

Wirtschaftspolitische Unterstützung für die Weltwirtschaft in der Krise

Heute gibt es einen weltweiten Bedarf an einer starken wirtschaftspolitischen Unterstützung.

Hauptsächlichste Risiko für die Weltwirtschaft ist der Umstand, dass die Wechselwirkung zwischen Finanzkrise und Rezession zu einer deflationären Spirale führen könnte. Der Umschwung im amerikanischen Immobilienmarkt, der 2006 begann, hat bekanntlich zu einer Finanzkrise globalen Ausmasses geführt. Der Markt für verbriefte Papiere und darauf beruhende Forderungen ist weitgehend illiquide, und Wertschriftenpreise sind stark gefallen. Der Artikel versucht folgende Fragen zu beantworten: Wieso gibt es einen solchen ausserordentlichen Bedarf an wirtschaftspolitischer Unterstützung der Gesamtnachfrage und des Finanzsektors? Was sind die hauptsächlichsten Massnahmen? Und was sollen diese erreichen?¹

Einbruch in der realen Wirtschaft

Die Weltwirtschaft ist in einem Abschwung. Alle Indizien sprechen dafür, dass dieser schmerzhaft sein wird. Im neusten World Economic Outlook Update vom Januar 2009 sagt der Internationale Währungsfonds (IWF) eine Abschwächung des Weltwachstums von 3,4% (2008) auf 0,5% (2009) voraus (siehe Grafik 1).² Das wäre die niedrigste Wachstumsrate seit Ende des Zweiten Weltkrieges.

Der IWF steht mit einer solch pessimistischen Prognose nicht alleine da. Die kurzfristigen weltwirtschaftlichen Aussichten werden allgemein als äusserst besorgniserregend eingeschätzt. In vielen Ländern sind deshalb wirtschaftspolitische Massnahmen von ausserordentlichem Umfang eingeleitet worden, um dem Abgleiten in eine globale Depression vorzubeugen. Die Vorhersage einer zögerlichen weltwirtschaftlichen Erholung per 2010 basiert sogar auf der Annahme, dass die bereits starke wirtschaftspolitische Unterstützung noch verstärkt wird.

Schrumpfende Vermögenswerte haben zu Rückgängen beim Konsum und Problemen bei der Kreditvergabe geführt. Allgemein schwierigere Finanzierungsbedingungen haben Rückgänge bei Investitionen und dauerhaften Konsumgüterkäufen zur Folge. Die Industrieproduktion und die Exporte sind deshalb in den letzten Monaten stark eingebrochen, und zwar in einem Ausmass, das seit Jahrzehnten nicht mehr registriert wurde.

Der Einbruch in der realen Wirtschaft hat negative Auswirkungen auf die Finanzwirtschaft. Verluste im Unternehmenssektor und Zahlungsschwierigkeiten der Haushalte werden die Banken noch mehr belasten, was die

Situation im Finanzsektor verschlimmern könnte. In den letzten Wochen und Monaten hat sich wieder gezeigt, dass verschlechternde Bedingungen im Finanzsektor und in der Realwirtschaft sich gegenseitig verstärken. Die Folgen eines solchen Teufelskreises sind seit der Grossen Depression bekannt.

Die Grosse Depression galt bisher – historisch betrachtet – als eine Ausnahme. Seit Friedman und Schwartz (1963) wissen wir, dass Politikversagen die wesentliche Ursache dafür war. Hinzu kommt die Erkenntnis, dass Rezessionen und Wirtschaftsabschwünge, die von Börsen-Crashes und Kreditklemmen begleitet waren, in der Tendenz mit stärkeren und länger dauernden Wachstums-einbrüchen verbunden sind.³ Neu an der gegenwärtigen Situation ist die globale Dimension der gegenseitigen Wechselwirkungen zwischen Finanzkrise und Rezession. Die vielen Finanzkrisen der jüngsten Vergangenheit hatten bisher oft sehr starke länderspezifische Komponenten.⁴

Staatliche Gegenmassnahmen mit zwei Stossrichtungen

Konfrontiert mit solchen Risiken, haben viele Länder der Krise mit wirtschaftspolitischen Massnahmen Gegensteuer gegeben. Zu Beginn der Krise standen Liquiditätsversorgung und Zinssenkungen im Vordergrund. Mit der weiteren Verschärfung der Finanzkrise und der wachsenden Zahl von Ländern, die in eine Rezession geraten sind, haben sich umfassendere Massnahmen aufgedrängt.

Die Auflistung der Massnahmen in Tabelle 1 zeigt zwei Stossrichtungen: Auf der einen Seite sollen Stabilisierungsmassnahmen die Belastung von solventen Banken durch illiquide Papiere mindern und das weiterhin fehlende Vertrauen in Finanzmärkte zurückbringen. Andererseits soll ein Fiskalstimulus die Geldpolitik bei der Stabilisierung der Gesamtnachfrage unterstützen. Mit einem solchen Ansatz sollte es möglich sein, die verhängnisvollen Wechselwirkungen zwischen Finanzkrise und Abschwächung der Realwirtschaft zu unterbinden oder zumindest zu mildern. Damit würden die Grundlagen für eine dauerhafte wirtschaftliche Erholung gelegt werden.

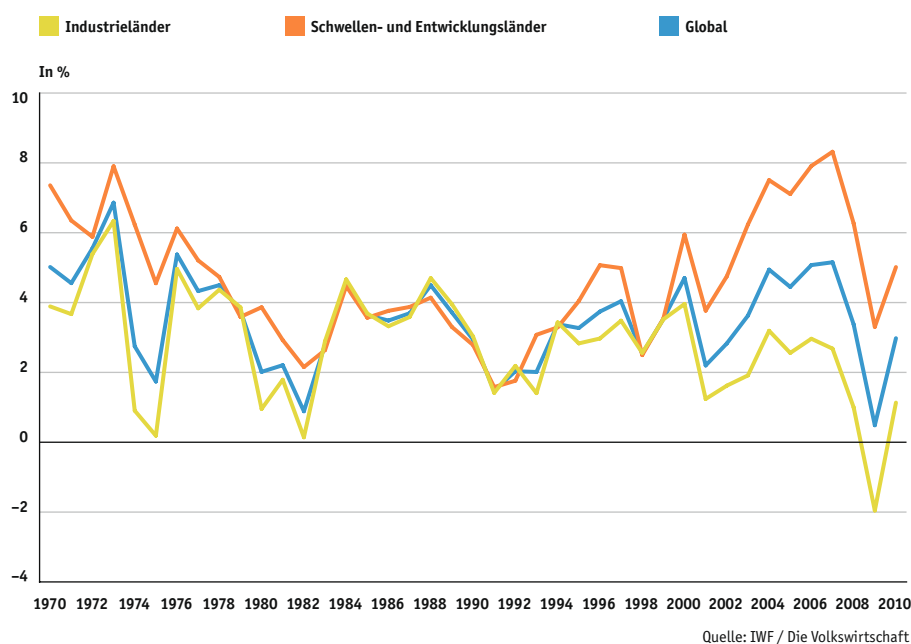


Dr. Thomas Helbling
Berater im Stab des Forschungsdepartements des Internationalen Währungsfonds (IWF), Washington

1 Die Ansichten, die der Autor in diesem Artikel vertritt, entsprechen nicht unbedingt jenen des IWF.
2 Vgl. Internet: www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/01/index.htm.
3 Vgl. Clässens, Kose, und Terrones (2008). Internet: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08274.pdf.
4 Ein Beispiel sind die Bankenkrise und Rezessionen in Norwegen und Schweden in den späten Achtziger- und Neunzigerjahren (z.B. Drees und Pazarbasioglu, 1998).
5 Damit wird die Funktion einer Zentralbank bezeichnet, dem Geschäftsbankensystem bei Liquiditätsengpässen kurzfristig Liquidität zur Verfügung zu stellen.

Grafik 1

BIP-Wachstum nach Ländergruppen, 1970–2010



Wege aus der Finanzkrise

Bankliquidität erhalten...

In «Lombard Street» empfahl der englische Wirtschaftsjournalist und Geschäftsmann Walter Bagehot, dass Notenbanken Geschäftsbanken bei Liquiditätsengpässen mit einem Strafzins grosszügig aushelfen sollten. Damit soll vermieden werden, dass sich temporäre Liquiditätsprobleme von eigentlich solventen Banken zu Problemen der Zahlungsfähigkeit auswachsen.

Die Notenbanken haben in der Krise diese Lender-of-last-Resort-Funktion⁵ in starkem Masse wahrgenommen. Ausser den üblichen Operationen am Markt, wo die Zentralbanken den Banken durch die vorübergehende Überlassung von Wertpapieren über Nacht Geld verschafft haben, sind die Zentralbanken vor allem bei Repo-Termingeschäften noch aktiver geworden und haben damit den Liquiditätsengpässen in den internationalen Geldmärkten entgegenge-

Tabelle 1

Massnahmen zur Finanzsektorunterstützung^a

	Liquiditäts-Unterstützung	Unterstützung der Bankaktiven		Unterstützung der Bankpassiven	
		Garantien	Kauf von Wertschriften ^c	Rekapitalisierung	Erhöhung Depotversicherung
Länder der G20^b					
Australien		x			x
Kanada	x	x	x		
Eurozone ^d	x				
Frankreich		x		x	
Deutschland		x	x	x	x
Indien	x				
Italien					
Japan	x	x			
Korea	x	x			
Mexiko	x	x		x	x
Russland	x	x		x	x
Saudi Arabien	x			x	
Spanien		x	x	x	x
Türkei	x				
Ver. Königreich	x	x		x	x
USA	x	x	x	x	x
Andere Industrieländer					
Belgien		x		x	x
Dänemark	x	x			x
Finnland		x			
Irland		x		x	x
Niederlande		x		x	x
Norwegen	x	x	x		
Österreich		x		x	x
Schweden	x	x		x	x
Schweiz	x		x	x	x

a Reflektiert Information bis Ende Januar, wo vorhanden.

b Ohne Mitgliedsländer, für die keine Informationen erhältlich sind.

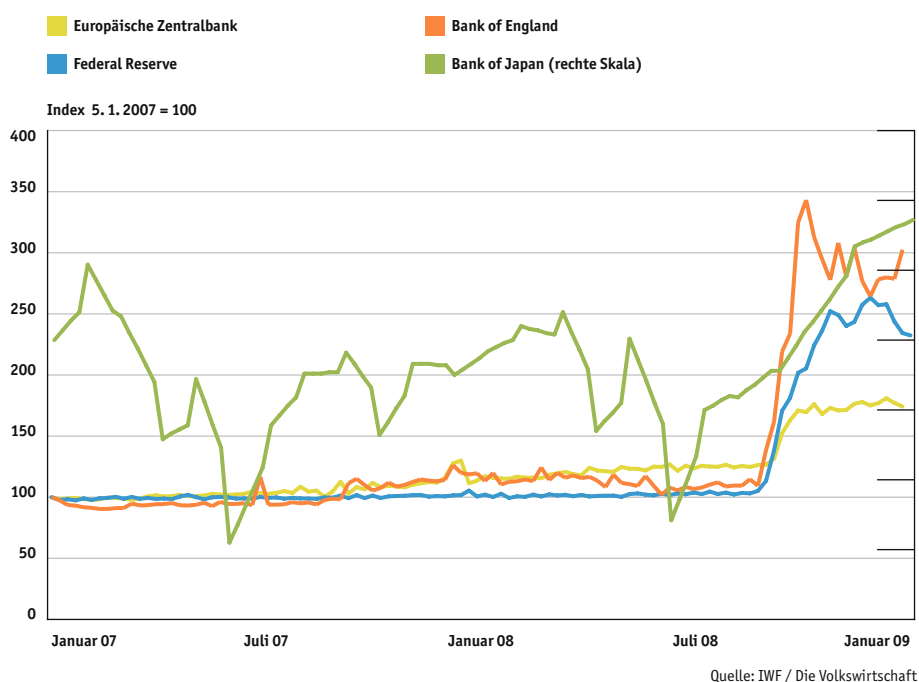
c In einzelnen Fällen kann dies auch Käufe von Wertschriften von Nichtbanken einschliessen (z.B. USA).

d Schliesst nur Aktionen der EZB ein.

Quelle: IWF, Deutsche Bank, OECD und Presseberichte / Die Volkswirtschaft

Grafik 2

Entwicklung der Zentralbank-Aktivpositionen, Januar 2007–Januar 2009



steuert. Dennoch hat die reichliche Versorgung mit Notenbankreserven diesen Engpässen kein Ende bereitet. Unsicherheiten über den Wert von komplexen, strukturierten Wertschriften, die auf verbriefen Hypotheken in den USA basierten, und Unsicherheiten über den Anteil von solchen Papieren in den Bilanzen von Banken und anderen Finanzinstituten haben die erhoffte Wirkung verhindert.

Um dem wachsenden Anteil von verbriefen Krediten und darauf basierenden Wertschriften in Bankbilanzen gerecht zu werden sowie die Effektivität von terminierten Repo-Operationen zu erhöhen, wurde die Liste der zulässigen Wertschriften erweitert. Zudem sind die Liquiditätsoperationen auf Fremdwährungen ausgeweitet worden, da international tätige Banken auch Liquiditätsbedürfnisse in anderen Währungen hatten, die auf den internationalen Geldmärkten nicht mehr sichergestellt werden konnten. Um den Bedarf an Fremdwährungsliquidität sicherstellen zu können, haben sich die wichtigsten Notenbanken mit Währungsswaps geholfen.

Zurzeit ist kein Ende dieser Liquiditätsoperation abzusehen. Das Vertrauen der wichtigsten Geldmarktakteure ineinander fehlt immer noch. Mit dem wachsenden Bedarf an Liquiditätsoperationen und deren stetigen Erneuerung sind die Notenbankbilanzen sehr stark angewachsen (siehe Grafik 2).

... und Zahlungsfähigkeit der Finanzintermediäre stärken

Trotz grosszügiger Liquiditätsversorgung bleibt das internationale Finanzsystem im Stress. Dafür gibt es drei Gründe:

- Bisher hat es *erstens* wenig Fortschritte in der Restrukturierung von illiquiden Papieren gegeben. Zweifel über die Solvenz von Banken bleiben deshalb bestehen.
- *Zweitens* werden Kreditverluste mit der weiteren Wachstumsabschwächung noch zunehmen. Zusammen mit den zu erwartenden Verlusten auf Wertschriftenanlagen wird dies die Zahlungsfähigkeit von gewissen Banken noch mehr untergraben.
- Mit risikoscheuen Investoren ist *drittens* die Nachfrage nach riskanten Wertschriften und Anlagen gesunken. Die Konditionen für Neumittel der Banken haben sich damit verschlechtert.

Das Resultat ist ein Teufelskreis: Für Banken und andere Finanzintermediäre ist es schwierig geworden, sich zu refinanzieren. Dies wiederum hat zu weiteren Vertrauensverlusten geführt, was die Sache noch schwieriger macht. Damit werden Kreditvergabe und Finanzierung der Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors und der Haushalte beeinträchtigt. Die Schwierigkeiten in der Refinanzierung führen auch immer wieder zu Panikverkäufen von Wertschriften, was deren Preis weiter fallen lässt.

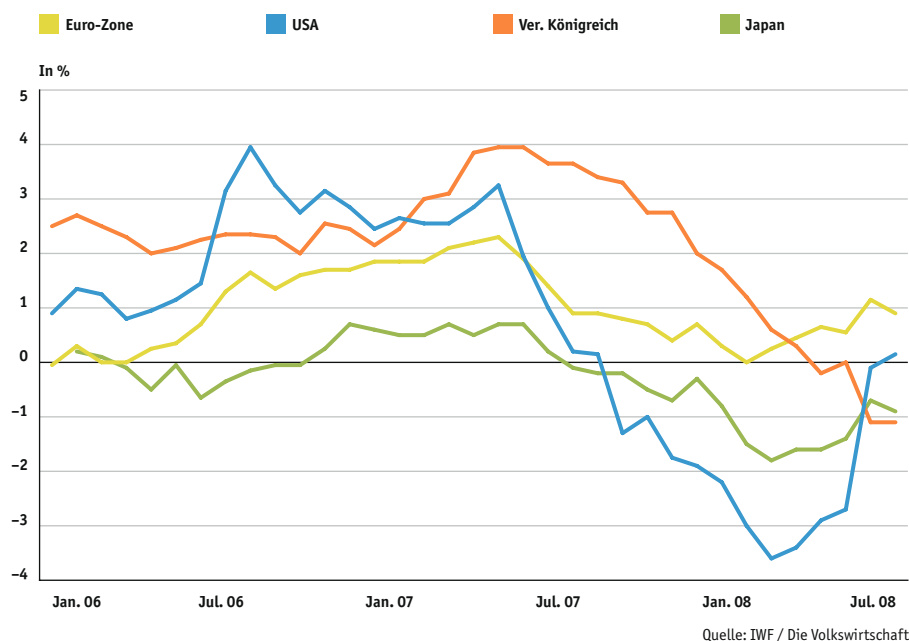
Es scheint unwahrscheinlich, dass diese Probleme von den Märkten ohne staatliche Kriseninterventionen gelöst werden können. Die Erfahrungen mit früheren Banken- und Finanzkrisen zeigen, dass staatliche Interventionen umfassend und zeitgerecht sein sollten. Sie sollten Probleme auf der Aktiv- und der Passivseite der Bankbilanzen angehen.

Auf der Aktivseite der Bankbilanzen ist es wichtig, dass Verluste auf illiquide Papiere erkannt werden. Diese Positionen sollten dann «eingezäunt» werden, um zu vermeiden, dass sie weiterhin das Vertrauen von Investoren untergraben. Dafür gibt es grundsätzlich zwei Ansätze.

- *Staatliche Garantien für illiquide Papiere:* Solche Garantien begrenzen oder eliminieren das Potenzial für weitere Verluste auf diesen Papieren für die betroffenen Banken. Garantien haben den Vorteil, dass die Kosten am Anfang sehr niedrig sind. Der Nachteil ist, dass Garantien je nach Design Unsicherheiten über den tatsächlichen Wert von Bankportfolios nicht immer beiseite schaffen können.
- *Staatlich unterstützte Vermögensverwaltungsgesellschaften:* Solche Gesellschaften erwerben illiquide Papiere von Banken

Grafik 3

Reale Notenbank-Zinssätze, Februar 2006–Dezember 2008
(Zinssatz minus KPI-Inflation)



und anderen Finanzinstitutionen und bewirtschaften sie während der Krise. Die Anfangskosten sind sehr viel höher als im Fall der Garantien, auch wenn sie unter dem wahrscheinlichen Verfallswert erworben werden und der Ertrag auf diesen Anlagen ungewiss ist. In den skandinavischen Bankenkrisen in den späten Achtziger- und den frühen Neunzigerjahren war die Erfahrung mit solchen Gesellschaften positiv, mit geringen Kosten für den Steuerzahler.

Auf der Passivseite der Bankbilanzen sind vielfach öffentliche Kapitalspritzen für zahlungsfähige Banken notwendig. Solche Kapitalspritzen können auch Bankenzusammenschlüsse unterstützen. Um Finanzierungsunsicherheiten zu reduzieren, ist es auch hilfreich, Höchstbeträge auf Garantien für Depositen heraufzusetzen.

Die meisten Industrieländer haben in den letzten Monaten umfassende Unterstützungsmassnahmen getroffen oder geplant. Viele Banken haben Kapitalspritzen erhalten, und in allen Ländern sind öffentliche Garantien auf illiquide Papiere vergeben worden. Die Limiten auf privaten Depositen sind beinahe überall erhöht worden. Vermögensverwaltungsgesellschaften des Typus, wie sie die Schweizerische Nationalbank (SNB) geschaffen hat, sind hingegen noch eher selten.

Staatliche Unterstützungsmassnahmen haben sich bis jetzt vor allem auf Banken beschränkt, die für die weitere Zahlungsfähig-

keit des gesamten Finanzsystems wichtig sind. Mit dem schnellen Wachstum von Finanzintermediären ausserhalb des Bankensystems in den letzten Jahren hat sich inzwischen der Kreis der Finanzintermediäre, die für den Weiterbestand des Finanzsystems wichtig sind, erweitert. Dies ist vor allem in Ländern ohne Universalbankensystem der Fall.

Unterstützung der Gesamtnachfrage

Monetärer Stimulus

Neben Liquiditätserhaltung haben die meisten Notenbanken in der Zwischenzeit auch ihre Leitzinssätze reduziert. Das amerikanische Federal Reserve (Fed) war hier Vorreiter und hat seinen Leitzins von 5,25% in mehreren Schritten auf 0,25% reduziert. Notenbanken in anderen Industrieländern sind nachgerückt, vor allem, seit der Aufwärtsdruck von Rohwarenpreisen nachgelassen hat (siehe Grafik 3). Inzwischen haben auch Notenbanken in einigen Schwellenländern ihre Leitzinssätze reduziert.

Je niedriger die kurzfristigen Zinssätze sind, desto schwieriger wird es, weiterhin die Gesamtnachfrage mit Zinsinstrumenten zu unterstützen. Einige Notenbanken müssen möglicherweise schon bald auf unkonventionelle geldpolitische Instrumente zurückgreifen. Die Erfahrung mit unkonventioneller Geldpolitik in Japan am Anfang dieses Jahrzehntes zeigt, dass die Senkung der längerfristigen Zinssätze durch Notenbankkäufe von Staatsobligationen nicht sehr erfolgreich war. Trotz starkem Anstieg von Notenbankgeld in den Bankbilanzen ging die Kreditvergabe kontinuierlich zurück.

Direkte Notenbankkäufe von privaten Wertpapieren sind eine Alternative. Die ersten Erfahrungen mit Käufen von «Commercial Paper» durch das Fed sind viel versprechend. Die Zinsdifferenz gegenüber Staatspapieren auf solchen Wertschriften ist gesunken, was eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen darstellt.

Ein anderes Problem ist, dass die herkömmliche Notenbankzinspolitik während einer Finanzkrise an Wirksamkeit einbüßen kann. Risikoprämien können stärker ansteigen, als die Notenbankzinsen fallen. Das Niveau der Zinssätze für private Schuldner kann deshalb trotz Zinspolitik ansteigen. Ähnliche Effekte auf dem Niveau der Realzinsen können auftreten, wenn deflationäre Tendenzen aufkommen.

Fiskalstimulus

Wachsende Zweifel an der Wirkung der Geldpolitik haben die Fiskalpolitik ins Zentrum des Interesses gerückt. Die herkömm-

Tabelle 2

G20-Länder: Umfang und Wachstumseffekt von diskretionären fiskalpolitischen Massnahmen, 2008–2010^a

	Umfang ^b (in % des BIP)			Wachstumseffekt ^c (in %)	
	2008	2009	2010	2009	2010
Argentinien ^d	0.0	1.3	n.a.	0.3 – 1.1	–0.1 – –0.2
Australien	0.7	0.8	0.3	0.2 – 0.7	–0.1 – –0.4
Brasilien	0.0	0.3	0.2	0.1 – 0.2	0.0 – 0.0
Kanada	0.0	1.5	1.3	0.4 – 1.3	0.1 – 0.4
China	0.4	2.0	2.0	0.6 – 2.1	0.5 – 1.4
Frankreich	0.0	0.7	0.0	0.2 – 0.6	0.0 – –0.1
Deutschland	0.0	1.5	2.0	0.4 – 1.2	0.3 – 0.9
Indien ^d	0.0	0.5	n.a.	0.2 – 0.5	–0.1 – –0.3
Indonesien	0.0	1.3	1.1	0.4 – 0.8	0.0 – 0.0
Italien	0.0	0.2	0.1	0.1 – 0.2	0.0 – 0.1
Japan	0.4	1.4	0.4	0.4 – 1.3	–0.3 – –0.7
Korea	1.0	1.5	0.3	0.5 – 1.3	–0.3 – –0.8
Mexiko	0.0	1.0	n.a.	0.3 – 1.0	–0.2 – –0.6
Russland	0.0	1.7	n.a.	0.6 – 1.7	–0.6 – –1.7
Saudi Arabien	2.4	3.3	3.5	1.3 – 4.2	0.2 – 0.6
Südafrika ^e	1.3	1.3	n.a.	0.4 – 1.3	–0.4 – –1.3
Spanien	3.1	1.1	0.3	0.3 – 0.9	0.0 – 0.1
Türkei	0.0	0.0	n.a.	0.0 – 0.0	0.0 – 0.0
Ver. Königreich	0.2	1.4	–0.1	0.4 – 1.0	–0.4 – –1.0
USA	1.1	1.9	2.9	0.6 – 1.4	0.4 – 1.2
Total^f	0.5	1.4	1.3	0.4 – 1.3	0.1 – 0.3

a Die Daten reflektieren die budgetären Kosten der Stimulusmassnahmen und basieren auf Informationen von Ende Januar 2009. Reine Finanzierungsoperationen ohne budgetären Einfluss und die Kosten von Finanzsektorunterstützung sind nicht berücksichtigt.

b «n.a.» bedeutet, dass noch keine Informationen vorhanden sind. Für die Berechnung der Wachstumseffekte wurde angenommen, dass ein Stimulus ausbleiben wird. Die ausgewiesenen Effekte reflektieren die verzögerten Effekte von Vorjahresstimulus.

c Die Schätzungen beruhen auf der Annahme, dass das «baseline» BIP den Effekt des Stimulus von 2008 schon einschliesst. Der Wachstumseffekt für 2009 beruht deshalb auf dem vollen Umfang des Stimulus und nicht auf der Veränderung zwischen 2008 und 2009.

d Fiskaljahr.

e Ein offizielles Paket wurde noch nicht angekündigt. Zahlen sind IWF-Schätzungen.

f PPP Durchschnitt gewichtet.

Source: IWF Note to G–20, Februar 2009 / Die Volkswirtschaft

lichen Vorbehalte gegenüber der Fiskalpolitik als konjunkturpolitisches Instrument scheinen heute in der Tat weniger relevant, da ein lang dauernder Abschwung ziemlich sicher scheint. Trotz potenzieller Verzögerung in der Implementierung von fiskalpolitischen Massnahmen bleibt damit die Wirksamkeit erhalten.

Der IWF empfiehlt einen Fiskalstimulus von 2% des globalen Bruttosozialprodukts in 2009.⁶ Ein solcher Stimulus würde der Abschwächung der privaten Nachfrage entgegensteuern und die Risiken eines potenziell noch stärkeren Wachstumsabschwungs verringern. Nur im Falle eines überraschend starken Aufschwungs kann auf einen weiteren Stimulus verzichtet werden.

Viele Industrie- und Schwellenländer haben inzwischen Fiskalpakete angekündigt oder schon mit der Implementierung begonnen. *Tabelle 2* zeigt den geschätzten Wert und die Wachstumseffekte der Fiskalpakete in den Ländern der G20. Gemäss Schätzungen des IWF belaufen sich die Pakete auf 1,4% des globalen BIP in 2009 und auf 1,3% in 2010, mit proportionalen Wachstumseffekten.

In der gegenwärtigen Situation sollte das Hauptziel der Stabilisierungsmassnahmen die Maximierung der Wachstumseffekte sein. Diese Effekte werden aufgrund sogenannter

Multiplikatoren bestimmt. Gemäss empirischen Untersuchungen sind die kurzfristigen Multiplikatoren für Staatsausgaben höher als die von Steuersenkungen. Die Multiplikatoren für staatliche Investitionen sind besonders hoch.

Die geschätzten Multiplikatoren liegen für Investitionen zwischen 0,5 bis 1,8, für andere Staatsaufgaben zwischen 0,3 und 1,0 und für Steuersenkungen zwischen 0,3 und 0,6.⁷ Das bedeutet, dass jährliche Investitionsausgaben im Umfang von 1% des BIP einen Wachstumsschub zwischen 0,5 und 1,8% auslösen sollte.

«Höheren» Staatsaufgaben sollten in den Stabilisierungsmassnahmen eine wichtige Rolle zukommen. Gegenwärtigen Informationen zufolge planen 15 der G20-Länder ihre staatlichen Investitionsausgaben zu erhöhen. Viele Länder wollen auch die Sozialausgaben erhöhen, um dem Anstieg von Einkommensunsicherheit und Armut entgegenzutreten. Unter anderem könnte dies auch verhindern, dass erhöhte Einkommensunsicherheit zu höheren vorbeugenden Ersparnissen der Haushalte führt. In Bundesstaaten sind oft auch höhere Transfers an Gliedstaaten vorgesehen.

Neben der Maximierung der Wachstumseffekte sollten die Stimuluspakete auch dafür sorgen, dass die finanzpolitischen Massnahmen mittelfristig nachhaltig sind. Staatliche Budgetdefizite werden dieses Jahr stark ansteigen – nicht nur wegen der Stabilisierungsmassnahmen, sondern auch aufgrund der automatischen Stabilisatoren. Mit der Wachstumsabschwächung werden nämlich die Steuereinnahmen zurückgehen und die Ausgaben ansteigen.

Die Multiplikatoren werden sich verringern, wenn die Investoren damit rechnen, dass eine nachhaltige Wirkung der Stabilisierungsmassnahme nicht gesichert ist. Die Realzinssätze werden dann ansteigen, was den Wachstumsimpuls abschwächen würde. Um solche Risiken zu minimieren, sollte der Anreiz vor allem aus temporären Massnahmen bestehen. Die Budgetdefizite sollten deshalb dann reduziert werden, wenn sich die Weltwirtschaft wieder erholt.

Kasten 1

Literatur

- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, und Marco Terrones, 2008: What Happens During Recessions, Crunches, and Busts, IMF Working Paper Nr. 08/274, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Drees, Burkhard, und Ceyla Pazarbasioglu, 1998: The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization, IMF Occasional Paper Nr. 161, Washington: International Monetary Fund.
- Friedman, Milton, und Anna Jacobson Schwartz, 1963: A Monetary History of the United States 1867–1960, Studies in Business Cycles, National Bureau of Economic Research, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

6 Vgl. Fiscal Policy for the Crisis, IMF Staff Position Note (SPN/08/01). Internet: www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2008/spn0801.pdf.

7 Vgl. Fiscal Policy for the Crisis (ibid.).