichtlich der verschiedenen Anlegergruppen und Einlageformen.

Bankeinlagen und Versicherungen stark gefragt
Geldvermögensbildung in 2010 in Mrd. EUR



Quelle: Deutsche Bundesbank, Postbank

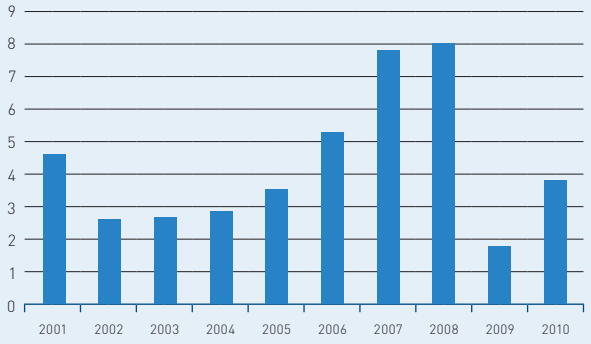
Stabiler Faktor im Portfolio der Privatanleger
Anteil der Bankeinlagen in % am privaten Geldvermögen



Quelle: Deutsche Bundesbank, Postbank

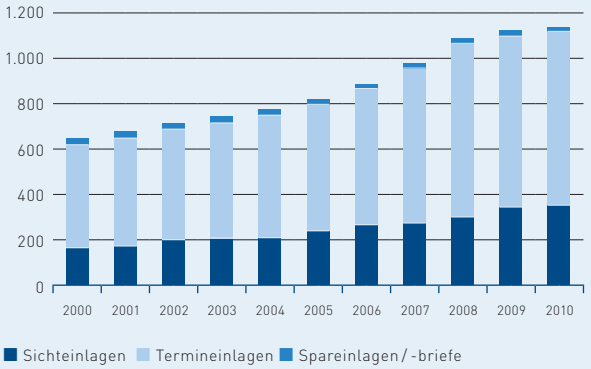
Die inländischen Unternehmen stockten ihre Bankeinlagen 2010 lediglich um 1,7 % auf. Dies war der schwächste Wert seit dem Jahre 1980. Eine der wesentlichen Ursachen hierfür dürfte die kräftige Steigerung der Ausrüstungsinvestitionen gewesen sein. Hierzu haben die Unternehmen wohl in zunehmendem Maße auf Liquiditätsreserven zurückgegriffen, während gleichzeitig die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten zurückgeführt wurden. Allerdings hatten die Unternehmen

Einlagenwachstum hat sich normalisiert
Wachstum der Bankeinlagen in % gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Deutsche Bundesbank, Postbank

Unternehmen bevorzugen Termineinlagen
Einlagen von Unternehmen in Mrd. EUR



Quelle: Deutsche Bundesbank, Postbank

ihre Einlagen in den Jahren 2005 bis 2008 auch ausgesprochen kräftig gesteigert, sodass die jüngste Abschwächung des Zuwachses eher als Normalisierung innerhalb des mittelfristigen Trends zu sehen ist. Die mit Abstand wichtigste Einlageform der Unternehmen blieben Termingelder mit einem Anteil von 67 %. Eine deutliche Steigerung um 18,7 % war bei den Einlagen von öffentlichen Haushalten (Bund, Länder, Kommunen und Sozialversicherungen) zu verzeichnen. Hierin dürfte sich die gute Konjunktur niedergeschlagen haben, in deren Folge sich die Kassenlage der öffentlichen Haushalte besser dargestellt hat als erwartet.

Etwas stärker als im Vorjahr wuchsen 2010 die Einlagen von Privatpersonen. Sie nahmen um 4,0 % zu. Die verschiedenen Einlageformen entwickelten sich dabei sehr unterschiedlich, was vor allem auf das extrem niedrige Zinsniveau zurückzuführen war. Rückläufig waren wie schon im Vorjahr die Termineinlagen. Sie wurden um 6,6 % abgebaut. Der Rückgang betraf aber ausschließlich die Termineinlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren, deren Verzinsung sich stark an den Geldmarktsätzen orientiert. Hier lag das Minus bei 23,8 %. Dagegen wurden die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren sogar aufgestockt. Dies war nicht zuletzt einem kräftigen Wachstum der zu den längerfristigen Termingeldern zählenden Bauspareinlagen zu verdanken. Im Vergleich zum Vorjahr schwächte sich der Abschmelzungsprozess bei den Termineinlagen jedoch schon aufgrund des inzwischen sehr niedrigen Niveaus deutlich ab. Das Potenzial für Umschichtungen in andere Einlageformen war deshalb wesentlich geringer. Dies schlug sich in den Spareinlagen nieder, deren Wachstum sich auf 3,8 % abschwächte. Auf der Gewinnerseite standen dagegen mit einem Zuwachs um fast 10 % erneut die Sichteinlagen. Sie profitierten weiterhin von den geringen Opportunitätskosten der Liquiditätshaltung.

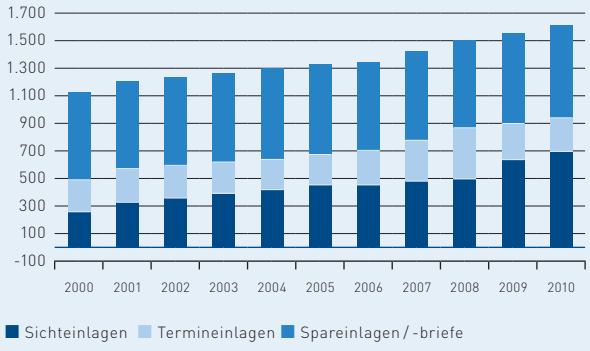
Moderates Wachstum 2011

2011 dürften sich die inländischen Bankeinlagen insgesamt verhalten entwickeln. Die privaten Haushalte verfügen derzeit über sehr hohe Bestände an liquiden Mitteln. Ihre Neigung, diese weiter aufzustocken, dürfte deshalb nachlassen. Dies sollte sich in einem nur noch moderaten Anstieg der Sicht- und Spareinlagen niederschlagen. Für die Termineinlagen bessert sich jedoch das Umfeld. Die Europäische Zentralbank hat ihren Leitzins im April 2011 erstmals wieder angehoben und dürfte im Jahresverlauf 2011 weitere Schritte folgen lassen. Dadurch sollten die Geldmarktzinsen und in der Folge auch die Verzinsung kürzerfristiger Termingelder steigen. Die Erhöhung des Zinsniveaus auf niedrigem Niveau dürfte zwar noch nicht ausreichen, um einen spürbaren Zufluss zu generieren. Der Rückgang der Termineinlagen von Privatpersonen wird 2011 aber voraussichtlich gestoppt. Ertragslage und Liqui-

ditätszuflüsse der Unternehmen sollten sich 2011 weiter verbessern. Im Gegenzug dürften sie aber auch ihre Ausrüstungsinvestitionen nochmals markant ausweiten. Vor dem Hintergrund der immer noch niedrigen Einlagezinsen werden sie dabei wohl weiterhin dazu neigen, Betriebsmittel und Investitionen in einem vergleichsweise hohen Maße aus verfügbaren eigenen Mitteln zu finanzieren. Per saldo dürfte dies zu einem eher mäßigen Zuwachs der Unternehmenseinlagen führen. Die öffentlichen Haushalte dürften ihre Bankeinlagen 2011 zurückführen. Angesichts der immer noch unbefriedigenden Finanzlage sollten sie die voraussichtlich kräftig steigenden Einnahmen sowie einen Teil der verfügbaren Liquiditätsreserven nutzen, um die Defizite oder die Verschuldung zu senken.

Haushalte setzen auf Sicht- und Spareinlagen

Einlagen von Privatpersonen in Mrd. EUR



Quelle: Deutsche Bundesbank, Postbank

3.2.4 Zahlungsverkehr

Zahlungsverkehr im Wandel

Deutschland ist, gemessen an der Anzahl aller bargeldlosen Transaktionen, der bedeutendste Zahlungsverkehrsmarkt in der Europäischen Union. Bei der Anzahl der Lastschriften belegt Deutschland den Spitzenplatz.

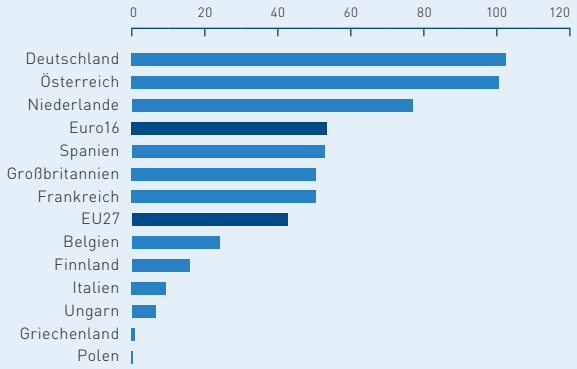
Auch Überweisungen werden stärker als im europäischen Durchschnitt getätigt.

Schwächer ausgeprägt ist hingegen der Einsatz von Debit- und Kreditkarten, der sich jedoch im Vergleich zum Vorjahr um ca. 5,8 % erhöht hat. Schecks spielen nur noch eine untergeordnete Rolle.

In Deutschland unterhalten Bankkunden knapp 95 Millionen Konten bei Kreditinstituten. Ein erneuter Anstieg ist bei Onlinekonten zu verzeichnen. Von den 95 Millionen Konten werden laut Bundesbank ca. 42 Millionen online geführt. Dementsprechend stieg das Volumen von Online-Überweisungen auf ca. ein Drittel, gemessen am gesamten Überweisungsvolumen.

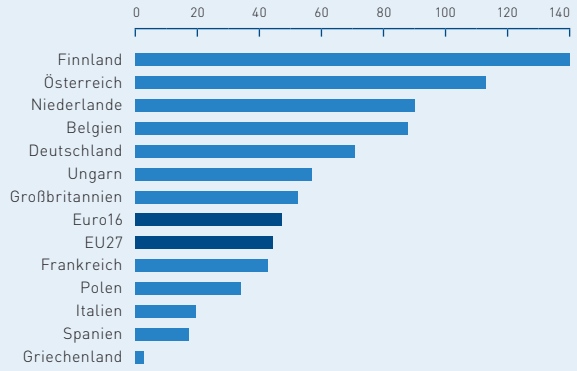
Seit 2008 können Bankkunden zusätzlich zu den heutigen Zahlungsverfahren einheitliche europäische Verfahren für Überweisungen und Kartenzahlungen nutzen. Im November 2009 wurde erstmals auch ein einheitliches europäisches Lastschriftverfahren eingeführt. Die Verfahren der Single Euro Payments Area (SEPA) bieten Bankkunden die Möglichkeit, mit EU-weit einheitlichen Zah-

Lastschriften pro Einwohner im Jahre 2009 in ausgewählten Ländern



Quelle: Europäische Zentralbank, Blue Book

Überweisungen pro Einwohner im Jahre 2009 in ausgewählten Ländern



Quelle: Europäische Zentralbank, Blue Book

lungsverkehrsinstrumenten bargeldlose Zahlungen von einem einzigen Konto innerhalb Europas vorzunehmen. Die Nutzung der neuen Verfahren ist bisher gering. So wird laut Europäischer Zentralbank die SEPA-Überweisung derzeit bei 14,7 % der Überweisungen sowie die SEPA-Lastschrift zu 0,07 % genutzt. Nach Ansicht der Europäischen Kommission würde die Realisierung eines einheitlichen Zahlungsverkehrsraumes bei Weiterführung der bisherigen Zuwachszahlen noch 30 Jahre dauern. Der im Dezember 2010 von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vorschlag für eine EU-Verordnung zur Festlegung der technischen Vorschriften für Überweisungen und Lastschriften in Euro schlägt daher vor, dass nationale Überweisungen ein Jahr und nationale Lastschriften zwei Jahre nach Verabschiedung des EU-Verordnungsvorschlages zugunsten einheitlicher europäischer Zahlungsverfahren abgeschafft werden sollen.

Ungeklärt ist in Deutschland noch die Frage der Nutzung bestehender Einzugsermächtigungen im SEPA-Lastschriftverfahren. Die Kreditwirtschaft arbeitet mit Hochdruck an einer praktikablen Lösung, sodass Millionen von Zahlern nicht erneut wegen der Einholung neuer Mandate für das SEPA-Lastschriftverfahren angeschrieben werden müssen. Rechtssicherheit kann jedoch nur durch eine zusätzliche gesetzliche Hilfestellung erreicht werden, durch die alle bestehenden Einzugsermächtigungen auch für den Einzug von SEPA-Lastschriften gelten.

3.2.5 Aktienmärkte

Markterholung

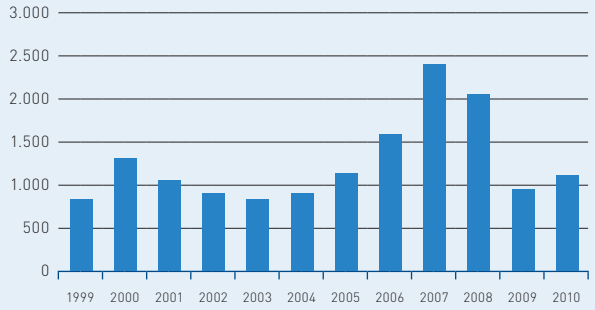
Die deutschen Aktienmärkte standen 2010 im Zeichen der **konjunkturellen Erholung**. So konnte der DAX um ca. 16 % an Wert gewinnen. Diese erfreuliche Entwicklung führte zu einem Anstieg des **Orderbuchumsatzes** in inländischen Aktien an den deutschen Börsen um ca. 16 % auf 1,1 Billionen EUR. Davon entfielen durchschnittlich 98 % auf das elektronische Handelssystem Xetra und das Parkett der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB).

Die **Zahl der Transaktionen** auf Xetra nahm im Jahr 2010 um 13 % auf insgesamt 189 Mio. zu. Der durchschnittliche Wert einer Transaktion stieg auf 13.953 EUR (2009: 13.285 EUR).

Die **multilateralen Handelssysteme** wie Chi-X, Turquoise oder BATS Europe, die im Gefolge der EU-Finanzmarktrichtlinie MiFID entstanden sind, verzeichneten einen leichten Verlust ihres Marktanteils in deutschen Aktien und erreichten zum Jahresende 2010 nur noch einen **Marktanteil** von 22 % (Ende 2009: ca. 24 %). Auf diesen Plattformen wurden letztes Jahr ca. 364.648 Mrd. EUR gehandelt. Der Handelsumsatz beschränkte sich fast ausschließlich auf die 30 Werte des DAX-Index.

Im Handel mit **Exchange Traded Funds (ETFs)** nahm die Deutsche Börse mit einem Marktanteil von 37 % wieder die Spitzenposition unter den europäischen Handelsplätzen ein – dank der großen Auswahl von 759 ETFs per Ende des Jahres und einem durchschnittlichen monatlichen **Handelsvolumen** von rund 13 Mrd. EUR. Hinzu gekommen sind im letzten Jahr unter anderem ETFs im Aktienbereich, die Emerging Markets wie Chile, Indonesien und Mexiko abbilden, sowie im Rentenbereich auf hochverzinsliche Unternehmensanleihen.

Anstieg der Börsenumsätze
Orderbuchumsatz in inländischen Aktien, in Mrd. EUR (alle deutschen Börsen)



Quelle: Deutsche Börse AG

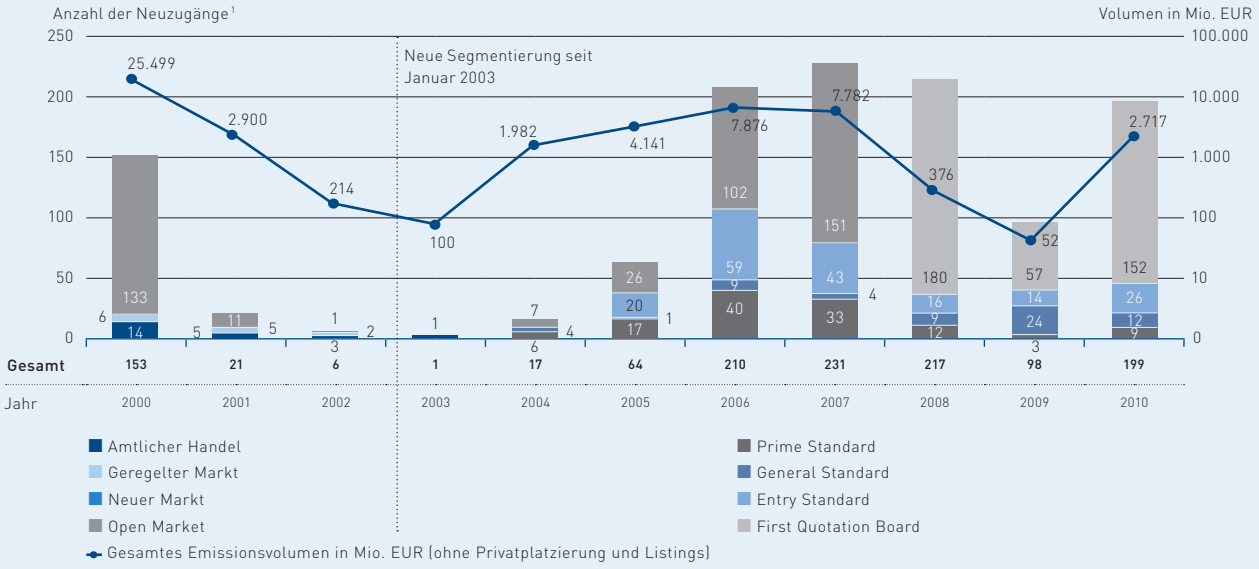
Marktumfeld für Listings verbessert sich

Im Jahr 2010 gab es aufgund der wirtschaftlichen Erholung **199 Neuzugänge** in allen Marktsegmenten der Deutschen Börse (Jahr 2009: 98). Im Detail: 9 Unternehmen entschieden sich für den **Prime Standard** (2009: 3), 12 für den **General Standard** (2009: 24) und 26 Gesellschaften für den **Entry Standard** (2009: 14). Am gefragtesten war 2010 mit 152 Neuzugängen das im Oktober 2008 eingeführte **First Quotation Board**; die Zahl lag weit über dem Wert des Vorjahrs von 57 Neuzugängen. Wieder nutzten mehrheitlich **ausländische Unternehmen** (73 %) die Listingplattform im Rahmen ihrer Erstnotiz bzw. ihres Börsengangs. Insgesamt platzierten 16 Unternehmen Aktien im Rahmen eines öffentlichen Angebots (Initial Public Offering, IPO). Die Unternehmen sammelten über die Deutsche Börse insgesamt Kapital in Höhe von 2,7 Mrd. EUR ein (2009: 0,52 Mrd. EUR).

Innovationen und Konzepte für die Zukunft

Xetra International Market (XIM), ein relativ junges Handelssegment für europäische Bluechips, ermöglicht auf Basis der bewährten Xetra-Infrastruktur günstigen Handel, Clearing und Abwicklung von rund **800 europäischen Bluechips** aus vierzehn europäischen

Zunahme der Listings
Entwicklung des Primärmarktes der FWB 2000 – 2010



Quelle: Deutsche Börse AG [1]inklusive Transfers

Ländern. Die auf XIM abgeschlossenen Geschäfte werden über Eurex Clearing effizient verrechnet und im jeweiligen Heimatmarkt kostengünstig abgewickelt.

Tradegate Exchange ist eine auf die Bedürfnisse von Privatanlegern ausgerichtete Wertpapierbörse. Sie bietet Anlegern kompetitive verbindliche Kauf- und Verkaufskurse, sofortige und vollständige Ausführung der Aufträge, kostenlose Echtzeit-Daten, Ordertypen mit marktabhängiger, intelligenter Steuerung und lange Handelszeiten von 8 bis 22 Uhr. Die Tradegate Exchange erzielte im Jahr 2010 mit über 3,2 Mio. Geschäften ein Rekordergebnis (+33 % ggü. Vorjahr). Das Handelsvolumen in Aktien lag bei ca. 17 Mrd. EUR – ein Plus von 62 %.

Das Wachstum setzte sich auch im ersten Quartal 2011 fort: Das Handelsvolumen stieg im Vergleich zum Vorjahr um 118 %. Mit ca. 42 % Marktanteil nach abgeschlossenen Geschäften überholte Tradegate Exchange erstmals den Parketthandel der Frankfurter Wertpapierbörse und war damit im März 2011 erstmals Marktführer unter den deutschen Privatanlegerbörsen.

Mit dem Informationsportal für nachhaltige Wertpapiere (INW) baut die Deutsche Börse ihr Engagement im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen weiter aus. Privatanleger und institutionelle Investoren sind mithilfe des INW in der Lage, nachhaltige Anlagestrategien erfolgreich umzusetzen und sich über die nachhaltige Rendite eines Wertpapiers zu informieren. Zu diesem Zweck führt das INW an der Börse Frankfurt und auf Xetra handelbare nachhaltige Produkte (Aktien, ETFs, Investmentfonds und Zertifikate) auf einem Informationsportal zusammen. Dessen wesentliches Leistungsmerkmal ist dabei die Möglichkeit, Aktien anhand von ESG-Leistungsindikatoren (Environment, Social und Governance) auszuwählen. Diese Indikatoren beschreiben die nachhaltige Ausrichtung eines gelisteten Unternehmens in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung.

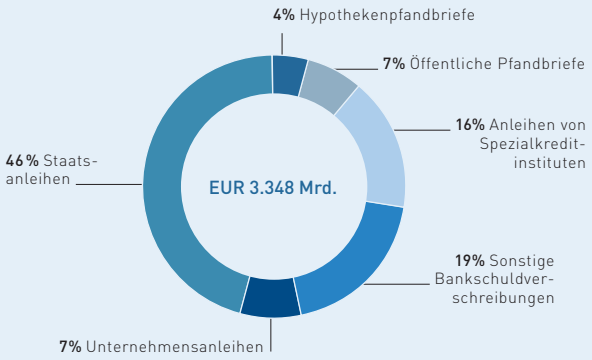
3.2.6 Rentenmärkte

Das Wachstum des deutschen Rentenmarkts hat sich im letzten Jahr deutlich verlangsamt. Insgesamt legte das ausstehende Volumen von Schuldverschreibungen des Staates, des Finanz- und Privatsektors nur noch um 0,6 % (2009: 2,4 %) gegenüber dem Vorjahr zu, auf 3.348 Mrd. EUR, und betrug damit 134 % des BIP. Der Bruttoabsatz hielt sich mit 1.375 Mrd. EUR weiter auf hohem Niveau (dank zahlreicher Emissionen von Kurzläufern), während der Nettoabsatz von weniger als 22 Mrd. EUR der niedrigste seit der Wiedervereinigung war und sich vor allem auf einen Rückgang bei Bankanleihen zurückführen lässt. Gleichzeitig wurde die Verteilung nach Schuldnerklassen von der Einrichtung zweier „Bad Banks" für die WestLB und die Hypo Real Estate erheblich beeinflusst, in deren Folge bisher als Bankverbindlichkeiten klassifizierte Anleihen im Nominalwert von 143 Mrd. EUR nun dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden.

Staatsanleihen

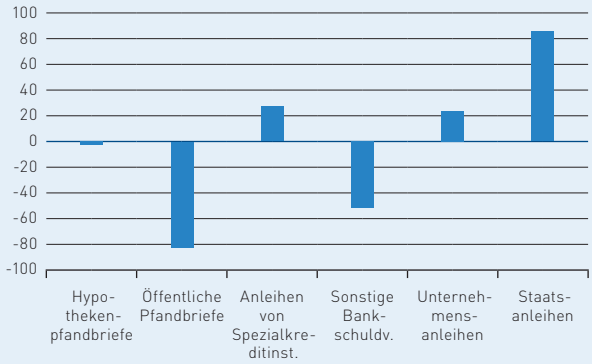
Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand machen mit 1.527 Mrd. EUR mittlerweile fast die Hälfte des gesamten Marktes in Deutschland aus. Aber auch ohne die beiden Bad Banks stieg das Volumen 2010 um gut 85 Mrd. EUR oder 6,6 % an. Die meisten Staatsanleihen sind kurzlaufende Papiere mit Laufzeiten zum Emissionszeitpunkt von unter drei Jahren (ein Viertel des Umlaufs) oder solche mit mittleren Laufzeiten von 10 bis 15 Jahren (fast 40 %). Der Großteil der Schuldtitel entfällt auf den Bund, während das direkte Refinanzierungsvolumen von Ländern und Kommunen am Kapitalmarkt nur relativ gering ist. Allerdings verzeichneten die Bundesländer im vergangenen Jahrzehnt mit einer Vervierfachung ihrer ausstehenden Anleihen den größten Anstieg. In Anbetracht der wieder sinkenden Staatsdefizite dank des anhaltenden Aufschwungs dürfte sich das Wachstum der Staatsschulden und damit auch der im Markt umlaufenden Anleihen in den nächsten Jahren jedoch abschwächen.

Umlauf nach Anleihenart 2010
% des ausstehenden Volumens



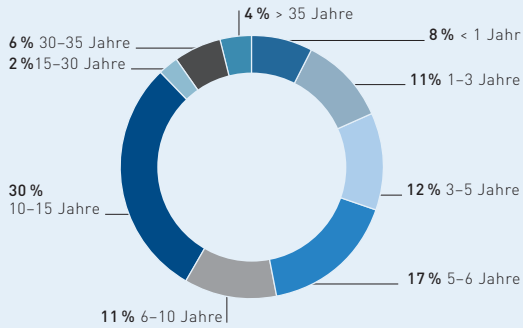
Quelle: Deutsche Bundesbank

Netto-Absatz 2010 nach Anleihenart
Mrd. EUR



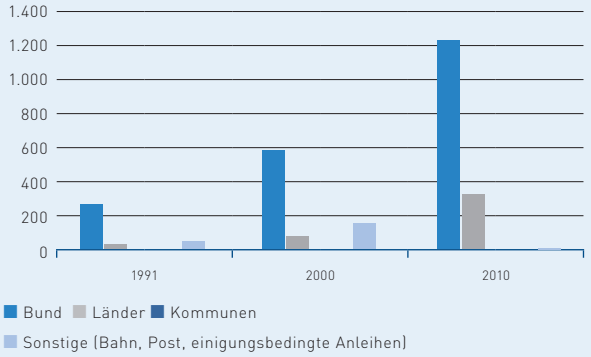
Quelle: Deutsche Bundesbank

Laufzeit zum Emissionszeitpunkt 2010
in Jahren und % des ausstehenden Volumens



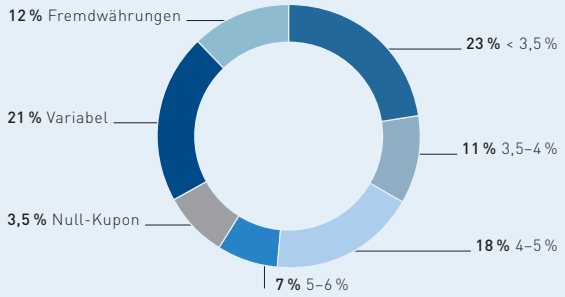
Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

Anleihen der öffentlichen Hand
Mrd. EUR



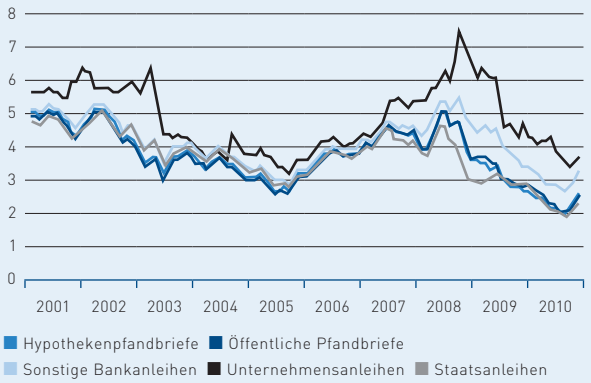
Quelle: Deutsche Bundesbank, DB Research

Umlauf nach Zinssätzen 2010
% des ausstehenden Volumens



Quelle: Deutsche Bundesbank, DB Research

Umlaufrenditen
in % p.a.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Pfandbriefe und Bankanleihen

In ihrem Geburtsland befinden sich Pfandbriefe schon seit Längerem auf dem Rückzug – das Jahr 2010 war da keine Ausnahme. Unter anderem das Auslaufen von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung für Landesbanken 2005 trug dazu bei, dass sich das Pfandbriefvolumen insgesamt in den letzten zehn Jahren mehr als halbierte, obwohl auch neue Emittenten hinzukamen. Bei den einzelnen Pfandbriefarten legten zwar mit Hypothekendarlehen untersetzte Papiere leicht zu, die sich zudem im Zuge der Krise sowohl für Anleger als auch für Emittenten als attraktive Alternative zu Verbriefungen behauptet haben. Daneben stärkt die Debatte um einen Bail-in von Anleihegläubigern die Präferenz der Anleger für Anleihen mit separatem Sicherheitenpool. Der Anstieg hypothekengesicherter Pfandbriefe konnte aber nicht den massiven Rückgang bei mit Kommunaldarlehen unterlegten Pfandbriefen ausgleichen. Der Anteil des Pfandbriefs am gesamten deutschen Rentenmarkt sackte damit von 36 % auf nur noch 11 %. Das Wachstum der sonstigen Bankanleihen drehte angesichts des anhaltenden Abbaus von Risiken im Finanzsektor 2010 ebenfalls in ein moderates Schrumpfen.

Unternehmensanleihen

Ganz anders dagegen die Entwicklung bei Unternehmensanleihen. Ende der 1990er Jahre noch verschwindend klein, ist der Markt seitdem rapide gewachsen, seit 1995 im Durchschnitt um ganze 41 % pro Jahr – mit Abstand das schnellste Wachstum aller Anleihearten (allerdings ist unklar, wie groß der Beitrag von Verbriefungstransaktionen war, bei denen das Vehikel statistisch als Unternehmen erfasst wird). Damit überholten von Unternehmen begebene Schuldverschreibungen hinsichtlich der absoluten Marktgröße von mittlerweile 251 Mrd. EUR zuletzt sowohl die Hypotheken- als auch Öffentliche Pfandbriefe. Ein weiterer dynamischer Anstieg zeichnet sich ab, vor allem aufgrund der im Aufschwung zunehmenden Unternehmensinvestitionen in organisches wie anorganisches Wachstum. Die Anleihen konzentrieren sich dabei ganz überwiegend auf mittlere (5–15 Jahre) sowie besonders lange (über 35 Jahre) Laufzeiten.

Zinsen

Der starke Rückgang der Leitzinsen in den vergangenen Jahren ging mit einem generellen Absinken des Zinsniveaus einher. Die Hälfte aller in Deutschland umlaufenden Anleihen zahlt daher bereits Nominalzinsen von unter 5 %, während es vor zehn Jahren noch weniger als ein Drittel war. Gleichzeitig stieg der Anteil alternativer Verzinsungsmodelle erheblich an – sowohl variabel verzinste und Fremdwährungspapiere als auch Null-Kupon-Anleihen legten deutlich zu.

Renditen

Gleichzeitig fand bei den Umlaufrenditen 2010 eine Bodenbildung statt, die eine Trendwende zu höheren Niveaus einläutete. Allerdings sind die Renditen immer noch weit von früheren Durchschnittswerten entfernt. Ein weiterer Anstieg in diesem Jahr steht angesichts der begonnenen Zinsstraffung durch die EZB folglich zu erwarten. Die Finanzkrise hat zudem wieder zu einer spürbaren Risikodifferenzierung zwischen Unternehmens- und Bankanleihen einerseits und Staatspapieren andererseits geführt, wobei die Risikoprämien für Schuldtitel von Unternehmen mittlerweile schon bis auf etwa einen Prozentpunkt eingelaufen sind, nach etwa 3–4 Prozentpunkten zum Höhepunkt der Krise.

Performance

Schuldverschreibungen waren im letzten Jahrzehnt die deutlich lukrativere Anlageklasse als Aktien – und dies bei wesentlich geringerer Volatilität. Während der iBoxx (Deutschland) kumuliert über diesen Zeitraum um fast 67 % zulegen konnte, erreichte der DAX gerade einmal einen Zuwachs von 7 %, und dies auch nur aufgrund der guten Entwicklung im Jahr 2010: Hier konnten die größten deutschen Aktien mit einem Plus von 16 % das wichtigste deutsche Rentenbarometer (6 %) einmal klar hinter sich lassen.

Elektronische Handelsplattformen

Der Umsatz auf der elektronischen Handelsplattform für Schuldverschreibungen der Bundesrepublik Deutschland, der KfW und anderer Emittenten sowie für Jumbopfandbriefe deutscher Emittenten stieg 2010 um 16 % auf 101,6 Mrd. EUR (2009: 87,3 Mrd. EUR, jeweils Einfachzählung).

Auch die Eurex-Repo-Märkte verzeichneten ein deutliches Wachstum. Das durchschnittlich ausstehende Volumen der Euro-Repo-Märkte stieg 2010 um 16 % auf 114,5 Mrd. EUR (2009: 98,6 Mrd. EUR, jeweils Einfachzählung). Dabei erwies sich das besicherte Geldmarktsegment GC Pooling® für Marktteilnehmer als zuverlässiger Liquiditätspool. Die durchschnittlich ausstehenden Volumina beliefen sich auf den Rekordwert von 91,6 Mrd. EUR und waren damit um 25 % höher als im Vorjahr (2009: 73,0 Mrd. EUR, jeweils Einfachzählung).

3.2.7 Investmentfonds

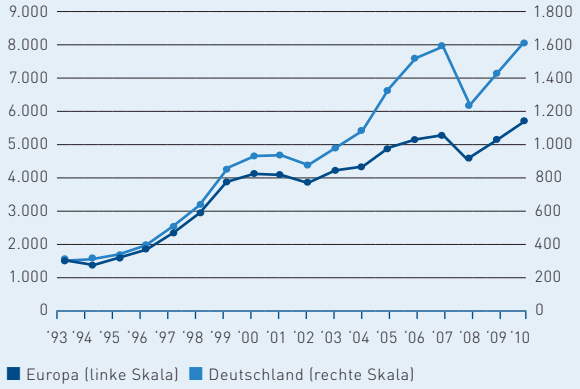
2010 war ein prächtiges Wertpapierjahr

Die deutsche Investmentbranche hat sich vom Krisenjahr 2008 weiter gut erholen können. Das verwaltete **Fondsvermögen hat sich 2010 nochmals spürbar erhöht** und sowohl in Deutschland als auch in Europa erfreulicherweise neue Höchststände markiert. Die globale Konjunkturerholung stand Pate für nennenswerte Nettomittelzuflüsse vor allem in Mischfonds und in Aktienfonds. Im Gegenzug trieben die extrem niedrigen Notenbankzinsen die Anleger aus Geldmarktfonds. In der Summe waren es sowohl die positive Marktentwicklung als auch die Nettomittelzuflüsse, die das Investmentfondsvermögen 2010 deutlich steigen ließen.

Nationale Unterschiede innerhalb der Volkswirtschaften des Euroraums werden auch bei der Verbreitung von Investmentfonds deutlich. Die Vermögensbildung via Investmentfonds ist in Deutschland nach wie vor unterdurchschnittlich ausgeprägt. Das **Fondsvermögen pro Kopf** ist in den USA beispielsweise mehr als dreimal so hoch wie in Deutschland. Fast ebenso eklatant ist der Unterschied zu unseren französischen Nachbarn. Mit der wachsenden Erkenntnis über die Notwendigkeit der privaten Zukunftsvorsorge für Alter, Gesundheit oder Ausbildung dürften Investmentfonds aber in Deutschland weiter an Bedeutung gewinnen. Immerhin hat sich in Deutschland das Fondsvermögen pro Kopf im vergangenen Jahr um knapp 9 % gegenüber dem Vorjahr erhöht.

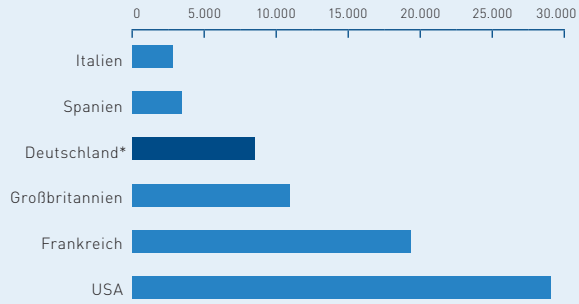
Nach durchaus schwerem Start hat sich die Riester-Rente in Deutschland zu einem echten Renner entwickelt. Durch die Vereinfachung des Förderverfahrens und die Flexibilisierung der Auszahlbedingungen wurde die Riesterrente spürbar attraktiver. Dies hat hinsichtlich der **privaten Altersvorsorge** der deutschen Investmentbranche in den letzten Jahren einen Schub gegeben. Indes hat 2010 der Absatz von **Riester-Fondssparplänen** an die schwache Marktdynamik des Vorjahres angeknüpft. Trotz

Fondsvermögen auf Höchststand
Entwicklung Fondsvermögen in Mrd. EUR



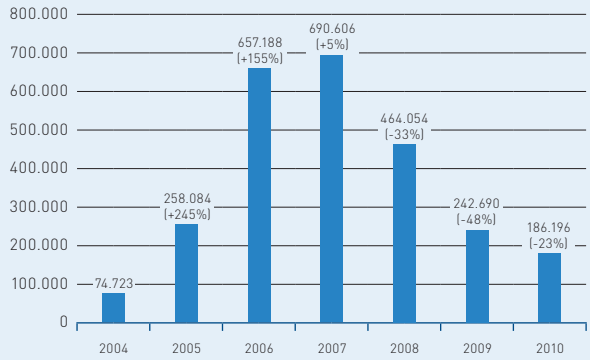
Quelle: BVI, EFAMA, DekaBank

Deutschland mit Nachholbedarf
Fondsvermögen pro Kopf der Bevölkerung in EUR, Stand: Dezember 2010



Quelle: EFAMA, DekaBank *inkl. ausländischer Fonds deutscher Provinienz

Riester-Fondsverträge mit schwachem Absatz in 2010
Neuzugang an Riester-Fondsverträgen



Quelle: BVI

günstiger Kapitalmarktentwicklungen haben Sparpläne im vergangenen Jahr generell einen schweren Stand gehabt. Bei 14,4 Millionen Riesterverträgen und einer Steigerung um über 1,1 Millionen Verträge kann man sicherlich noch nicht von Marktsättigung sprechen. Immerhin konnten Riester-Fondssparpläne ihren Marktanteil annähernd halten, obwohl in der jungen Kategorie des Wohn-Riesters mit fast 300.000 Neuverträgen auf 491.000 Verträge ein stärkerer absoluter Zuwachs als bei Fondsverträgen verzeichnet wurde. Dominiert wird der Markt für Riester-Renten nach wie vor von Versicherungsprodukten (72,1 % Ende 2010). Der Anteil der Investmentfondsverträge seit Ende 2003 hat sich innerhalb von sieben Jahren von 6,2 % auf 19,6 % mehr als verdreifacht.

3.2.8 Verbriefungsmärkte

Erste Zeichen einer Erholung

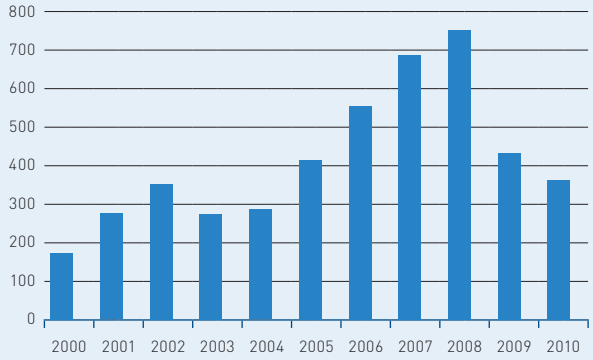
Im Jahr 2010 setzte an den Verbriefungsmärkten in Deutschland und Europa eine **leichte Belebung der Primärmarktaktivitäten** ein. In Europa wurden im vergangenen Jahr Verbriefungen mit einem Volumen in Höhe von rd. 90 Mrd. EUR bei Investoren platziert (2009: 19 Mrd. EUR). Als marktgängig erwiesen sich insbesondere britische und niederländische RMBS sowie deutsche Auto-ABS. Für eine nachhaltige Erholung muss die Investorenbasis noch verbreitert werden.

Zudem wurden rd. 270 Mrd. EUR **Transaktionen für Repogeschäfte mit der Europäischen Zentralbank** bzw. der Bank of England strukturiert und von den Originatoren zunächst einbehalten (2009: rd. 407 Mrd. EUR). Trotz der erfreulichen Entwicklungen am europäischen Primärmarkt ist in der Gesamtbetrachtung (bei Investoren platzierte und einbehaltene Verbriefungen) das Verbriefungsvolumen im Jahr 2010 mit 360 Mrd. EUR gegenüber dem Vorjahr (426 Mrd. EUR) rückläufig gewesen.

Positiv zu würdigen ist, dass sich deutsche und europäische Verbriefungen in der Krise überwiegend als robust erwiesen haben und bis auf einzelne Ausnahmen eine insgesamt **solide Performance** hatten. Nach Analysen der Ratingagentur Standard & Poor's lag die kumulierte Ausfallrate europäischer Verbriefungen in den letzten drei Jahren < 1 %. Die tatsächlichen Verluste (nach Verwertung der Sicherheiten) lagen sogar deutlich darunter. Der ganz überwiegende Teil der europäischen ABS-Transaktionen hat der Finanzkrise standgehalten.

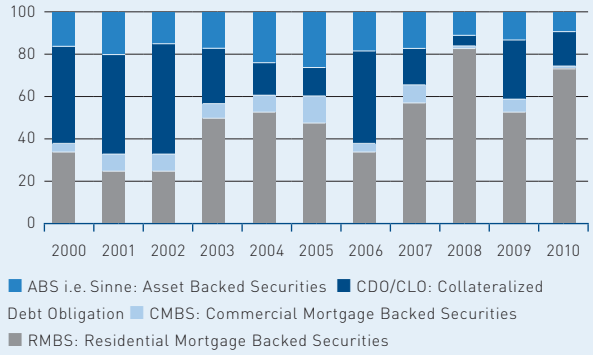
In Deutschland wurden **2010 Verbriefungen in Höhe von rd. 13 Mrd. EUR** durchgeführt. Gegenüber 2009 (34 Mrd. EUR) stellt dies in der Gesamtbetrachtung einen deutlichen Rückgang dar. Allerdings konnten mit einem Volumen von rd. 8,5 Mrd. EUR erheblich mehr Verbriefungen bei Investoren platziert werden als im Vorjahr (2009: rd. 0,5 Mrd. EUR). Zu den öffentlich vermarkteten Verbriefungen zählten neben zahlreichen Autotransaktionen auch eine KMU-Verbriefung.

Europäischer Verbriefungsmarkt
Verbriefungsvolumen in Europa 2000-2010 (in Mrd. EUR)



Quelle: KfW Bankengruppe

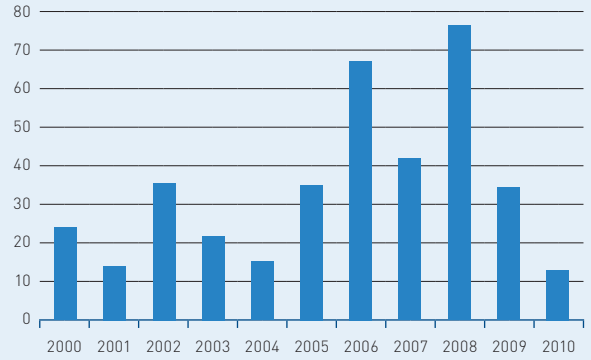
Auffächerung der Assetklassen
Europäischer Verbriefungsmarkt
nach Assetklassen in %



Quelle: KfW Bankengruppe

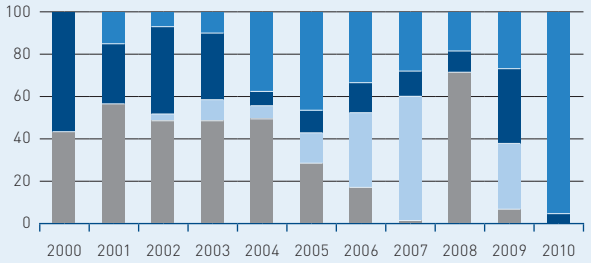
Dies spiegelt sich auch bei den **Anteilen der Assetklassen** im deutschen Verbriefungsmarkt wider. Asset Backed Securities (ABS) im engeren Sinne – vor allem verbriefte Autofinanzierungen – dominierten 2010 mit einem Anteil von rd. 95 % das Verbriefungsgeschehen in Deutschland. Auf Collateralized Loan Obligations (CLO) – vor allem verbriefte Mittelstandskredite – entfiel ein Anteil in Höhe von rd. 5 %. Commercial Mortgage Backed Securiti-

Deutscher Verbriefungsmarkt
Verbriefungsvolumen in Deutschland 2000-2010 (in Mrd. EUR)



Quelle: KfW Bankengruppe

Auffächerung der Assetklassen
Deutscher Verbriefungsmarkt
nach Assetklassen in %



ABS i.e. Sinne: Asset Backed Securities CDO/CLO: Collateralized Debt Obligation CMBS: Commercial Mortgage Backed Securities RMBS: Residential Mortgage Backed Securities

Quelle: KfW Bankengruppe

es (CMBS) – verbriefte gewerbliche Immobilienfinanzierungen – und Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) wurden 2010 nicht strukturiert.

Im Sommer 2010 hat die TSI das **Gütesiegel „Deutscher Verbriefungsstandard“** eingeführt. Für die Marke qualifizieren sich nur Verbriefungen, die bestimmte hohe Qualitätsstandards erfüllen: z. B. Verbriefung aus der Bilanz der Banken (Kredite gem. KWG vergeben), Kreditbearbeitung und Servicing verbleiben beim Originator; angemessener Risikoeinbehalt der Banken; einfache und überschaubare Strukturen, öffentlich zugängliches und weitgehend standardisiertes Reporting.

Mit den verbindlichen Verbriefungsstandards sollen Investoren wieder **neues Vertrauen in den Verbriefungsmarkt** fassen und die Markterholung unterstützt werden.

Auf eine Erhöhung der Transparenz des Verbriefungsmarktes zielt auch das Loan-Level-Data-Projekt der Europäischen Zentralbank (EZB). Geplant ist, dass voraussichtlich ab Mitte 2012 Institute, die Verbriefungspapiere im Rahmen von geldpolitischen Geschäften als Sicherheit einreichen möchten, umfangreiche Informationen über die einzelnen der Verbriefung zugrunde liegenden Kredite zur Verfügung stellen müssen. Bisher liegen die Datenanforderungen für RMBS, CMBS und Mittelstandskredite vor.

3.2.9 Derivatemärkte

3.2.9.1 Aktien-, Aktienindex- und Zinsderivate

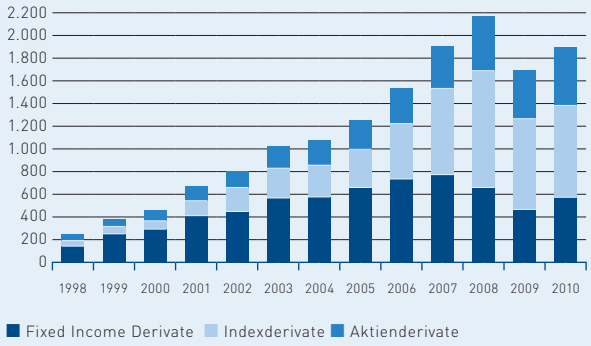
Markterholung

Die Eurex Group war 2010 erneut einer der weltweit führenden Betreiber von Derivatebörsen. Im Jahr 2010 wurde an den Terminmärkten der Eurex Group ein akkumuliertes Volumen von etwa **2,64 Mrd. Kontrakten** umgesetzt, verglichen mit 2,65 Mrd. Kontrakten im Jahr zuvor. Davon entfielen rund 1,9 Mrd. Kontrakte auf Eurex (2009: 1,7 Mrd.) – eine Steigerung um mehr als 10 %. An der amerikanischen **International Securities Exchange** (ISE) wurden 745,2 Mio. Kontrakte gehandelt (2009: 960,2 Mio.). Im Tagesdurchschnitt sind dies rund 10,4 Mio. Kontrakte; im Jahr 2009 waren es 10,5 Mio. Kontrakte.

Aktienindexprodukte waren 2010 mit einem Volumen von 805,1 Mio. Kontrakten (2009: 797,5 Mio.) das umsatzstärkste Segment an der Eurex. Mit Abstand am meisten gehandelt wurden Kontrakte auf den EURO STOXX 50®, wobei 372,2 Mio. auf Futures und 284,7 Mio. auf Optionen entfielen. Im Segment **Aktienderivate** (Optionen und Single Stock Futures) wurden vergangenes Jahr 511,1 Mio. Kontrakte gehandelt (2009: 421,3 Mio.). Im Bereich **Zinsderivate** lag der Umsatz bei 574,8 Mio. Kontrakten (2009: 465,7 Mio.). Das größte Wachstum erzielte das Segment **Dividendenderivate**: Hier wurden 4,5 Mio. Kontrakte umgesetzt (+78 %).

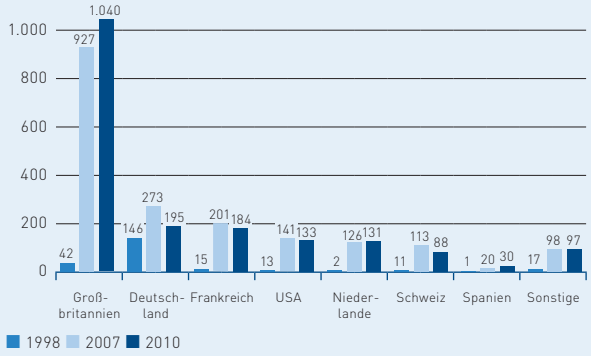
Die Anzahl direkt an das **Eurex-Netzwerk** angeschlossener Mitglieder lag 2010 mit 412 konstant im Vorjahresvergleich. Im **asiatisch-pazifischen Raum**, der für das Eurex-Geschäft stetig an Bedeutung gewinnt, baute die Eurex das Distributionsnetzwerk aus; so konnte Eurex Teilnehmer aus Japan und Taiwan direkt an das Netzwerk anbinden. Zum Jahresende handelten 18 Mitglieder aus dem asiatisch-pazifischen Raum an Eurex. Das auf diese Teilnehmer entfallende Handelsvolumen stieg 2010 um 30 %.

Umsatzerholung
Eurex-Umsatzentwicklung nach Produktsegmenten, Kontrakte in Mio.



Quelle: Deutsche Börse AG

Weltbörse Eurex
Eurex Umsatzentwicklung nach Herkunft der Teilnehmer, Kontrakte in Mio.



Quelle: Deutsche Börse AG

Umfangreiche Absicherungsmöglichkeiten durch neue Produkte

Neue Produkte haben die Handelsmöglichkeiten für die Kunden erneut erweitert und zusätzliche Handelsumsätze generiert. Im Jahr 2010 führte die Eurex unter anderem **Derivate auf Aktienindizes, ETFs und Rohstoffe** sowie einen neuen Futures-Kontrakt auf kurzfristige italienische Staatsanleihen ein. Als erste Derivatebörse weltweit lancierte Eurex **Futures-Kontrakte auf Dividendenzahlungen** einzelner Unternehmen. Index-Dividendenderivate, die erstmals im Jahr 2008 angebo-

ten wurden, verzeichneten 2010 bereits einen Umsatz von 4,5 Mio. Kontrakten.

Weiterhin baute Eurex mit der Einführung von VSTOXX®-Optionen das Angebot an Derivaten auf den Volatilitätsindex VSTOXX® aus. Produktinnovationen konnten auch mit asiatischen Partnern umgesetzt werden. In Kooperation mit der Korea Exchange, Inc. stehen Eurex-Teilnehmern seit August 2010 Daily-Futures-Kontrakte auf die weltweit am stärksten gehandelten Optionen, die KOSPI-200-Optionen, auch während der europäischen und amerikanischen Handelszeiten zur Verfügung.

Clearing-Angebote um Risikofunktionalitäten erweitert

Mit der im ersten Quartal 2010 eingeführten „Enhanced Risk Solution“ bietet Eurex Clearing einen neuen Service für die Verteilung von Risikodaten in Echtzeit. Dieses neue Angebot ermöglicht allen Mitgliedern unabhängig von ihrer direkten Clearing-Anbindung einen direkten Zugriff zu Risikodaten des Echtzeit-Risikoüberwachungssystems von Eurex Clearing. Im Jahr 2010 wurden darüber hinaus mit der Einführung von Eurex-Release 13.0 neue clearingrelevante Funktionalitäten eingeführt wie z. B. die Funktionalität zum Schutz von Kundensicherheiten (Client Asset Protection) oder die „Advanced Risk Protection“-Funktionalität, die sowohl Clearing-Teilnehmern als auch den angeschlossenen Handelsteilnehmern eine bessere Kontrolle ihrer Handels- und operationaler Risiken ermöglicht. Ebenso wurde die Weiterverwendung der GC Pooling®-Sicherheiten für das Risikomanagement im Rahmen des Eurex Clearing Margining eingeführt.

Auch für das Jahr 2011 sind Erweiterungen im Bereich Clearing vorgesehen, um die bestehende Marktinfrastruktur zu ergänzen und ein Angebot im Kontext der Regulierung für OTC-Derivate bereitzustellen, wie sie in den USA im Rahmen des Dodd-Frank Act bereits gesetzlich geregelt und in der EU in Vorbereitung ist.

3.2.9 Derivatemärkte

3.2.9.2 Kreditderivate

Standardisierung trägt zu strukturellen Veränderungen bei

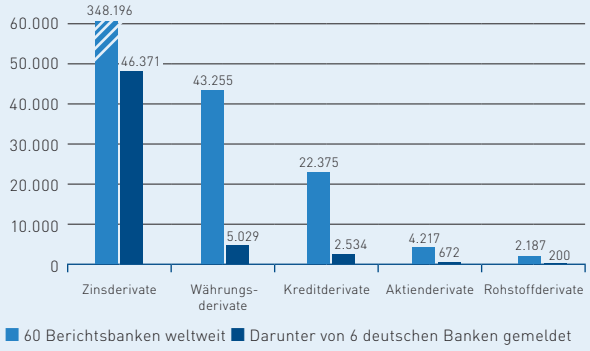
Nachdem dieser globale Markt lange von einer besonderen Wachstumsdynamik geprägt war, ist das ausstehende Volumen an Kreditderivaten seit Beginn der Finanzkrise stark geschrumpft.

Auch 2010 ging es leicht zurück – im Gegensatz zu den übrigen globalen OTC-Segmenten, wo das ausstehende Nominalvolumen vor allem für Zins- und Währungsderivate zunahm. Kreditderivate machen 5% des globalen OTC-Derivatemarkts aus; der mit Abstand größte Anteil von über 80 Prozent entfällt nach wie vor auf Zinsderivate.

Credit Default Swaps (CDS) sind ein weitverbreitetes Instrument zum Transfer von Kreditausfallrisiken. Der Rückgang des ausstehenden Volumens ist auch auf anhaltende Anstrengungen der Marktteilnehmer zurückzuführen, das multilaterale Netting zu verbessern. Dabei werden sich gegenseitig aufhebende Positionen miteinander verrechnet. Begünstigt wird das insbesondere durch zunehmende Standardisierung und die Einschaltung von zentralen Clearingstellen.

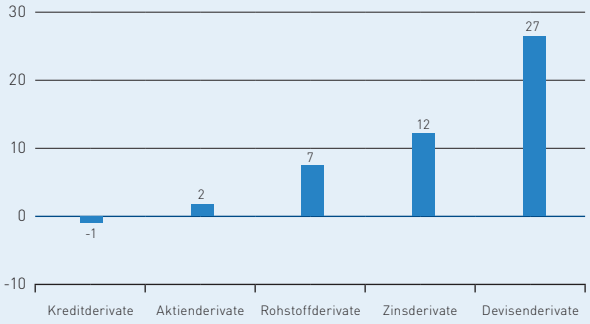
Standardisierung führte im Vorjahr vor allem bei Index-CDS zu einem ausgeprägten Rückgang der ausstehenden Volumina. Inzwischen konnte auch bei Single Name CDS durch zahlreiche Änderungen bei der Kontraktdokumentation ein ähnliches Standardisierungsniveau erzielt werden.

Kreditderivate fallen zurück
Nennwerte der globalen Derivatemärkte in Mrd. EUR, Ende 2010



Quelle: BIZ, Deutsche Bundesbank

Kreditderivatemarkt ohne Wachstum
Jährliche Wachstumsraten der globalen Derivatemärkte in %, Ende 2010 zu Ende 2009



Quelle: BIZ

Risikoprämien wieder stark eingeengt
Entwicklung europäischer Benchmark-Indizes

Quelle: Bloomberg, Dow Jones

Für die Übernahme des Kreditausfallrisikos zahlt der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber eine jährliche Prämie – den CDS-Spread. Dieser wird in Basispunkten, bezogen auf den Nominalwert des abgesicherten Kreditbetrags, vereinbart.

Dank der grundsätzlich verbesserten **Konjunkturlage sind die Risikoprämien von ihren Höchstständen im Frühjahr 2009 weit entfernt.**

Der iTraxx Europe – ein Spreadindex für die 125 liquidesten CDS aus dem europäischen Investment-Grade-Bereich – liegt bei etwa 100 Basispunkten und damit auf ähnlichem Niveau wie im Vorjahr. Der Crossover Index für 50 Unternehmen schlechterer Bonität hat sich etwas eingeengt und liegt nun bei etwa 360 Basispunkten.

Im letzten Jahr verzeichnete er aber noch einige Ausschläge, denn die langsame Normalisierung an den Finanzmärkten wurde zum Teil überlagert von der Staatsschuldenkrise.

Nach wie vor im Fokus sind daher **CDS auf Staatstitel** wie Portugal, Irland und Griechenland. Höhere Spreads belegen eine anhaltende Nachfrage nach Absicherung von Länderrisiken bestimmter Länder auch aus der Eurozone.

Marktteilnehmer und Aufsicht arbeiteten weiter an der Verbesserung der Marktinfrastrukturen, z. B. der Effizienz der Handels- und Abwicklungssysteme. Auch für nichtstandardisierte Kontrakte wird künftig über Datensammelstellen Transparenz geschaffen.

3.2.9 Derivatemärkte

3.2.9.3 Zertifikate

Stetig auf Wachstumskurs

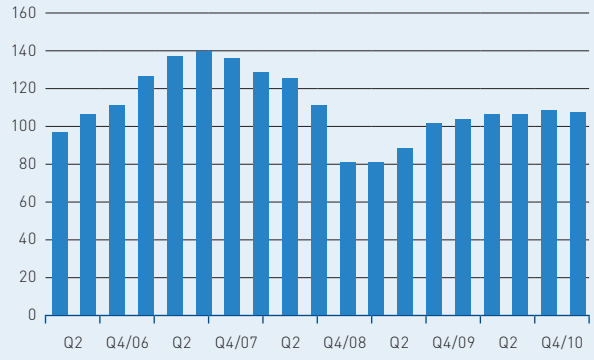
Auf Jahressicht zeigte der Zertifikatemarkt erneut eine solide Entwicklung. **Das Gesamtvolumen stieg leicht um gut 5 %**, auf knapp 109 Mrd. EUR von 103 Mrd. EUR im Vorjahr. Ein historisch niedriges Zinsniveau und steigende Aktienkurse sorgten 2010 für positive Impulse am Zertifikatemarkt. Insgesamt waren zum Jahresende rund 300.000 Produkte emittiert, wovon etwa die Hälfte jeweils auf Hebel- und Anlageprodukte entfielen. Mit einem Anteil von 98,5 % machen Anlageprodukte jedoch den überwiegenden Anteil des ausstehenden Volumens aus; anderthalb Prozent des Marktvolumens waren 2010 in Hebelprodukte investiert.

Die Konsolidierung unter den Anbietern nach der Krise führte zu einer verstärkten Marktkonzentration, sodass die 5 größten Emittenten 2010 einen Marktanteil von insgesamt 77 % aufwiesen. 2010 sorgten verbesserte Vergleichsmöglichkeiten durch klarere Produktstrukturen und eine höhere Markttransparenz – bei einem insgesamt moderat wachsenden Markt – für einen schärferen Wettbewerb unter den Anbietern.

Werterhalt und Sicherheit der Geldanlage standen 2010 weiterhin im Fokus der Anleger. So wurden im vergangenen Jahr **Produkte mit Kapitalschutz** (strukturierte Anleihen und Kapitalschutz-Zertifikate) wieder stark nachgefragt. Diese bilden nach wie vor die mit Abstand stärkste Gruppe unter den Anlageprodukten, auch wenn ihr Anteil von 68 % im Vorjahr auf 62 % leicht zurückging. Express- und Bonus-Zertifikate erfuhren – teilweise preisbedingt – ebenfalls leichte Volumeneinbußen. Im Gegensatz dazu stieg der Volumenanteil von Discount- und Index-Zertifikaten gegenüber dem Vorjahr leicht an. Aktienanleihen konnten bei den Anlageprodukten am deutlichsten zulegen, auch wenn das Gewicht dieser Produktklasse mit einem Anteil am Gesamtvolumen von 4,3 % (2009: 2,6 %) nach wie vor verhältnismäßig gering ist.

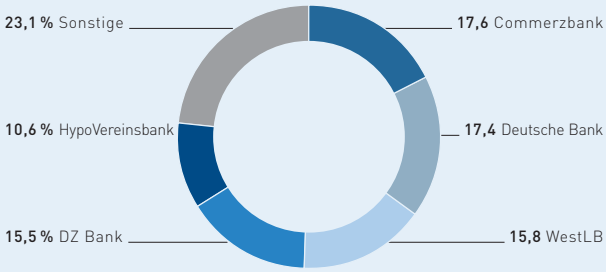
Wie schon in den vergangenen Jahren boten die Emittenten wieder ein breites Spektrum an Basiswerten an. Nach wie vor dominieren dabei Produkte mit **Basiswert Aktien** – mit einem Marktanteil von über 50 % bei den Anlageprodukten und über 70 % bei den Hebelprodukten. Daneben scheinen sich Anlageprodukte mit Basiswert Renten als weitere wichtige Gruppe etabliert zu ha-

Ausstehendes Volumen Gesamtmarkt
in Mrd. EUR



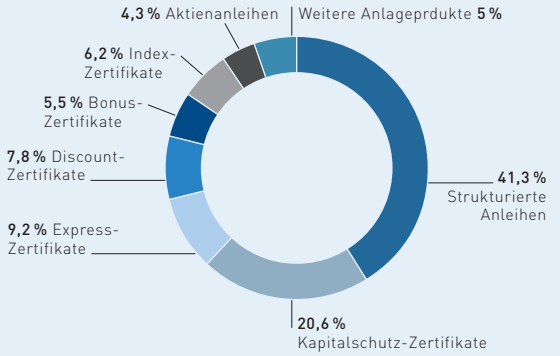
Quelle: Deutscher Derivate Verband

Marktanteile
Marktanteile nach Volumen derivativer Wertpapiere, Stichtag 31.11.2010



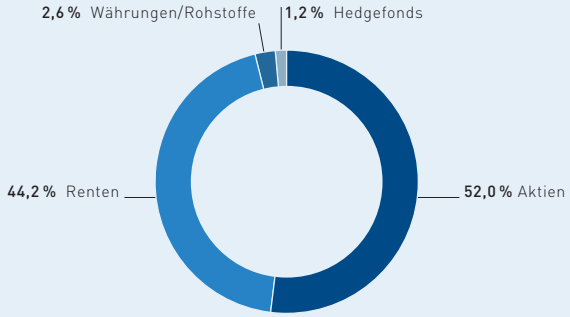
Quelle: Deutscher Derivate Verband

Anlageprodukte nach Kategorien
Anteil am ausstehenden Volumen in 2010



Quelle: Deutscher Derivate Verband

Anlageprodukte nach Basiswerten
Anteil am ausstehenden Volumen in 2010



Quelle: Deutscher Derivate Verband

ben. Ihr Anteil hat sich seit 2008 von 22 % auf 44 % zum Jahresende 2010 hin glatt verdoppelt.

Eine überwiegend positive Entwicklung an den Rohstoffmärkten sorgte dafür, dass Hebelprodukte auf Währungen und Rohstoffe in 2010 erneut zulegen konnten. Ihr Anteil am ausstehenden Volumen stieg von 21 % auf 26 %. Auch bei den Anlageprodukten stieg der Anteil von Währungen und Rohstoffe von 1,8 % auf 2,6 %, wobei dieser Gruppe im Anlagesegment traditionell eine geringere Bedeutung zukommt. Anlageprodukte, die an die Renditeentwicklung von Hedgefonds gekoppelt sind, nahmen im Unterschied zu Rohstoffen und Währungen von 1,8 % auf 1,2 % leicht ab.

Vertrauen gefestigt

Die vielfältigen Maßnahmen von Seiten der Produktanbieter, welche teilweise als Reaktion auf die Finanzmarktkrise angestoßen wurden, haben das hohe Vertrauen der Zertifikate-Anleger in diese Anlageklasse weiter gefestigt. Insbesondere Maßnahmen, die auf eine Vereinfachung der Strukturen sowie eine Erhöhung der Produkttransparenz abzielten, wirkten vertrauensbildend und halfen Investoren dabei, eine informierte Anlageentscheidung zu treffen.

Nach einer Umfrage des Deutschen Derivate Verbands (DDV) achtet jeder dritte Privatanleger beim Zertifikate-Kauf besonders auf die Bonität des Emittenten. Hier werden Investoren insbesondere durch das Angebot des DDV unterstützt: Bereits seit 2009 veröffentlicht der DDV tagesaktuelle Creditspreads der Emittenten in Ergänzung zu bestehenden Emittentenratings. Darüber hinaus wurde 2010 das Angebot an Produktratings sowie die Bereitstellung der Risikokennziffer Value-at-Risk stetig ausgeweitet und eine Online-Schulungsinitiative für Anleger gestartet.

Auch von regulatorischer Seite wurde weiterhin an Maßnahmen zur Verbesserung der Produkttransparenz gearbeitet. Insbesondere wurden auf europäischer und nationaler Ebene konkrete Vorschläge für die Einführung eines einheitlichen Produktinformationsblatts (Key Investor Information Document – KIID) gemacht. Im Vorgriff auf die geplanten regulatorischen Vorgaben haben die im DDV vertretenen Banken bereits 2010 freiwillig mit der Einführung entsprechender Dokumente begonnen.

3.2.10 Private Equity

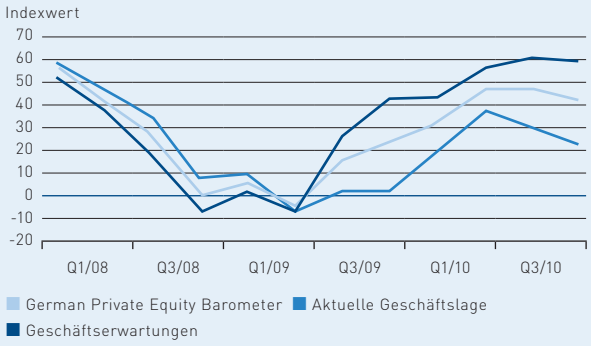
Spürbare Erholung der Branche nach den Krisenjahren 2008/2009

2010 hat sich der Private-Equity-Markt in Deutschland im Zuge des kräftigen konjunkturellen Aufschwungs wieder deutlich erholt. Dies spiegelt sich auch im Geschäftsklimaindex, dem **German Private Equity Barometer**, wider: Er verbesserte sich zu Beginn des Jahres 2010 das vierte Mal in Folge und erreichte im zweiten Quartal 2010 sein Jahreshoch von 45,8 Punkten. Danach hielt sich die Stimmung trotz eines leichten Dämpfers auf einem hohen Niveau. Die Geschäftserwartungen entwickelten sich besonders gut, während die aktuelle Geschäftslage trotz anfangs positiver Entwicklung die hohen Erwartungen nicht erfüllte und im zweiten Halbjahr deutlich zurückging.

Das **verwaltete Kapital der deutschen Private-Equity-Gesellschaften** belief sich zum Jahresende auf 39 Mrd. EUR, was einem Anstieg von 6,7 % entspricht. Der Anstieg ist unter anderem auf die erstmalige Berücksichtigung einzelner Gesellschaften zurückzuführen. Das Fundraising hingegen sank um 13 % von 1,1 auf 0,9 Mrd. EUR. Obwohl Zusagen für neue Fonds Mangelware blieben, verfügen zahlreiche Gesellschaften aber noch über genügend Kapital aus früheren Jahren. Am weiterhin niedrigen **Fundraising** ist zu erkennen, dass trotz der Entspannung an den internationalen Kapitalmärkten institutionelle Investoren immer noch abwartend sind, wenn es um wieder verstärkte Investitionen in Private-Equity-Fonds geht.

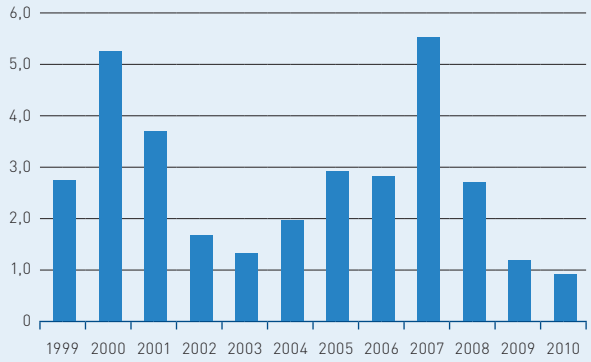
Private-Equity-Investitionen in Deutschland (einschließlich ausländischer Gesellschaften) erfuhren einen kräftigen Anstieg um 59 % im Vergleich zum Vorjahr. Insgesamt wurden 4,4 Mrd. EUR investiert; die Zahl der mit Beteiligungskapital finanzierten Unternehmen stieg dabei um 8 % auf insgesamt 1.382 Unternehmen. Rund drei Viertel der Investitionen (3,1 Mrd. EUR) wurden von deutschen Private-Equity-Gesellschaften getätigt.

Kapitalgeber nur kurz im Stimmungstief
Entwicklung des Geschäftsklimas im deutschen Private-Equity-Markt



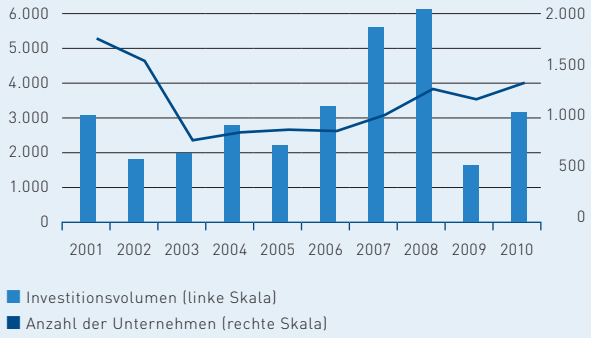
Quelle: KfW Bankengruppe 2011

Zurückhaltung der Anleger
Fundraising deutscher Private-Equity-Gesellschaften in Mrd. EUR



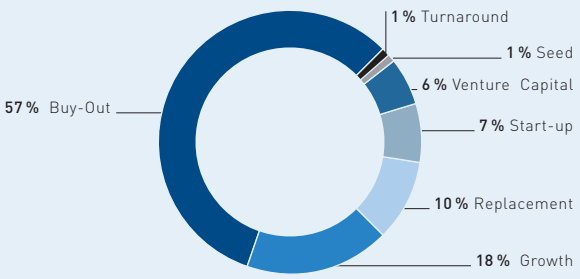
Quelle: BVK 2011

Deutlich mehr Investitionen
Investitionen deutscher PE-Gesellschaften in Deutschland in Mio. EUR



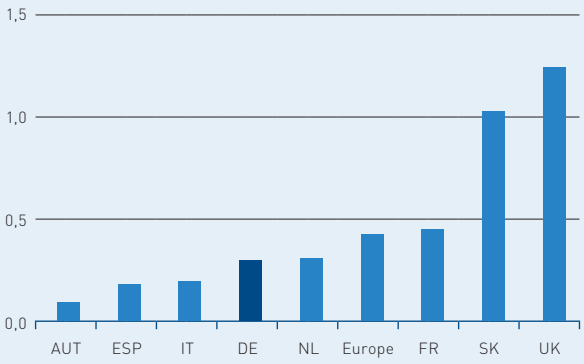
Quelle: BVK 2011

Buy-Out-Investitionen dominieren
Investitionen nach Finanzierungsphasen, 2010 in % der Gesamtinvestitionen



Quelle: BVK 2011

Großes Potenzial
Private-Equity-Investitionen in % des BIP (2009)



Quelle: EVCA

Insgesamt beliefen sich die Investitionen deutscher Beteiligungsgesellschaften auf 4,1 Mrd. EUR (2009: 2,4 Mrd. EUR). Darin enthalten sind 980 Mio. EUR Auslandsinvestitionen, die sich damit im Vergleich zum Vorjahr mehr als verdoppelten; ihr Anteil an den Gesamtinvestitionen stieg auf 24 % (2009: 14 %).

Der Schwerpunkt der Investitionen lag nach wie vor bei Buy-Outs, die 57 % der Investitionen ausmachten. Ihr Volumen wuchs um 56 % auf 2,5 Mrd. EUR. Nachdem 2009 fast ausschließlich kleinere Buy-Outs verzeichnet wurden, fanden 2010 wieder vermehrt große Transaktionen statt, was zusammen mit der von 85 auf 97 gestiegenen Transaktionszahl maßgeblich zu dem Investitionsplus beitrug. Auch Wachstumsfinanzierungen (Growth) profitierten von größeren Einzelfinanzierungen und schafften es so, ihren Wert zu verdoppeln, von 322 Mio. EUR auf 801 Mio. EUR. Das Volumen von Venture-Capital-Investitionen blieb beinahe unverändert bei 645 Mio. EUR.

Divestments der Beteiligungsgesellschaften erreichten 2010 ein Volumen von 2,8 Mrd. EUR nach 2,1 Mrd. EUR im Vorjahr, ein Plus von 31 %. Der Zuwachs ist in erster Linie auf einen Anstieg von Divestments über die Börse und auf Verkäufe an andere Beteiligungsgesellschaften zurückzuführen.

Im internationalen Vergleich weist der deutsche Markt weiterhin großes Potenzial auf. Dies zeigt sich an der Höhe der Investitionen durch inländische Private-Equity-Gesellschaften in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Diese Kennziffer liegt für Deutschland unter dem EU-Durchschnitt.

3.2.11 Mergers & Acquisitions

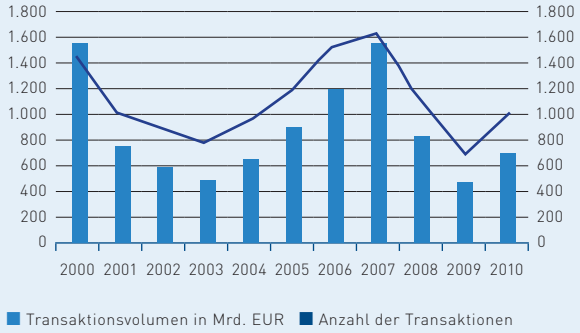
Entkopplung der deutschen M&A-Aktivität vom europäischen Ausland

Das weltweite Geschäft mit Fusionen und Übernahmen (M&A) verzeichnete im Jahr 2010 eine spürbare Erholung, die vornehmlich durch erhöhte Aktivität in den USA getrieben wurde, begünstigt durch gestiegene Gewinne der Unternehmen, hohe Liquiditätsbestände, ein niedriges Zinsniveau und attraktive Bewertungsniveaus der Unternehmen. Zudem führte die wachsende Internationalisierung zu einer weiter steigenden Anzahl an grenzübergreifenden Transaktionen. Der europäische Markt für M&A schloss sich der globalen Entwicklung mit einem Wachstum von 49 % auf 693 Mrd. EUR im Allgemeinen an.

Mit einem Fokus auf internen Restrukturierungsmaßnahmen und der Positionierung des eigenen Unternehmens sowie einer Verunsicherung durch die europäische Schuldenkrise und die sensible Wirtschaftslage der USA hielten sich deutsche Akteure bei Akquisitionen eher zurück. Dies stellt eine Entkopplung der deutschen Wirtschaftskraft sowie des Wachstums im Jahr 2010 (Deutschland (D) BIP mit 20 % Anteil an EU27 BIP, +3,6 % vs. EU27 +1,8 % in 2010) vom Wachstum des Transaktionsvolumens im europäischen Kontext dar. So reduzierte sich das M&A-Volumen um 31 % auf 59 Mrd. EUR und lag damit ca. 40 % unter dem fünfjährigen Durchschnittsanteil am europäischen M&A-Aufkommen. Zu den bedeutendsten Transaktionen zählen hierbei der Rückkauf von 45 % der Anteile an EnBW gehalten von EdF durch das Land Baden-Württemberg (Gesamtunternehmenswert von EUR19,8 Mrd.), der Kauf von E.On US durch PPL (5,7 Mrd. EUR) und die Übernahme von Millipore durch Merck (5,3 Mrd. EUR).

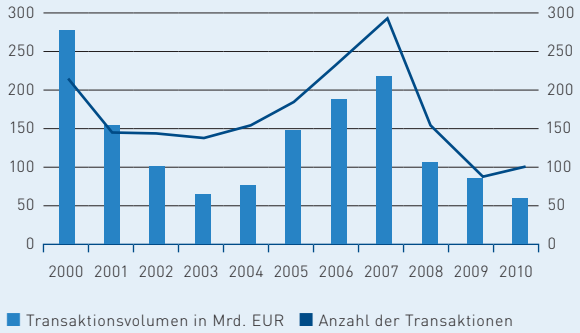
Ähnlich verhalten entwickelte sich das Transaktionsvolumen deutscher Käufer im Ausland. Ähnlich wie im Jahr 2009 sank das Volumen auch im Jahr 2010 um rund 29 % auf nunmehr 18 Mrd. EUR.

Erholung in Europa
M&A-Aktivität mit europäischer Beteiligung, Anzahl & Wert



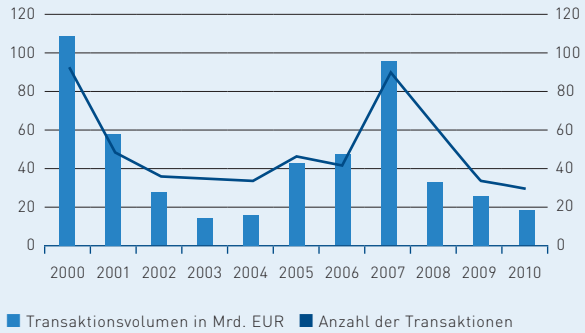
Quelle: Thomson Reuters, Morgan Stanley
(angekündigte Transaktionen über 100 Mio. EUR)

Zurückhaltung in Deutschland
M&A-Aktivität mit deutscher Beteiligung, Anzahl & Wert



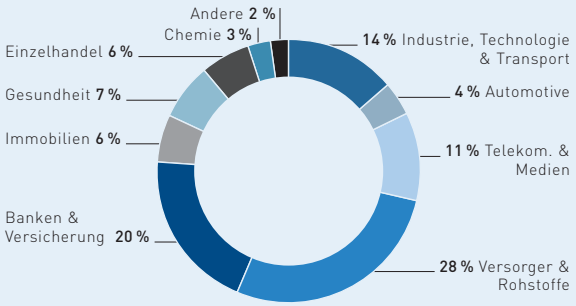
Quelle: Thomson Reuters, Morgan Stanley
(angekündigte Transaktionen über 100 Mio. EUR)

Geringere Aktivität
Deutsche Akquisitionen im Ausland, Anzahl & Wert



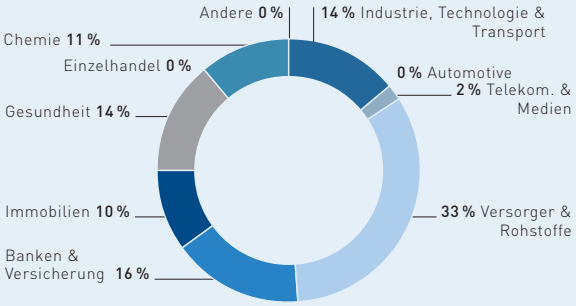
Quelle: Thomson Reuters, Morgan Stanley
(angekündigte Transaktionen über 100 Mio. EUR)

Konsolidierung bei Versorger & Rohstoffe I
M&A-Transaktionen mit europäischen Zielunternehmen nach Sektoren 2010



Quelle: Thomson Reuters, Morgan Stanley
(angekündigte Transaktionen über 100 Mio. EUR)

Konsolidierung bei Versorger & Rohstoffe II
M&A-Transaktionen mit deutschen Zielunternehmen nach Sektoren 2010



Quelle: Thomson Reuters, Morgan Stanley
(angekündigte Transaktionen über 100 Mio. EUR)

Branchentrends

Der Anteil von Banken & Versicherungen am Gesamttransaktionsvolumen auf deutscher und europäischer Ebene im Jahr 2010 belief sich auf 16 % bzw. 20 % und fiel somit deutlich niedriger aus als in den Krisenjahren 2008/09 nach erfolgter Marktkonsolidierung (43/16 % Anteil für 2008/09 in Deutschland bzw. 35/28 % in Europa). Dennoch stellte dieser Sektor weiterhin den zweitstärksten Bereich in beiden Regionen dar. Den größten Anteil erreichten Versorger & Rohstoffe (33 % Deutschland, 28 % Europa), getrieben durch Rohstoffbedarf in Schwellenländern und fortschreitende Liberalisierung des europäischen Marktes.

Ausblick

Für das Jahr 2011 ist ein Anstieg des Transaktionsvolumens zu erwarten. Die gute Ertragslage der Unternehmen, die abgeschlossenen Restrukturierungsaktivitäten und hohen Liquiditätsbestände begünstigen vor allem M&A-Transaktionen bei strategischen Käufern. Erste „Megadeals“ wie z. B. AT&T/T-Mobile USA konnten bereits im ersten Quartal 2011 beobachtet werden. Mit den sich verbessernden Kapitalmarktbedingungen für Akquisitionsfinanzierungen und Ausstiege durch Veräußerungen oder Börsengänge wird auch erwartet, dass die Aktivität bei Private-Equity-Investoren zunehmen wird. Des Weiteren könnten Staatsfonds sowie familiengeführte Unternehmen einen gesteigerten Beitrag zum M&A-Aufkommen in 2011 leisten.

Entwicklung

des Finanzstandorts Deutschland: Themen im Fokus

4

4.1 Zur Reform des internationalen Währungssystems
4.2 Reformen für den Euro
4.3 Rolle der Banken

4.1 Zur Reform des internationalen Währungssystems

Die französische G20-Präsidentschaft hat die Reform des internationalen Währungssystems auf die G20-Agenda gehoben. Es gibt hierfür zwei Motive: Zum einen den säkularen Trend einer wachsenden Bedeutung der Schwellenländer in der Weltwirtschaft. Dieser war und ist nicht angemessen in den Governance Strukturen des internationalen Währungssystems widergespiegelt, was zu einem Legitimationsverlust des Systems und seiner Institutionen, speziell des IWF, führt. Zum anderen hat die Finanz- und Wirtschaftskrise Schwächen des internationalen Währungssystems offenbart, die teilweise zu der Krise beigetragen haben, teilweise ihre Überwindung erschweren.

Anpassungen in der Struktur und den Mechanismen des internationalen Währungssystems erscheinen damit ebenso notwendig wie gerechtfertigt. Solche Veränderungen bewegen sich jedoch im Spannungsfeld des ökonomisch Notwendigen einerseits und des politisch Machbaren andererseits. Da Governance-Fragen der Weltwirtschaft stets auch Machtfragen sind, ist abzusehen, dass etwaige Reformen – wie schon bisher – evolutionären statt revolutionären Charakter haben werden.

Für die Finanzbranche ist die Diskussion um die Neuordnung des internationalen Währungssystems zwar nicht unmittelbar relevant, gleichwohl aufgrund der mittelbaren Wirkungen von Interesse. Denn obwohl es sich in erster Linie um eine inter-governmentale Angelegenheit handelt, hat die Struktur des internationalen Währungssystems offenkundig Auswirkungen auf das Finanzsystem. Es beeinflusst Höhe, Struktur und Stabilität der internationalen Kapitalflüsse; es beeinflusst Niveau, Volatilität und Entwicklung der Wechselkurse; es entscheidet über die Geschwindigkeit und Natur makroökonomischer Anpassungsprozesse; und es hat Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems insgesamt.

1) Designelemente

Die Zielsetzung jedes internationalen Währungssystems in der Gesamtheit aller seiner Komponenten und Institutionen ist klar: Es gilt, das öffentliche Gut „internationale Finanzstabilität“ effektiv und effizient bereitzustellen.

Dabei muss ein umfassendes Design eines Währungssystems die folgenden Komponenten umfassen:

- Regeln für die makroökonomische Koordinierung und Anpassung
- Sicherung der internationalen Liquidität
- Definition des Reservemediums
- Regeln für den Kapitalverkehr
- Wechselkursregime

Diese Designelemente bilden ein Gesamtsystem, dessen Einzelteile konsistent aufeinander abgestimmt sein müssen. Reformansätze können daher nicht nur an einem Element ansetzen. Zudem muss das Design jedes internationalen Währungssystems vereinbar sein mit nationalen Politikprozessen und -präferenzen: Internationale Regime, die auf nationaler Ebene nicht durchsetzbar und mehrheitsfähig sind, sind langfristig nicht lebensfähig. Ähnlich wie mit Blick auf die internationale Legitimität – angemessene Vertretung aller beteiligten Staaten und akzeptable Verteilung der Kosten und Nutzen zwischen den Staaten – gilt auch auf der innerstaatlichen Politikebene, dass Regime in den Augen heimischer Akteure eine hinreichende Legitimität haben und mit den innenpolitischen Interessen der handelnden Akteure vereinbar sein müssen.

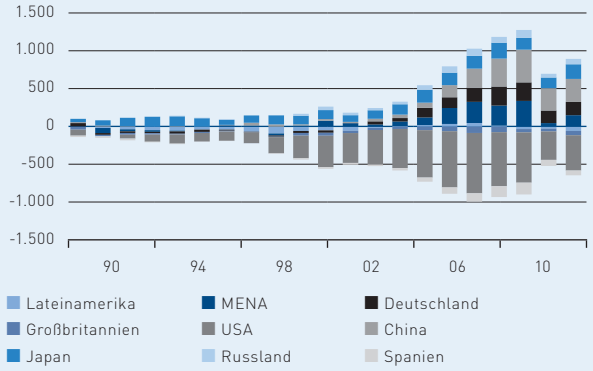
Praktisch heißt Letzteres, dass ein internationales Währungssystem für die Weltwirtschaft des frühen 21. Jahrhunderts nur dann politisch erreichbar sein wird, wenn das Design insbesondere mit den innen- und außenpolitischen Interessen der USA und Chinas vereinbar ist und diese ihre nachfolgenden Politikmaßnahmen grosso modo so wählen, dass die Stabilität des gewählten Systems gewährleistet ist. Europa kommt in dieser Konstellation keine tragende, wohl aber eine unterstützende Funktion zu.

2) Schwächen des gegenwärtigen Systems

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat eine Reihe von miteinander verbundenen Schwächen des gegenwärtigen Designs des internationalen Währungssystems offengelegt.

Erstens trugen die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte zum Aufbau der Krise bei. Während die schädlichen Wirkungen dauerhafter, massiver Ungleichgewichte durchaus diskutiert wurden, gab es weder automatische noch politische Mechanismen, die es ermöglicht hätten, diese Ungleichgewichte in geordneter Form zu reduzieren.

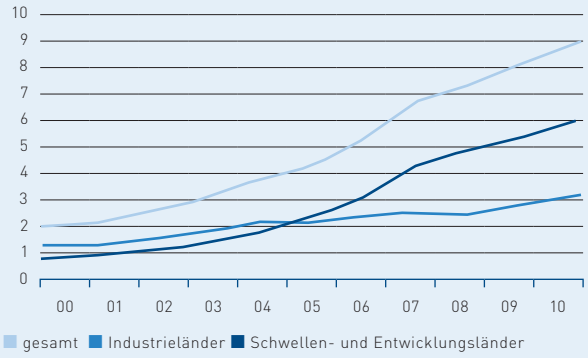
Globale Leistungsbilanzungleichgewichte
Leistungsbilanzsalden in Mrd. USD



Quelle: IWF

Zweitens und damit verbunden: Die extrem starke Akkumulation von Devisenreserven durch einige, vor allem asiatische, Staaten war eine der Ursachen und Spiegelbild der anhaltenden Ungleichgewichte. Die Reservebildung war im Wesentlichen durch zwei Absichten motiviert: Einerseits reflektierten sie eine bewusste Politik der Beeinflussung der Wechselkursniveaus. Insbesondere versuchten viele Staaten in Asien und im Mittleren Osten, ihre nominalen Wechselkurse zum Dollar stabil zu halten, um so exportgeführte Wachstumsmodelle zu begünstigen. Zudem profitierten die ölexportierenden Staaten vom hohen, in Dollar denominierten Ölpreis. Andererseits ist die Reserveakkumulation motiviert durch ein Versicherungsmotiv, i.e. den Versuch, ein Polster gegen potenzielle Zahlungsbilanzkrisen aufzubauen und im Fall einer Krise den Gang zum IMF zu vermeiden. Hier schlägt sich ein Funktionsdefizit des globalen Finanzsystems nieder, das offenbar trotz der vom IWF bereitgestellten Fazilitäten keine aus Sicht dieser Länder volumenmäßig adäquate und hinsichtlich der Zugangsbedingungen akzeptable Bereitstellung internationaler Liquidität für den Krisenfall leistet.

Weltweite Devisenreserven
Billionen USD



Quelle: IWF

Drittens: Einige Wechselkurse waren von ausgeprägten und anhaltenden Misalignments geprägt, ohne dass es automatische oder wenigstens diskretionäre Mechanismen zur Beseitigung dieser Misalignments gegeben hätte.

Viertens: Es mangelt an einem Konsens über Instrumente, mit denen eine Verstetigung grenzüberschreitender Kapitalflüsse erreicht werden kann. Dies gilt sowohl für das Problem plötzlicher Kapitalabflüsse – hier gibt es eine inhaltliche Verbindung zum Thema der internationalen Liquidität – als auch für das Problem zu starker Kapitalzuflüsse. Die wieder auflebende Diskussion um Kapitalverkehrskontrollen spiegelt letzteres Thema wider.

Neben diesen vier Punkten muss die institutionelle Struktur des internationalen Finanzsystems auch auf die strukturellen Veränderungen in der Weltwirtschaft reagieren. Insbesondere ist es für die Legitimität des Systems erforderlich, dass sich die teilnehmenden Staaten angemessen repräsentiert fühlen. Konkret vollzieht sich hierbei bereits seit Langem eine Diskussion um eine Neugewichtung der Quoten und damit auch des Einflusses im IWF.

Die Mitgliedstaaten des IWF haben auf diese Diskussion bereits mit mehreren Maßnahmen reagiert. Eine Ad-hoc-Verschiebung der Quoten im September 2006 folgte der Beschluss über eine grundsätzliche Neuausrichtung der Quoten im Zuge der 14. Quotenanpassung, die im Dezember 2010 endgültig beschlossen wurde. Insgesamt werden die Maßnahmen eine Verschiebung der Quotenanteile um gut vier Prozentpunkte bewirken. China wird mit den Quotenanpassungen zum drittgrößten Anteilseigner im IWF. Der Anteil der Schwellen- und Entwicklungsländer insgesamt wird auf 43% steigen und liegt damit in Größenordnung ihres Anteils am Welt-BIP von ca. 50% (auf PPP-Basis).

Quotenstruktur des IWF und Anteile am globalen BIP, in %

	Anteil am globalen BIP (PPP), 2009	Anteil Quote vor Singapur	Anteil Quote post 2010-Reform
US	20,135	17,38	17,407
JP	5,922	6,228	6,464
DE	4,01	6,086	5,586
sonst. advanced (inkl. NICs)	16,456	31,906	28,243
China	12,902	2,98	6,394
Saudi-Arab.	0,847	3,268	2,096
Russland	3,018	2,782	2,706
Indien	5,156	1,945	2,751
Brasilien	2,867	1,42	2,316
Mexiko	2,087	1,21	1,869
Korea	1,943	0,764	1,8
sonst. EM und LDC	24,657	24,031	22,368
	100	100	100

Quelle: IWF

3) Erforderliche Neuordnungen

Makroökonomische Koordination und Anpassung: Ziel einer besseren makroökonomischen Koordinierung muss es sein, das Entstehen von anhaltenden, gravierenden Ungleichgewichten zu verhindern. Die vom IWF initiierte multilaterale Surveillance bietet, in Ergänzung der traditionellen Überwachung einzelner Staaten im Rahmen der Art.-IV-Konsultationen, prinzipiell eine gute Grundlage für diese Aufgabe. Sie zielt darauf ab, die tatsächlichen und potenziellen Rückwirkungen nationaler Politikmaßnahmen auf andere Staaten zu modellieren und damit zu bewerten.

Offenkundig ist und wäre eine solche Form der Surveillance allein jedoch lediglich ein Indikator für die Wirkung nationaler Politik, ohne per se eine steuernde Funktion zu haben. Eine solche kann die Surveillance nur dann entfalten, wenn sie mit zwei anderen Instrumenten verbunden wird: erstens der Verpflichtung, die Ergebnisse der Surveillance im Rahmen eines Peer Review zu diskutieren und vertreten zu müssen; zweitens, Leitlinien, die nationaler Wirt-

schaftspolitik im Sinne einer „offenen Koordination“ Grenzen setzen. Anders als in der EU werden diese Grenzen im globalen Rahmen aus politischen Gründen nicht mit harten quantitativen Zielen definiert werden, sondern auf weichen Leitlinien beruhen. Gleichwohl kann von solchen Leitlinien in Verbindung mit einem strukturierten politischen Dialog über die Ergebnisse der Surveillance ein politischer Druck entstehen, der einen koordinierten Anpassungsprozess begünstigt. Allerdings lehrt die Erfahrung auch, dass weiche Leitlinien nur eine sehr begrenzte Wirkung entfalten, wenn und soweit damit verbundene Politikmaßnahmen nicht ohnehin im offenkundigen Eigeninteresse des betroffenen Staates sind.

Während multilaterale Surveillance präventiven Charakter hat, also darauf abzielt, die Entstehung von Ungleichgewichten zu verhindern, müssen in Ergänzung auch die Mechanismen der Anpassung geregelt werden, die greifen, wenn die präventiven Maßnahmen erfolglos waren. Die Kernfrage lautet hierbei, ob die Anpassung ausschließlich bei den Defizitländern erfolgt oder ob auch Überschussländer einen Teil der Anpassung tragen. Im ursprünglichen Bretton-Woods-System galt Ersteres, und auch heute noch müssen Defizitländer den überwiegenden Teil der Anpassung tragen. Allerdings wurde bei den Diskussionen im Vorfeld des G20-Gipfels in Korea deutlich, dass der Druck auf die Überschussländer wächst, ihrerseits durch die Stärkung der Binnennachfrage zum Abbau von Ungleichgewichten beizutragen.

Dabei muss differenziert analysiert werden: Beispielsweise ist der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands mit Blick auf seine weltwirtschaftlichen Rückwirkungen anders zu bewerten als der anderer Überschussländer, da beispielsweise die Wirkung des Überschusses auf Wechselkurse durch die Tatsache beeinflusst ist, dass der Euro-Währungsraum insgesamt keinen Überschuss aufweist.

Sicherung der internationalen Liquidität: Die Frage der internationalen Liquidität ist integraler Bestandteil der Konzeption des Anpassungsmechanismus. Internationale Liquidität dient dazu, die Anpassung bei der Wiederherstellung eines Zahlungsbilanzgleichgewichts abzufedern. Ob dies gewährleistet ist, hängt an zwei Dingen: Einerseits der Frage, ob genügend internationale Liquidität zur Verfügung steht bzw. im Bedarfsfall geschaffen werden kann, andererseits der Frage, zu welchen Bedingungen sie zur Verfügung steht.

Gegenwärtig beruht die Schaffung (und der Entzug) von Liquidität im internationalen Währungssystem weniger auf einem systematischen Design als vielmehr auf dem Nebeneinander mehrerer, zum Teil ad hoc entstandener Elemente. Neben den durch die internationale Gemeinschaft kollektiv geschaffenen IWF-Fazilitäten und den SZR gehören dazu bilaterale und regionale Arrangements und Abkommen sowie die autonomen Entscheidungen einzelner Staaten zur Bildung von Devisenreserven.

Der Aufbau umfangreicher Devisenreserven diente vielen Ländern in den letzten Jahren als Ersatz für den Zugang zu internationaler Liquidität über den IWF. Motiviert waren diese Staaten insbesondere nach der Asienkrise durch den Wunsch, Auflagen des IWF zu vermeiden, indem man sich durch die Reserven eine Art „Selbst-Versicherung“ verschaffte.

Die Akkumulation von Devisenreserven in großem Umfang ist jedoch problematisch: Zum einen handelt es sich um eine ineffiziente Nutzung von Volksvermögen[1], zum anderen sind damit negative Nebenwirkungen verbunden, nämlich heimische Inflation und die Begünstigung des Entstehens von Ungleichgewichten, weil spiegelbildlich den die Reservewährungen emittierenden Staaten höhere Defizite erlaubt werden, als dies andernfalls möglich wäre.

Der IWF hat auf diese Problematik bereits reagiert. Mit der Flexible Credit Line (FCL) und der Precautionary Credit Line (PCL) wurden Fazilitäten geschaffen, die Staaten auf einer präventiven Basis Mittel zur Verfügung stellen, ohne dass dies mit strengen Auflagen verbunden wäre. Vielmehr werden die zugangsberechtigten Länder im Rahmen einer Ex-ante-Prüfung („pre-qualification“) dazu berechtigt, Mittel aus diesen beiden Fazilitäten in Anspruch zu nehmen. Offenkundig bewegt sich der IWF hier jedoch auf einem schmalen Grat: Einerseits sind FCL und PCL der Versuch ei-

[1] Daneben drohen hohe Verluste, sollte die Reservewährung abwerten.

ner Antwort auf das Problem, dass die Bedingungen für IWF-Fazilitäten nicht so abschreckend sein dürfen, dass Staaten zu anderen Instrumenten – wie etwa der exzessiven Reserveakkumulation – greifen. Andererseits gebieten es der revolvierende Charakter des Fonds, der Schutz der Gläubigerinteressen und die Tatsache, dass Zahlungsbilanzhilfen als temporäre „Hilfe zur Selbsthilfe" angelegt sind, dass Liquidität Schuldnerländern nur gegen Auflagen zur Verfügung gestellt wird.

Parallel zum globalen System im Rahmen des IWF haben auf regionaler Ebene einzelne Staaten Maßnahmen ergriffen, um die Liquiditätsversorgung sicherzustellen. Bilaterale Swap-Vereinbarungen zwischen den Zentralbanken haben spätestens seit der Finanzkrise eine wichtige ergänzende Funktion im internationalen Währungssystem erlangt. Beispielsweise stellte die Fed im Rahmen bilateraler Vereinbarungen mit mehreren Zentralbanken Dollar bereit; die EZB schloss mit einigen Zentralbanken Abkommen über die Bereitstellung von Euro. Bemerkenswerterweise stellte auch Chinas Zentralbank über 500 Mrd. CNY im Rahmen bilateraler Swap-Vereinbarungen zur Verfügung. Bereits vor der Finanzkrise war in Asien in Reaktion auf die dortige Finanzkrise am Ende des vergangenen Millenniums die Chiang-Mai-Initiative, eine multilaterale Swap-Vereinbarung zwischen mehreren asiatischen Notenbanken, geschaffen worden.

Solche bilateralen und regionalen Abkommen können sinnvolle Ergänzungen der multilateralen Lösungen sein, haben freilich auch Nachteile: Erstens unterminieren sie grundsätzlich das multilaterale System und können zu einer Zersplitterung der Governance-Strukturen in der Weltwirtschaft führen. Zweitens erfordern auch regionale Abkommen eine ex ante und ex post wirtschaftliche Surveillance der teilnehmenden Länder. Diese ist aber (mit Ausnahme innerhalb der EU und auch dort bekanntlich nur mit eingeschränktem Erfolg) nirgendwo hinreichend etabliert und wird zudem hinsichtlich der Analyse internationaler Wechselwirkungen immer inferior zur multilateralen Surveillance des IWF sein. Drittens schließlich: Im Falle regionaler Krisen kann sich die Beschränkung der Hilfskapazität auf die betroffene Region als problematisch für die effektive Bekämpfung einer Krise erweisen.

Beim Blick auf das Thema internationale Liquidität ist aber nicht nur zu beachten, ob und wodurch im Krisenfall hinreichend Liquidität bereitstellt wird, sondern auch, ob das Ausmaß internationaler Liquidität angemessen ist im Vergleich zum Produktionspotenzial. Wie auch im nationalen Zusammenhang gilt: Zu viel internationale Liquidität stellt ein Inflationspotenzial dar. Dies ist derzeit insbesondere mit Blick auf die Frage von besonderer Relevanz, ob die Phase der „Great Moderation" vorbei ist; als solche wurde jener Zeitraum der jüngeren Vergangenheit

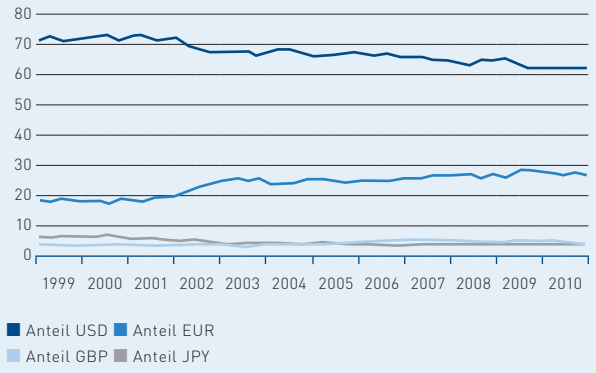
Übersicht der Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken

	Bilaterale Swap-Linien der Fed (2008-09), Mrd. USD		Bilaterale Swap-Linien der EZB (2008-09), Mrd. EUR		Bilaterale Swap-Linien der PBoC, (2008-09), Mrd. RMB
EZB	unbegrenzt	US	80	Hong Kong	200
Japan	unbegrenzt	Dänemark	12	Korea	180
UK	unbegrenzt	Polen	10	Indonesien	4100
Schweiz	unbegrenzt	Schweden	10	Malaysia	80
Australien	30	Ungarn	5	Argentinien	70
Kanada	30				
Korea	30				
Mexiko	30				
Singapur	30				
Schweden	30				
Brasilien	15				
Dänemark	15				
Norwegen	15				
Neuseeland	15				

Quellen: Fed, EZB, PBoC

bezeichnet, in der weltweit eine Ära stabilen Wachstums bei geringer Inflation erreicht schien.

Euro steigt, Dollar sinkt
Anteil an internationalen Devisenreserven, in %



Quelle: IWF

Reservemedium: Das gegenwärtige System ist im Wesentlichen ein Dollarstandard. Die Spekulation darüber, ob dieses unipolare System durch ein multipolares System abgelöst wird, ist intensiv, aber verfrüht. Richtig ist, dass die Bedeutung des US-Dollar als internationale Währung trendmäßig abnimmt. Richtig ist aber auch, dass internationale Reservemedien nicht nur aus ökonomischen Gründen ein großes Beharrungsvermögen haben (es bestehen Netzwerkvorteile des Status quo, und der Übergang zu einem neuen Regime erfordert einmalige Umstellungskosten), sondern dass es derzeit auch noch keine Alternative zum US-Dollar gibt. So verfügt der Euro zwar mit hinreichend tiefen Finanzmärkten und politischer Stabilität über zwei Voraussetzungen einer erfolgreichen internationalen Währung – die Regierungen der Eurozone und die EZB sind aber bezüglich einer größeren Rolle des Euro als Reservewährung neutral und fördern diese mithin nicht aktiv. Eine wachsende Bedeutung ergibt sich daher bestenfalls evolutionär in dem Maße, in dem internationale Anleger den Euro intensiver nutzen. Gleichzeitig sind mittelfristig die Chancen des Euro, sich als dominante internationale Währung zu etablieren, gering, wird doch die realwirtschaftliche Bedeutung der Eurozone im globalen Vergleich sinken. Hinzu kommt, dass die unzureichende politische Einheit der EU einer größeren Bedeutung des Euro im Wege steht. Für den Yen strebt Japan ebenfalls keine größere Rolle an; zudem sind die langfristigen Wachstumsaussichten Japans aufgrund der demographischen Entwicklung noch ungünstiger als für Euroland. Der Yuan schließlich kann zwar das Potenzial der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt in die Waagschale werfen. Auch hat die chinesische Regierung zu erkennen gegeben, dass sie keine Vorbehalte gegen eine gewichtigere Rolle des Yuan als internationale Währung auf längere Sicht hat. Allerdings ist der Yuan nicht konvertibel und der chinesische Kapitalmarkt weit davon entfernt, einen Grad der Reife aufzuweisen, der die Anlage von Reservegeldern attraktiv macht. Der Weg zu einem multipolaren System ist mithin noch weit.

Eine größere Rolle von SZR hätte grundsätzlich Vorteile: Die bekannten Nachteile der Nutzung einer nationalen Währung als internationales Reservemedium würden entfallen. Weder würde diese Währung weiterhin das „exorbitante Privileg" dieses Statuses genießen (Seignorage; Möglichkeit, sich nahezu unbegrenzt in eigener Währung zu verschulden); noch käme es zu unerwünschten Nebenwirkungen der Wirtschaftspolitik des Landes auf andere Staaten. (Ein Beispiel für Letztere sind die Nebenwirkungen der extrem lockeren Geldpolitik der Fed, die zu massiven Kapitalzuflüssen und Aufwertungen in einigen Schwellenländern führte.) Zudem würde ein neutrales Reservemedium das Triffin-Dilemma lösen – das Problem also, dass eine ausreichende Zurverfügungstellung von internationaler Liquidität Leistungsbilanzdefizite des Reservewährungslandes erfordert, diese aber die Auslandsverschuldung des Landes erhöhen und damit das Vertrauen in die Reservewährung unterminieren. Eine stärkere Rolle der SZR wäre auch ein eleganter Weg für jene Staaten, die hohe Dollarreserven akkumuliert haben, diese graduell zu reduzieren. Schließlich fiele es bei einer größeren Rolle der SZR zumindest theoretisch leichter, die Verfügbarkeit internationaler Liquidität dem Bedarf anzupassen und damit sowohl deflationären wie inflationären Tendenzen in der Weltwirtschaft besser entgegenzuwirken.

Diesen potenziellen Vorteilen einer größeren Rolle der SZR stehen jedoch einige Hürden entgegen. So sind aus Sicht heutiger und zukünftiger Reservewährungsländer SZR unattraktiver relativ zur Nutzung der eigenen Währung. Die stärkere Multilateralisierung der Liquiditäts-

versorgung implizierte zudem einen gewissen Souveränitätsverzicht, der nur schwerlich akzeptiert werden wird. Nicht zuletzt sind SZR bisher für den privaten Gebrauch gar nicht verfügbar und, selbst wenn sie es wären, als Korbkonstruktion aus Sicht privater Nutzer weniger attraktiv als „echte“ Währungen. Ein erster Schritt zur Förderung der SZR könnte daher darin bestehen, diese für private Nutzer verfügbar zu machen.

Wechselkursregime: Das gegenwärtige internationale Währungssystem ist ein „non-system“ in dem Sinne, dass kein global gültiges Arrangement für ein Wechselkursregime existiert. Vielmehr ist es seit dem Zusammenbruch des ursprünglichen Bretton-Woods-Systems jedem IWF-Mitgliedstaat freigestellt, welches Wechselkursregime er verfolgen möchte. Im Wesentlichen hat sich dabei eine Struktur gebildet, in der die drei etablierten Währungsräume Dollar, Yen und Euro im Grundsatz frei gegeneinander floaten und der Großteil der anderen Staaten sich an einen dieser Währungsräume durch mehr oder minder rigide Mechanismen anbinden. Die Wahl des Ankers orientiert sich dabei dominant an außenwirtschaftlichen Verflechtungen. In diesem Mischsystem geht vom Wechselkursregime als solchem kein eigenständiger Anpassungsdruck aus. Zudem hat das Arrangement Nebenwirkungen wie die exzessive Reserveakkumulation bei jenen Ländern, deren Währungen aufgrund ihrer wirtschaftlichen Entwicklung eigentlich aufwerten sollten, dies aber dem Ziel eines fixierten Wechselkurses unterordnen.

Das gegenwärtige Regime setzt zudem keinen Anreiz dazu, anhaltende Misalignments zu korrigieren. Weder gibt es einen Automatismus zu Wechselkursanpassungen (wie dies in einem Regime floatender Wechselkurse oder etwa bei einem Goldstandard der Fall wäre), noch gibt es eine Einigung auf einen systematischen Prozess, mit dem Misalignments identifiziert und dann im Rahmen einer diskretionären Entscheidung korrigiert werden könnten.

Die multilaterale Surveillance hat grundsätzlich das Potenzial, ein solch systematischer Prozess zu sein, mit dem Misalignments identifiziert werden könnten. Darauf aufbauend wäre es sinnvoll, im Rahmen eines im IWF koordinierten Vorgehens der Staaten Wechselkursanpassungen vorzunehmen, die mit gleichgewichtigen Entwicklungen vereinbar sind. Eine größere Flexibilität derjenigen Währungen, bei denen heute ein Misalignment zu konstatieren ist (insbesondere, aber nicht nur der Yuan), ist über die Zeit anzustreben.

Kein Problem sind übrigens kurzfristige Volatilitäten zwischen den frei floatenden Währungen. Diese können von den Akteuren effektiv gehedged werden und stellen insoweit kein Hindernis für Außenhandel, Investitionen und Kapitalanlagen dar.

Kapitalverkehrskontrollen: Es hat sich gezeigt, dass internationale Kapitalströme starken Schwankungen unterworfen sein können. Unerwartet starke Kapitalabflüsse, die bisweilen nicht einmal auf eine objektive Verschlechterung der Lage im Zielland, sondern lediglich auf eine Änderung im Risikoappetit der Investoren zurückzuführen sind, können Zahlungsbilanzkrisen auslösen. Aber auch starke Zuflüsse von Kapital können problematisch sein, wenn die damit einhergehenden Nebenwirkungen – u.a. Aufwertung, Assetpreisblasen und Inflationsdruck generell – nicht durch geld- und andere wirtschaftspolitische Maßnahmen neutralisiert werden können.

Insbesondere die hohen Kapitalzuflüsse in Schwellenländer haben dabei zu einer Renaissance der Diskussion um Kapitalverkehrskontrollen geführt. Anders als früher konzentriert sich diese Diskussion heute auf die Steuerung von Kapitalzuflüssen, nicht jene von -abflüssen. Es ist auch bezeichnend für die veränderte Struktur der Weltwirtschaft, dass es Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer sind, die für Unruhe sorgen.

Während es weiterhin Skepsis gegenüber der Wirksamkeit von solchen Kontrollen gibt, wird ihre Berechtigung als ein Instrument im Werkzeugkasten makroökonomischer Steuerung nicht mehr prinzipiell in Frage gestellt. Nichtsdestoweniger sollte am Ziel eines weltweit möglichst freien Kapitalverkehrs festgehalten werden. Freier Kapitalverkehr ist die Grundlage für eine optimale weltweite Kapitalalloka-

tion; Kapitalverkehrskontrollen verzerren Anlageentscheidungen und wirken ultimativ wachstumshemmend.

Wenn akzeptiert wird, dass temporäre Kapitalverkehrskontrollen (wieder) ein international akzeptiertes Instrument der Wirtschaftspolitik werden, sollten für ihren Einsatz allgemein verbindliche Regeln aufgestellt werden. So sollte erstens klargestellt sein, dass solche Kontrollen für all jene Staaten mit hochentwickelten Finanzmärkten, die sich bereits den Regeln von Artikel VIII des IWF-Statuts unterworfen haben, keine Option mehr sind. Es sollte zweitens festgelegt werden, dass solche Kontrollen immer nur als letztes Mittel zum Einsatz kommen, wenn sich alle anderen Maßnahmen als nicht hinreichend wirkungsvoll erwiesen haben. Schließlich wäre anzustreben, dass solche Maßnahmen nur in Abstimmung mit dem IWF eingesetzt werden und einer Kontrolle ihrer Wirksamkeit sowie ihrer Nebenwirkungen unterliegen. Ein Missbrauch von Kapitalverkehrskontrollen für merkantilistische Zwecke wäre durch den IWF (u.U. in Kollaboration mit der WTO) zu unterbinden.

4) Hürden auf dem Reformpfad

Hürden auf dem Weg zu einem reformierten Weltwährungssystem sind in erster Linie politischer Natur. Relevant sind dabei folgende Aspekte:

Die Welt befindet sich geopolitisch in einer Übergangsphase, in der das unipolare System mit dem Hegemon USA instabil geworden ist, ein neuer Hegemon oder eine multipolare Weltordnung sich aber noch nicht etabliert hat. Dies erschwert den Abstimmungsprozess unter zunehmend gleichrangigen Verhandlungspartnern.

Eine Neuordnung der Regeln für die Zahlungsbilanzanpassung führt zu einer Neuverteilung der Anpassungslasten zwischen Staaten und innerhalb der Länder – und ist insoweit politisch brisant.

Ebenso verändert ein Wechsel in der Wahl des Wechselkursregimes die Natur des Trade-off zwischen interner und externer Anpassung an Ungleichgewichte. Die Wahl des Wechselkursregimes bedingt es damit, einen neuen innenpolitischen Konsens herstellen zu müssen.

Ein potenzieller Wechsel des Reservemediums impliziert eine Neuverteilung der Kosten und Nutzen. Derzeitige Reservewährungen verlören die damit verbundenen Vorteile, die entweder auf die Emittenten anderer Währungen übergingen oder – etwa bei einem Bedeutungsgewinn einer Korbwährung wie den SZR – unter den teilnehmenden Währungen gepoolt würden. Abgesehen davon gilt der Status als Reservemedium als Ausweis wirtschaftlicher und politischer Macht; insofern ist diese Frage auch mit Aspekten von Status und Reputation verbunden.

Ökonomisch betrachtet kann ein multipolares System instabiler sein als ein unipolares, weil Portfolioumschichtungen der Investoren zwischen den Reservewährungen stärkere Wechselkursschwankungen als in einem unipolaren System hervorrufen können. Dies gilt a fortiori, wenn und soweit die jeweiligen Währungsräume große und relativ geschlossene Volkswirtschaften sind, sodass der Anreiz, die Rückwirkungen eigenen Handelns auf Dritte zu berücksichtigen, gering ist.

Vor dem Hintergrund dieser politischen Hürden ist verständlich, warum sich die Reform des internationalen Währungssystems nur evolutionär vollziehen wird. Ein großer Sprung ist unwahrscheinlich. Dies beschreibt freilich nur die herausfordernden Umstände, innerhalb derer sich die Diskussion um eine Neuordnung des internationalen Währungssystems vollziehen wird – es ist keine Entschuldigung, notwendige Entscheidungen aufzuschieben oder gar zu verweigern.

4.2 Reformen für den Euro

Brüsseler Beschlüsse: Starkes politisches Bekenntnis zum Euro

Mit den Beschlüssen von Brüssel vom 24./25. März d.J. für einen permanenten Krisenmechanismus und eine verstärkte Zusammenarbeit in der Wirtschafts- und Finanzpolitik sollte die Staatsschulden-Krise in der Eurozone in diesem Jahr überwunden werden. Unter dem Etikett „Euro-Schulden-Krise“ verbargen sich stets zwei Probleme. Zum ersten sahen die Kapitalmarktakteure für einige Mitgliedsländer des Euro die Belastungen aus der Finanzmarktkrise 2008/2009 mit ihren Auswirkungen auf die Realwirtschaft für so gravierend an, dass teilweise aufgrund des bereits vorher erreichten hohen Niveaus der Staatsverschuldung ernsthafte Zweifel an der Zahlungsfähigkeit dieser Staaten aufkamen. Zum zweiten schürte dies die Unsicherheit, ob unter diesen Umständen die Währungsunion zusammenhalten würde. Denn die Vertragsgrundlage für die Währungsunion sieht eine strikte Trennung und Eigenständigkeit der Staatsfinanzen der Mitgliedsländer vor. Es hat sich allerdings gezeigt, dass neben einer strikten finanzpolitischen Disziplin der einzelnen Euro-Staaten auch eine bessere finanzpolitische Koordinierung im Euroraum notwendig ist. Fehlentwicklungen selbst in kleinen Mitgliedstaaten können in einer Währungsunion über den gemeinsamen Kapitalmarkt enorme negative externe Effekte auf die übrigen Volkswirtschaften haben. In dieser Situation zeigten sich die internationalen Kapitalmarktteilnehmer verunsichert, wie die europäische Politik reagieren würde. Prinzipiell stand die Politik vor der Entscheidung, entweder

- die bisherigen Regeln des Euro zu verändern,
- den Default einzelner Mitgliedstaaten zuzulassen und auf den europäischen Finanzsektor durchwirken zu lassen mit der Gefahr eines Wiederauflebens der Finanzmarktkrise
- oder gar die Währungsunion in ihrer jetzigen Form aufzugeben.

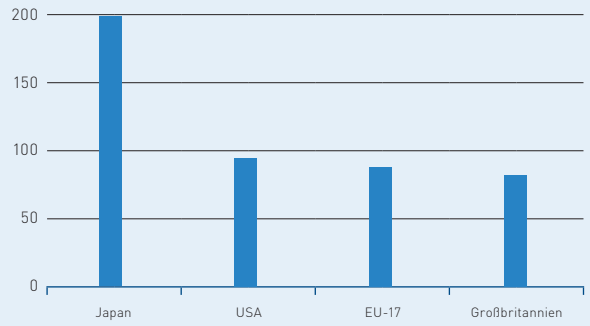
Es stellte sich schnell heraus, dass die beiden letzten Optionen für die europäische Politik nicht in Frage kamen, insbesondere nicht die Aufgabe der Währungsunion. Der Euro ist für die politische Integration

Europas eine tragende Säule. Mit der Gründung der Währungsunion sind Fakten geschaffen, die dem Euro eine entscheidende politische Bedeutung verleihen. Eine Aufgabe des Euro (auch eine Verkleinerung des Währungsgebiets) würde auch die politische Integration empfindlich beschädigen und die Gefahr heraufbeschwören, dass diese sogar umgekehrt wird. Ein Default wurde ebenfalls als problematisch angesehen, insbesondere wegen der damit verbundenen Ansteckungseffekte auf andere Mitgliedstaaten. Aus diesen Gründen hat die europäische Politik die erste Option gewählt: die Rettung des Euro und damit Reformen für die Währungsunion. In den bereits im letzten Jahr eingeleiteten Stützungsmaßnahmen sowie in den Brüsseler Beschlüssen vom Frühjahr 2011 steckt ein starkes Bekenntnis zur europäischen Gemeinschaftswährung. Der Euro wird die Währung der heute 17 Mitgliedsländer und damit des zweitgrößten Wirtschaftsraums der Welt bleiben.

Die Aufgabe bestand darin, finanzielle Beistandsregeln zu finden, die die Grundprinzipien der finanziellen Eigenverantwortung und Selbständigkeit nicht außer Kraft setzen. Denn wenngleich auch das Ziel der Beibehaltung des Euro in allen Mitgliedstaaten politisch gesetzt ist, so liegt es im Interesse aller Beteiligten, dieses Ziel ökonomisch möglichst effizient zu erreichen. Währungs- und finanzpolitische Mechanismen, die mittelfristig die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Euroraums herabsetzen, können kurzfristig vielleicht die akuten Probleme verdrängen, sie schaden der Währungsunion jedoch auf lange Frist. Diese Abwägung ist durch die Schaffung der zeitlich befristeten Kreditmechanismen EFSF (European Financial Stability Facility) und EFSM (European Financial Stability Mechanism) sowie des permanenten Beistandsmechanismus ESM (European Stabilisation Mechanism) im Wesentlichen gelungen. Ihre Funktion mit Unterstützung des Internationalen Währungsfonds ist es, Kredite an notleidende Länder der Eurozone zu vergeben, für die eine Refinanzierung über die Kapitalmärkte aufgrund zu hoher Risikoaufschläge und somit steigender Schuldenlast nicht mehr tragbar ist. Diese Kredite unterliegen einer strengen Konditionalität: Das Nehmerland muss sich verpflichten, die Ursachen für seine angespannte Finanzlage durch geeignete finanz- und wirtschaftspolitische Maßnahmen zurückzuführen. Die Fortschritte auf diesem Weg werden regelmäßig von der kreditgebenden Seite überprüft.

Allerdings konnten mit den Reformbeschlüssen nicht alle Probleme gelöst werden. Die Krise der Staatsfinanzen in einigen Mitgliedsländern ist noch nicht überwunden. Zwar lehrt ein Blick nach Japan oder in die Vereinigten Staaten, dass die Frage, wie sich die Staaten angesichts gravierender demografischer Veränderungen in der Zukunft finanzieren sollen, kein originär europäisches Problem ist.

Staatsverschuldung des nominalen Bruttoinlandsprodukts 2010
in %



Quelle: Eurostat, OECD, DekaBank

Das ändert allerdings nichts an der Tatsache, dass die europäischen Staaten – und nicht nur die der Währungsunion – mit den aufgelaufenen Schuldenständen fertigwerden müssen, und das innerhalb der Regeln einer Währungsunion. Sollte im Einzelfall die Notwendigkeit einer Umstrukturierung gegeben sein, weil die Schuldentragfähigkeit nicht mehr gegeben ist, so sollte diese angesichts einer noch nicht vollständig wiederhergestellten Widerstandskraft der Finanzmärkte so durchgeführt werden, dass keine unkontrollierbaren Ansteckungseffekte in Gang gesetzt werden. Ihr Ziel sollte eine möglichst schnelle Rückkehr des Schuldnerlands an den Kapitalmarkt sein.

Unabhängig von der Lösung der Schuldenproblematik im konkreten Einzelfall bleibt für fast alle Industrieländer wohl festzuhalten, dass die wahre Dimen-

sion der Auswirkungen des demografischen Wandels auf die Staatsfinanzen noch immer nicht vollständig erfasst ist. Es fehlt an einer Neubestimmung der wirtschaftlichen Rolle des Staates, bei der insbesondere das Instrument der Staatsverschuldung nicht mehr in gleicher Weise wie in den vergangenen Jahrzehnten eingesetzt werden kann.

Transferunion?

Der Begriff Transferunion ist kein eindeutig definierter Begriff. Für die einen ist sie dort gegeben, wo ein einziger Euro der Steuereinnahmen eines Landes in einem anderen Mitgliedstaat eingesetzt wird.

Für andere besteht eine Transferunion in der großflächigen regelmäßigen Umverteilung von Steuergeldern innerhalb der Währungsunion, ähnlich etwa dem bundesdeutschen Länderfinanzausgleich. Die Beschlüsse von Brüssel beinhalten Solidaritätselemente zwischen den Mitgliedstaaten bei gleichzeitiger grundsätzlicher Selbstverantwortung. Es gibt künftig einen Kreditmechanismus, bei dem finanziell bedrängte Staaten vorübergehend Mittel in Anspruch nehmen können, die von anderen Staaten an den Kapitalmärkten verbürgt werden. Für diese Inanspruchnahme müssen die Nehmerstaaten weitreichende Vorgaben für ihre Wirtschaftspolitik in Kauf nehmen, sozusagen eine Ex-post-Abstimmung der Wirtschaftspolitik oder eine Koordination durch die Hintertür. Kredite sind keine Transfers, sondern müssen zurückgezahlt werden. Insofern bleibt die Grundphilosophie der finanziellen Eigenverantwortung bei den Euro-Ländern bestehen.

Damit ist die Währungsunion auch künftig keine Transferunion. Aber diese Kreditmechanismen enthalten auch Solidaritätselemente: niedrigere Refinanzierungszinsen am Kapitalmarkt oder die Übernahme von Finanzierungsrisiken durch Nachbarländer für schwächere Staaten. Geht alles gut, dann halten sich die Belastungen der Geberländer durch die Solidaritätselemente in Grenzen, im Gegenteil: Weil die Nehmerländer höhere Zinsen zahlen als die, zu denen sich die Geberländer an den Kapitalmärkten refinanzieren können, kommt theoretisch sogar ein Gewinn für den ESM heraus. Es kann aber auch anders kommen: Sind die Nehmerländer finanziell überfordert, so ist die politische Verpflichtung zur Stundung oder zu weiteren Zinszugeständnissen der Geberländer hoch. Dann steigt auch die Transferrechnung. Welche Transfers in der neu konstituierten Währungsunion fließen, ist also nicht geklärt und hängt insbesondere von den wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen in den Problemregionen der Währungsunion ab. Fest steht aber, dass in den bisherigen Beschlüssen keine regelmäßigen Transfers zugesagt wurden. Die Regierungen werden vielmehr weiterhin von Fall zu Fall entscheiden, welches Ausmaß an Solidarität im Einzelnen angebracht ist.

Gegen einen europäischen Finanzausgleich im Sinn regelmäßiger Transferzahlungen zwischen Gebietskörperschaften sprechen mehrere Gründe. Zum einen sind dies die negativen Erfahrungen in Ländern mit einem solchen System, allen voran – Deutschland. Der Länderfinanzausgleich erzeugt zahlreiche wirtschaftliche Fehlanreize und gibt Anlass zu wenig effizienter Verwendung öffentlicher Gelder oder, anders ausgedrückt: zur Verschwendung. Er ist damit ein sehr teurer Mechanismus zur Erreichung des politischen Ziels gleichmäßiger regionaler Wirtschaftsentwicklung. Zum anderen wären solche Systeme auf europäischer Ebene nicht ausreichend demokratisch legitimiert. Die politische Integration Europas ist nicht weit genug fortgeschritten, als dass solche Umverteilungssysteme realistisch erschienen. Damit bestünde die ernsthafte Gefahr, dass die Währungsunion in den politischen Systemen der Mitgliedstaaten an politischer Unterstützung verlöre oder gar infrage gestellt werden könnte. Das zeigen jüngste Wahl- und Umfrageergebnisse recht deutlich.

Unabhängig von der ökonomischen Sinnhaftigkeit von Finanzausgleichssystemen belegt die Krise die Bedeutung der politischen Integration für eine Währungsunion. War diese ursprünglich auch dazu gedacht, die politische Einigung innerhalb der Europäischen Union voranzubringen, so hat sich auf diesem Gebiet wenig getan.

Unter diesen Umständen ist die Suche nach einem finanzpolitischen Rahmen für den Euroraum eine besondere Herausforderung. Ein solches System muss

die engen Interdependenzen innerhalb einer Währungsunion, die Restriktionen bei der finanzpolitischen Zusammenarbeit sowie Effizienzgesichtspunkte zu einem funktionierenden fiskalischen Rahmen zusammenbringen. Dazu reichte völlig aus, dass finanzpolitische Souveränität dahingehend eingeschränkt wird, dass die Festlegung und Einhaltung des Defizit-Zieles gemeinschaftliche Angelegenheit ist. Der jetzt eingerichtete konditionale Kreditmechanismus kann nur ein letzter Ausweg sein, um im Fall außergewöhnlicher exogener Schocks die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in der Eurozone nicht zu gefährden.

Der neue Stabilitätspakt

Mitte März 2011 einigte sich die Eurogruppe vorbehaltlich der Zustimmung durch das Europäische Parlament auf eine Verschärfung des Stabilitätspakts. Hiernach wird insbesondere eine striktere Senkung zu hoher Staatsschuldenstände eingefordert und auch beziffert: Ein Zwanzigstel des übermäßigen Schuldenstands soll künftig jährlich zurückgeführt werden. Bereits bei Eröffnung eines Defizitverfahrens soll ein Pfand in Höhe von 0,2 % des jeweiligen BIP beim europäischen Stabilisierungsmechanismus hinterlegt werden. Empfehlungen der Kommission während der Verfahren sollen künftig nur mit qualifizierter Mehrheit im Rat abgelehnt werden können. Die Entscheidung über die Einleitung eines Verfahrens bleibt aber weiterhin eine politische Entscheidung des Rates.

Auch der neue Stabilitätspakt ist eine politische Vereinbarung. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit der bisherigen Praxis ist insofern nachvollziehbar, dass einige Kapitalmarktteilnehmer skeptisch bleiben, ob es mit diesen Regeländerungen gelingen wird, die finanzpolitischen Kennzahlen der Mitgliedsländer in den vorgesehenen Bahnen zu halten. Unter der gegenwärtigen politischen Verfasstheit innerhalb der Europäischen Union sind automatische Sanktionen oder eine Weisungsbefugnis etwa der Europäischen Kommission in diesen Fragen nicht durchsetzbar, so sinnvoll dies aus ökonomischer Sicht auch wäre. Hierin liegt eine große Glaubwürdigkeitsschwäche dieses institutionellen Rahmens.

Allerdings hat die Schuldenkrise in einigen Mitgliedstaaten der Politik und der Öffentlichkeit eindringlich vor Augen geführt, wohin ein Kurs der finanzpolitischen Sorglosigkeit führt. Die Kapitalmärkte haben in ihren Bewertungen der Schuldenstände europäischer Staaten eindringlich darauf hingewiesen, dass der Staatsverschuldung Grenzen gesetzt sind. Diese Grenzen sind in den meisten Mitgliedstaaten zwar noch nicht erreicht, aber die Schuldenstände haben sich überall deutlich erhöht. Alle Mitgliedstaaten sind zu einem grundlegenden Umdenken in Bezug auf die Leistungsfähigkeit der Staaten und damit auf die Möglichkeiten der Aufgabenerfüllung aufgerufen.

Mindestmaß an Koordinierung der Wirtschaftspolitik notwendig

Ein gut funktionierender Europäischer Stabilisierungsmechanismus für den Krisenfall sowie ein schärferer Stabilitätspakt werden allerdings nicht ausreichen, um den Euro vollkommen wetterfest zu machen. Ein Mindestmaß an weiterer Koordinierung der Makropolitiken innerhalb Europas wäre grundsätzlich wünschenswert. Die Ereignisse der vergangenen Jahre zeichnen hier gewissermaßen eine Art Blaupause. In Irland und Spanien war nicht der Staat der eigentliche Krisenverursacher, sondern der private Sektor. Der boomende Immobilienmarkt bescherte beiden Ländern eine über mehrere Jahre andauernde Sonderkonjunktur. Die Hauspreise schossen in die Höhe, und die Verschuldung der Privathaushalte erreichte Rekordstände. Gleichzeitig stiegen die Löhne äußerst kräftig an. Nach dem Platzen der Immobilienblase gerieten dann die Volkswirtschaften und mit ihnen die öffentlichen Haushalte in eine Schieflage.

Ein Auslöser für die jüngste Krise war eine Kombination aus einheitlicher Geldpolitik in der EWU, unterschiedlicher gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen in den Mitgliedstaaten und dem fehlenden Gegensteuern der nationalen Wirtschaftspolitik. Die einheitliche Geldpolitik traf auf sehr unterschiedliche makroökonomische Entwicklungen in der EWU. Der für alle Mitgliedsländer geltende nominale Leitzins führte

aufgrund von Divergenzen in der nationalen Inflationsentwicklung zu äußerst unterschiedlichen Realzinssätzen. Gerade in den Anfangsjahren der EWU war etwa der Realzins in Spanien äußerst gering, während er in Deutschland überdurchschnittlich hoch war. Dadurch erhielt der spanische Immobilienmarkt einen kräftigen Schub, und die Überhitzung nahm ihren Anfang. Die Wirtschaftspolitik in Spanien steuerte dem nicht entgegen. Durch eine stärkere Koordinierung der Wirtschaftspolitik innerhalb Europas und gezielte makroprudentielle Aufsicht und Steuerung ließen sich solche Divergenzen rechtzeitig einebnen und spätere Krisen vermeiden – so zumindest die Hoffnung

Mit dem jetzt im März 2011 beschlossenen Euro-Plus-Pakt wurde ein Anfang in Richtung stärkerer Koordinierung gemacht. Der Euro-Plus-Pakt soll zu einer insgesamt homogeneren makroökonomischen Entwicklung in Europa beitragen. Statt Krisenmanagement wird der Schwerpunkt auf mittel- bis langfristige Strukturreformen gelegt. Durch eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit sollen vergleichbare makroökonomische Bedingungen innerhalb der EWU geschaffen werden. Ein Auseinanderlaufen von nationalen Lohnstückkosten und Leistungsbilanzsalden, wie es vor der Schuldenkrise zu beobachten war, würde dadurch gedämpft oder im Idealfall sogar vermieden werden. Das Subsidiaritätsprinzip soll gewahrt bleiben: Die konkreten Maßnahmen, etwa auf dem Arbeitsmarkt und in den sozialen Sicherungssystemen, werden von jedem Land selbst beschlossen. Die Staats- und Regierungschefs gehen dabei jedes Jahr eine Art „Verpflichtung“ gegenüber ihren Amtskollegen ein.

Grundsätzlich ist der Euro-Plus-Pakt zu begrüßen. Der Euro benötigt eine stärkere Koordinierung nationaler Wirtschaftspolitik, damit makroökonomische Fehlentwicklungen in einzelnen Ländern rechtzeitig korrigiert werden können. Bei der praktischen Umsetzung der Vorschläge steckt allerdings der Teufel im Detail. So stößt die Beeinflussung von Lohnkosten durch die Wirtschaftspolitik (glücklicherweise) rasch an ihre Grenzen. In den meisten Ländern ist die Entwicklung von Löhnen und Gehältern nicht überwiegend Sache des Staates, sondern den Tarifparteien vorbehalten. Zudem bleibt abzuwarten, ob „Peer Pressure“ unter den Staats- und Regierungschefs wirklich genügt, um Strukturreformen in einzelnen Ländern anzustoßen. Auch bei Existenz des Euro-Plus-Pakts hätten sich Irland und Spanien möglicherweise gegen eine Abkühlung ihrer Immobilienkonjunktur gesperrt, um die Arbeitslosigkeit weiter reduzieren zu können. Die Existenz makroökonomischer Ungleichgewichte muss außerdem in Echtzeit – und nicht erst im Nachhinein – erkannt und effektiv beseitigt werden. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit lassen hier Zweifel aufkommen. Irland wurde lange Zeit als „keltischer Tiger“ gehandelt, während der rasante Anstieg der Hauspreise und die daraus entstehenden Gefahren ignoriert wurden. Auch die Auswahl konkreter makroökonomischer Indikatoren und deren vermeintliche Objektivität zur Beurteilung von Fehlentwicklungen könnten rasch strittig werden. Typischerweise dürften einige Länder nicht bei allen Kennzahlen Fortschritte machen. Was passiert aber konkret, wenn ein Staat Fortschritte bei Inflation und Lohnstückkosten macht, aber weiterhin Defizite in anderen Bereichen wie der Rentenversicherung aufweist? „Ermahnungen“ durch andere Staats- und Regierungschefs dürften rasch zu Streit führen und auch wenig Konkretes bewirken.

Herausforderungen bleiben bestehen

Trotz insgesamt positiver institutioneller Veränderungen sind die sich abzeichnenden Herausforderungen für die Eurozone gewaltig. Maßstab aller Dinge wird die Bereitschaft und Fähigkeit der Krisenländer sein, die öffentliche Haushaltspolitik wieder auf einen tragfähigen Pfad zurückzuführen. Zudem gilt es, die sonstigen strukturellen Reformversprechungen anhaltend mit Leben zu erfüllen. Letzten Endes lässt sich das Vertrauen von Investoren nicht durch Worte, sondern nur durch Taten zurückgewinnen. Nach den Ereignissen der vergangenen zwölf Monate dürfte dieser Prozess aller Voraussicht nach zunächst äußerst steinig werden. Dafür spricht der schwierige Balanceakt zwischen staatlicher Konsolidierungspolitik und wirtschaftlicher Erholung. Allein in diesem Jahr belaufen sich Einsparungen und Steuererhöhungen in Spanien auf umgerechnet 3½% des BIP; in Griechenland, Irland

und Portugal sind es sogar mehr als 4%. Hinzu kommt eine voraussichtlich weiter steigende Arbeitslosigkeit. Der daraus resultierende negative Nachfrageeffekt lässt sich kurzfristig – wenn überhaupt – nur äußerst schwer kompensieren. Die Gefahr liegt auf der Hand: Die Krisenländer fallen zunächst zurück in die Rezession oder verharren dort wahrscheinlich wie im Falle Griechenlands. Mittelfristig dürften sich allerdings die Strukturreformen auf der Angebotsseite positiv auswirken. Neben reinen Konsolidierungsanstrengungen haben die europäischen Krisenländer nämlich bereits eine Reihe von Strukturreformen auf der Angebotsseite verabschiedet. Insbesondere die Flexibilisierung auf dem Arbeitsmarkt steht ganz oben auf der Agenda. In Griechenland und Portugal wurde neben einer Vielzahl anderer Maßnahmen eine Dezentralisierung der Lohnverhandlungen auf den Weg gebracht. In Irland wurde der Mindestlohn reduziert, um Arbeitssuchenden mit geringer Qualifikation bessere Beschäftigungschancen einzuräumen. In Spanien wurde der rigide Kündigungsschutz spürbar gelockert. Diese Strukturreformen erhöhen die Flexibilität der Unternehmen und steigern die gesamtwirtschaftliche Produktivität. Das Wachstum wird deshalb mittelfristig – nach einer voraussichtlich längeren Pause – wieder zurückkehren. Die Herausforderung für die Krisenstaaten und die sie unterstützenden Partner, inkl. des IWF, wird es sein, die wirtschaftliche Durststrecke bis zu den ersten Reformerfolgen durchzustehen. Andernfalls könnte die Bereitschaft der Bevölkerung zu weiteren tiefgreifenden Umwälzungen rasch erlahmen.

Fazit: Mehr Chancen als Risiken

Patentrezepte für eine schnelle Lösung der Euro-Schuldenkrise gibt es nicht. Dazu sind die Probleme zu tiefgreifend und zu komplex. Statt dem Durchschlagen des Gordischen Knotens zeichnet sich eine Herkules-Aufgabe mit einer Vielzahl von Maßnahmen in den nächsten Jahren ab. Realistischerweise muss auch zwischen dem ökonomisch Wünschenswerten und dem politisch Machbaren unterschieden werden. Auf der institutionellen Seite benötigt die EWU eine neue Balance zwischen nationaler Wirtschaftspolitik und einem Mindestmaß an europaweiter Koordinierung.

Die ersten tiefgreifenden Veränderungen wurden im Zuge der Schuldenkrise faktisch von den Finanzmärkten erzwungen. In den vergangenen zwölf Monaten wurden institutionelle Veränderungen auf den Weg gebracht, die bis zum Ausbruch der Schuldenkrise undenkbar waren. Durch die Einrichtung eines Europäischen Stabilisierungsmechanismus können Länder, die in wirtschaftliche Schieflage geraten sind, Kredite erhalten. Andere Staaten – und hier insbesondere Deutschland und Frankreich – treten dafür in Haftung. Im Gegenzug müssen die Länder, die einen Kredit aufgenommen haben, eine Leistung in Form von Sparanstrengungen und Reformmaßnahmen erbringen. Die jüngsten Ereignisse haben eindrucksvoll gezeigt: Ein Hilfsmechanismus in Form eines solchen Sicherheitsnetzes ist für das Funktionieren der EWU im Krisenfall unabdingbar. Gleichzeitig birgt er allerdings auch eine erhebliche Gefahr in sich. Wird die Konditionalität zwischen Kreditzusage und Sparmaßnahmen außer Kraft gesetzt, entsteht eine Transferunion in Europa. Die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten würde dann über kurz oder lang nicht den Zusammenhalt stärken, sondern zu einem Auseinanderbrechen des Euro führen. Weder Deutschland noch Frankreich dürften auf Dauer bereit sein, erhebliche finanzielle Lasten zu schultern ohne entsprechende Gegenleistungen der in Bedrängnis geratenen Staaten zu erhalten. Der ab 2013 geltende Europäische Stabilisierungsmechanismus muss daher strikt auf das Konditionalitätsprinzip achten. Volumina der Kredite sowie die zu erbringenden Reform- und Sparmaßnahmen sollten so konkret wie irgend möglich vertraglich festgelegt werden.

Wesentlich für den langfristigen Erfolg des Euro wird es sein, ob Europa nach der Bewältigung der Krise bereit ist, den Weg der politischen Integration weiterzugehen. Der „neue Euro“ erfordert zudem wesentlich mehr Disziplin als zuvor. Die strikteren Vorgaben des Stabilitätspakts müssen eingehalten und Fortschritte bei der makroökonomischen Koordinierung erzielt werden. Bei aller Skepsis liegt in der Krise aber auch die Chance für Europa, positiv zu überraschen. Aufgrund der dramatischen Ereignisse wurde klar, dass ein einfaches „weiter so“ nicht mehr möglich ist. Der Grundstein für eine Wendung zum Besseren wurde durch die Änderung der institutionellen Rahmenbedingungen zumindest gelegt.

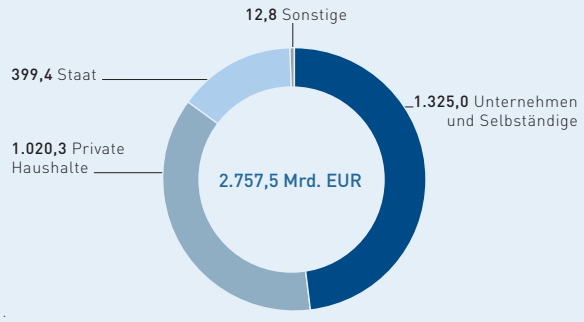
4.3 Die Rolle des Bankkredites für die Finanzierung der Wirtschaft

Die Finanzkrise hat die Kreditwirtschaft auch in Deutschland in Misskredit gebracht. Da das Vertrauen zwischen Kunde und Bank Grundlage der Geschäftsbeziehung ist und dem Geld eine besondere Rolle im Wirtschaftskreislauf zukommt, müssen – zunächst und vor allem von den Verantwortlichen in den Banken, aber auch von der staatlichen Aufsicht – alle Anstrengungen unternommen werden, das Vertrauen wiederherzustellen. Die Regierungen auf nationaler Ebene, in der Europäischen Union und weltweit in der G20 haben sich unmittelbar nach der erfolgreichen Stabilisierung des Finanzsystems dieser Aufgabe gestellt. Angesichts der enormen Höhe der zur Bankenrettung eingesetzten öffentlichen Mittel gilt es Vorkehrungen zu treffen, damit sich eine solche Krise nicht wiederholt. Die grundlegenden Änderungen in der Bankenregulierung werden nicht ohne Folgen für die Beziehungen zwischen Banken und ihren Kunden bleiben. Wichtige Aspekte sind dabei die Verfügbarkeit und die Kosten des Bankkredites.

Während die Regeln vor Ausbruch der Finanzkrise offenbar ungeeignet waren, Fehlentwicklungen in großem Ausmaß zu verhindern, besteht nun die Gefahr, dass das Pendel in die andere Richtung ausschlägt. Die staatliche Regulierung und Aufsicht muss zwei gleichrangige Ziele im Auge behalten: die Stabilität des Finanzsystems und dessen Leistungsfähigkeit, also dessen Beitrag zur Finanzierung einer wachsenden Wirtschaft. Dem ersten Ziel gilt heute verständlicherweise eine hohe Aufmerksamkeit; das zweite Ziel droht dabei aber aus dem Blick zu geraten – mit langfristig negativen Auswirkungen.

In Deutschland stellten die Banken Ende März 2011 Unternehmen, privaten Haushalten und staatlichen Stellen Kredite in Höhe von 2,8 Billionen Euro zur Verfügung; gemessen an der Wirtschaftsleistung waren das 107 %. Auf Unternehmen und Selbständige entfielen dabei 1,3 Billionen Euro, auf Privatpersonen 1,0 Billion Euro und auf staatliche Stellen 399 Mrd. Euro.

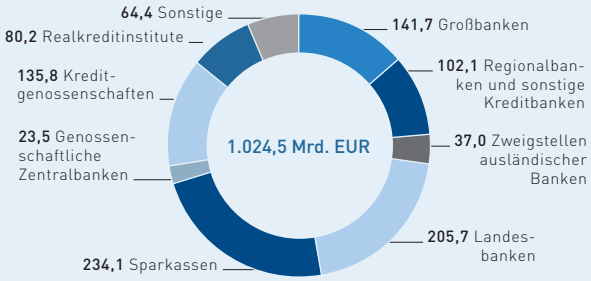
Deutschland: Kredite an inländische Nichtbanken
März 2011, in Mrd. EUR



Quelle: Deutsche Bundesbank

Der Unternehmensfinanzierung kommt im Zusammenhang mit Wachstum und Beschäftigung eine besondere Bedeutung zu. Alle drei Säulen des deutschen Bankensystems sowie die Spezialbanken beteiligen sich an dieser Aufgabe.

Deutschland: Kredite an inländische Unternehmen und Selbständige nach Bankengruppen
Ohne Kredite für den Wohnungsbau, März 2011, in Mrd. EUR

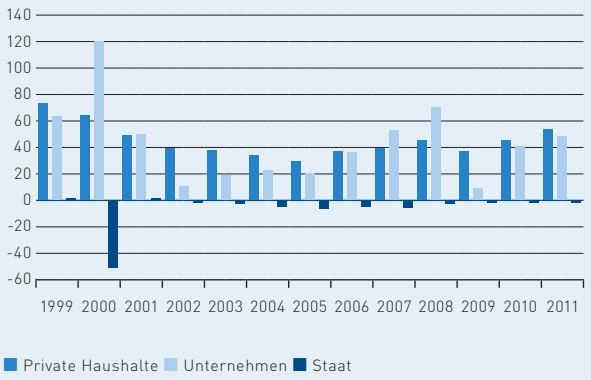


Quelle: Deutsche Bundesbank

Trotz der hohen Belastungen für Banken aus der Finanzkrise konnte in Deutschland die befürchtete Kreditklemme vermieden werden. Damit wurde verhindert, dass ein eingeschränkter Zugang der Unternehmen zu externen Finanzierungsmitteln den Einbruch der Unternehmensinvestitionen in der Rezession 2008/09 zusätzlich verschärfte. Gleichermaßen wurde im Aufschwung die Ausweitung der Investitionen in Ausrüstungen um real 10,9 % im Jahr 2010

– ein Anstieg in ähnlicher Größenordnung wird für 2011 erwartet – von der Finanzierungsseite nicht behindert. Dennoch bleibt die schwache Sachkapitalbildung in Deutschland das größte Hindernis auf dem Weg zu einem dauerhaft höheren Wachstum.

Deutschland: Schwache Kapitalbildung
Netto-Sachkapitalbildung, in Mrd. EUR



Quelle: Deutsche Bundesbank, Gemeinschaftsdiagnose

Inzwischen ist weitgehend anerkannt, dass zur Sanierung der öffentlichen Haushalte einschließlich Sozialversicherungen, als Antwort auf die demographische Herausforderung, zum Abbau der immer noch sehr hohen Arbeitslosigkeit und nicht zuletzt zur Erfüllung des Wunsches weiter Teile der Bevölkerung nach steigendem Lebensstandard ein höheres Wachstum der Wirtschaft unabdingbar ist. Diese Aufgabe muss keineswegs im Widerspruch zu Zielen wie Umweltschutz und Ressourcenschonung stehen.

Der Abbau von Investitionshemmnissen und die Initiierung (qualitativer) Wachstumsprozesse wären kaum erfolgreich, wenn der Zugang zu Finanzierungsmitteln beschränkt ist. Investitionen werden in der Regel nicht in vollem Umfang durch Eigenmittel der Unternehmen finanziert, und in der mittelständisch strukturierten deutschen Wirtschaft haben viele Unternehmen keinen Zugang zum Kapitalmarkt oder wollen diesen nicht in Anspruch nehmen. Ob und in welchem Umfang Investitionsprojekte realisiert werden, hängt daher maßgeblich von der Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln und den Konditionen ab.

Damit die Finanzierung nicht zur Investitionsbremse und damit zum Wachstumshemmnis wird, müssen die Banken in der Lage sein, investitionsbereiten und kreditwürdigen Unternehmen Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen. Und die Kreditkonditionen dürfen nicht die Rentabilität einer größeren Zahl an Investitionsprojekten infrage stellen. Das kommt in dem zweiten Ziel der Regulierung zum Ausdruck.

Aus der Kumulation der neuen Regeln, insbesondere das Eigenkapital und die Liquidität der Banken betreffend (Basel III), der Bankenabgabe und der noch in der Diskussion befindlichen Finanztransaktionssteuer, kann sich eine spürbare Beeinträchtigung der Fähigkeit der Banken ergeben, ihren Finanzierungsauftrag zu erfüllen und damit ihren Wachstumsbeitrag zu leisten. Darüber hinaus könnte die Rolle der Finanzwirtschaft selbst als Wachstumsbranche mit entsprechenden Beschäftigungschancen in Deutschland gefährdet werden.

Nach Überwindung des Schocks durch die schlimmste Finanzkrise seit mindestens achtzig Jahren sollten die Anbieter von Finanzdienstleistungen mit den für Regulierung und Aufsicht zuständigen staatlichen Stellen eng zusammenarbeiten, um ein hohes Maß an Stabilität des Finanzsystems zu erreichen, ohne die Erfüllung der Finanzierungsaufgabe zu beeinträchtigen. Einem in der G20 international abgestimmten Vorgehen zur Sicherung von Wettbewerbsneutralität – zu der sich die G20-Staaten verpflichtet haben – kommt dabei besondere Bedeutung zu.

DFD-Arbeitsgruppe Volkswirte

Allianz SE
Prof. Dr. Michael Heise
Allianz SE
Dr. Arne Holzhausen
Bayerische Landesbank
Dr. Jürgen Pfister
Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
Jan Philip Weber
Bundesverband deutscher Banken
Dr. Mathias Brehe
Commerzbank
Patrick Panther
DekaBank
Dr. Ulrich Kater
Deutsche Bank
Dr. Bernhard Speyer
Deutsche Börse
Raimar Dieckmann
Deutsche Bundesbank
Dr. Jens Ulbrich
Deutsche Postbank
Dr. Marco Bargel
Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Dr. Patrick Steinpaß
DZ BANK
Dr. Hans Jäckel
KfW
Dr. Holger Papenfuß
Morgan Stanley
Kai Tschöke
UniCredit Bank
Andreas Rees

Assoziierte Mitglieder des DFD

citi®

Goldman Sachs

J.P.Morgan

Mitglieder des Dialogforums Finanzstandort Deutschland

Allianz

bankenverband
BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN

Bayern LB

BVR

COMMERZBANK

DekaBank

DEUTSCHE BÖRSE GROUP

DZ BANK

Finanzgruppe
Deutscher Sparkassen- und Giroverband

HypoVereinsbank
UniCredit Group

kfw
BANKENGRUPPE

Morgan Stanley

Postbank

Impressum

Dialogforum Finanzstandort Deutschland (DFD)

Juni 2011

Herausgeber:
Dialogforum Finanzstandort Deutschland
Bildkonzept, Satz, Produktion:
NewMark Finanzkommunikation GmbH
Druck:
ColorDruckLeimen GmbH

Nachdruck, auch auszugsweise,
nur mit schriftlicher
Genehmigung des Herausgebers

klimaneutral
natureOffice.com | DE-134-917639
gedruckt

FSC
www.fsc.org
MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
FSC® C021366

Dialogforum Finanzstandort Deutschland