

Von der Finanzkrise zur Krise der Realwirtschaft

Ursachen – Auswirkungen – Maßnahmen – Konsequenzen



Univ.-Doz. Dr. Heinz Handler
Technische Universität Wien

Fragestellungen

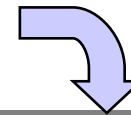
1. **War die Finanzkrise vermeidbar oder wenigstens vorhersehbar?**
2. **Ist die „Große Rezession“ ausgestanden?**
 - Konjunkturstützung – und was kommt dann?
1. **Lehren aus der „Großen Depression“ der 1930er Jahre**
 - Vergleich damals - heute
1. **Ist die Liberalisierung zu weit gegangen?**
 - Wie kann Spekulation eingedämmt werden?
 - Zunahme von Moral Hazard als Folge staatlicher Bailouts
 - Internationale Koordination der Aufsichtsstrukturen
1. **Wird der Euro zur Weichwährung?**
 - Kostenschere in der Eurozone
 - Griechenland und die Folgen
 - Permanenter Stabilisierungsmechanismus

1. War die Krise vermeidbar? Oder wenigstens vorhersehbar?

Möglichkeit einer Krise: vorhersehbar

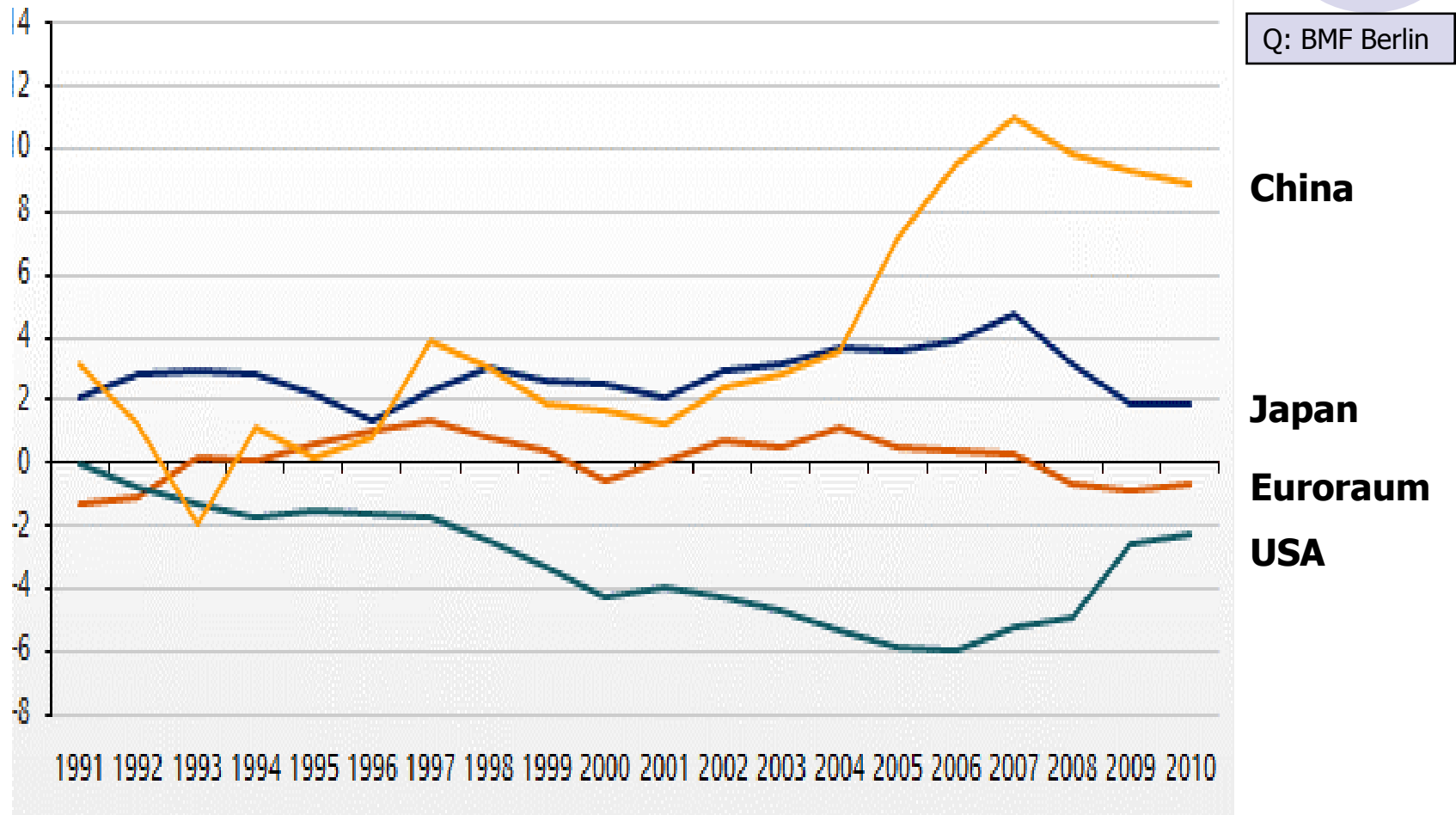
Beginn der Krise: nicht vorhersehbar (wie bei Erdbeben)

Ablauf der Krise: prognostizierbar

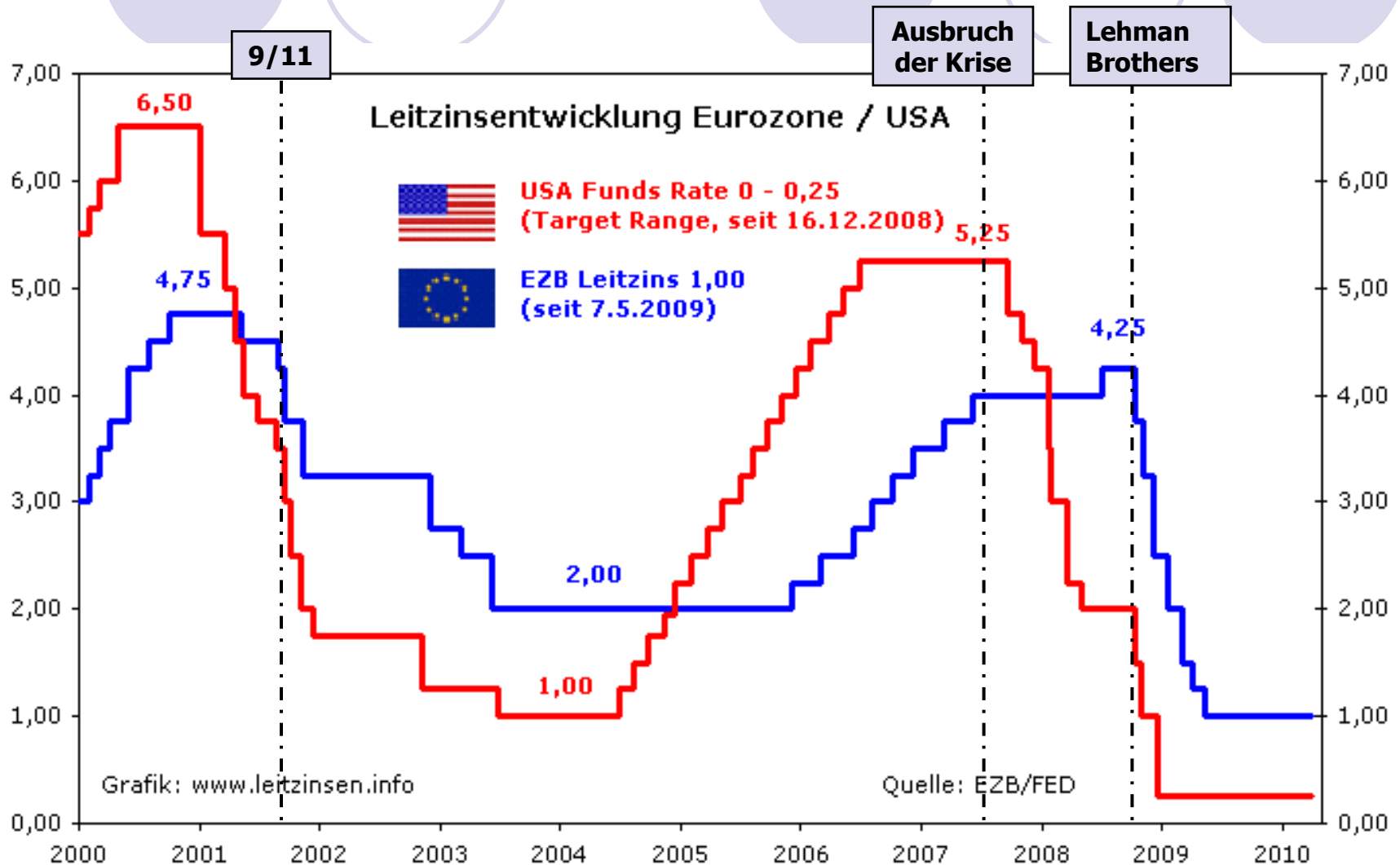


Ende der expansiven Geldpolitik 2004, dann steigende Zinssätze
Ausfälle bei Hypothekarkrediten (Subprime-Markt)
Kursverluste bei Wertpapieren mit Immobilienbesicherung
Unsicherheit im Zwischenbankgeschäft
Keine Erneuerung von Kreditlinien unter Banken
Wertpapierverkäufe der Banken, um bilanzieren zu können
Genereller Einbruch der Wertpapierkurse
Liquiditäts- und Solvenzkrise im Bankensektor
Kreditklemme im Nichtbankensektor
Produktionsausfälle und Arbeitslosigkeit
Zentralbanken und Staat starten Rettungsaktionen

Internationale Leistungsbilanzsalden (in % des BIP)

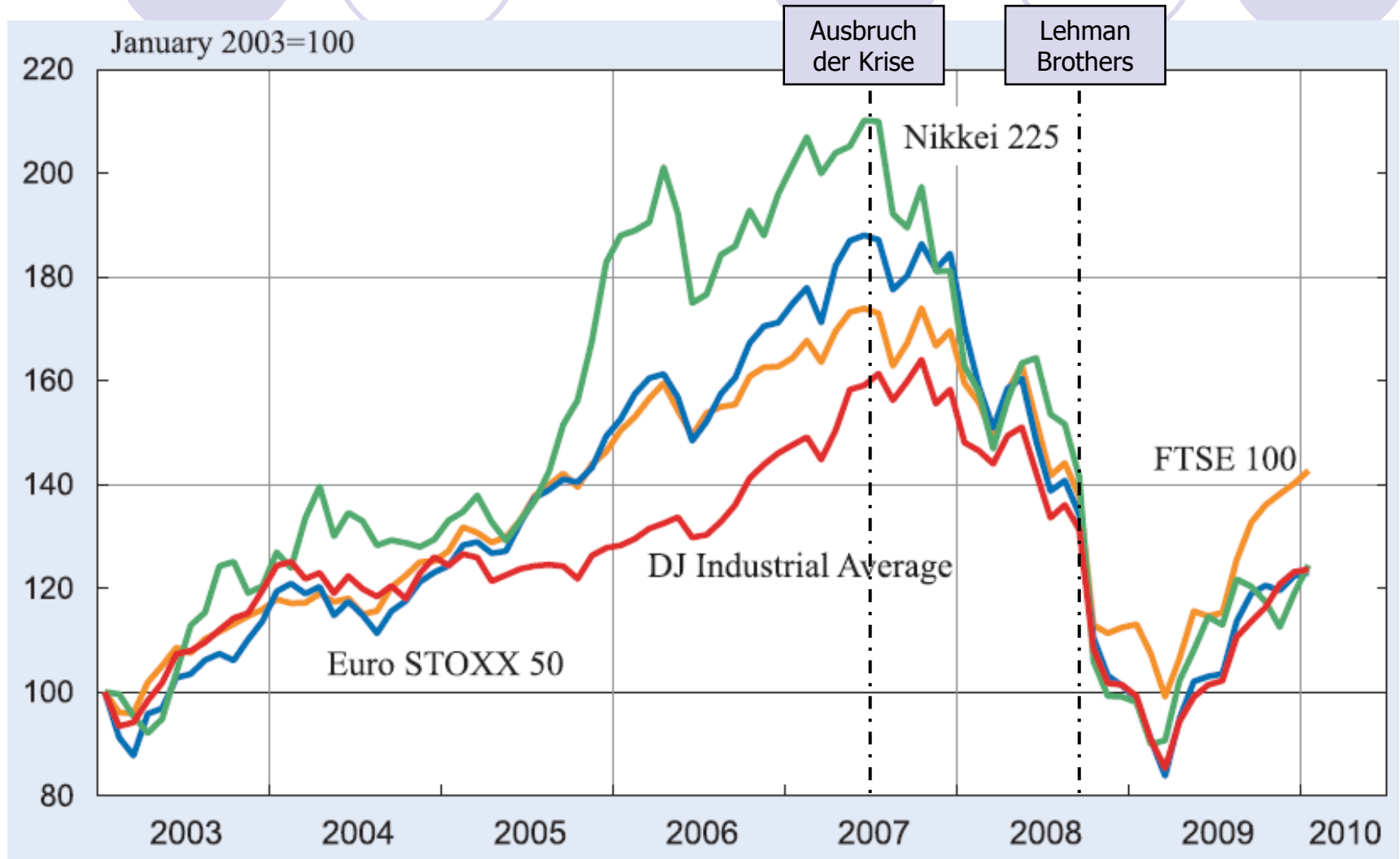


Leitzinssätze der Zentralbanken in USA und EU



Internationale Aktienkurse

Q: EEAG Report 2010



5. 7. 2010

Handler, Uni Hildesheim 6

Was ging schief?

1. Rolle der US-Geld- und Fiskalpolitik

- „Geldschwemme“ nach 9/11
- Zunehmende Budgetdefizite nach 9/11



1. Rolle der Finanzmärkte

- Kreditvergabe ohne ausreichende Sicherheiten
- Risikodiversifikation durch Securitization und Handel
- Unzureichende „Stress Tests“
- Verlassen auf unverlässliche Ratingagenturen



1. Rolle des Regulierungssystems

- Zu wenig Information über Off-Balance-Sheet-Transaktionen
- Basel II (noch) nicht wirksam
- „Mark-to-Market“-Prinzip bzw. „Fair Value“-Bewertung nach IFRS

1. Rolle der Investoren

- Wenig Risikobewusstsein
- Exzessives Ertragsdenken

1. Rolle der Ökonomen



Feuerwehrmaßnahmen gegen die Krise

Allgemein:

- **Staatliche Rettung des Bankensystems:**
 - passivseitig über Kapitalzufuhr („Verstaatlichung“)
 - aktivseitig über „bad banks“
- **Kreditmöglichkeiten für die Unternehmen wieder herstellen**
 - Bereitstellung von Liquidität durch Zentralbanken
 - Kreditvergabe durch den Staat
- **Staatliche Soforthilfen für die Güter- und Arbeitsmärkte**
 - Überbrückungshilfen
 - Kurzarbeitsmodelle, Arbeitsstiftungen
 - Incentives zur Stützung der realen Nachfrage („Konjunkturprogramme“)
 - Branchen- oder unternehmensbezogene Umstrukturierungsmaßnahmen

Länderweise:

■ Bankenrettungspakete:

USA	1.330 Mrd. €	= 32% d.BIP
Deutschland	578 Mrd. €	= 14% d.BIP
Großbritannien	571 Mrd. €	= 14% d.BIP
Irland	400 Mrd. €	= 10% d.BIP
Frankreich	360 Mrd. €	= 9% d.BIP
Niederlande	220 Mrd. €	= 5% d.BIP
Weltweit	4.142 Mrd. €	

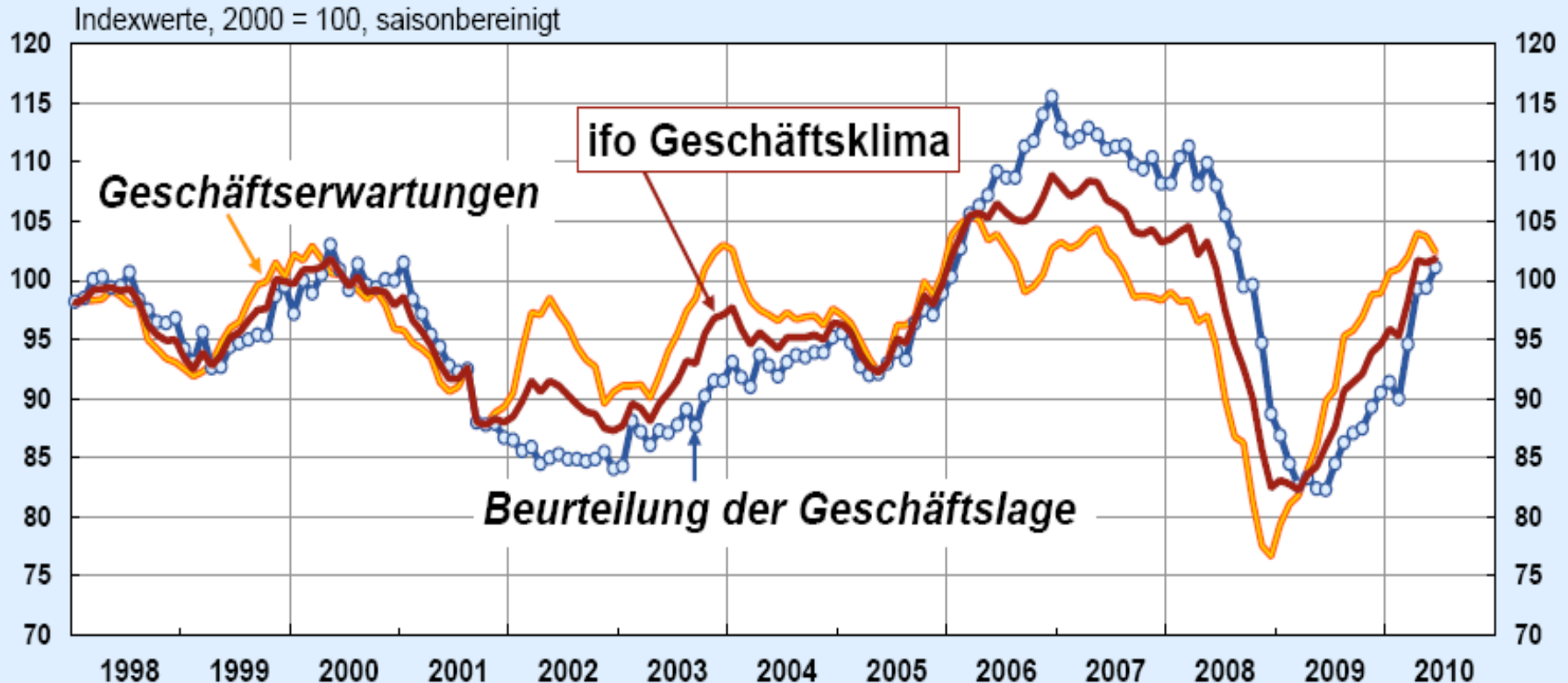
■ Konjunkturprogramme 2008-2010:

USA	787 Mrd. \$	= 6% d.BIP
China	585 Mrd. \$	= 13% d.BIP
Japan	298 Mrd. \$	= 5% d.BIP
Deutschland	81 Mrd. \$	= 2% d.BIP
Russland	54 Mrd. \$	= 4% d.BIP
Südkorea	53 Mrd. \$	= 7% d.BIP
48 Länder	2.400 Mrd. \$	= 4% d.BIP

Q: Sinn (2009) für Bankenrettungspakete und Zhang et al. (2010) für Konjunkturprogramme

2. Ist die Große Rezession ausgestanden?

ifo Konjunkturtest Gewerbliche Wirtschaft¹⁾, Juni 2010



1) Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

22/06/2010



BIP-Prognose für die Welt

Region/Land (KKP-Gewichtung)	2009	2010	2011
Welt	-0,9	4,0	4,0
Entwickelte Länder	-3,4	2,0	2,1
<i>USA</i>	<i>-2,4</i>	<i>2,8</i>	<i>2,5</i>
<i>Japan</i>	<i>-5,2</i>	<i>2,1</i>	<i>1,5</i>
EU	-4,2	1,0	1,5
<i>Deutschland</i>	<i>-5,0</i>	<i>1,2</i>	<i>1,6</i>
<i>Frankreich</i>	<i>-2,2</i>	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>
<i>Großbritannien</i>	<i>-4,9</i>	<i>1,2</i>	<i>2,1</i>
<i>Italien</i>	<i>-5,0</i>	<i>0,8</i>	<i>1,4</i>
Entwicklungs- und Schwellenländer	2,1	6,3	6,2
<i>Asien (ohne Japan)</i>	<i>5,3</i>	<i>8,2</i>	<i>7,5</i>
<i>China</i>	<i>8,7</i>	<i>10,3</i>	<i>9,4</i>
<i>Indien</i>	<i>5,7</i>	<i>8,1</i>	<i>8,0</i>
<i>Lateinamerika</i>	<i>-1,8</i>	<i>4,2</i>	<i>4,0</i>
<i>CIS</i>	<i>-7,1</i>	<i>3,7</i>	<i>4,2</i>
<i>Mittlerer Osten</i>	<i>1,6</i>	<i>4,2</i>	<i>5,3</i>
<i>Afrika (Sub-Sahara)</i>	<i>2,0</i>	<i>4,7</i>	<i>5,9</i>

**Veränderungs-
raten des realen
BIP gegen das
Vorjahr.**

**KKP-Gewichtung:
Gewichtung mit
Kaufkraftpari-
täten**

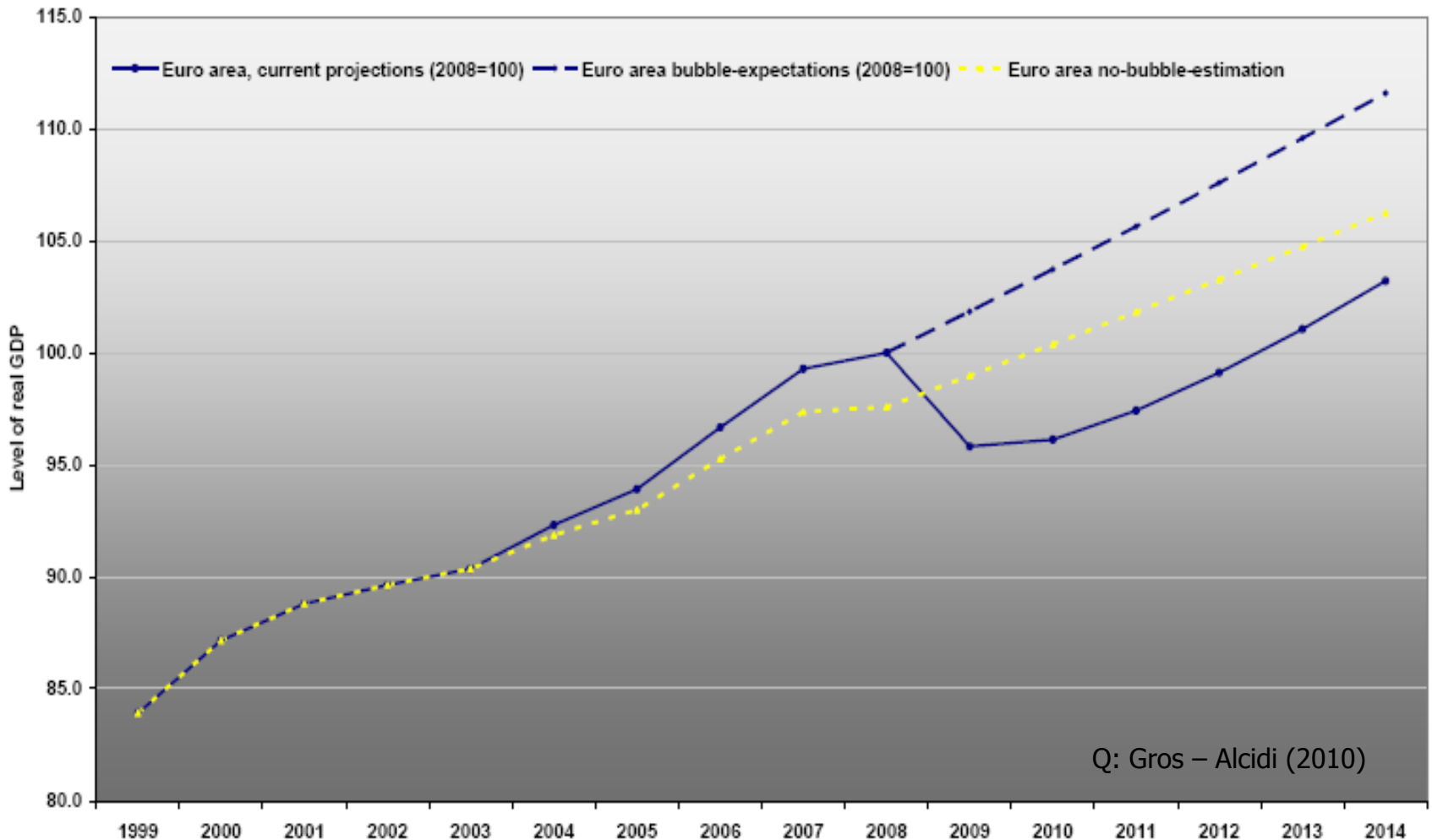
Q: EU-Kommission,
Frühjahrsprognose
2010

Womit müssen wir noch rechnen?

- **Kurzfristige vs. mittel- bis langfristige Effekte:**
 - Kurzfristig weitere reale Einbrüche?
 - Mittelfristig: Budgetdefizite? Inflationsgefahr?
- **Regional unterschiedliche Betroffenheit:**
 - Asien bleibt auf Wachstumskurs
 - USA ist auf dem Weg aus der Krise
 - Europa hinkt deutlich hinterher und wird durch die Euro-Krise weiter zurückgeworfen.

Ohne massive staatliche Interventionen wäre statt einer „badewannenförmigen“ Konjunktur eine L-förmige Entwicklung entstanden.

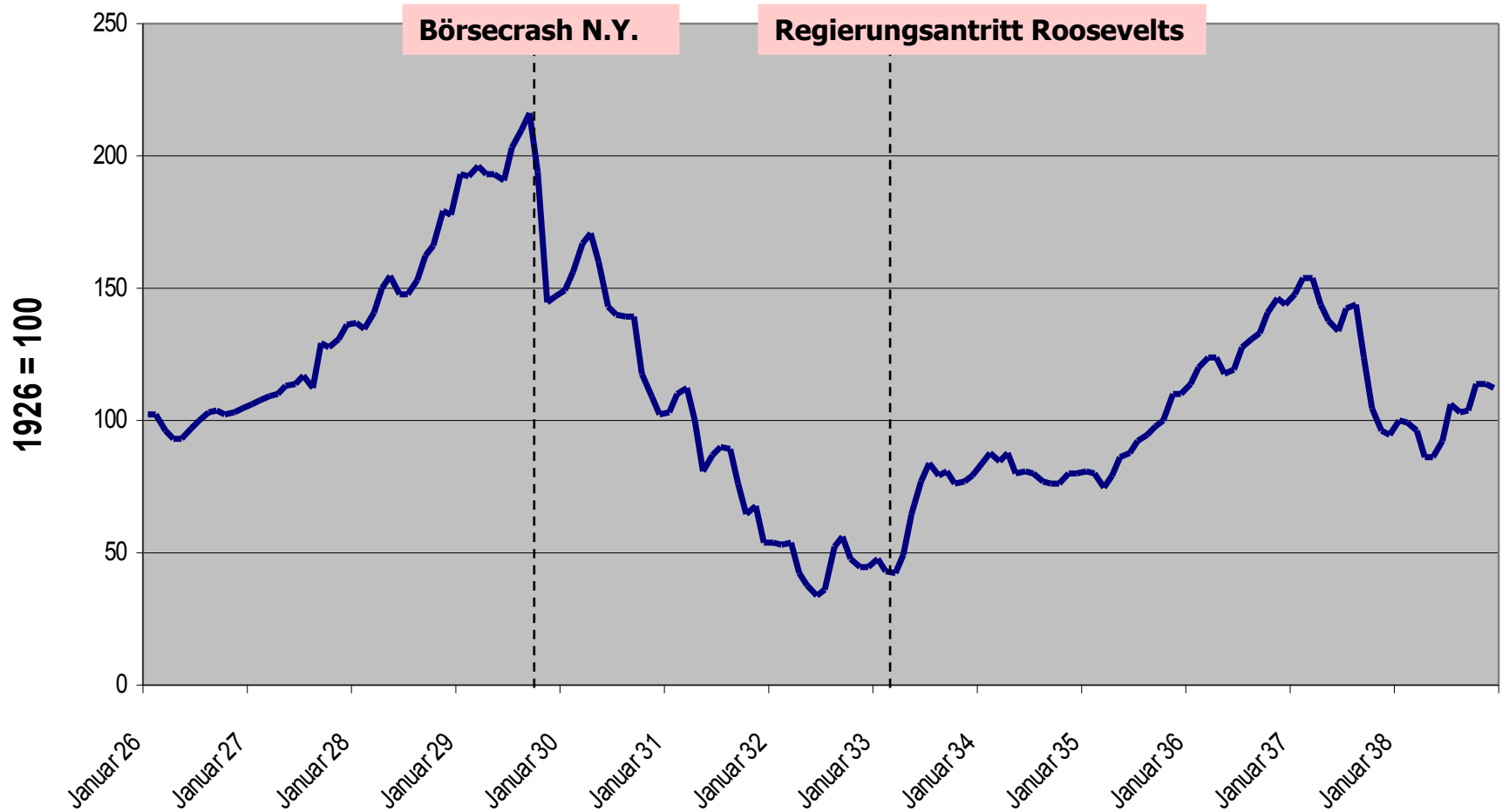
Langfristige reale Folgen der Finanzkrise für die Eurozone



3. Lehren aus den 1930er Jahren

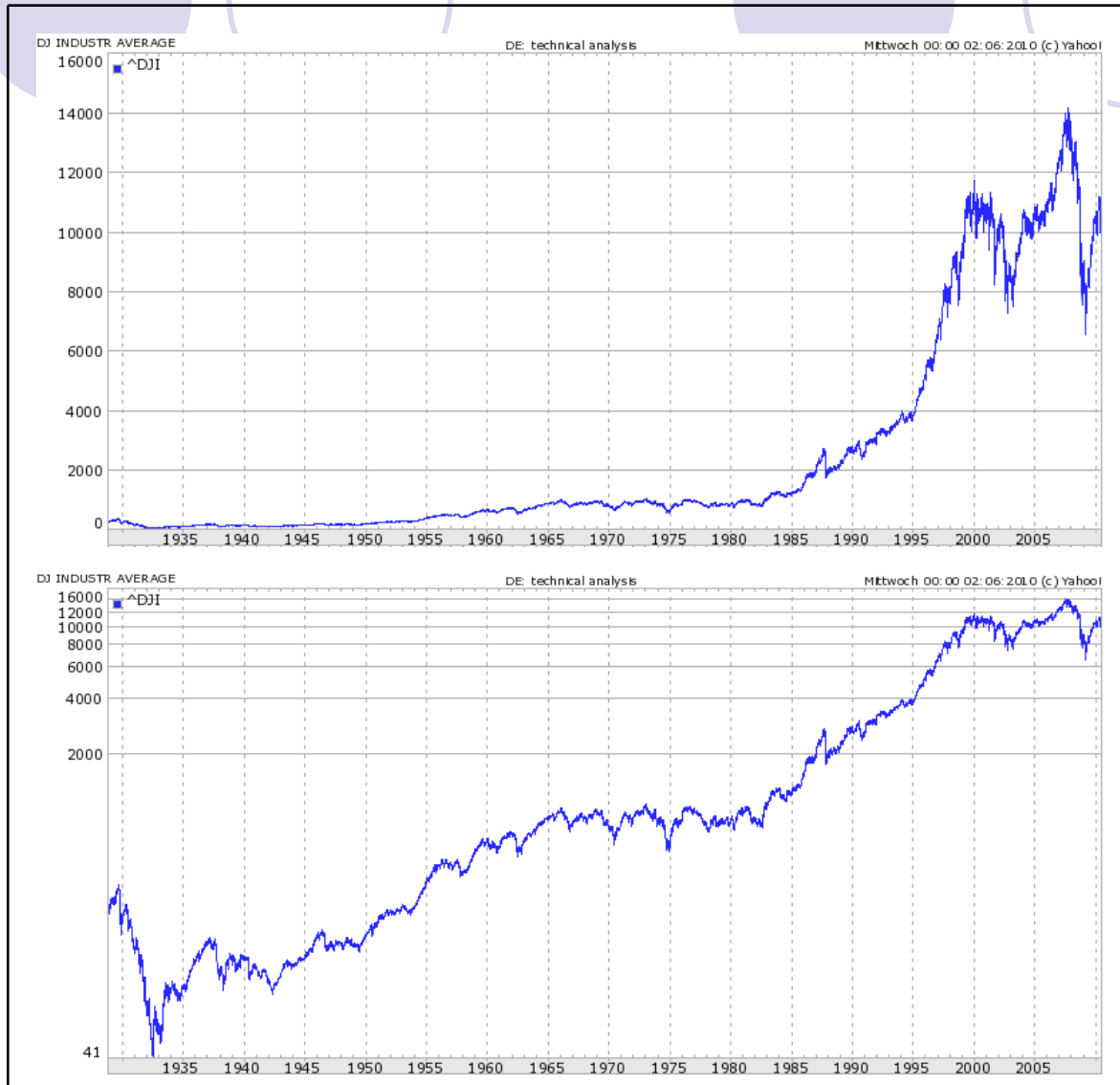
- **Vom Börsencrash 1929 zur Großen Depression**
- **Maßnahmen zur Überwindung der Großen Depression**
- **Internationale Verflechtungen**
- **Vergleich damals – heute**
- **Lehren für heute**

New Yorker Aktienkurse 1926-1938 (Standard Statistics Index)



Q: Kindleberger (1987)

Aktienkursentwicklung in New York, 1929-2010



Dow Jones Industrial Average:

(a) Linear

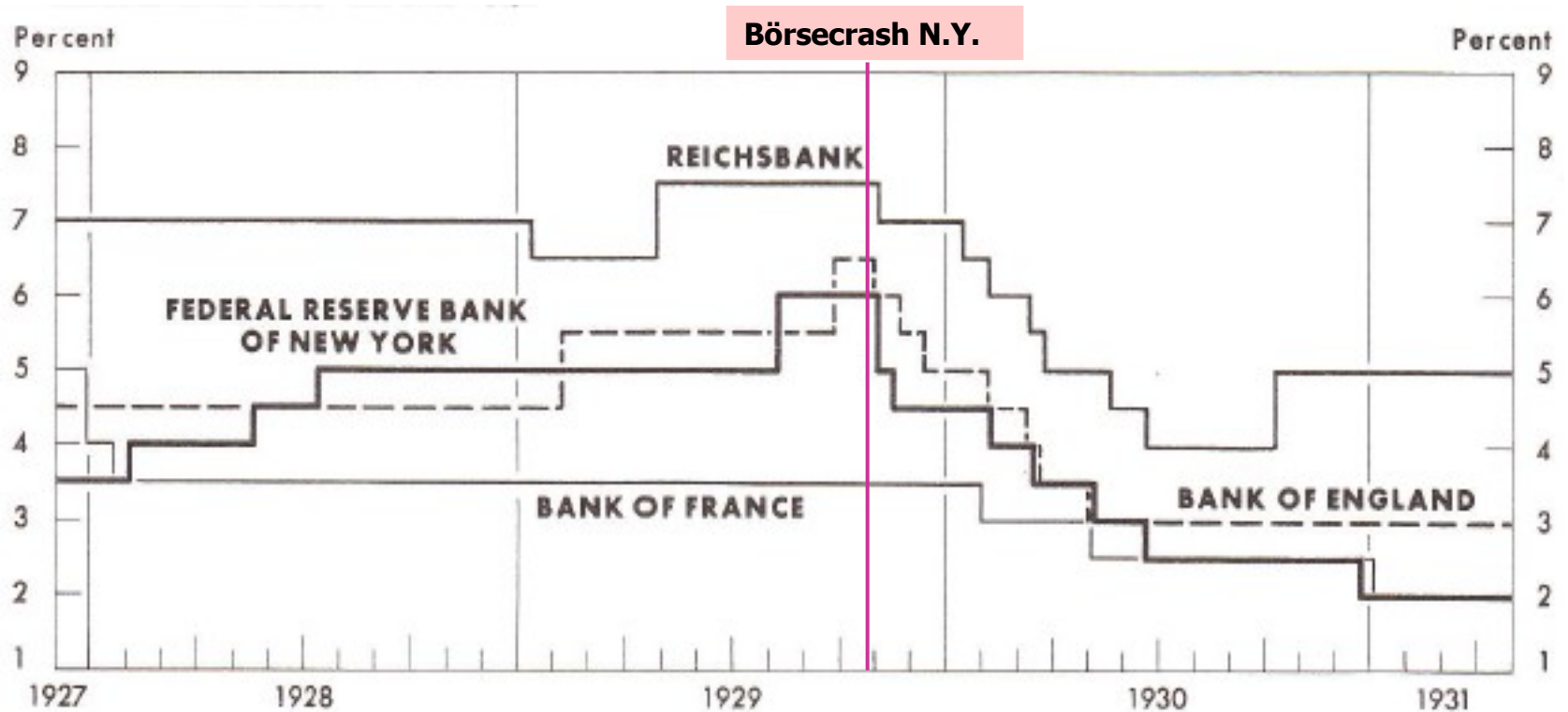
Indexschwankungen heute bedeutender als 1929-1932

(b) Logarithmisch

Veränderungsraten heute weniger bedeutend als 1929-1932

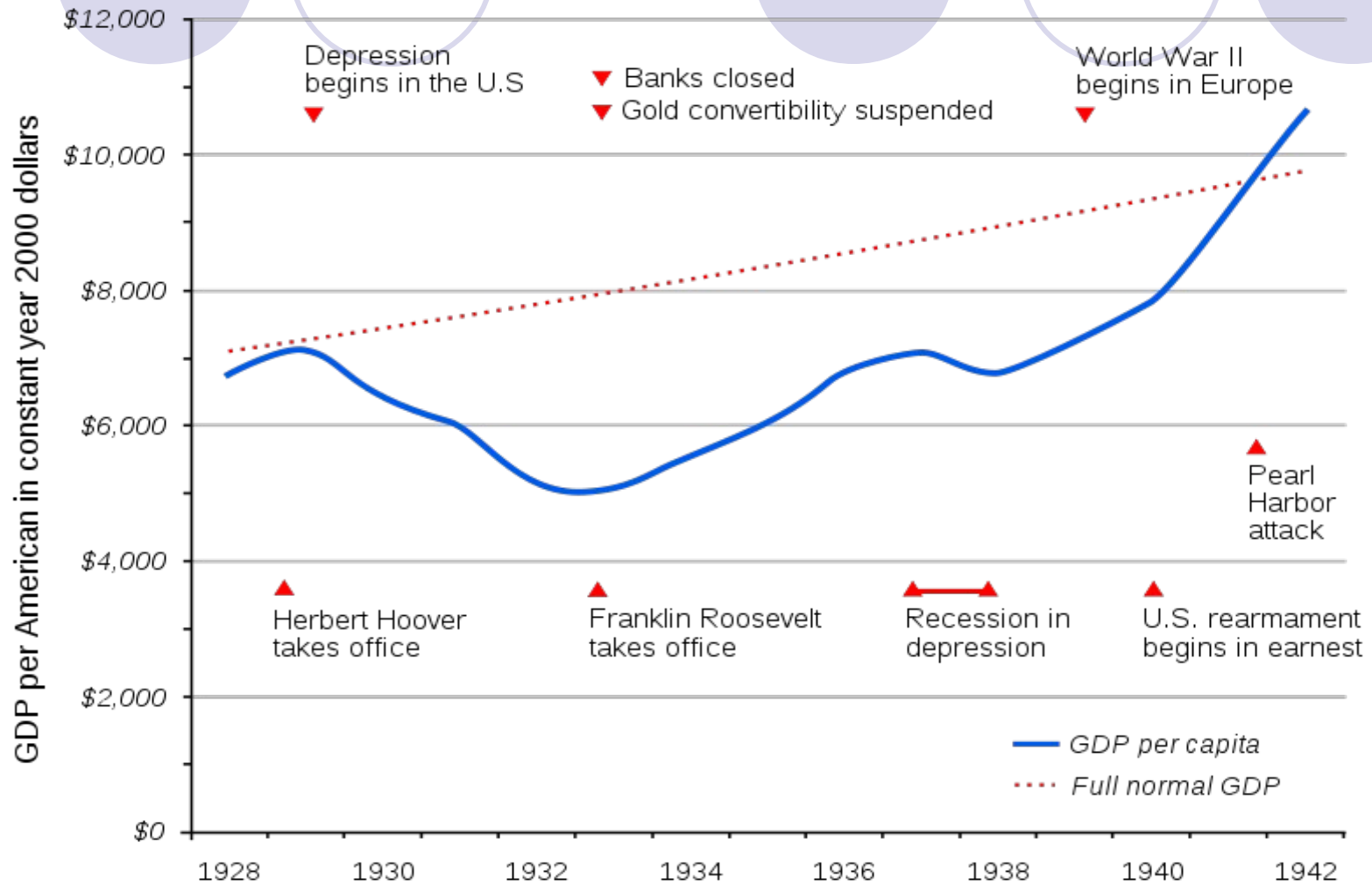
Diskontsätze wichtiger Zentralbanken

Dez.1927 - April1931



Q: Clark (1967)

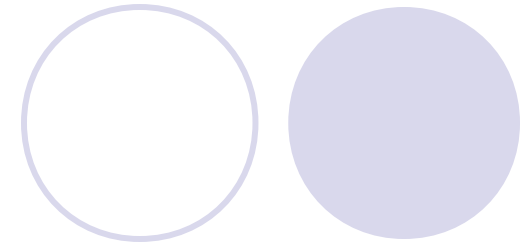
US-Depression



Q: William D. O'Neil, WikimediaCommons (2009)

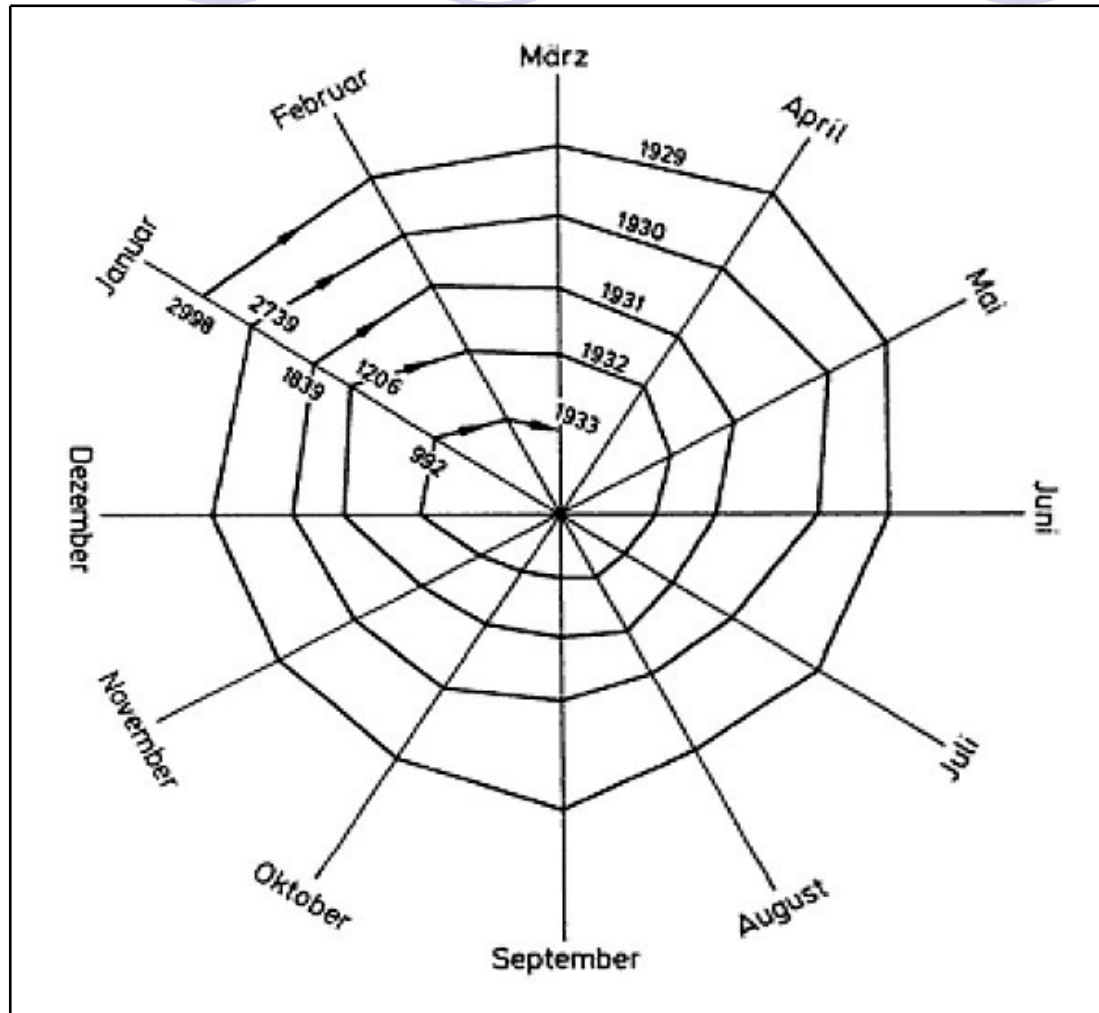
Nominelle Welthandelsspirale

Jänner 1929 – März 1933



alias
“**Kindleberger-Spirale**”

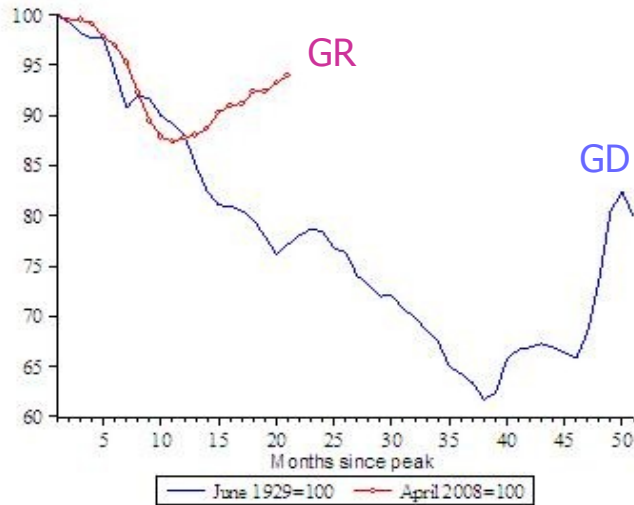
Gesamtimporte von
75 Staaten, in Mio.
US-Gold-\$



Q: Österreichisches Institut
für Konjunkturforschung,
Monatsberichte, 4 (1933): 63

(übernommen vom
Völkerbund, s. auch in:
Kindleberger, 1973: 170)

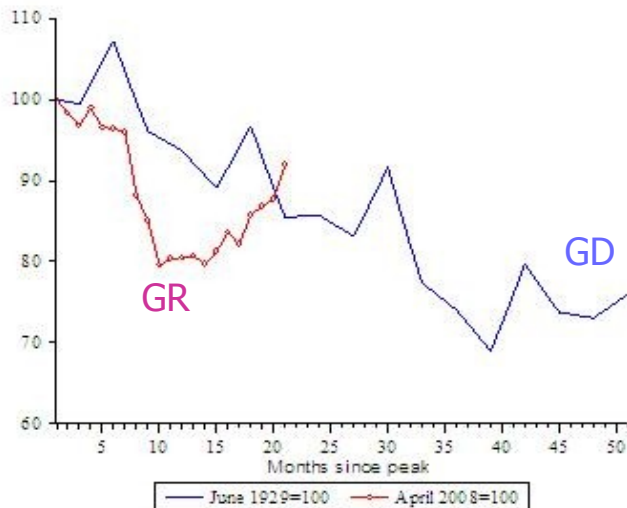
„Great Depression“ vs. „Great Recession“



Industrieproduktion der Welt:

Einbruch in der GR zunächst gleich stark wie in der GD, dauerte damals aber mehr als 3 Jahre, diesmal nur 1 Jahr (Erfolg der Konjunkturstützungen).

Immer noch 6% unter letztem Höhepunkt.



Welthandel:

Einbruch in der GR stärker als in der GD, Dauer aber viel kürzer (damals schrittweiser Übergang zu Protektionismus).

Immer noch 8% unter letztem Höhepunkt.

Q: Eichengreen – O'Rourke, VoxEU, 8. März 2010

„Große Rezession“ vs. „Große Depression“

Große Depression	Große Rezession
Bankenkrise war nicht Auslöser der Rezession	Bankenkrise steht am Beginn der Rezession
Kaum soziale Sicherheit, kopflastige Einkommensverteilung	Hohe soziale Sicherheit, ausgeglichene Verteilung (besonders in Europa)
Privatvermögen von geringer Bedeutung	Hohes Ausgangsniveau an privaten Vermögenswerten, daher stärkere Rückwirkung der Finanzkrise auf Realwirtschaft
Wirtschaftskrise massiv und anhaltend: mehrere zeitlich auseinander liegende Wellen dauern ein Jahrzehnt	Wirtschaftseinbruch mäßig und kurz: krisenhafte Entwicklungen folgen rasch aufeinander, die Krise ist nach 2 Jahren ausgestanden (??)
Passive Geldpolitik	Aktive Liquiditätssteuerung, staatliche Eigenmittelstützungen
Passive bis restriktive Fiskalpolitik, wenige automatischen Stabilisatoren	Expansive Fiskalpolitik, viele automatische Stabilisatoren
Nach dem 1.WK schotteten sich viele neue kleine Staaten politisch voneinander ab	Heute sind auch die kleinen Staaten geöffnet (insbesondere durch die EU)
Restriktive Handelspolitik (Zollerhöhungen), beginnend mit Smoot-Hawley Act	Beibehaltung des Freihandels (WTO), nur vereinzelt Ansätze zum Protektionismus

Lehren für heute aus der GD

- **Märkte funktionieren in der Krise nicht.**
Eine Abstinenz der Wirtschaftspolitik führt von der Rezession in die Depression.
- **Expansive Geldpolitik stößt an Grenzen,**
wenn die Banken Liquidität horten und/oder die private Nachfrage paralyisiert ist.
- **Fixe Wechselkurse (Goldstandard, Eurozone)**
erschweren die Anpassung an asymmetrische exogene Schocks sowie an interne Verschiebungen der relativen Wettbewerbsposition.
- **Verzernte Wechselkurse**
enden bei steigender Arbeitslosigkeit oft in Protektionismus.
- **Protektionismus**
erhöht als Folge von Retorsionsmaßnahmen die Arbeitslosigkeit weiter.

4. Ist die Liberalisierung zu weit gegangen?

- **Regulierung der Finanzderivate**
- **Wiedereinführung des Trennbankensystems?**
- **Sind manche Banken „too big to fail“?**
- **Internationale Koordinierung der Aufsichtsstrukturen**
- **Wie kann destabilisierende Spekulation eingedämmt werden?**
- **Zunahme von Moral Hazard als Folge staatlicher Bailouts**

Q: Ellis (2008)

„Volcker-Regel“ für US-Finanzinstitute

■ Paul A. Volcker

- Vorsitzender des Federal Reserve Board, 1979-1987
- Derzeit Vorsitzender des „Economic Recovery Advisory Board“ von Präsident Obama



■ Vorschläge:

- Verhinderung von Großbanken, die „**too big to fail**“ sind (Beschränkung des Marktanteils an unversicherten Einlagen auf 10%)
- **Trennbankensystem:** teilweise Ausgliederung von Investmentbankgeschäften aus dem Kommerzbankensystem:
 - *Kommerzbanken dürfen keinen Eigenhandel mit Wertpapieren betreiben und nur Kundenaufträge erfüllen.*
 - *Kommerzbanken dürfen sich nicht an Hedgefonds und Private Equity Funds beteiligen.*

Internationale Koordination der Finanzmarktaufsicht

■ Von der Mikro- zur Makroaufsicht

- **Bisher Dominanz der Mikroaufsicht:** begrenzt Risiken, die von der einzelnen Bank ausgehen - insbesondere durch Eigenkapitalvorschriften („Basel II“).
- **„Macroprudential approach“ (BIZ):** Berücksichtigung kollektiver Risiken auf den Finanzmärkten, indem systemrelevante Akteure zusätzliche Auflagen einhalten müssen.

■ Ausschaltung prozyklischer Effekte

- **Eigenkapitalvorschriften nach Basel II:** in Krisenzeiten (i) Banken erleiden Eigenkapitalverluste ➔ Einschränkung der Kreditvergabe; (ii) bankinterne Risikomodelle verlangen Herabstufung der Kundenbonität ➔ weitere Einschränkung der Kreditvergabe
- **Fair-Value-System nach IFRS:** Verwendung von Zeitwerten in den Bankbilanzen international vorgeschrieben. In Krisenzeiten muss Anlagenbewertung entsprechend den Börsenkursen sofort herabgesetzt werden.

■ Ansätze zu einem Basel III-Abkommen

- **Kräftige Erhöhung der Eigenkapitalquoten,** um Sicherheitspuffer aufzubauen und Haftung der Aktionäre zu verstärken.
- **Neue Bewertung der Risikopositionen** in der Bilanz und Einbeziehung von außerbilanziellen Risiken.

Was ist Spekulation?

■ **Spekulation**

= Aufbau einer offenen Position in der Bilanz, Übernahme von Risiko
Ziel: Ausnützung unterschiedlicher Erwartungen über künftige Preisentwicklungen

■ **Stabilisierende Spekulation:**

Risikoübernahme durch informierte Marktteilnehmer mit regressiven Erwartungen: Sie spekulieren auf die Entwicklung hin zu fundamentalen Gleichgewichtswerten. Ihre Vertragspartner betreiben Kurssicherung („hedging“). Preisschwankungen werden verringert.

■ **Destabilisierende Spekulation:**

Risikoübernahme unter unvollständiger Information bei adaptiven Erwartungen: Es wird Herdenverhalten ausgelöst, das von Gleichgewichtspreisen wegführt. Preisschwankungen werden vergrößert.

Destabilisierend wirkt auch selbsterfüllende Spekulation, wenn Marktteilnehmer durch ihre Marktmacht eine erwünschte Entwicklung herbeireden können.

Nur destabilisierende Spekulation soll eingedämmt werden!

Mögliche Maßnahmen:

- **Erhöhung der Transparenz:** Registrierung von Hedgefonds, Einbeziehung von außerbilanziellen Geschäften in die Eigenkapitalvorschriften
- **Verbot bestimmter derivativer Geschäfte:** (i) ungedeckte Leerverkäufe, (ii) Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS)
- **Eindämmung des elektronische Hochfrequenzhandels:** Einbau von „Sicherungen“, die den Handel bei Kursausschlägen unterbrechen
- **Besteuerung spekulativer Geschäfte:**
 - *Finanztransaktionssteuer (financial transactions tax, FTS)*
 - *Finanzaktivitätensteuer (financial activities tax, FAT)*
 - *Bankenabgabe*
 - *Börsenumsatzsteuer*

Moral Hazard als Folge staatlicher Bailouts

Was ist Moral Hazard („moralisches Risiko“)?

- **Eingehen übermäßiger Risiken, wenn man die Konsequenzen nicht selbst tragen muss** (zB weil eine Versicherung abgeschlossen wurde oder der Staat Bailing-out verspricht)

Folgen von Moral Hazard:

- **Kosten der Risikotragung werden sozialisiert** (Versicherungsgemeinschaft zahlt mit, Staat trägt Bailout-Kosten), Marktdisziplin wird untergraben, Kreditwürdigkeit im Nachhinein verschlechtert, Prozess der „kreativen Zerstörung“ beeinträchtigt

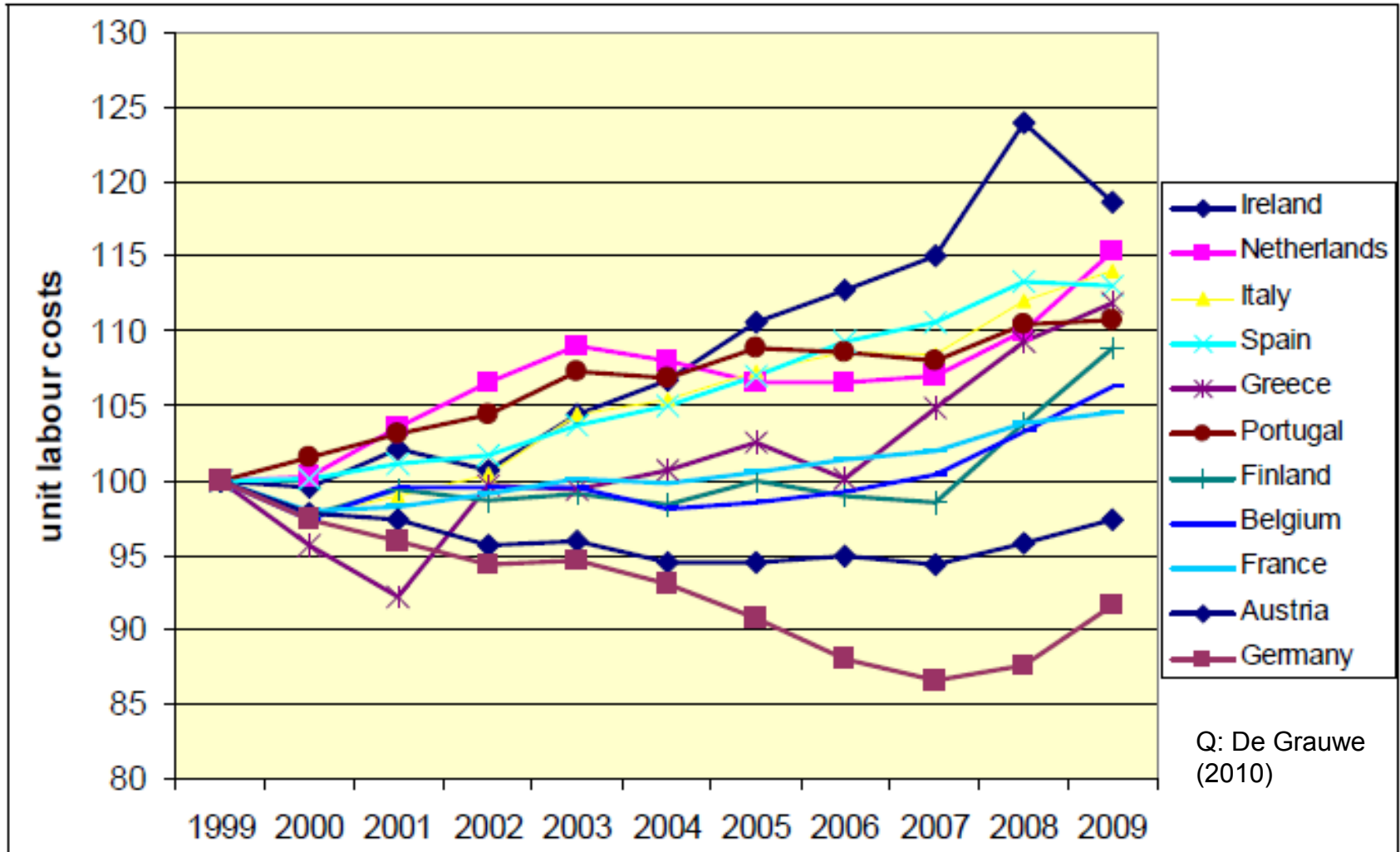
Wie kann Moral Hazard verhindert werden?

- **Eigenkapitalerfordernisse der Banken drastisch anheben**, um deren Eigenvorsorge zu stärken und das Ausfallrisiko zu verringern.
- **Staat übernimmt Lender-of-Last-Resort-Funktion**: An die Stelle von Eigenvorsorge tritt staatliche Vorsorge, für die die Banken eine Sonderabgabe leisten.

5. Von der Stabilitätszone zur Transferunion?

- **Kostenschere in der Eurozone**
 - Auseinanderklaffen der Wettbewerbsfähigkeit
- **Griechenland und die Folgen**
 - Spekulation mit Kreditausfallversicherungen (CDS)
 - Nothilfeplan auf bilateraler Basis
- **Permanenter Stabilisierungsmechanismus der Eurozone**
 - Verbreiterung der Sanktionsmöglichkeiten im SWP
 - Europäische Wirtschaftsregierung
- **Wird der Euro zur Weichwährung?**

Arbeitskostenentwicklung in der Eurozone



Makroindikatoren der „PIIGS-Länder“

2009, in % des BIP

Land	Budgetdefizit	Staatsverschuldung	Leistungsbilanzdefizit
Griechenland	13,6	115,1	11,2
Irland	14,3	64,0	2,9
Italien	5,3	115,8	3,4
Portugal	9,4	76,8	10,1
Spanien	11,2	53,2	5,1

Griechenland und die Folgen

- Griechenland – seit 2001 Mitglied der Eurozone – hat jahrelang **falsche Wirtschafts- und Budgetdaten** an EUROSTAT geliefert.
- **Defizitverfahren** gegen Griechenland läuft seit 2009, Defizit sollte bereits 2010 auf 3% sinken.
- Griechenland verzeichnete 2009 ein Maastricht-Budgetdefizit von **13,9% des BIP** und eine Staatsschuld von **115% des BIP**.
- Finanzierungsengpass bei Bedienung von Auslandsschulden. Angst vor Staatspleite treibt **Zinsaufschlag** zeitweise auf fast **10 Prozentpunkte** (bei 10-jährigen Anleihen).
- Temporäre **Finanzhilfen** der Gemeinschaft wegen No-Bailout-Klausel nicht möglich, sondern nur bilateral oder über IWF.
- EU-Mitglieder und IWF entwickeln **radikales Sanierungsprogramm**, wonach das Defizit 2010 auf 8,9%, 2011 auf 4,9% und bis 2014 auf 2,9% des BIP zu senken ist. Berichterstattung quartalsweise. Allenfalls Ende der gestaffelten Hilfszahlungen.
- Folgen für den **Wechselkurs des Euro** (in Verbindung mit hohen Budgetdefiziten in Portugal, Spanien, Italien)

Hilfspaket für Griechenland

● Hilfspaket

- EU: bilaterale Finanzhilfe bis zu 80 Mrd. €, Verzinsung etwa 5% p.a.
- IWF: zusätzliche Finanzierung von bis zu 30 Mrd. €

● Folgen des Hilfspakets

- Griechenland erhält bilaterale Finanzhilfe zur Bedienung seiner Schulden.
- Finanzmärkte sollen beruhigt werden, Zinsspread müsste sinken.
- Banken, die griechische Anleihen halten, müssen keine Wertberichtigungen vornehmen.
- Dominoeffekt wird vermieden, wenn Finanzmärkte die griechischen Reformpläne für glaubwürdig erachten.

● Probleme

- Bilaterale Hilfe in der EU rechtlich umstritten.
- Selbst IWF-Hilfe rechtlich nicht ganz unproblematisch.
- Fiskalischer Sparkurs löst „Brüning-Effekt“ aus.

Brüning-Effekt:

In den 1930er Jahren kürzte Reichskanzler Brüning trotz Rezession die Staatsausgaben und erhöhte Steuern, um die Reputation Deutschlands auf den Finanzmärkten wieder zu gewinnen. Daraufhin wurde aus der Rezession eine Depression.

Wie kann fiskalische und wettbewerbsmäßige Konvergenz erreicht werden?

- **Nationale Anpassungsmaßnahmen ex ante:**
 - Anpassung der Reallöhne an stabile Euroländer
 - Produktivitätsverbesserungen bei Defizitländern
 - Stärkung der Inlandsnachfrage bei Überschussländern
 - ➡ ➡ *Laufende Beobachtung der realen Wechselkurse*
- **Nationale Anpassungsmaßnahmen ex post:**
 - Lohnkürzungen bei Defizitländern
 - Strukturreformen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit
 - Gang in die Insolvenz
- **Ausscheiden aus dem Eurosystem:**
 - Soll Defizitland oder Überschussland ausscheiden?
 - Hohe Kosten für beide Seiten
- **Weiterentwicklung des Eurosystems:**
 - Transferunion: Einkommenstransfers als Ersatz für (nicht erfolgreiche) Harmonisierung der Wettbewerbspositionen
 - Europäische Wirtschaftsregierung: Ex-ante-Koordination
 - Europäischer Währungsfonds (EWF): Ex-post-Korrektur

Permanenter Euro-Stabilisierungsschirm

(Umsetzung in Deutschland: Gewährleistungsgesetz)

- **Kredit- und Garantiemechanismus im Ausmaß von 750 Mrd. €**
(Basis: Art 122 Abs 2 AEUV)
 - EK kann bis zu 60 Mrd.€ an Krediten aufnehmen (Abwicklung über EU-Budget)
 - 440 Mrd.€ werden bilateral über eine gemeinsame Zweckgesellschaft aufgenommen und von den Eurostaaten garantiert
 - 250 Mrd.€ an Krediten stellt der IWF zur Verfügung
- **Stärkung der wirtschaftspolitischen Koordination**
 - Neben Budgetdefiziten werden auch Schuldenstände und die Wettbewerbsposition zur Beurteilung der Finanzlage herangezogen.
 - Präventiver Arm (nationale Stabilitäts- und Konvergenzprogramme) muss früher einsetzen und durch ein „Europäisches Semester“ gestärkt werden.
 - Beim korrektiven Arm des SWP (VüD) verpflichten sich die betroffenen Länder zur Einhaltung aller Fristen (keine Nachsicht mehr).
 - Regulierung von Finanzderivaten und Ratingagenturen
 - Verschärfung der Strafen bei Verstößen gegen den SWP.
- **Unterstützung durch EZB – bei Wahrung ihrer Unabhängigkeit (?)**
 - Ankauf von Staatsanleihen spekulationsgefährdeter Euroländer auf dem Sekundärmarkt (mit Sterilisierung, um keinen Inflationsdruck zu erzeugen).

Verletzung von Rechtsregeln und Tabus

- **No-Bailout-Klausel verletzt:**

Art 125 AEUV legt fest, dass weder die Gemeinschaft noch andere Mitgliedstaaten für Verbindlichkeiten der öffentlichen Hand eines Mitgliedstaates haften.

- **EZB-Tabu des Nichterwerbs von Staatsanleihen gebrochen:**

Art 123 AEUV untersagt nur den direkten Erwerb von Staatsschuldtiteln der Mitgliedstaaten, die EZB hat aber bis vor kurzem solche Titel überhaupt nicht erworben.

- **Früher gab es keine Kreditaufnahmen für das EU-Budget:**

Nun darf die Europäische Kommission den Kredit- und Garantiemechanismus beschränkt auch über Kredite finanzieren.

Wechselkurs US-Dollar / Euro



6. Zusammenfassung

- Die größte Finanz- und Wirtschaftskrise seit den 1930er Jahren bringt Ernüchterung in Bezug auf mögliches **Markt- und Staatsversagen**.
- Als Lehre aus der Depression der 1930er Jahre greift der **Staat aktiv** zur Stabilisierung der Märkte ein. Ein Zusammenbruch der Finanzmärkte wird verhindert, nicht aber das Übergreifen der Krise auf die Realwirtschaft.
- Die notwendige Neuordnung des internationalen **Regulierungs- und Aufsichtssystems** über die Finanzmärkte wird durch Widerstände aus Bankenkreisen verzögert und verwässert.
- In Europa legt die Krise **strukturelle Defizite** in der Staatsverschuldung und Auslandsverschuldung mancher Länder offen. Die Finanzmärkte erzwingen radikale Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung.
- Zunehmendes **Auseinanderklaffen der Wettbewerbspositionen** im Euroraum beendet die lange Phase mit überbewertetem Euro und löst eine „Euro-Krise“ aus.
- Die bisher getroffenen Maßnahmen beschränken sich auf Liquiditätshilfen, die einen gewissen Zeitgewinn für Reformen bringen. Sie fördern aber auch Moral-Hazard-Verhalten bei betroffenen Staaten und Banken und müssen erst durch **Strukturreformen** ergänzt werden.