

# OECD- WIRTSCHAFTS- AUSBLICK

*Zwischenausgabe*

**EMBARGO**

Keine Verbreitung über Nachrichtenagenturen oder sonstige Medien  
**bis Dienstag, 31. März 2009, 11 Uhr MEZ**

---

**März 2009**

Diese Zwischenausgabe des *OECD-Wirtschaftsausblicks* liefert eine Analyse der aktuellen Krise und untersucht die wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die zur Förderung einer dauerhaften Erholung in den Mitgliedsländern notwendig sind. Des Weiteren enthält sie die Projektionen bis Ende 2010 für ausgewählte OECD- und Nicht-OECD-Länder. Besonderes Augenmerk gilt der Fiskalpolitik, der ein Sonderkapitel gewidmet ist.

(In der deutschsprachigen Ausgabe sind die Tabellen, Abbildungen und statistischen Anhänge aus technischen Gründen in englischer Sprache enthalten.)

**Copyright: OECD 2009**

**Genehmigungen zum Nachdruck oder zur Übersetzung dieser Unterlage oder Teilen davon sind einzuholen bei: Head of Publications Service, OECD, 2 rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, Frankreich**

# OECD- WIRTSCHAFTS- AUSBLICK

*Zwischenausgabe*

**MÄRZ 2009**

**ORGANISATION FÜR WIRTSCHAFTLICHE ZUSAMMENARBEIT UND ENTWICKLUNG**



## INHALTSVERZEICHNIS

EINFÜHRUNG .....	5
KAPITEL 1 GESAMTBEURTEILUNG DER WIRTSCHAFTSLAGE .....	9
Überblick .....	9
Eine fortschreitende globale Finanzkrise .....	11
Jüngste Entwicklungen und künftige Auswirkungen .....	18
Wachstumsaussichten .....	26
Die Risiken sind abwärts gerichtet .....	31
Politikmaßnahmen und -anforderungen .....	33
Anhang 1.1: Bewältigung der Finanzkrise: die Präzedenzfälle Schweden und Japan ....	50
Literaturverzeichnis .....	55
Anhang 1.2: Ergänzende Tabellen .....	57
KAPITEL 2 ENTWICKLUNG IN EINZELNEN OECD-UND NICHT-OECD-LÄNDERN .....	67
Vereinigte Staaten .....	67
Japan .....	71
Euroraum .....	74
Deutschland .....	77
Frankreich.....	80
Italien .....	83
Vereinigtes Königreich .....	86
Kanada .....	90
Brasilien .....	93
China .....	96
Indien .....	99
Russische Föderation .....	102
KAPITEL 3 WIRKSAMKEIT UND UMFANG DER FISKALISCHEN IMPULSE .....	105
Einführung und Zusammenfassung .....	105
Fiskalische Maßnahmen in Reaktion auf die Krise .....	107
Argumente für weitere diskretionäre fiskalische Aktionen in der gegenwärtigen Krise .	116
Handlungsspielraum für eine diskretionäre Fiskalpolitik: Gewährleistung einer	
tragfähigen Haushaltsposition .....	118
Optimale Konzeption der Konjunkturpakete .....	128
Kordinierung und Spillover-Effekte .....	133
Anhang 3.1: Methodische Grundsätze für die Ermittlung des Umfangs von	
Fiskalpaketen .....	135
Anhang 3.2: Detailed multipliers by country and by instrument.....	138
Anhang 3.3: Simulation model to illustrate the stimulus – interest rate nexus .....	139
Anhang 3.4: Fiscal policy effects in a DSGE model.....	143
Literaturverzeichnis.....	147

## Summary of projections

	2008	2009	2010	2008		2009		2010				Q4 / Q4				
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2008	2009	2010
Per cent																
<b>Real GDP growth</b>																
United States	1.1	-4.0	0.0	-0.5	-6.2	-7.2	-4.3	-1.8	-0.4	0.5	0.9	1.2	1.8	-0.8	-3.5	1.1
Japan	-0.6	-6.6	-0.5	-1.4	-12.1	-10.9	-3.3	-2.8	-0.4	0.0	0.1	0.7	0.9	-4.3	-4.4	0.4
Euro area	0.7	-4.1	-0.3	-1.1	-5.9	-6.8	-4.2	-2.2	-0.8	0.2	0.7	1.1	1.4	-1.4	-3.5	0.8
Other countries <sup>1</sup>	1.9	-3.9	0.3	0.3	-8.6	-5.0	-3.6	-2.3	-0.8	0.8	1.7	2.5	3.1	-1.5	-2.9	2.0
Total OECD	0.9	-4.3	-0.1	-0.7	-7.1	-7.0	-4.0	-2.1	-0.6	0.4	0.9	1.4	1.8	-1.5	-3.4	1.1
<b>Inflation<sup>2</sup></b>																
year-on-year																
United States	3.8	-0.4	0.5	5.2	1.5	0.2	-0.6	-1.8	0.5	0.8	0.6	0.4	0.3			
Japan	1.4	-1.2	-1.3	2.1	1.0	0.0	-0.9	-2.0	-1.7	-1.3	-1.2	-1.3	-1.3			
Euro area	3.3	0.6	0.7	3.8	2.3	1.1	0.6	0.1	0.6	0.9	0.8	0.6	0.5			
<b>Unemployment rate<sup>3</sup></b>																
United States	5.8	9.1	10.3	6.0	6.9	8.1	9.0	9.5	9.8	10.1	10.3	10.4	10.5			
Japan	4.0	4.9	5.6	4.0	4.0	4.4	4.7	5.0	5.3	5.5	5.6	5.6	5.7			
Euro area	7.5	10.1	11.7	7.4	8.0	9.0	9.7	10.5	11.1	11.5	11.7	11.8	11.9			
Other countries <sup>1</sup>	5.6	7.8	9.4	5.5	6.0	6.8	7.5	8.1	8.6	9.0	9.3	9.5	9.6			
Total OECD	6.0	8.4	9.9	6.0	6.5	7.5	8.2	8.8	9.3	9.6	9.8	10.0	10.1			
<b>World trade growth</b>	2.5	-13.2	1.5	2.4	-23.8	-22.7	-11.8	-4.9	0.4	3.3	4.7	5.9	6.9	-4.8	-10.2	5.2
<b>Fiscal balance<sup>4</sup></b>																
United States	-5.8	-10.2	-11.9													
Japan	-2.6	-6.8	-8.4													
Euro area	-1.8	-5.4	-7.0													
Total OECD	-3.0	-7.2	-8.7													
<b>Short-term interest rate</b>																
United States	3.2	1.2	0.7	3.2	3.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	0.7	0.5	0.4			
Japan	0.7	0.6	0.3	0.7	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2			
Euro area	4.7	1.3	0.6	5.0	4.6	2.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.6	0.4	0.4			

Note: Real GDP growth, inflation (measured by the increase in the consumer price index) and world trade growth (the arithmetic average of world merchandise import and export volumes) are seasonally and working-day (except inflation) adjusted annual rates. The "fourth quarter" columns are expressed in year-on-year growth rates where appropriate and in levels otherwise. Interest rates are for the United States: 3-month eurodollar deposit; Japan: 3-month certificate of deposits; euro area: 3-month interbank rate.

Assumptions underlying the projections include:

- fiscal policies are taken into account if they have been legislated or mandated;
- unchanged exchange rates as from 9 March 2009; in particular 1\$ = 98.77 yen and 0.79 €;
- price of oil for a barrel of Brent crude is fixed at 45\$;

The cut-off date for other information used in the compilation of the projections is 20 March 2009.

1. OECD countries not included in the Euro area or the 7 major countries.
2. USA: consumer price index, Japan: consumer price index, euro area: harmonised index of consumer prices.
3. Per cent of the labour force.
4. Per cent of GDP.

Source: OECD.

## EINFÜHRUNG

### WIE SOLLTE DIE POLITIK AUF DIE GLOBALE REZESSION REAGIEREN?

Die Weltwirtschaft befindet sich inmitten der tiefgreifendsten Rezession, die wir zu unseren Lebzeiten je gesehen haben und die überdies in einzigartiger Weise synchron verläuft – eine Rezession, die durch eine globale Finanzkrise ausgelöst und durch das Zusammenbrechen des Welthandels verschärft wurde. Angespannte Finanzierungsbedingungen und geringes Vertrauen lasten in OECD- und Nicht-OECD-Ländern gleichermaßen auf Produktion und Beschäftigung, und die Kontraktion von Wirtschaftstätigkeit und Einkommen zehrt ihrerseits weiter an den Bankbilanzen, wodurch der Abschwung verstärkt wird.

Diese Entwicklungen haben uns dazu veranlasst, zu dem diese Woche in London stattfindenden G20-Gipfel eine Zwischenausgabe des *Wirtschaftsausblicks* vorzulegen, in der das Augenmerk besonders auf den wirtschaftspolitischen Maßnahmen liegt, die zur Förderung einer dauerhaften Erholung erforderlich sind. Im Vorfeld gilt es dabei zu betonen, dass jegliche Prognosen im gegenwärtigen Klima mit außergewöhnlich großen Unsicherheiten behaftet sind, insbesondere in Bezug auf die Annahmen über das Tempo der zu erwartenden Verbesserung der Finanzierungsbedingungen und die Wirksamkeit der massiven makroökonomischen Stimulierungsmaßnahmen, die bereits eingeführt wurden oder derzeit umgesetzt werden.

Ohne diese Unsicherheitsmomente außer Acht zu lassen, gehen wir davon aus, dass sich die derzeitige Kontraktion der Wirtschaftstätigkeit dieses Jahr verschlimmern wird, bevor dann unter dem Antrieb der Politikmaßnahmen im Jahresverlauf 2010 allmählich eine Erholung in Gang kommt. In den Vereinigten Staaten, in Japan, im Euroraum sowie im OECD-Raum insgesamt wird die gesamtwirtschaftliche Produktion dieses Jahr um 4-7% sinken und im nächsten Jahr weitgehend stagnieren. Auch den großen Nicht-OECD-Volkswirtschaften wird eine abrupte Wachstumsverlangsamung oder regelrechte Rezession nicht erspart bleiben. Das weltweite reale BIP dürfte dieses Jahr um 2¾% zurückgehen und sich 2010 um 1¼% erholen.

Ausschlaggebend für dieses düstere Szenario ist die starke, ungünstige Reaktion der privatwirtschaftlichen Nachfrage weltweit auf das Zusammentreffen der Kreditklemme mit den negativen Vermögens-effekten, die sich aus dem Rückgang der Wohnimmobilienpreise und der Aktienkurse ergeben, sowie einem allgemeinen Vertrauensschwund. Eine der Konsequenzen der weltweit äußerst synchron ablaufenden Rezession ist das Entstehen ungewöhnlich großer Kapazitätsüberhänge, unter deren Einfluss die Inflationsraten in mehreren OECD-Ländern auf nahe null sinken werden. In einigen Ländern ist sogar eine Abnahme des Preisniveaus zu erwarten.

Bei dieser Prognose wird unterstellt, dass die Spannungen an den Finanzmärkten gegen Ende 2009 abklingen, wobei erhebliche eindeutig abwärts gerichtete Risiken bestehen bleiben. Das größte Risiko ist, dass sich die Verfassung der Finanzinstitute infolge der Abschwächung der Realwirtschaft noch weiter verschlechtert, womit sich diese gezwungen sähen, die Kreditvergabe stärker einzuschränken, als in den Basisprojektionen dieses *Ausblicks* unterstellt wird. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass sich die staatlichen Maßnahmen als unzureichend erweisen könnten, um die Stabilität und das Vertrauen an den Finanzmärkten wiederherzustellen. Zudem ist das Risiko gegeben, dass sich einige mittel- und osteuropäische Volkswirtschaften sowie eine wachsende Zahl von Entwicklungsländern mit Zahlungsbilanzkrisen und Krisen im binnenwirtschaftlichen Bankensektor konfrontiert sehen könnten, was eine Verschärfung des globalen Abschwungs und einen Anstieg der Nachfrage nach Außenfinanzierung nach sich ziehen würde. Diesen

Risiken steht die Möglichkeit gegenüber, dass die auf nationaler und internationaler Ebene unternommenen Anstrengungen zur Lösung der Probleme an den Finanzmärkten und die umfangreichen makroökonomischen Konjunkturmaßnahmen rascher Wirkung zeigen und sich als effektiver erweisen als angenommen, in welchem Fall die Erholung früher einsetzen und zügiger voranschreiten könnte.

Die Rezession wird erhebliche gesellschaftliche Auswirkungen haben. In allen OECD-Ländern wird die Arbeitslosigkeit drastisch steigen, wobei die Arbeitslosenquoten 2010 oder Anfang 2011 ihren Höchststand erreichen und in vielen Ländern zum ersten Mal seit Anfang der 1990er Jahre wieder im zweistelligen Bereich liegen dürften. Die Zahl der Arbeitslosen in den G7-Ländern wird sich gegenüber ihrem Niveau von Mitte 2007 so gut wie verdoppeln und bis Ende 2010 auf etwa 36 Millionen anwachsen. Diese Perspektive macht deutlich, wie notwendig beschäftigungs- und sozialpolitische Maßnahmen zur Ergänzung und Verstärkung der makroökonomischen Stabilisierungsanstrengungen sind, um zu gewährleisten, dass Arbeitslose eine neue Beschäftigung finden, und um im Rahmen des Möglichen einen Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit zu verhindern. Gleichzeitig wird es u.U. nötig sein, die Maßnahmen zur Abfederung der Auswirkungen der Rezession durch wirkungsvolle soziale Sicherheitsnetze und gezielte Programme für die am stärksten gefährdeten Gruppen während der Dauer der Rezession zu verstärken. Dabei müssen jedoch unbedingt die Fehler vermieden werden, die in den 1970er und 1980er Jahren gemacht wurden, als viele Länder versuchten, die Arbeitslosigkeit zu reduzieren, indem sie die Frühverrentung förderten. Solche Maßnahmen würden nur in einer Abnahme der Erwerbsbevölkerung und einer Dämpfung des Wachstums resultieren, ohne dass die Gesamtbeschäftigung erhöht würde.

Ein entscheidender Schritt, um die gegenwärtige „Hämorrhagie der Wirtschaft“ zu stoppen, ist die umgehende Ausarbeitung und Umsetzung einer kohärenten Strategie, mit der energisch gegen die verheerenden Zustände an den Finanzmärkten vorgegangen werden kann. Dies bedeutet, dass bis auf Weiteres mit den Einlagen- und Kreditbürgschaften, den Absicherungssystemen und sonstigen Maßnahmen fortgefahren werden muss, die dazu beigetragen haben, dass wieder ein Minimum an Stabilität herrscht. Vor allem aber muss entschlossen eingeschritten werden, um dem Problem der Risikoaktiva der Banken und den Zweifeln an ihrer Zahlungsfähigkeit im Allgemeinen zu begegnen und so das Kreditangebot wieder in Gang zu bringen sowie das Vertrauen in die Finanzmärkte wiederherzustellen. Dazu müssen Schritte ergriffen werden, um für Transparenz in Bezug auf Verluste und Risikoaktiva zu sorgen, um finanziell tragfähige von nicht tragfähigen Instituten zu trennen und um zahlungsunfähigen Finanzinstituten, wo nötig, mit Rekapitalisierungen unter die Arme zu greifen oder sie als letzten Ausweg zu verstaatlichen. Zudem müssen Anstrengungen unternommen werden, um der Öffentlichkeit allgemein bewusst zu machen, dass diese notwendigen Maßnahmen mit hohen Kosten verbunden sind, die nur noch höher werden, wenn sie nicht rasch umgesetzt werden.

Zusätzliche makroökonomische Impulse sind auch von entscheidender Bedeutung, um den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage abzufedern. Die konventionellen geldpolitischen Maßnahmen sollten in vollem Umfang ausgeschöpft werden, indem die Leitzinsen auf nahe null herabgesetzt bzw. dort gehalten werden und die Verpflichtung eingegangen wird, sie eine Zeitlang auf diesem Niveau zu belassen. Die Währungsbehörden sollten sich auch bereit halten, direkte Maßnahmen zur Förderung der Kreditschöpfung, zur Verbesserung der Liquidität der Märkte und zur Eindämmung deflationärer Spannungen einzusetzen bzw. auszudehnen. Auf mittlere Sicht sollten die Zentralbanken die gegenwärtigen geldpolitischen Leitlinien einer Neubeurteilung unterziehen, besonders in Bezug auf deren Kapazität, auf destabilisierend wirkende Kreditbooms und Vermögenspreisblasen zu reagieren. Hier besteht die größte Herausforderung darin, festzustellen, wie stärkeres Gewicht auf Fragen der Finanzstabilität gelegt werden kann, ohne das Engagement der Geldpolitik für die Wahrung der Preisstabilität zu schwächen.

Diskretionäre fiskalische Impulse spielen in den OECD- ebenso wie in vielen Nicht-OECD-Ländern bereits eine wichtige Rolle. Inwieweit ehrgeizigere fiskalische Konjunkturmaßnahmen notwendig sind als derzeit geplant, ist von den Gegebenheiten in den jeweiligen Ländern abhängig und insbesondere vom Umfang der negativen Effekte der Krise, von der Bedeutung der automatischen Stabilisatoren und von der



Höhe der öffentlichen Verschuldung. Nach diesen Kriterien sollten die Regierungen einiger Länder eine weitere diskretionäre fiskalische Expansion in Erwägung ziehen.

Bei Zugrundelegung der derzeitigen Pläne und unter Berücksichtigung des Ausmaßes der Rezession wird die Staatsverschuldung den Projektionen zufolge steil ansteigen, und diesbezügliche Befürchtungen wirken in vielen Ländern bereits in Richtung einer Erhöhung der Anleiherenditen. Voraussetzung dafür, dass dieser Aufwärtsdruck in Schach gehalten werden kann, ist ein glaubwürdiges Engagement für die Rückkehr zu einer langfristig tragfähigen Haushaltsposition. Im Hinblick darauf ist es hilfreich, Maßnahmen zu konzipieren, die ausdrücklich befristet sind oder sich leicht zurücknehmen lassen, die Haushaltsrahmen zu stärken und jetzt zu handeln, um Bedenken in Bezug auf die langfristige fiskalische Tragfähigkeit der Renten- und Gesundheitsausgaben zu zerstreuen. Durch Maßnahmen zur Eindämmung der negativen Auswirkungen der Rezession auf das langfristig tragfähige Produktionsniveau könnte zudem die damit zusammenhängende strukturelle Schwächung der öffentlichen Haushalte begrenzt werden.

Weil fiskalische Impulse in einem Land Auswirkungen auf andere Länder haben, bedarf es internationaler Koordination, um das richtige Maß an Konjunkturstimulierung zu erreichen. Auch wenn es kaum gelingen wird, eine explizite Koordination im Fiskalbereich zu erwirken, sollte doch auf Übereinstimmung über das Ausmaß der Rezession und die zu ihrer Bewältigung erforderlichen Maßnahmen hingearbeitet werden. Was die Krisenmaßnahmen für die Finanzmärkte anbelangt, wäre eine stärkere Koordination ein erstrebenswertes Element jeder Ausstiegsstrategie, da es für die einzelnen Länder schwierig werden dürfte, die derzeit notwendigen außergewöhnlichen Maßnahmen alleine auf geordnete Weise zurückzunehmen.

Über diese Sofortmaßnahmen hinaus muss eine Reform des Finanzsystems durchgeführt werden, die verhindert, dass sich ähnliche Krisen in Zukunft wiederholen, und die zugleich dafür sorgt, dass die vitale Rolle der Finanzmärkte – Kanalisierung und Allokation von Kapital und Überwachung seiner Verwendung – erhalten bleibt. Erstens sollten finanzielle Rettungsmaßnahmen, die zu Moral Hazard, verstärkter Risikobereitschaft und höherer Konzentration im Bankensektor beigetragen haben, zurückgenommen oder geändert werden. Zweitens müssen sich großangelegte, international abgestimmte Anstrengungen mit dem gleichzeitigen Versagen der Märkte und der Regulierungssysteme auseinandersetzen, das die Ursache dieser weltweiten Finanzkrise war. Zu den Problemen, die behandelt und gelöst werden müssen, gehören der beispiellose Mangel an Transparenz im Handel mit Finanzinstrumenten und in den Bilanzen der Finanzinstitute, das Ausmaß der verzerrenden staatlichen Eingriffe (einschließlich der Rolle staatsnaher Institute und der Bürgschaften für Hypothekenkredite), inadäquate Vergütungssysteme, die eine Anreizverzerrung zu Gunsten einer exzessiven Risikobereitschaft bewirken, das irrige Vertrauen auf externe Ratings und unzulängliche interne Risikobewertungs- und Risikomanagementmodelle, die Inkohärenzen und der prozyklische Charakter der Bankenregulierung sowie die zersplitterte Struktur der Finanzmarktaufsicht.

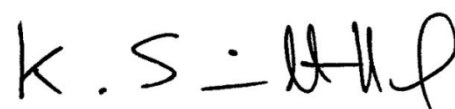
In einigen Ländern haben die Regierungen Maßnahmen zur Unterstützung von Nichtfinanzbranchen oder sogar einzelnen Unternehmen ergriffen. Einige Maßnahmenpakete förderten überdies die Konzentration der Finanzinstitute auf die Kreditvergabe im Inland oder beinhalteten Restriktionen für staatliche Beschaffungen im Ausland. Dies führt jedoch zu Verzerrungen des Wettbewerbs und der Ressourcenallokation, weil dadurch der Marktaustritt nicht wettbewerbsfähiger Unternehmen verzögert wird, sofern die Unterstützung nicht von ehrgeizigen und glaubwürdigen Umstrukturierungsplänen abhängig gemacht wird, die streng einzuhaltenden Fristen unterliegen.

Diese Unterstützungsmaßnahmen können zudem als Handelshemmnisse wirken und das Risiko protektionistischer Vergeltungsmaßnahmen mit sich bringen, die mit sehr hohen Kosten verbunden wären. Der Schutz inländischer Märkte durch „border measures“ wie Zölle und Quoten hielt sich bislang in Grenzen. Die G20-Erklärung im November letzten Jahres hat zweifellos zu diesem Ergebnis beigetragen. In einigen Ländern wurden jedoch sowohl „border measures“ als auch „behind the border measures“, d.h. binnenwirtschaftliche Maßnahmen eingeführt, die den Handel verringern könnten. Eine Bestätigung und Erweiterung des Stillhalteabkommens durch alle Länder wäre ein Beweis für ihr Engagement zu Gunsten wettbewerbsbestimmter und offener Märkte.

Obwohl dieser schwere weltweite Konjunkturabschwung von einigen bereits als „Große Rezession“ bezeichnet wurde, sind wir weit davon entfernt, eine Wiederholung der Großen Depression der 1930er Jahre zu erleben, was der Qualität und Intensität der gegenwärtig getroffenen staatlichen Maßnahmen zu verdanken ist. Die Große Depression wurde durch verheerende wirtschaftspolitische Fehler verstärkt, von einer kontraktiven Geldpolitik bis hin zu einer Beggar-thy-Neighbour-Politik in Form einer protektionistischen Handelspolitik und eines Abwertungswettlaufs. Im Gegensatz hierzu hat die gegenwärtige Rezession alles in allem die richtigen Politikreaktionen ausgelöst.

Das Fazit ist, dass die Regierungen künftig in acht Politikbereichen – einzeln und gemeinsam – beharrlich die richtigen Schritte umsetzen müssen. Dies sind: 1. Noch energischer gegen die weiter schwellende Finanzkrise vorgehen und die zur Stabilisierung systemrelevanter Finanzinstitute, zur Verringerung der Unsicherheit und Illiquidität der Märkte sowie zur Ankurbelung der Kreditvergabe der Banken erforderlichen Maßnahmen ergreifen. Das impliziert eine Entfernung toxischer Vermögenswerte sowie Maßnahmen zur Förderung der Rekapitalisierung der Banken, nötigenfalls durch Verstaatlichung. 2. In den Ländern, in denen dafür noch Spielraum vorhanden ist, und in dem Maße, wie sich die Rezession vertieft, die geld- und fiskalpolitische Lockerung fortsetzen. 3. Von verdecktem Handelsprotektionismus in Form von Unterstützung und Hilfen für Unternehmen des inländischen Realsektors absehen, sowohl während der Krise als auch danach. 4. Darauf vorbereitet sein, die finanziellen Notmaßnahmen ebenso wie die fiskal- und geldpolitischen Impulse unverzüglich und energisch rückgängig zu machen, sobald eine nachhaltige Konjunkturerholung Tritt gefasst hat, um mittelfristig makroökonomische und finanzielle Stabilität zu gewährleisten. 5. Sich gemeinsam nach Kräften dafür einsetzen, das Ziel eines auf internationaler Ebene vereinbarten weltweiten Rahmens für eine bessere Finanzmarktregulierung und -aufsicht zu erreichen. 6. Antizyklisches Verhalten seitens der Banken durch eine geeignete makroprudenzielle Aufsicht fördern, die durch stark antizyklisch ausgerichtete fiskal- und geldpolitische Regeln ergänzt ist. 7. Den Impetus zur Integration des Welthandels fortsetzen, sowohl durch unilaterale Maßnahmen als auch auf multilateraler Ebene durch den Abschluss der Doha-Runde, und gleichzeitig eine fortschreitende Integration der weltweiten Finanzmärkte sicherstellen. 8. Die Strukturreformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produkt- und Arbeitsmärkte fortsetzen, um die langfristigen Wachstumsaussichten zu verbessern und die Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks zu erhöhen.

30. März 2009



Klaus Schmidt-Hebbel  
Chefvolkswirt

## KAPITEL 1

## GESAMTBEURTEILUNG DER WIRTSCHAFTSLAGE

## Überblick

**Die Wirtschaft des OECD-Raums steckt in einer tiefen Rezession, und der Kapazitätsüberhang wird im Jahresverlauf 2010 zunehmen**

Die Wirtschaft des OECD-Raums befindet sich inmitten ihrer tiefsten und weitreichendsten Rezession seit über 50 Jahren (Tabelle 1.1). In den letzten sechs Monaten ist die gesamtwirtschaftliche Produktion in nahezu allen OECD-Ländern gesunken, was zusammen mit der drastischen Konjunkturverlangsamung in den Nicht-OECD-Ländern dafür sorgte, dass das weltweite Wirtschaftswachstum negativ wurde. Die restriktiven Finanzierungsbedingungen und ein genereller Vertrauensverlust werden die Wirtschaftstätigkeit im Verlauf dieses Jahres weiter dämpfen, bevor eine projizierte politikinduzierte Erholung das Wachstum bis Ende 2010 erneut in die Nähe der Potenzialrate bringt. Bis dahin wird in den OECD-Ländern ein außergewöhnlicher Kapazitätsüberhang entstanden sein, mit Arbeitslosenquoten von über 10% in den Vereinigten Staaten und im Euroraum. All dies dürfte die Inflationsraten in mehreren Ländern auf nahezu null drücken, und in einigen Ländern wird das Preisniveau sinken.

Table 1.1. **Growth has collapsed**

OECD area, unless noted otherwise

	Average 1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2008 q4	2009 q4	2010 q4
	Per cent								
<b>Real GDP growth<sup>1</sup></b>	2.7	3.1	2.7	0.9	-4.3	-0.1	-1.5	-3.4	1.1
United States	3.2	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0	-0.8	-3.5	1.1
Euro area	2.1	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3	-1.4	-3.5	0.8
Japan	1.1	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5	-4.3	-4.4	0.4
<b>Output gap<sup>2</sup></b>	-0.2	0.7	1.0	-0.4	-6.5	-8.5			
<b>Unemployment rate<sup>3</sup></b>	6.6	6.0	5.6	6.0	8.4	9.9	6.5	9.3	10.1
<b>Fiscal balance<sup>4</sup></b>	-2.2	-1.3	-1.4	-3.0	-7.2	-8.7			
<i>Memorandum Items</i>									
<b>World real trade growth</b>	7.0	9.5	6.9	2.5	-13.2	1.5			
<b>World real GDP growth<sup>5</sup></b>	3.4	4.3	4.1	2.2	-2.7	1.2			

1. Year-on-year increase; last three columns show the increase over a year earlier.

2. Per cent of potential GDP. Estimates of potential have not been revised and therefore do not incorporate a possible reduction in supply implied by the downturn.

3. Per cent of labour force.

4. Per cent of GDP.

5. OECD countries plus Brazil, Russia, India and China only, representing 82% of world GDP at 2000 purchasing power parities.

Source: OECD.

***Die Risiken liegen im negativen Bereich***

Diese Projektionen sind mit ungewöhnlich großen Unsicherheitsfaktoren behaftet, die Risiken bleiben aber nach wie vor abwärts gerichtet. Die größte Gefahr besteht darin, dass die schwache Realwirtschaft die Gesundheit der Finanzinstitute weiter beeinträchtigen wird, was diese im Gegenzug zu einer Einschränkung der Kreditvergabe zwingen würde, die negative Auswirkungen auf das Wachstum hätte und die bereits in Gang gekommene negative Rückkopplungsschleife über die derzeitigen Erwartungen hinaus verstärken würde. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass die staatlichen Maßnahmen nicht ausreichen werden, um die Stabilität an den Finanzmärkten wiederherzustellen, was den Aufschwung verzögern würde. Demgegenüber könnte eine überzeugende und umfassende Politikreaktion auf die Probleme an den Finanzmärkten dazu führen, dass sich das Vertrauen schneller wieder erholt als in den Projektionen unterstellt. Zugleich könnten die bereits beschlossenen starken Politikimpulse sowie weitere noch bevorstehende Maßnahmen rascher zum Tragen kommen und wirksamer sein als erwartet. In beiden Fällen könnte der Aufschwung früher einsetzen und stärker ausfallen als projiziert.

***Derzeit lauten die Politikerfordernisse:***

Die zur Überwindung der Rezession notwendigen Maßnahmen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

***Wiederherstellung des Finanzsystems und Einrichtung eines dauerhaften Regulierungsrahmens ...***

- *Finanzpolitik:* Substanzielle Politikinterventionen an den Finanzmärkten haben die Gefahr eines Zusammenbruchs abgewendet und zu einem gewissen Maß an Stabilisierung geführt. Jedoch setzt ein nachhaltiger Wirtschaftsaufschwung eine gut funktionierende Finanzintermediation voraus. Um diese zu erreichen, bedarf es umfassender, glaubwürdiger Lösungen, die die problembehafteten Wertpapiere der Banken auf systematische Weise aussondert und separat behandelt. Ferner müssen die Regierungen die notwendigen Kapitalspritzen zur Verfügung stellen, um die Kreditvergabekapazität der Banken zu sichern. Außerdem müssen die Hauptelemente der Post-Krisen-Regulierungsarchitektur klar definiert werden, da die Finanzmärkte naturgemäß zukunftsbezogen agieren und erst dann effizient operieren können, wenn Klarheit darüber besteht, welchen Einfluss die Regulierung in Zukunft auf Risiken und Renditen haben wird.

***... eine sehr lockere Geldpolitik, unter Rückgriff auf unkonventionelle Lockerungsmaßnahmen ...***

- *Geldpolitik:* Die Nachfrageflaute hat eine starke geldpolitische Reaktion ausgelöst. Mit Blick auf die Zukunft sollte der konventionelle Handlungsspielraum voll ausgeschöpft werden, indem die Leitzinssätze auf nahezu null gehalten oder gesenkt werden. Die Geldpolitik kann und sollte, falls dies zur Wiederherstellung funktionierender Finanzmärkte oder zur Eindämmung deflationärer Spannungen notwendig ist, der Wirtschaft durch zusätzliche Maßnahmen, darunter die Verlängerung und Diversifizierung der Zentralbankbilanzen, weitere Impulse verleihen. Das bedeutet insbesondere die Bereitstellung von Liquidität in großem Umfang und den Aufkauf eines breiten Spektrums an Aktiva in Ländern, in denen die Kapitalmärkte bei der Finanzierung der Wirtschaft eine Schlüsselrolle spielen.

***... eine konjunkturstützende Fiskalpolitik in Ländern, wo hierfür Spielraum vorhanden ist ...***

- *Fiskalpolitik:* Zusätzlich zur Zulassung des Wirksamwerdens der automatischen Stabilisatoren haben nahezu alle OECD-Länder ihrer Wirtschaft diskretionäre fiskalische Impulse gegeben. Der Umfang der ergriffenen Stimulierungsmaßnahmen ist indessen von Land zu Land unterschiedlich, er richtet sich nach Faktoren wie der Stärke der automatischen

Stabilisatoren und der Lage der öffentlichen Finanzen vor Krisenbeginn. Ob ein ehrgeizigerer fiskalpolitischer Impuls als derzeit geplant angemessen ist, hängt vom länderspezifischen Kontext ab. In Ländern mit einer schon zu Krisenbeginn sehr schwachen Haushaltsposition ist der Spielraum für eine weitere Expansion der Fiskalpolitik begrenzt. In anderen Ländern sind Kosten und Nutzen weiterer Impulse unterschiedlich. Um den projizierten Einbruch in Grenzen zu halten, wären in einigen Ländern zusätzliche Stützungsmaßnahmen geeignet; hingegen wären in anderen Ländern weitere Impulse erforderlich, wenn sich die Konjunktur noch schwächer entwickeln sollte als in den Projektionen unterstellt. Ein ehrgeiziger fiskalpolitischer Impuls sollte mit einem glaubwürdigen Engagement für eine stetige Rücknahme und Umkehr der entsprechenden Maßnahmen einhergehen, sobald der Aufschwung in Gang kommt, um zu verhindern, dass von Seiten der langfristigen Zinssätze negative Reaktionen ausgehen. Ziel der Maßnahmenpakete sollte zusätzlich zur Ankurbelung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auch die Erhöhung des langfristigen Angebotspotenzials der Wirtschaft sein.

*... sowie aktive  
beschäftigungs-  
politische Maßnahmen*

- *Strukturpolitische Maßnahmen:* Um zu verhindern, dass sich eine hohe konjunkturell bedingte Arbeitslosigkeit strukturell verfestigt, ist es wichtig, eine aktive Beschäftigungspolitik zu verfolgen. Auf jeden Fall müssen die in vergangenen Rezessionsperioden begangenen Fehler vermieden werden, als das Arbeitsangebot reduziert und protektionistische Schranken errichtet wurden. Die Proliferation finanzieller und nichtfinanzieller Unterstützungspakete stellt in letztgenannter Hinsicht eine besondere Gefahr dar.

### **Eine fortschreitende globale Finanzkrise**

*Die Finanzkrise hat sich  
zu einer Kreditklemme  
entwickelt*

Mittlerweile wird die Finanzkrise durch den Rückkopplungseffekt der schwachen Realwirtschaft auf die Finanzmärkte verschärft, die Aktienmärkte sind flau und volatil, und die Risikoaversion ist hoch. Zu den beispiellosen Instrumenten, die von den Politikverantwortlichen in dieser Situation eingesetzt wurden, zählen die drastische Lockerung der konventionellen Geldpolitik und der Rückgriff auf ein breites Spektrum innovativer unkonventioneller Maßnahmen, bei denen Bilanzoperationen auf der Ebene der Zentralbanken sowie eine Vielzahl direkter staatlicher Interventionen im Bankensystem im Mittelpunkt stehen. Es bleibt abzuwarten, ob diese Maßnahmen, die unten im Einzelnen beschrieben werden, ausreichen, um die Lage zu stabilisieren und den Kreditfluss wieder auf ein normales Maß zurückzuführen. Allerdings beeinträchtigt die Krise über die mit ihr verbundenen negativen Vermögens- und Vertrauenseffekte sowie die schrumpfende Wirtschaftstätigkeit zugleich auch die Kreditnachfrage.

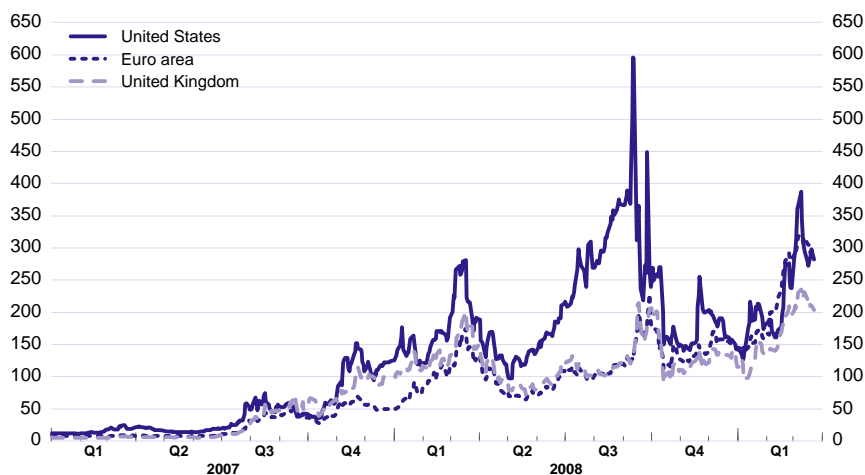
*Die Panik am Geldmarkt  
ist zwar abgeebbt, die  
Besorgnis über die  
Verfassung der Banken  
bleibt aber bestehen ...*

Die Panik, die infolge der Insolvenz von Lehman Brothers Mitte September 2008 am Geldmarkt ausgebrochen war, hat im Gefolge der von den zuständigen Behörden zur Unterstützung der Finanzinstitute ergriffenen Maßnahmen nachgelassen. Die Spreads zwischen den unbesicherten Interbankensätzen und den für die Zukunft erwarteten Tagesgeldsätzen sind gegenüber dem sehr hohen Niveau vom vierten Quartal 2008 deutlich gesunken. Indessen sind die Kosten für die Absicherung des Kontrahentenrisikos, die im Anschluss an das G7-Kommuniqué vom 10. Oktober 2008, dem zufolge eine

Insolvenz systemisch relevanter großer Finanzinstitute nicht zugelassen werde, zurückgegangen waren, Anfang Februar erneut gestiegen. Grund hierfür war die wachsende Besorgnis über die Solvenz einer Reihe großer Finanzinstitute und die Auswirkungen, die potenziell längerfristige Verluste auf das Geschäft mit den Anleihen dieser Institute haben könnten (Abb. 1.1).

**Figure 1.1. Bank credit default swap rates**

Last observation: 23 March 2009



Note: Averages of five-year credit default swap rates on senior bonds across the largest banks.

Source: Datastream.

### **... vor allem im Hinblick auf ihre Kapitalisierung**

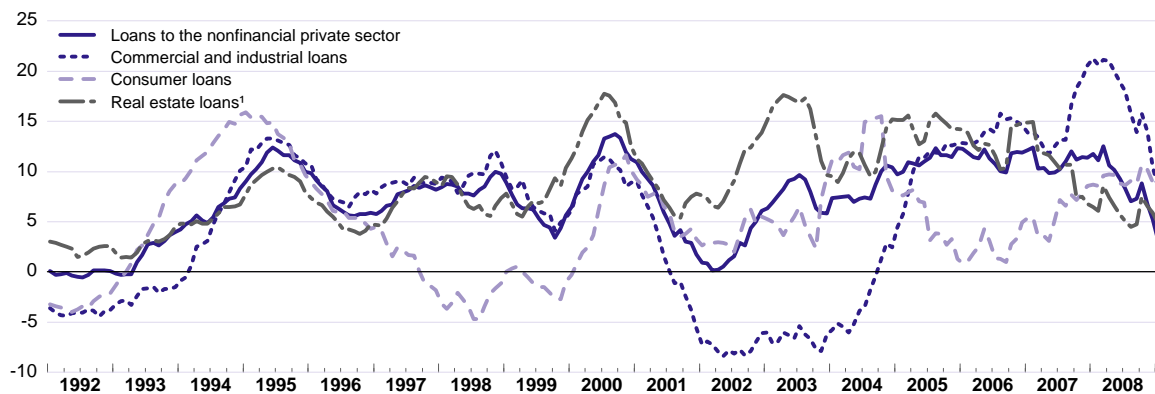
Die Kapitalspritzen für Banken entsprachen in ihrem Umfang den bisher realisierten Verlusten und Abschreibungen. Seit Mitte 2007 wurde den 70 größten Banken global Kapital in Höhe von 835 Mrd. US-\$ zugeführt, was die im selben Zeitraum verzeichneten Verluste und Abschreibungen in einer Größenordnung von nahezu 800 Mrd. US-\$ übersteigt<sup>1</sup>. Dennoch bleibt die Besorgnis über die Kapitalposition der Banken aus mehreren Gründen bestehen. Erstens wurde der bei problembehafteten Vermögenswerten verzeichnete Preisrückgang nach der Lockerung der Bilanzierungsvorschriften nicht vollständig erfasst. Zweitens wird der Fundamentalwert forderungsbesicherter Wertpapiere (ABS) in den aktuellen Preisindizes u.U. immer noch zu hoch ausgewiesen<sup>2</sup>. Drittens werden sich die Kreditverluste infolge des Wirtschaftsabschwungs weiter akkumulieren. Die Kreditbücher der Banken sind der Rezession am Immobilienmarkt besonders stark ausgesetzt: Unbesicherte Wohnimmobilienhypotheken machen im Euroraum 11% und in den Vereinigten Staaten 14% des Bankenvermögens aus, wo weitere 15% der Aktiva der

1. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com), aufgerufen am 25. Februar 2009.

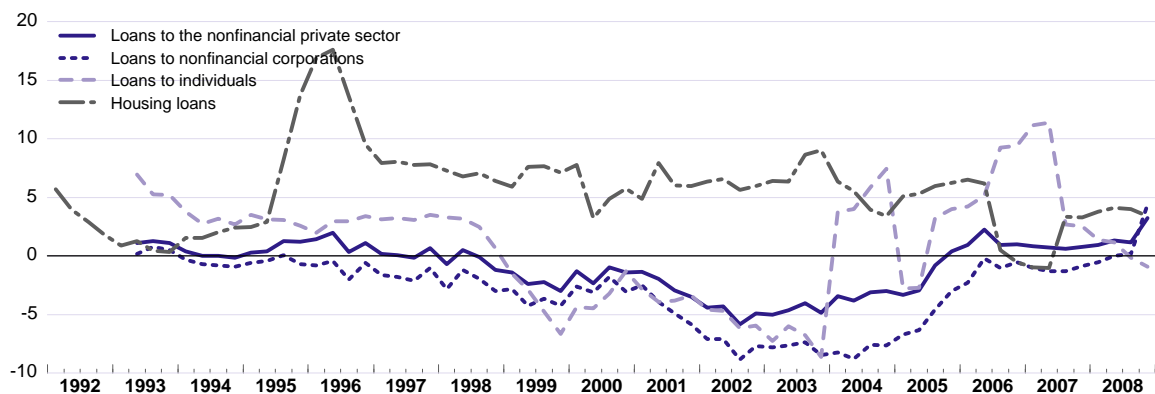
2. Die ABX-Indizes für im Zeitraum 2006-2007 (in einem Gesamtbetrag von etwa 450 Mrd. US-\$) emittierte forderungsbesicherte Schuldverschreibungen (CDO) mit dinglich besicherten Wertpapieren (ABS) bewerteten diese Ende Februar bei 40% ihres Nominalwerts. Für die 100 Mrd. US-\$ an CDO mit ABS, die bisher liquidiert worden sind, betrug die durchschnittliche Einbringungsquote in der AAA-notierten Senior-Tranche nur 23% (vgl. *Financial Times*, 27. Februar 2009). Bei einer derart niedrigen Einbringungsquote würden die zusätzlichen Verluste etwa 75 Mrd. US-\$ ausmachen.

Figure 1.2. Bank lending is slowing down

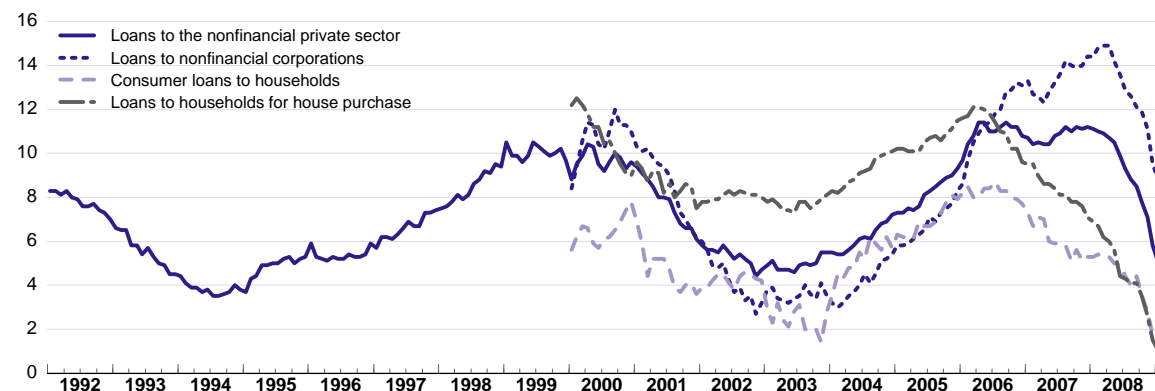
Year-on-year growth rate  
United States



Japan



Euro area



Note: Data refer to all commercial banks for the United States; to monetary financial institutions (MFIs) for the euro area; to all banks for Japan. Year-on-year growth rates are calculated from end-of-period stocks. For the euro area, these are adjusted for reclassifications, exchange rates variations and any other changes which do not arise from transactions.

1. The definition of real estate loans for the United States is broader than housing loans as it includes also loans related to commercial real estate. Moreover, both for the United States and for Japan real estate / housing loans can include also loans to the corporate sector.

Source: Datastream.

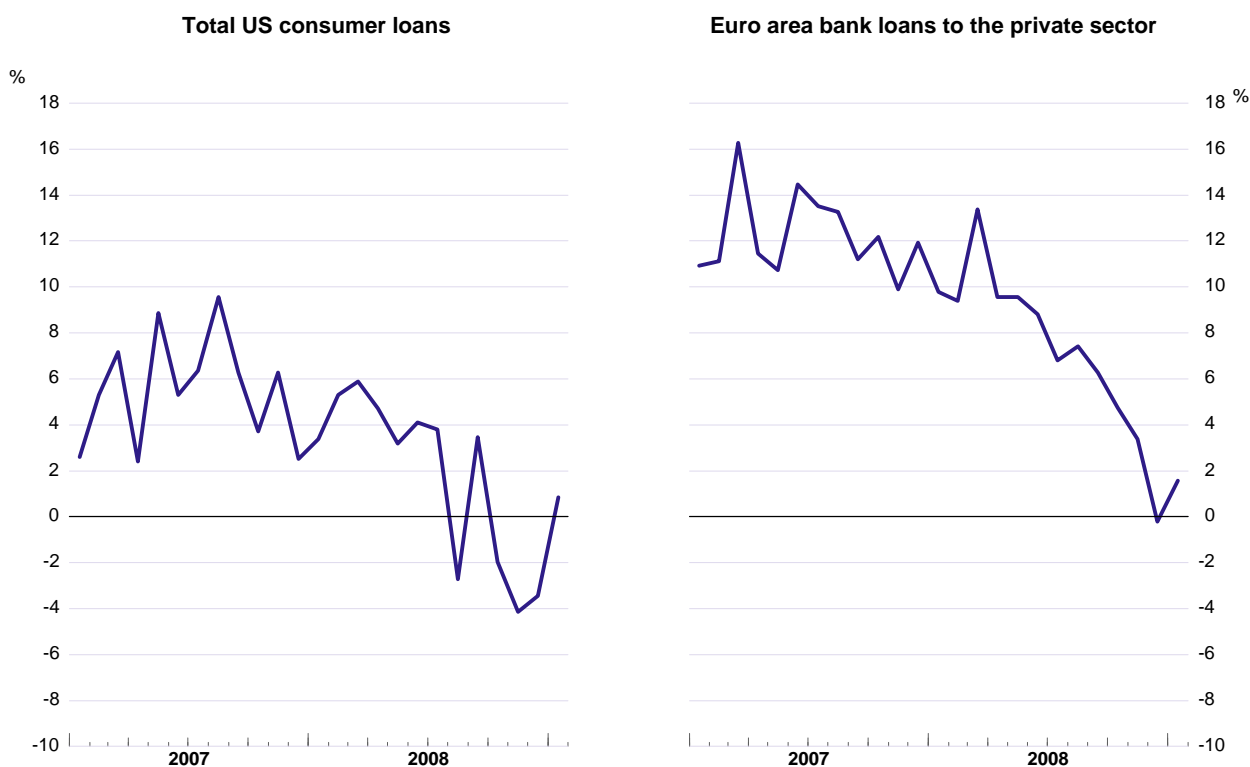
Geschäftsbanken aus nicht verbrieften Gewerbeimmobilienhypotheken bestehen<sup>3</sup>. Schließlich könnte die Krise ebenso wie die Ungewissheit im Hinblick auf die künftigen Regulierungsaufgaben die Investoren dazu veranlasst haben, größere Kapitalpuffer zu fordern.

### **Die Bankkreditvergabe schwächt sich ab ...**

Die Ausleihungen der Banken an den privaten Sektor haben bereits nachgelassen, und auf kurze Sicht kann mit einem weiteren Rückgang gerechnet werden. In den letzten Monaten von 2008 und Anfang 2009 war die Verlangsamung in den Vereinigten Staaten und im Euroraum bei allen Kategorien von Kreditnehmern deutlich spürbar (Abb. 1.2); monatliche Datenreihen deuten darauf hin, dass das Kreditwachstum im Euroraum auf ein sehr niedriges Niveau gesunken ist und in den Vereinigten Staaten ein negatives Vorzeichen erhalten hat (Abb. 1.3). Es wird mit einer weiteren Abschwächung gerechnet, da die Kreditnehmer ihre zuvor eingeräumten Kreditlinien bereits in Anspruch genommen haben, die Verschärfung der Kreditstandards der Banken mit Verzögerung wirksam wird (Kasten 1.1) und der Wirtschaftsabschwung die Nachfrage nach Bankkrediten dämpft.

**Figure 1.3. Credit has started to show signs of contracting**

Annualised monthly rate of change of seasonally adjusted stocks, per cent



Note: Euro area data are adjusted for the impact of securitisation.

Source: Datastream and ECB.

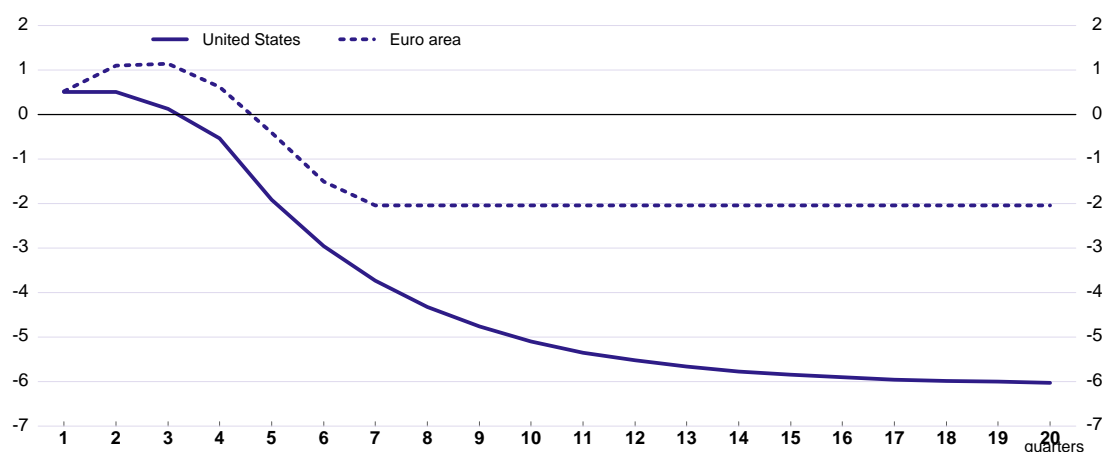
3. Unter der Annahme einer Ausfall-Verlustrate von 28% (FRB Staff, 2003) würden die Geschäftsbanken in ihren Büchern Kreditausfälle in Höhe von 60 Mrd. US-\$ verzeichnen, wenn die Ausfallquoten bei Gewerbeimmobilienkrediten wieder ein ebenso hohes Niveau erreichen würden wie Anfang der 1990er Jahre (13%). Unberücksichtigt bleiben in dieser Schätzung sowohl die Verluste, die Geschäftsbanken durch hypothekarisch besicherte Forderungen in ihrem Handelsbuch entstehen, als auch die Verluste anderer Finanzinstitute.



### Kasten 1.1 Reaktion der Bankausleihungen auf die Verschärfung der Kreditvergabestandards

Im ersten Halbjahr 2008 wurde die Straffung der Kreditstandards in den Vereinigten Staaten und im Euroraum von einer Beschleunigung des Wachstums der Ausleihungen an Unternehmen begleitet. Erst im zweiten Halbjahr 2008 setzte eine deutliche Verlangsamung der Kreditvergabe ein. Frühere Erfahrungen deuten darauf hin, dass eine zeitliche Verzögerung zwischen dem Zeitpunkt der Verschärfung der Kreditvergabebedingungen und der sich anschließenden Verlangsamung des Kreditwachstums nicht ungewöhnlich ist. Einfache Regressionen, in denen die Zunahme der Bankkreditvergabe an den nichtfinanziellen Unternehmenssektor mit dem BIP-Wachstum und einer Messgröße der Kreditstandards in Relation gesetzt wurden, zeigen, dass im Euroraum und in den Vereinigten Staaten die kurzfristige Reaktion auf eine gemeldete Straffung der Kreditvergabebedingungen (paradoxiertweise) ein verstärktes Wachstum der Ausleihungen ist (vgl. Guichard et al., 2009, wegen detaillierter ökonomischer Ergebnisse). Auf lange Sicht kommt es indessen erwartungsgemäß zu einer Verlangsamung des Kreditvergabewachstums. Wird die geschätzte Dynamik in jährlichen Wachstumsraten ausgedrückt, ergibt sich in der Regel eine Verzögerung von mindestens vier Quartalen, bis sich eine Straffung der Kreditvergabebedingungen in einem geringeren Kreditwachstum niederschlägt (siehe Abbildung). Dennoch deuten die Residuen dieser Gleichungen darauf hin, dass die Verzögerung in der derzeitigen Episode ungewöhnlich lang war.

**Response of bank lending to the non-financial corporate sector following a tightening in lending standards**  
(Year-over-year, annual % growth)



Note: The graphs show the response of bank lending to a one standard deviation increase in lending standards as measured by the Loan Officer Survey. In both cases this is about equal to a 20 percentage point increase in the number of banks reporting a tightening in lending standards.

Source: Datastream; and OECD calculations

Mehrere Faktoren dürften zu dieser außergewöhnlichen Verzögerung in der Reaktion des Kreditwachstums auf die Verschärfung der Ausleihstandards beigetragen haben. Erstens scheint in den Vereinigten Staaten dieses Mal stärker auf bereits bestehende Kreditlinien zugegriffen worden zu sein als in der vorangegangenen Periode der Kreditverknappung Anfang der 2000er Jahre, und der Rückgriff auf bereits eingeräumte Kreditlinien erfolgte dieses Mal rascher als in den Jahren 1990-1992 (Guichard et al., 2009). Dies lässt sich durch den ungewöhnlich starken Rückgang bei den Emissionen von Geldmarktpapieren (*commercial paper*), die Angst vor einem Liquiditätsmangel sowie die Tatsache erklären, dass die Kreditlinien unter außergewöhnlich günstigen Bedingungen ausgehandelt wurden. Für viele der in der Hochphase des Kreditbooms begebenen Kredite gelten sogenannte „loose covenants“, d.h. sehr lockere Konditionen, unter denen Unternehmen selbst bei einer Verschlechterung ihrer Finanzierungsbedingungen auf Kreditlinien zugreifen können. Außerdem ist der Verkauf verbriefter Kredite im OECD-Raum schwieriger geworden. Dieser Trend hat zu einem Anstieg der in den Bankbilanzen ausgewiesenen Kredite geführt, was in den Kreditvergabedaten der US-Banken die Tatsache kaschierte, dass die Vergabe neuer Kredite drastisch geschrumpft ist<sup>1</sup>. Die Gesamtsumme an Neukrediten, die zum Höhepunkt der Finanzkrise (September-November 2008) an Großunternehmen vergeben wurden, war um 37% geringer als im vorangegangenen Dreimonatszeitraum und lag um 68% unter dem Spitzenstand zum Höhepunkt des Kreditbooms (März-Mai 2007) in den Vereinigten Staaten (Ivanisha und Scharfstein, 2008). Am stärksten war die Kontraktion bei Kreditnehmern mit einem Rating unter dem „Investment Grade“, d.h. schlechter Bonität. Die Vergabe neuer Kredite für Sachinvestitionen (wie Investitionsausgaben) und Umstrukturierungen (LBO, M&A sowie Aktienrückkäufe) war ebenso betroffen.

1. Im Euroraum hatte die Verbriefung einen gegenteiligen Effekt auf die Kreditstatistik. Da die Banken in ihren Bilanzen verbliebene verbrieftete Kredite bei Refinanzierungsoperationen der EZB als Sicherheiten verwenden können, sind die Verbriefungen in die Höhe geschneit, so dass die Kreditstatistiken (in denen die in den Bankbilanzen verbliebenen verbrieften Kredite nicht erscheinen) komprimiert wurden. Die in der oben stehenden Abbildung für den Euroraum ausgewiesenen Datenreihen sind um den Verbriefungseffekt bereinigt.

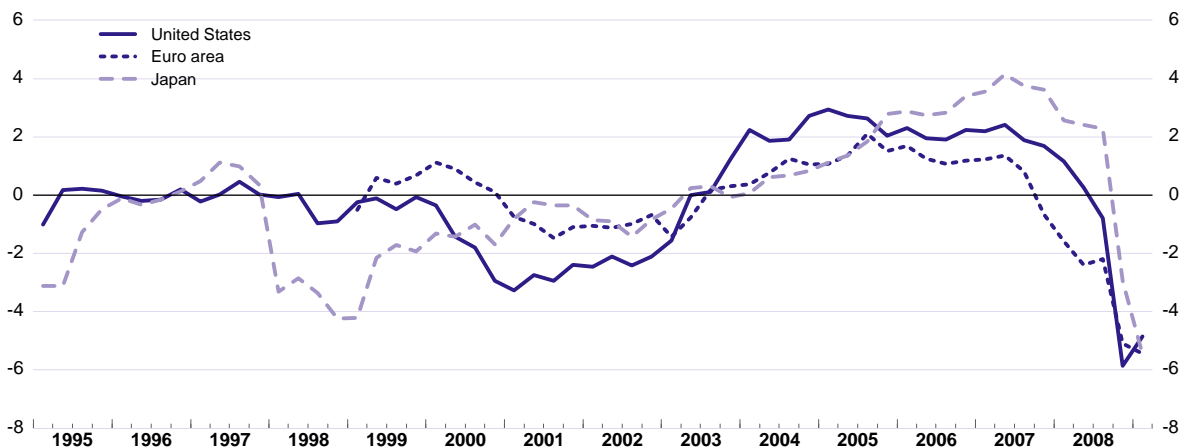
**... die Verbriefungsmärkte scheinen sich aber zu erholen**

Trotz der weitverbreiteten Befürchtungen in Bezug auf die Verfassung der Banken kommen aus Ländern, in denen die Verbriefungsmärkte eine wichtige Rolle spielen und aggressive Politikmaßnahmen ergriffen worden sind, allen voran die Vereinigten Staaten, Hoffnungen weckende Zeichen dafür, dass die Vergabe von Krediten zu Marktbedingungen an Nichtfinanzunternehmen allmählich wieder in Gang kommt. Seit dem Tiefstand im September 2008 haben sich die Anleiheemissionen amerikanischer Nichtfinanzunternehmen mehr als verdoppelt und im Januar 2009 ein Monatsniveau erreicht, das den Zehnjahresdurchschnitt um 16% übersteigt. Analog hierzu erhöhten sich die Anleiheemissionen von Nichtfinanzunternehmen im Vereinigten Königreich zwischen Oktober-November 2008, als sie sich auf ihrem niedrigsten Stand befanden, und Dezember 2008 bis Januar 2009 um mehr als das Fünffache auf ein monatliches Niveau, das um mehr als das Zweifache über dem Fünfjahresdurchschnitt lag<sup>4</sup>.

**Insgesamt bleiben die Finanzierungsbedingungen im OECD-Raum extrem restriktiv ...**

Dennoch sind die globalen Finanzierungsbedingungen nach wie vor äußerst straff. Der OECD-Indikator der Finanzierungsbedingungen (Abb. 1.4) ist eine Synthesegröße einer Reihe finanzieller Einflussfaktoren auf die Wirtschaftstätigkeit, darunter die Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen, die trotz einer gewissen Rückbildung in der letzten Zeit (vor allem in den Vereinigten Staaten) hoch bleiben, die Kreditvergabestandards der Banken, die nach wie vor extrem restriktiv sind, obgleich sie offenbar nicht weiter verschärft wurden, die Aktienkurse und Immobilienpreise, die erheblich gesunken sind und mithin die Vermögenspositionen sowie den Konsum der privaten Haushalte komprimiert haben, die Leitzinsen und die Renditen für Staatsanleihen, die beide merklich gesunken sind, sowie die Wechselkurse, die sich in einigen Ländern abgeschwächt und in anderen Ländern, namentlich Japan, aufgewertet haben. Die Straffung der Finanzierungsbedingungen seit Mitte 2007 wird das

**Figure 1.4. Financial conditions are tight**



Note: A unit decline in the index implies a tightening in financial conditions sufficient to produce an average reduction in the level of GDP by ½ to 1% after four-six quarters. See details in Guichard et al. (2009).

Source: OECD.

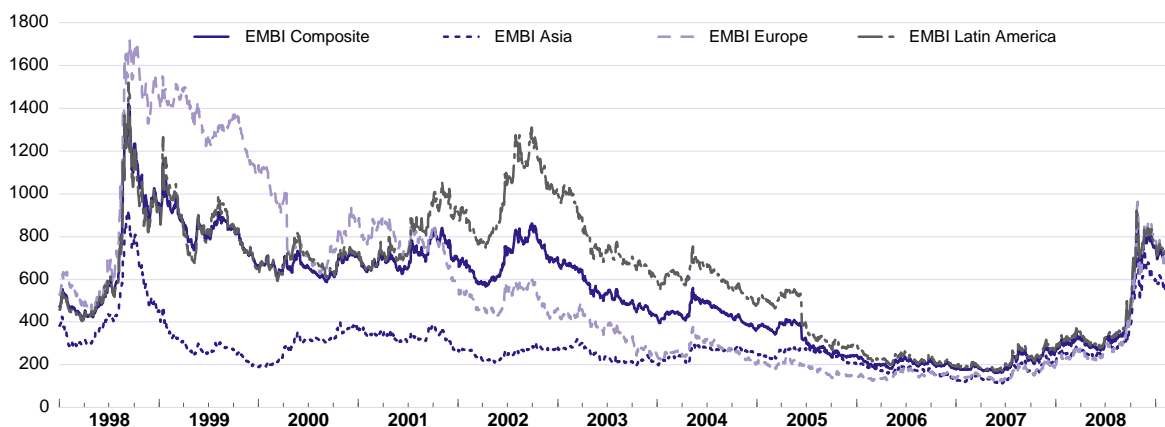
4. Diese Sätze wurden nach saisonaler Bereinigung der statistischen Daten der Federal Reserve und der Bank von England ermittelt.

BIP-Niveau Schätzungen zufolge in den großen OECD-Regionen um 6-8% nach unten drücken. Da mit einer zeitlichen Verzögerung von 4-6 Quartalen zu rechnen ist, bis sich der volle Effekt der Veränderungen bei den Finanzierungsbedingungen im BIP niederschlägt, und weil die schwerste Phase der Straffung zudem erst im dritten Quartal 2008 eingesetzt hat, ist der volle Effekt der bisher erfolgten Kontraktion noch nicht spürbar geworden. Allerdings wird von der bisherigen Straffung auch im Jahresverlauf 2009 weiter eine erhebliche Bremswirkung auf das Wachstum ausgehen, so dass das annualisierte BIP-Wachstum 2009 in den Vereinigten Staaten und Japan um bis zu 4 Prozentpunkte und im Euroraum um bis zu 3 Prozentpunkte sinken dürfte, sofern die Finanzierungsbedingungen 2009 auf ihrem derzeitigen Niveau verharren<sup>5</sup>.

*... ebenso wie in den  
Emerging Markets*

Angesichts der seit dem vierten Quartal 2008 deutlich höheren Risikoaversion und Kapitalflucht sind die Anleihespreads der Emerging Markets in die Höhe geschneilt, obwohl viele aufstrebende Volkswirtschaften dank ihrer vergleichsweise günstigen Fundamentaldaten die Spreads unter den hohen Niveaus halten konnten, die in der Vergangenheit erreicht worden waren (Abb. 1.5). Dennoch und trotz der großen Unterschiede bei den länderspezifischen Rahmenbedingungen, sind die Währungen einiger Emerging Markets unter Druck geraten<sup>6</sup>, und in Brasilien, Indonesien, Mexiko, Polen, der Russischen Föderation, der Tschechischen Republik, der Türkei und Ungarn wurden seit Mitte 2008 effektive Währungsabwertungen im zweistelligen Bereich beobachtet. Die ausländischen Banken in diesen und anderen aufstrebenden Marktwirtschaften haben in dem Maße Währungsverluste erlitten, wie ihre Kredite auf inländische Währung lauteten, bzw. mussten Kreditausfälle hinnehmen, falls ihre Kredite in stärkeren Währungen denominiert waren.

**Figure 1.5. Emerging market bond spreads have picked up**  
Last observation: 23 March 2009



1. Spreads show yield difference in basis points over US Treasury bonds.  
Source: JP Morgan.

5. Wegen weiterer Erläuterungen zu den Übertragungsmechanismen der Veränderungen bei den Finanzierungsbedingungen auf die BIP-Wachstumsraten vgl. Guichard et al. (2009).  
6. Zusätzlich zur Kapitalflucht lassen sich die Währungsabwertungen auch durch die niedrigeren Exportpreise und -volumen sowie die Lockerung der geldpolitischen Zügel erklären.

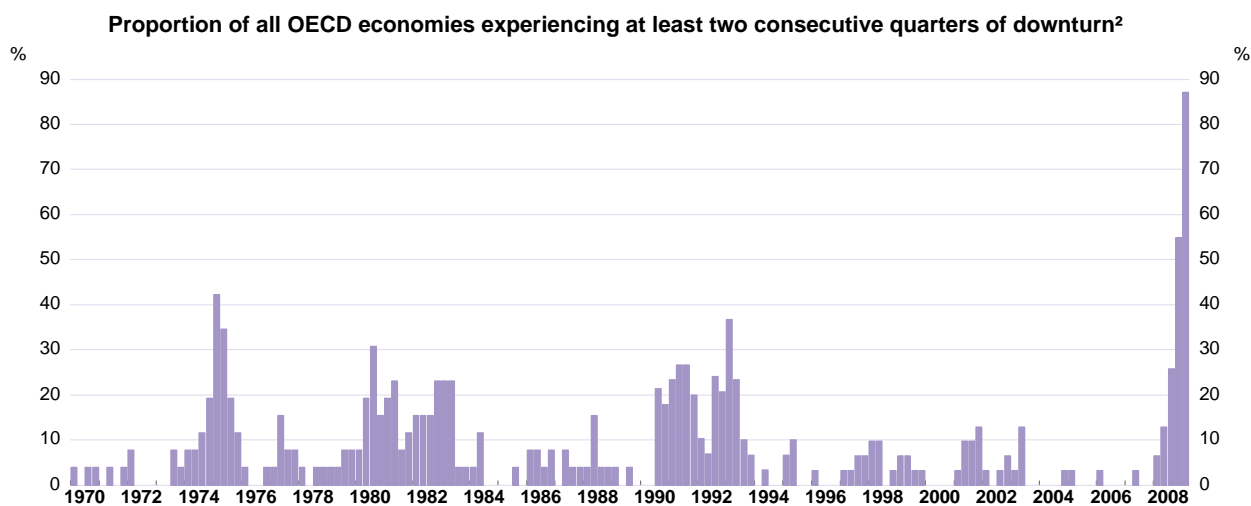
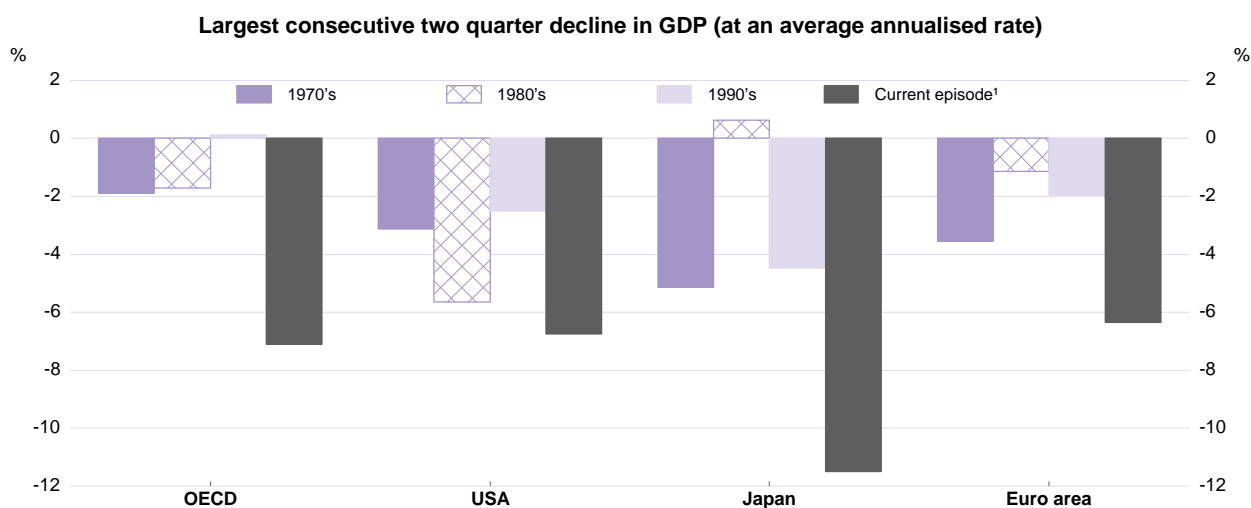
**Jüngste Entwicklungen und künftige Auswirkungen**

*Überall ist zurzeit ein starker Konjunkturabschwung im Gange*

**Der Produktionsrückgang war einschneidend und verlief weitgehend synchron**

Der derzeitige starke Konjunkturabschwung ist in seiner Schärfe und auch in Bezug auf das hohe Maß der zeitlichen Übereinstimmung mit keinem anderen der Nachkriegszeit vergleichbar (Abb. 1.6). Dieser beispiellose Grad an zeitlicher Übereinstimmung koinzidiert mit einem abrupten Rückgang des internationalen Handels (Abb. 1.7 und Kasten 1.2). Im letzten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009 brach der Welthandel auf Jahresrate hochgerechnet durchschnittlich um über 20% ein, d.h. in einem Maße, wie es für die letzten

**Figure 1.6. The downturn is the most severe and synchronised in post-war history**



1. 2008q4-2009q1.  
 2. The last observation is for 2009q1 and relies on estimates of GDP growth.

Source: OECD.

### Kasten 1.2 Der internationale Handel im freien Fall

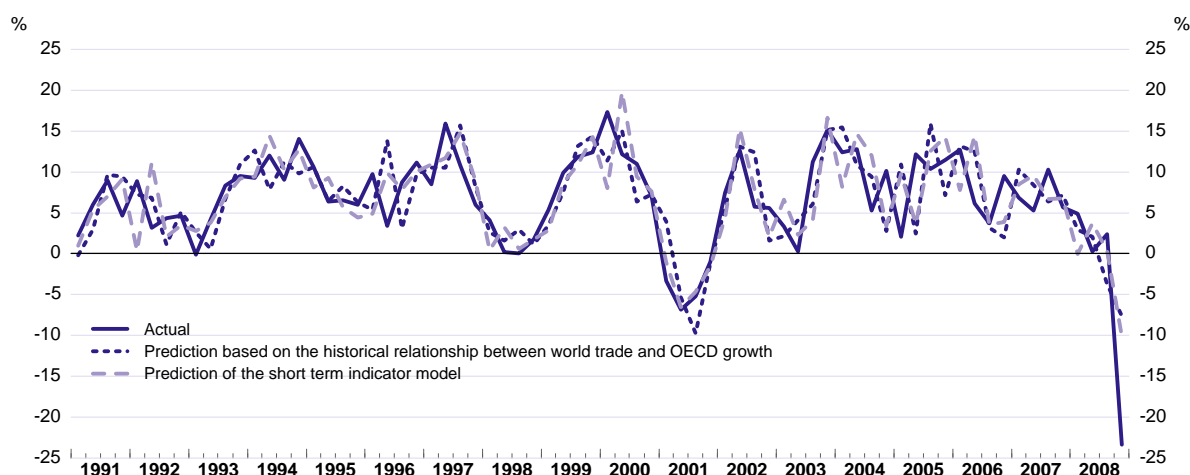
Nach einem stetigen Wachstum mit Raten von rd. 8% jährlich in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts begann sich der Welthandel Anfang 2008 abzuschwächen und brach im letzten Quartal drastisch ein. Die Kontraktion des Welthandels vollzieht sich auf breiter Basis, sie zieht alle Regionen in Mitleidenschaft und ist die gravierendste seitdem es vergleichbare Daten gibt (seit 1965).

Die Kontraktion des Welthandels im letzten Quartal 2008 ist zudem gravierender als anhand der historischen Relationen zwischen dem Welthandel und den kurzfristigen Frühindikatoren oder dem Wachstum im OECD-Raum anzunehmen wäre<sup>1</sup>. Ein Rückgang der Handelsfinanzierungen infolge der Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe wird in Bezug auf den Absturz des Welthandels oft als ein entscheidender Faktor genannt<sup>2</sup>, doch auch die Berücksichtigung der weltweiten Kreditvergabebedingungen anhand eines Hilfsindikators macht die Suche nach einer Erklärung für den Zusammenbruch des Welthandels nicht leichter (siehe nachstehende Abbildung)<sup>3</sup>. Der Grund hierfür könnte darin liegen, dass die Handelskreditverknappung einschneidender war, als anhand des Hilfsindikators zu erkennen ist, oder dass sie eine stärkere Wirkung auf den Welthandel hatte, als in vergangenen Episoden. Die Unterschätzung des Ausmaßes der Handelskontraktion könnte sich aber auch dadurch erklären, dass infolge der fortschreitenden Globalisierung und besonders auf Grund der Verbreitung globaler Wertschöpfungsketten der Zusammenhang zwischen Wirtschaftstätigkeit und Handel stärker ausgeprägt ist.

Die Handelsprognosen dieser Zwischenausgabe des *Wirtschaftsausblicks* entsprechen den eingangs genannten Modellen und gehen davon aus, dass der unerklärte Teil der Handelskontraktion eine einmalige Verschiebung des Handelsvolumens ist, deren Hauptgründe noch zu identifizieren sind<sup>4</sup>.

#### The collapse of world trade growth cannot be explained by past relationships

Quarterly growth rates annualized

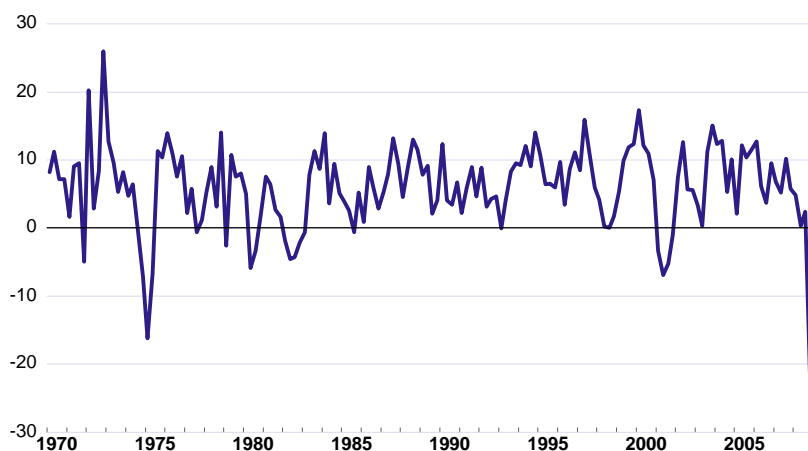


Source: OECD.

1. Für die Erklärung des Welthandels werden zwei Modelle verwendet. Das erste ist ein indikatorbasiertes Modell, das den Welthandel mit der Industrieproduktion im OECD-Raum und in Brasilien, China, Indien, Indonesien und der Russischen Föderation, den Exportaufträgen in den G7-Ländern (ohne Kanada), dem US-Tech-Pulse-Index, den Umsätzen in der weltweiten Halbleiterindustrie als Erklärungsvariablen und den US-Kreditvergabebedingungen in Relation setzt. Monatliche VAR-Modelle werden verwendet, um diese Variablen für den besonders kurzen Zeithorizont vorherzusagen. Das zweite Modell basiert auf den historischen Relationen zwischen dem Welthandel und dem Handelswachstum, dem OECD-BIP-Wachstum und den US-Kreditvergabebedingungen.
2. Vgl. beispielsweise IWF (2009).
3. Da keine weiteren Daten verfügbar sind, werden die Ergebnisse der US-Erhebung unter Kreditverantwortlichen der Banken (Senior Loans Officer Survey) über die Kreditvergabebedingungen für große und mittlere Unternehmen als Proxy-Variablen für die Verfügbarkeit von Finanzierungen für den Welthandel verwendet.
4. Unter der Annahme, dass eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen nicht vor Ende 2009 eintritt und dann nur langsam in Gang kommt, wurde diese einmalige Verschiebung während des Projektionszeitraums nicht aus den Projektionen herausgenommen.

**Figure 1.7. World trade growth has plummeted**

Annualised quarter on quarter growth (%)



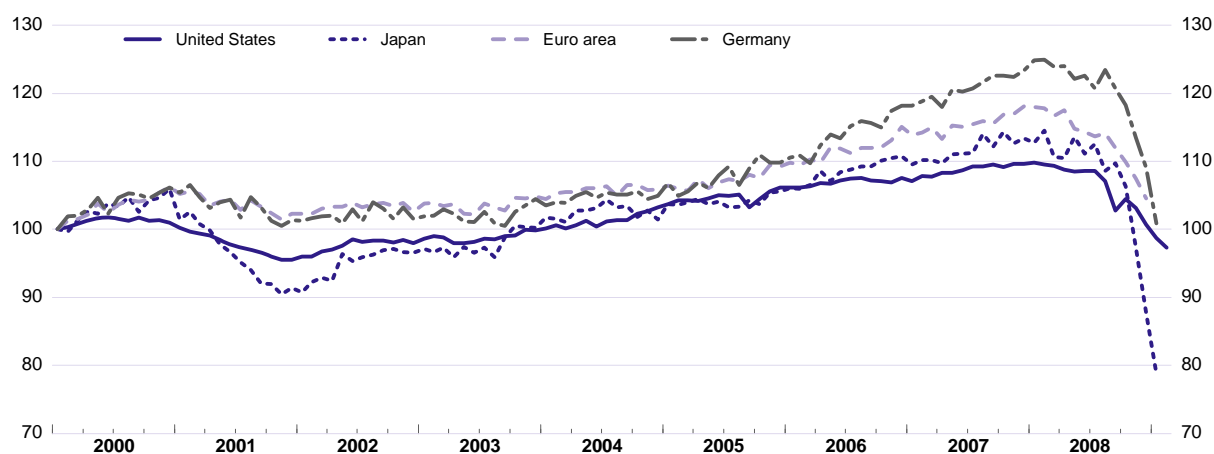
Note: 2009q1 is an estimate.

Source: OECD.

vierzig Jahre ohne Beispiel ist. In allen Regionen wurde die Industrieproduktion auf Grund ihrer stärkeren Integration in den Welthandel ungewöhnlich schwer von dem Abschwung getroffen (Abb. 1.8). Unter den großen OECD-Volkswirtschaften hatten daher in jüngster Zeit vor allem die Länder den stärksten Produktionsrückgang zu verzeichnen, deren Wachstum am meisten von den Exporten des Verarbeitenden Gewerbes abhängt, insbesondere Japan und Deutschland, und weniger die, die besonders eng mit der Finanzkrise in Zusammenhang stehen. Frühindikatoren wie z.B. Erhebungsmessgrößen der Exportaufträge lassen vermuten, dass für die Zukunft mit einer weiteren starken Abnahme des Welthandels zu rechnen ist.

**Figure 1.8. Industrial production has plunged**

Index, January 2000 = 100



Source: Datastream.

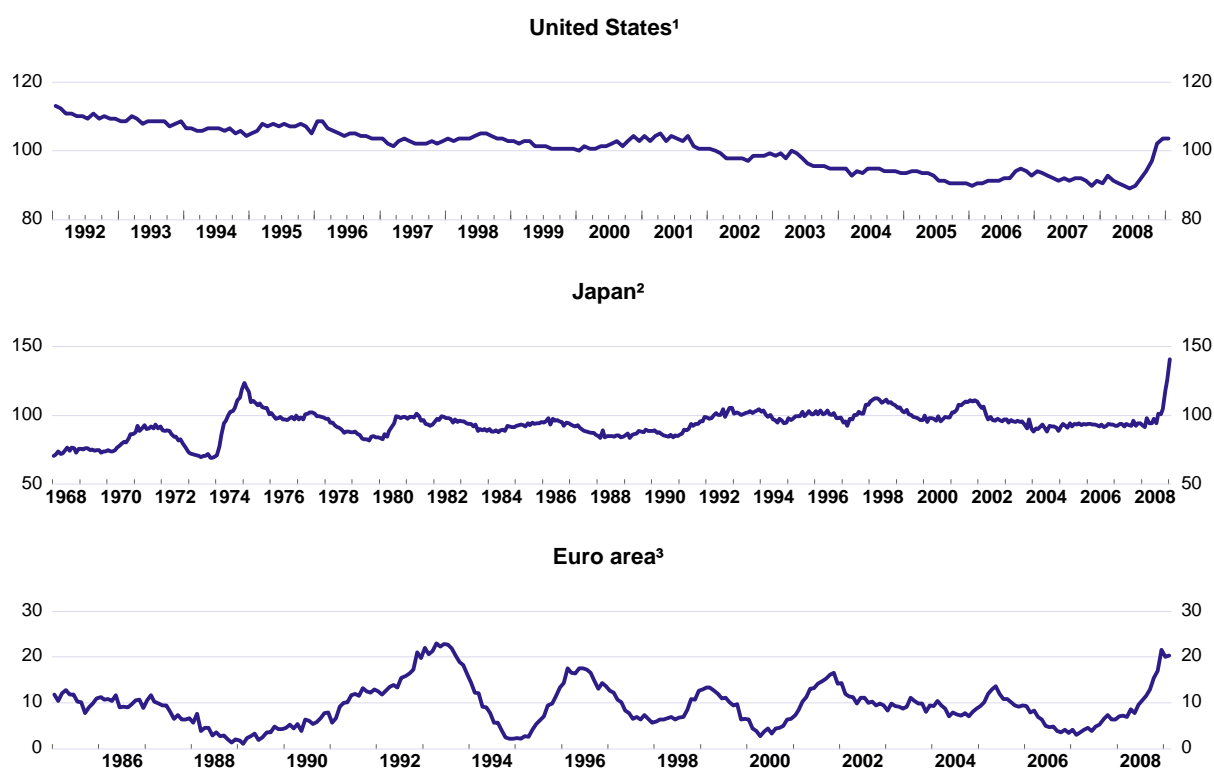
**Der Zusammenbruch des Handels spricht gegen die Hypothese der Entkopplung**

Der Zusammenbruch des internationalen Handels erklärt, warum sich die Krise so schnell auf so viele Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, ausbreitete, bei denen man noch sechs Monate zuvor davon ausging, dass sie nur geringfügig von der Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen würden. Der Wert der Ausfuhren der Nicht-OECD-Länder Asiens ging im letzten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009 auf jahresdurchschnittliche Rate hochgerechnet um über 30% zurück.

**Die Lageraufstockung impliziert, dass sich die Konjunkturabschwächung fortsetzt**

Ein weiterer Faktor, der die Konjunktur kurzfristig belasten dürfte, ist die Tatsache, dass die offenbar in den meisten großen OECD-Ländern entstandenen hohen Lagerbestände wieder abgebaut werden müssen (Abb. 1.9).

Figure 1.9. Inventories have risen steeply



1. Inventory/sales ratio, index January 2000 = 100, seasonally adjusted, total business.
2. Inventory/shipments ratio, index January 2000 = 100, seasonally adjusted, mining and manufacturing.
3. Stock of finished goods, balance of index diffusion, seasonally adjusted, industry survey.

Source: Datastream.

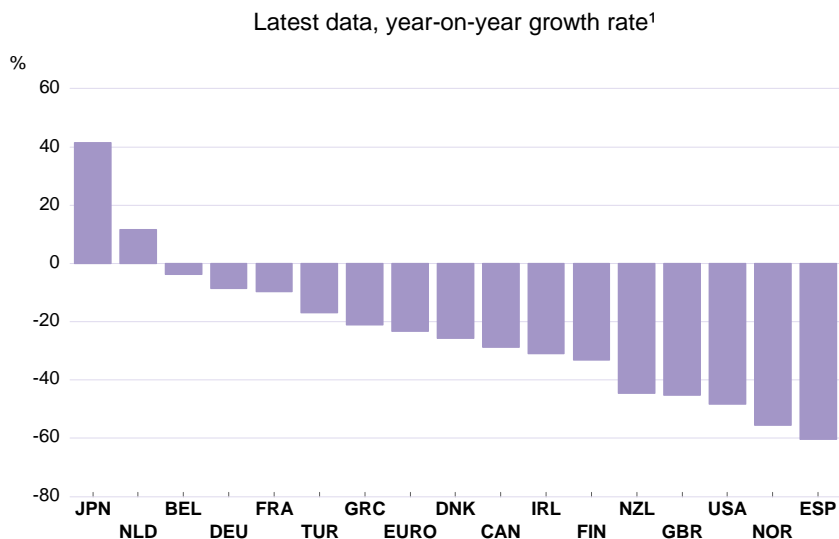
**Die Kontraktion der Wohnimmobilieninvestitionen dauert an**

Einen weiteren Bremseffekt auf die Wirtschaftstätigkeit hat der fort-dauernde Abschwung im Wohnungsbau. Im vergangenen Jahr sind die Wohnungsbauinvestitionen in den meisten OECD-Ländern gesunken<sup>7</sup>, in etwa einem Drittel von ihnen um über 10%, wobei der Rückgang zum Jahresende 2008 in den Vereinigten Staaten (20%), im Vereinigten Königreich, in Irland und Neuseeland (20-30%) sowie in Island (über 40%) besonders stark war.

7. In Japan kam es infolge der 2007 eingeführten Korrekturen der gesetzlichen Bestimmungen im Jahresverlauf 2008 zu einer kräftigen Belebung der Wohnungsbauinvestitionen.

Die deutlich gesunkene Zahl der Baugenehmigungen lässt vermuten, dass die Wohnimmobilieninvestitionen in vielen Ländern kurzfristig weiter abnehmen werden (Abb. 1.10), obwohl die jüngsten Indikatoren für die Vereinigten Staaten für die Zukunft auf eine gewisse Stabilisierung schließen lassen könnten.

**Figure 1.10. Residential permits are falling sharply**



1. Monthly data mostly ending between October 2008 and January 2009; three-month average over the previous year's three-month average, seasonally adjusted.

Source: Eurostat; and OECD, Main Economic Indicators database.

### ***Die realen Wohnimmobilienpreise sinken zurzeit in fast allen Ländern***

In praktisch allen OECD-Ländern, für die Daten verfügbar sind, sind die realen Wohnimmobilienpreise zurzeit gegenüber dem Vorjahr rückläufig (Tabelle 1.2). In Deutschland und Japan ist seit mehreren Jahren ein Rückgang der realen Wohnimmobilienpreise zu verzeichnen (ohne klare Tendenz zu einem stärkeren Preisverfall), während die realen Wohnimmobilienpreise in den meisten übrigen Ländern erst im vergangenen Jahr zu sinken begannen. In früheren Immobilienpreiszyklen dauerte die Kontraktionsphase der Wohnimmobilienpreise im Allgemeinen rund fünf Jahre, wobei der durchschnittliche Rückgang der realen Wohnimmobilienpreise in der Größenordnung von 25% angesiedelt war<sup>8</sup>. Die von den sinkenden Wohnimmobilienpreisen auf den Konsum ausgehenden negativen Effekte dürften in den Ländern stärker zum Tragen kommen, wo die Hypothekensmärkte in der Vergangenheit die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum erleichterten<sup>9</sup>, besonders in Fällen, wo zu dem Effekt des Wertverfalls der hypothekarischen Sicherheiten eine Verschärfung der Kreditvergabebedingungen infolge der Finanzkrise hinzukommt.

8. Die Hauptmerkmale der Wohnimmobilienpreiszyklen von 1970 bis Mitte der 1990er Jahre lassen sich folgendermaßen zusammenfassen: Der durchschnittliche Zyklus dauerte etwa zehn Jahre; während der Expansionsphase von rund sechs Jahren erhöhten sich die realen Wohnimmobilienpreise durchschnittlich um nahezu 40%, und in der darauffolgenden Kontraktionsphase, die etwa fünf Jahre dauerte, war der durchschnittliche Preisrückgang in der Größenordnung von 25% angesiedelt (Girouard et al., 2006).

9. Dies war z.B. in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich, in Kanada und Australien sowie in einigen der nördlichen Länder der Fall. Dies sind tendenziell auch die Länder, in denen der Konsum am stärksten mit den Wohnimmobilienpreisen korreliert (Catte et al., 2004).



Table 1.2. **Real house prices are falling in virtually all countries**

	Per cent annual rate of change				Level relative to long-term average <sup>1</sup>		
	2000-2006	2007	2008 <sup>2</sup>	Latest quarter <sup>3</sup>	Price-to-rent ratio	Price-to-income ratio	Latest available quarter
United States	5.4	-0.4	-6.2	-5.9	117	100	Q4 2008
Japan	-4.3	-1.1	-2.4	-3.8	68	66	Q3 2008
Germany	-2.9	-1.2	-2.7	-1.8	71	64	Q4 2008
France	9.5	4.9	-1.1	-2.7	156	136	Q3 2008
Italy	6.1	3.1	-1.1	-2.9	123	109	Q3 2008
United Kingdom	8.8	8.4	-4.3	-12.1	139	132	Q4 2008
Canada	6.7	8.5	-3.4	-11.5	165	117	Q4 2008
Australia	7.1	8.8	0.4	-6.7	160	128	Q4 2008
Denmark	7.9	2.9	-6.0	-9.1	154	143	Q3 2008
Finland	4.7	5.6	-2.4	-7.1	140	99	Q4 2008
Ireland	8.3	-1.8	-9.6	-13.3	155	128	Q3 2008
Netherlands	2.9	2.6	0.7	-0.3	154	154	Q4 2008
Norway	5.5	11.4	-5.2	-10.7	149	112	Q4 2008
New Zealand	9.2	8.3	-6.6	-11.2	146	143	Q3 2008
Spain	11.2	2.6	-3.7	-6.2	180	144	Q4 2008
Sweden	6.7	8.6	0.0	-4.4	154	119	Q4 2008
Switzerland	1.7	1.3	0.2	2.1	85	76	Q4 2008
Euro area <sup>4,5</sup>	4.5	2.0	-2.0	-3.0	124	109	
Total of above countries <sup>5</sup>	4.1	1.5	-4.0	-5.4	117	102	

Note: House prices deflated by the Consumer Price Index.

1. Long-term average = 100, latest quarter available.

2. Average of available quarters where full year is not yet complete.

3. Increase over a year earlier to the latest available quarter.

4. Germany, France, Italy, Spain. Finland, Ireland and the Netherlands.

5. Using 2000 GDP weights.

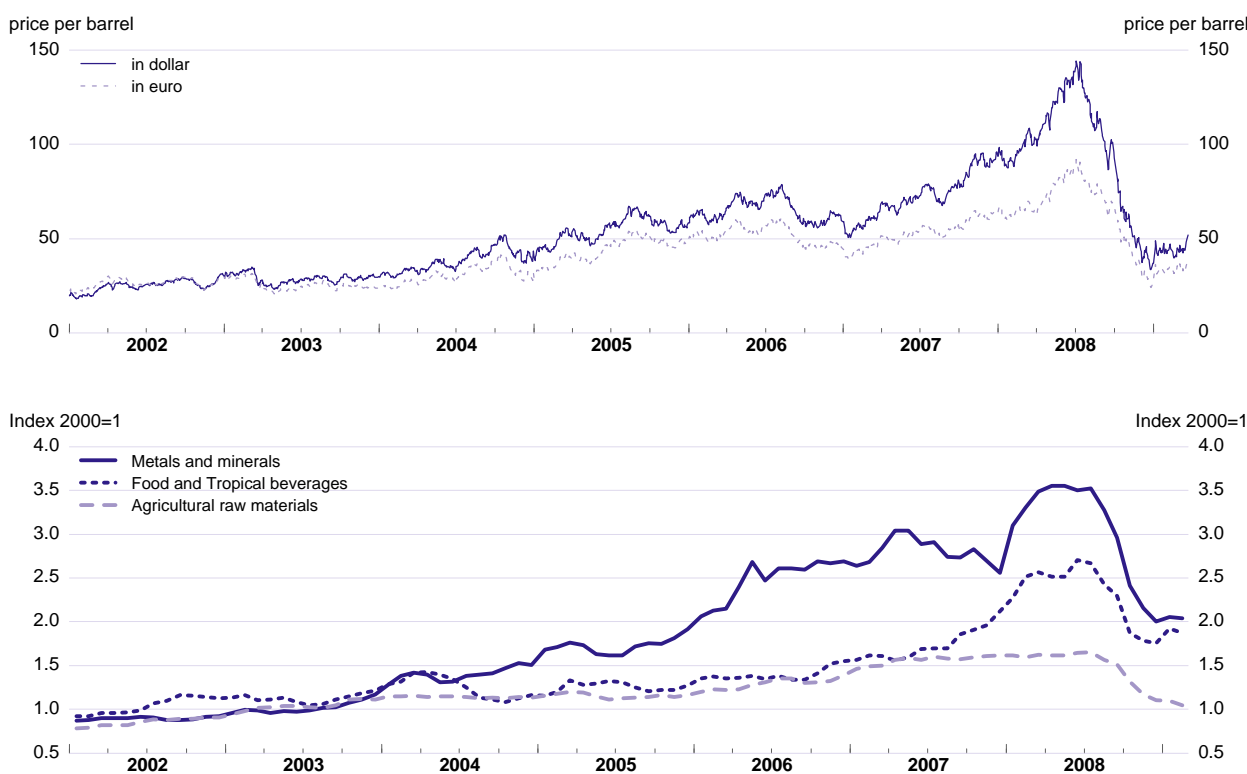
Source: Girouard *et al.* (2006), OECD.

### **Die Arbeitslosigkeit steigt**

Die Arbeitsmarktlage verschlechtert sich im gesamten OECD-Raum, in einigen Fällen ganz drastisch. In den Vereinigten Staaten hatte dieser Prozess schon Anfang 2008 begonnen, wobei die Arbeitslosenquote mit zunehmendem Tempo auf ihr höchstes Niveau seit Anfang der 1980er Jahre anstieg. Im Euroraum begann die Arbeitslosenquote erst im dritten Quartal zu steigen und lag im Januar nur um ½ Prozentpunkt höher als im September, doch nehmen die Arbeitsplatzverluste inzwischen zu. In Japan wird die Arbeitsmarktschwäche bislang zwar nicht an einer höheren Arbeitslosenquote deutlich, doch macht sie sich dort in Form eines Rückzugs vom Arbeitsmarkt bemerkbar. Da die Reaktion der Beschäftigung auf Produktionsentwicklungen zeitverzögert erfolgt, wird der Produktionsrückgang der letzten Monate erst später voll in der Arbeitslosenquote zum Tragen kommen. Das zunehmende Risiko des Arbeitsplatzverlusts hat zu einem erheblichen Rückgang des Vertrauens der privaten Haushalte beigetragen, das in vielen Ländern einen Rekordtiefstand erreicht hat und wiederum den privaten Verbrauch belastet.

**Die Inflation lässt nach**

Die Gesamtinflation ist hauptsächlich infolge des Rohstoffpreisverfalls seit Mitte 2008 stark gesunken (Abb. 1.11), im Euroraum und in den Vereinigten Staaten auf Jahresraten von rd. 1% oder darunter (Abb. 1.12). Der Rohstoffpreisverfall hatte auch gewisse Auswirkungen auf die Messwerte der Trendrate der Inflation, und die Interpretation dieser Messwerte wird insofern erschwert, als je nach Indikatoren und Zeithorizonten unterschiedliche Ergebnisse verzeichnet werden. Gleichwohl hat es den Anschein, als hätte auch die Trendrate der Inflation nachgegeben, jedoch nicht annähernd so stark wie die Gesamtinflation, und sie könnte in vielen Ländern immer noch in der Größenordnung von 1½-2% angesiedelt sein. Die Erhebungsergebnisse (laut Umfragen bei Verbrauchern und professionellen Prognostikern) in Bezug auf die längerfristigen Inflationserwartungen für die nächsten fünf bis zehn Jahre unterscheiden sich, was die Vereinigten Staaten und den Euroraum betrifft, nicht wesentlich von denen der jüngeren Vergangenheit und geben keinen Aufschluss über Deflationserwartungen, jedoch sollten die Deflationsrisiken nicht außer Acht gelassen werden<sup>10</sup>. In Japan ist die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) wieder unter die Nullmarke gesunken, während die Gesamtinflation und die Messwerte der Zentraltendenz nur geringfügig positiv sind.

**Figure 1.11. Oil and other commodity prices have tumbled**

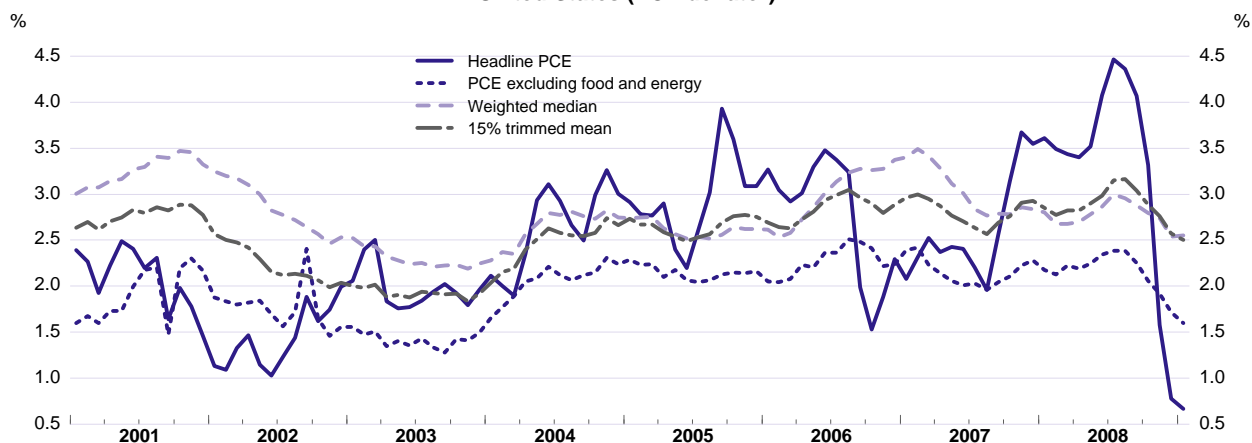
Source: OECD, Main Economic Indicators database.

10. Die Messwerte der Inflationserwartungen der Finanzmärkte, die von der Differenz zwischen nominalen und inflationsindextierten Staatsanleihen abgeleitet sind, ließen einen deutlichen Rückgang erkennen, was aber wahrscheinlich in erster Linie darauf zurückzuführen ist, dass in der derzeitigen Krise nominalen Staatsanleihen wegen ihrer höheren Liquidität der Vorzug gilt.

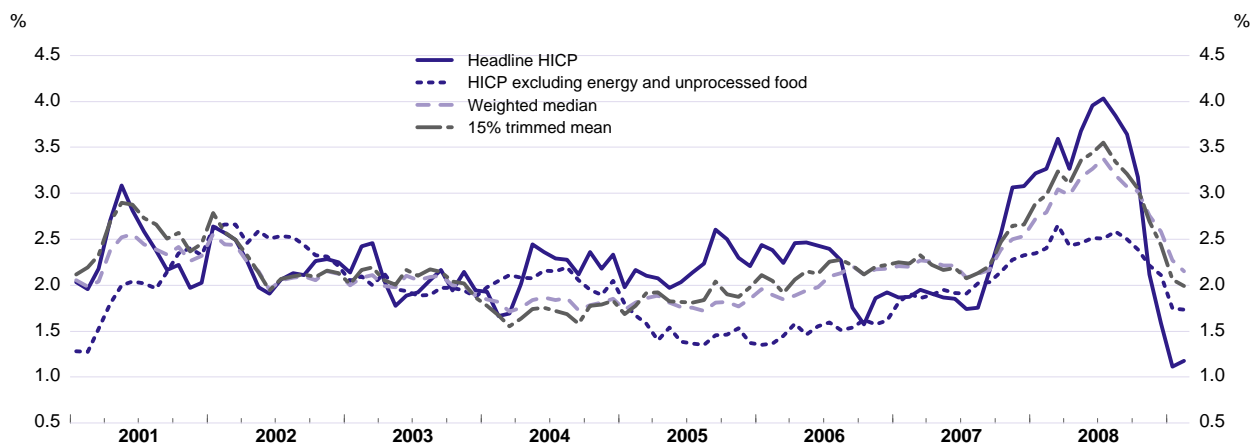
**Figure 1.12. Inflation is falling**

12-month percentage change

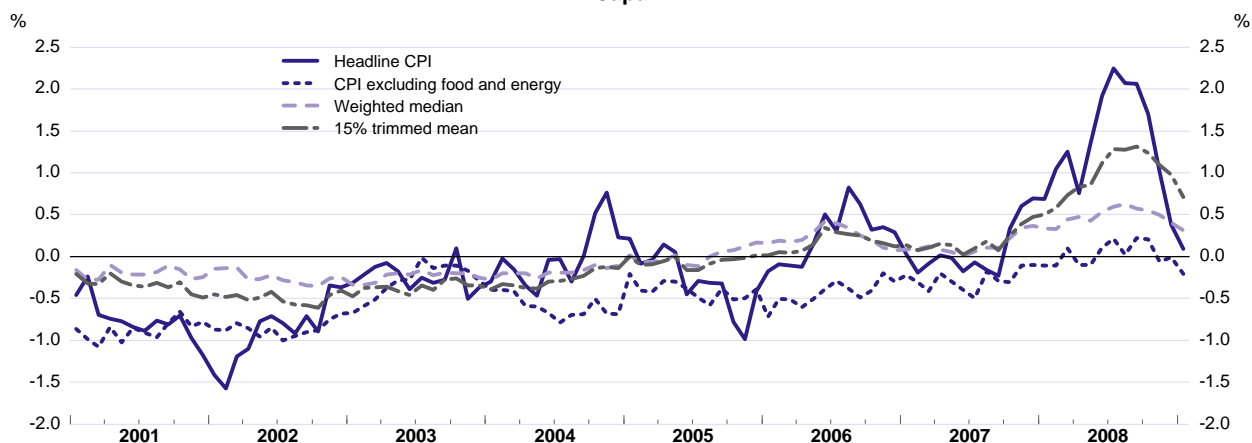
**United States (PCE deflator)**



**Euro area**



**Japan**



Note: PCE refers to personal consumption expenditures, HICP to harmonised index of consumer prices and CPI to consumer price index.

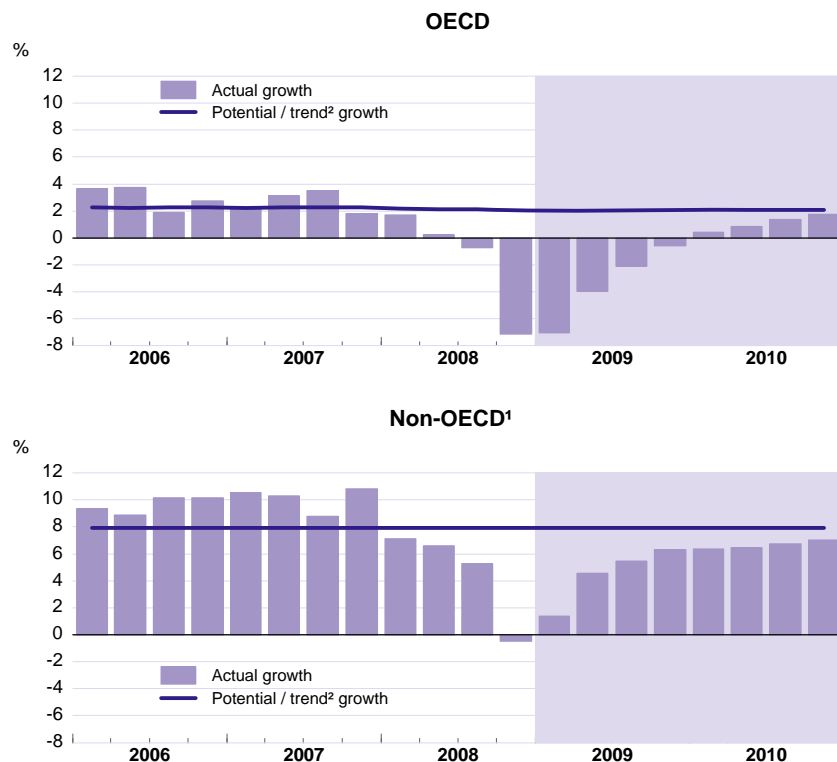
Source: OECD, Main Economic Indicators database; and OECD calculations.

**Wachstumsaussichten**

*Die Wirtschaftstätigkeit im OECD-Raum wird sich den Projektionen zufolge 2009 abschwächen und ab 2010 leicht erholen*

Die Wirtschaftstätigkeit im OECD-Raum wird sich den Projektionen zufolge im gesamten Jahresverlauf 2009 abschwächen und erst ab der ersten Jahreshälfte 2010 leicht erholen (Abb. 1.13). Die Erholung setzt voraus, dass die Spannungen an den Finanzmärkten gegen Ende 2009 nachlassen, unterstützende geld- und haushaltspolitische Maßnahmen ergriffen werden (Kasten 1.3) und es zu einer neuerlichen Belebung des Wachstums im Nicht-OECD-Raum kommt. Es wird allerdings erwartet, dass das Wachstum im OECD-Raum im gesamten Jahresverlauf 2010 unter seiner Potenzialrate bleibt und sich die Kapazitätsüberhänge in der Wirtschaft ausweiten. Ende 2010 könnte die gesamtwirtschaftliche Produktion im OECD-Raum weit unter der langfristigen Potenzialrate liegen, wobei die Lücke auf der Grundlage von Schätzungen des Produktionspotenzials, bei denen die Auswirkungen der Krise unberücksichtigt bleiben, etwa 8% beträgt – die größte Lücke seit 40 Jahren und doppelt so groß wie bei der Rezession Anfang der 1980er Jahre (Abb. 1.14). Die Arbeitslosenquote im OECD-Raum wird den Projektionen zufolge von 7½% im ersten Quartal 2009 auf über 10% Ende 2010 steigen

**Figure 1.13. The cycle is global**



1. The non-OECD region is here taken to be a weighted average, using 2000 GDP weights and PPPs, of Brazil, China, the Russian Federation and India which together accounted for about half of non-OECD output in 2000.
2. Trend growth for the non-OECD is the average over the period 2000-07.

Source: OECD.

### Kasten 1.3 Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen

Die finanzpolitischen Hypothesen basieren soweit wie möglich auf den gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen (bisherige Politik oder „Basishaushalt“). Wo Politikänderungen angekündigt, aber noch nicht gesetzlich beschlossen sind, wurden sie in die Projektionen einbezogen, sofern davon ausgegangen wird, dass sie in einer Form umgesetzt werden, die der angekündigten sehr nahe kommt. Einzelheiten zu diskretionären fiskalischen Maßnahmen in Reaktion auf die Krise sind auf der Internetseite zum Wirtschaftsausblick auf der OECD-Website verfügbar ([www.oecd.org/oecdEconomicOutlook](http://www.oecd.org/oecdEconomicOutlook)). Die fiskalischen Kosten der Maßnahmen zur Stützung der Finanzinstitute könnten hoch ausfallen, sie sind aber in den meisten Fällen in den vorliegenden Projektionen vor allem aus zwei Gründen nicht vollständig berücksichtigt. Erstens sind Bürgschaften Eventualverbindlichkeiten und werden daher nicht in den Bilanzen ausgewiesen, solange sie nicht in Anspruch genommen werden. Zweitens wurden einige Rekapitalisierungspläne erst nach Redaktionsschluss angekündigt und stehen noch unter Vorbehalt. Für die vorliegenden Projektionen bedeutet dies Folgendes:

- Was die Vereinigten Staaten betrifft, so gehen die Projektionen davon aus, dass das *American Recovery and Reinvestment Act* von 2009 in diesem und dem folgenden Jahr mehr als 2% des BIP zum Defizit im Bundeshaushalt beitragen wird. Ferner wird angenommen, dass ein Teil der Ermäßigung der alternativen Mindeststeuer im Notfallgesetz zur wirtschaftlichen Stabilisierung im Jahr 2010 verlängert wird. Diesen Projektionen zufolge werden die im Rahmen des Troubled Asset Relief Programme (TARP) ausgezahlten Mittel keinen Effekt auf den Finanzierungssaldo des Sektors Staat haben. Dies steht im Gegensatz zu der vom US-Schatzamt angewandten Methode, nach der die meisten TARP-Transaktionen auf Kassenbasis verbucht werden.
- Für Japan sind die Nachtragshaushalte 2008 und 2009, der Haushaltsplan für das Finanzjahr 2009 sowie der mittelfristige Fiskalreformplan in die Projektionen einbezogen. Entsprechend der Reform im Finanzjahr 2004 werden die Rentenversicherungsbeiträge weiterhin jedes Jahr ansteigen.
- Für Deutschland sind die beiden Konjunkturpakete sowie zusätzliche Maßnahmen wie die Senkung der Beiträge zur Arbeitslosenversicherung, die Erhöhung des Kindergelds und des Kinderfreibetrags, die geplante Erhöhung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Beiträgen zur Kranken- und Pflegeversicherung sowie die Wiedereinführung der Pendlerpauschale in den Projektionen berücksichtigt. Für Frankreich wird das Konjunkturpaket in Kombination mit dem durch die rückläufigen Vermögenswerte verursachten Verlust an zuvor außergewöhnlich kräftigen Steuereinnahmen zwischen 2008 und 2010 wohl zu einer Ausweitung des konjunkturbereinigten Defizits des Sektors Staat um etwa 1 Prozentpunkt des BIP führen. Im Gegensatz hierzu ist in den Projektionen für Italien tendenziell eine leichte Straffung der Finanzpolitik durch Kürzung der laufenden Ausgaben berücksichtigt, obgleich von gewissen Abweichungen gegenüber den Ankündigungen ausgegangen wird.

Bei den unterstellten Leitzinsen werden die erklärten Ziele der jeweiligen Währungsbehörden berücksichtigt, sie hängen jedoch von den Projektionen der OECD bezüglich Wirtschaftstätigkeit und Inflation ab, die von denen der Währungsbehörden abweichen können. Daher ist das Zinsprofil nicht als eine Projektion der Zentralbankabsichten oder der Markterwartungen zu interpretieren. Die unterstellten Leitzinssätze werden folgendermaßen projiziert:

- In den Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass der Richtsatz für Tagesgeld der Federal Reserve bis Ende 2010 bei rückläufiger Teuerung und einem fortgesetzten Wirtschaftswachstum unterhalb der Potenzialrate konstant bei ¼% verharret.
- Für den Euroraum wird unterstellt, dass die Leitzinsen angesichts des starken Wirtschaftsabschwungs so festgelegt werden, dass der Tagesgeldsatz bis Ende des zweiten Quartals 2009 bei nahe null liegt. Die Leitzinsen werden dann bis Ende 2010 auf diesem Niveau belassen.
- In Japan wird davon ausgegangen, dass der kurzfristige Leitzins bis Ende 2010 bei 10 Basispunkten verharret, da die Wirtschaft sich voraussichtlich weiterhin in der Deflation befinden wird.

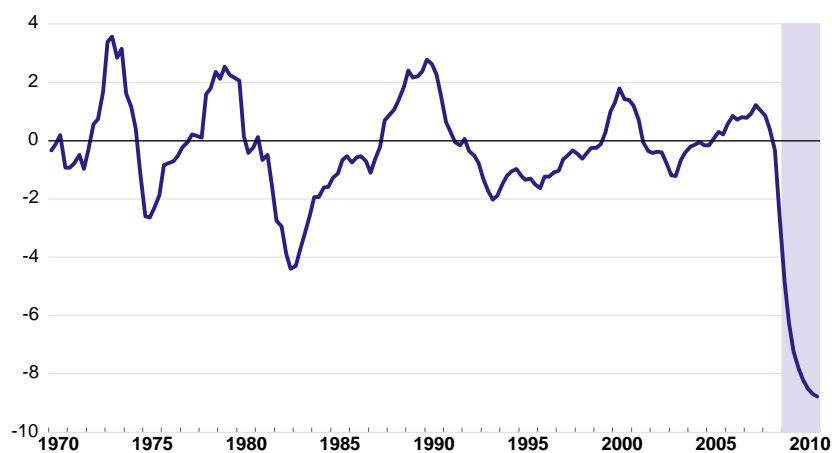
Die Projektionen gehen von allgemein unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 9. März 2009 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 98,770 Yen, 0,792 Euro (bzw. einem Euro-Kurs von 1,263 US-\$) und 6,840 Renminbi.

Es wird davon ausgegangen, dass der Preis für die Rohölsorte Brent im Projektionszeitraum bei 45 \$ pro Barrel verharret. Bei den Nahrungsmittelpreisen sowie den Preisen für Metalle und Erze wird eine Stabilisierung auf dem derzeitigen niedrigen Niveau erwartet.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zu Grunde gelegten Daten war der 20. März 2009. Einzelheiten zu den spezifischen Annahmen für jedes der sieben größten OECD-Länder sind Kapitel 2 zu entnehmen.

**Figure 1.14. The OECD output gap will be the largest in four decades**

In percentage of potential output



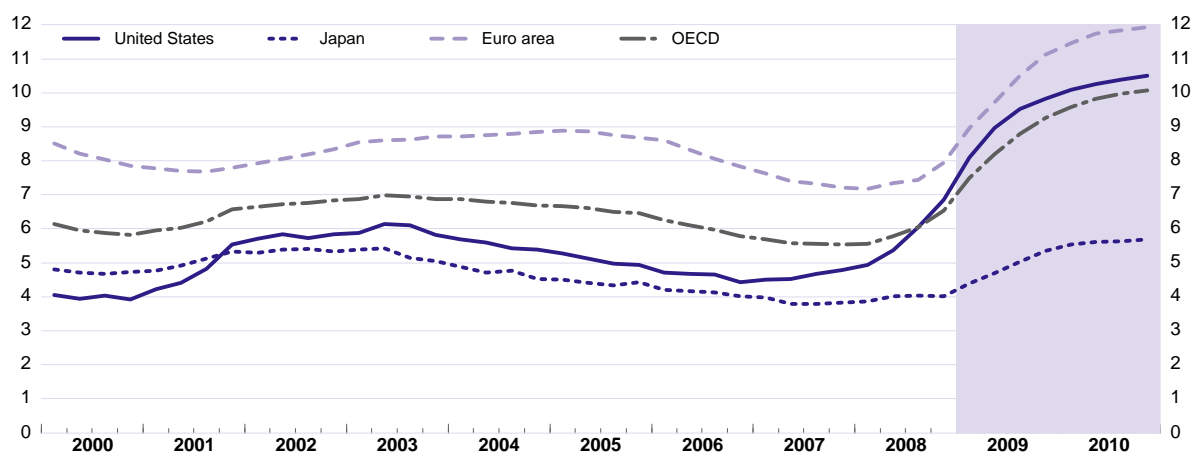
Note: Estimates of potential output have not been revised and therefore do not incorporate the reduction in supply implied by the downturn.

Source: OECD.

(Abb. 1.15). Da die Produktionslücke sich auf ein Rekordniveau ausweitet und die Arbeitslosigkeit steigt, wird sich der Preisauftrieb im ganzen OECD-Raum auf ein sehr niedriges Niveau verlangsamen und in Japan im negativen Bereich verharren (Abb. 1.16).

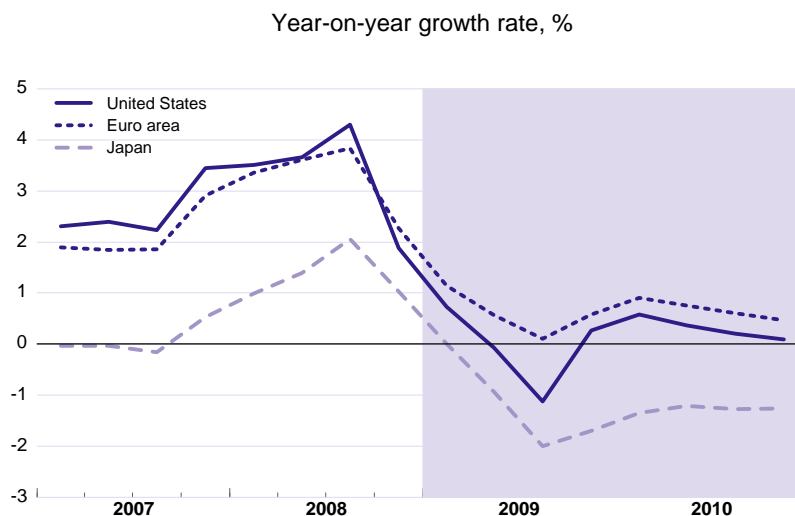
**Figure 1.15. Unemployment will rise substantially**

In percentage of labour force



Source: OECD.

Figure 1.16. Inflation will fall to very low levels



Note: Personal consumption expenditures deflator for the United States; Harmonised index of consumer prices for euro area; Consumer price index for Japan.

Source: OECD.

**Die Wachstumsergebnisse werden die Anfälligkeit gegenüber den Belastungsfaktoren widerspiegeln**

Während der Konjunkturzyklus in den großen OECD-Regionen nach wie vor in hohem Maße synchron verläuft, variiert die Struktur der Kontraktion erheblich (Tabelle 1.3). In den Vereinigten Staaten, wo die negativen Vermögens-effekte voraussichtlich stark und die Kreditbedingungen besonders restriktiv sind, dürfte die Nachfrage besonders schwach ausfallen. In Japan und den großen Ländern des Euroraums, deren Wirtschaft stärker auf den Außenhandel ausgerichtet ist als die der Vereinigten Staaten, haben die schrumpfenden Ausfuhren angesichts der sich abschwächenden Auslandsnachfrage in Teilen Asiens und Osteuropas voraussichtlich einen besonders negativen Effekt auf die Wirtschaftstätigkeit. Die Erholung des BIP-Wachstums wird sich den Erwartungen zufolge in ihrer Zusammensetzung einheitlicher vollziehen.

Die hervorstechenden Merkmale der Wirtschaftsaussichten für die großen Länder und Regionen stellen sich folgendermaßen dar:

**Der Aufschwung in den Vereinigten Staaten wird von der allmählichen Rückkehr der Finanzmarktstabilität und starken Politikimpulsen getragen ...**

- Auf kurze Sicht dürfte die US-Wirtschaft im Zuge der Korrektur überhöhter Lagerbestände stark schrumpfen. Anschließend wird sich die Kontraktion im Jahresverlauf 2009 fortsetzen, jedoch angesichts der starken fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen, der Fortschritte bei der Stabilisierung der Finanzmärkte und der geringeren Bremswirkung, die von den Wohnungsbauinvestitionen auf das Wachstum ausgeht, in geringerem Maße. Bis Anfang 2010 werden diese Faktoren die Wirtschaft wahrscheinlich aus der Rezession herausführen, wobei das Wachstum positiv wird und sich auf ein Niveau beschleunigt, das Ende des Jahres indessen noch unter der Potenzialrate liegen wird. Da sich die negative Produktionslücke auf nahezu 10% vergrößern und die Arbeitslosenquote 10% überschreiten wird, wird der Preisauftrieb gegen null sinken.

Table 1.3. **Weakness extends across all categories of demand**Contributions to GDP growth, per cent of GDP in previous period<sup>1</sup>

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>United States</b>					
Final domestic demand	2.8	1.8	0.0	-3.9	0.0
<i>of which:</i> Business investment	0.8	0.6	0.2	-2.1	-0.7
Residential investment	-0.4	-0.9	-0.8	-0.6	0.0
Private consumption	2.2	2.0	0.2	-1.7	0.1
Stockbuilding	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	0.0
Net exports	0.0	0.6	1.3	0.3	0.0
GDP	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0
<b>Japan</b>					
Final domestic demand	1.0	1.0	-0.6	-2.6	-0.1
<i>of which:</i> Business investment	0.4	0.9	-0.6	-2.5	-0.2
Residential investment	0.0	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
Private consumption	0.9	0.4	0.3	-0.8	-0.3
Stockbuilding	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0
Net exports	0.8	1.1	0.1	-3.8	-0.3
GDP	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5
<b>Euro area</b>					
Total domestic demand	2.8	2.3	0.7	-2.8	-0.3
Net exports	0.2	0.3	0.0	-1.3	0.0
GDP	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3
<b>Major 7 countries</b>					
Final domestic demand	2.4	1.9	0.2	-3.1	0.0
<i>of which:</i> Business investment	0.7	0.7	0.0	-2.0	-0.4
Residential investment	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	0.0
Private consumption	1.6	1.4	0.3	-1.2	0.0
Stockbuilding	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0
Net exports	0.2	0.4	0.5	-1.0	-0.1
GDP	2.6	2.2	0.6	-4.4	-0.1

1. Chain-linked calculation for stockbuilding and net exports in USA and Japan.

Source: OECD.

*... ebenso wie in Japan ...*

- Die japanische Wirtschaft wird im Jahresverlauf 2009 weiterhin schrumpfen, da der Rückgang der Auslandsnachfrage die politikinduzierte Stützung der Inlandsnachfrage mehr als wettmacht. Im Zuge des Nachlassens der vom Außenhandelssektor ausgehenden Bremswirkung und des Anziehens der Inlandsnachfrage dürfte sich die Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2010 stabilisieren, ehe sie wieder auf einen Wachstumskurs zurückkehrt. Die Produktionslücke wird Ende 2010 die 10%-Marke übersteigen, und die Arbeitslosigkeit wird bis dahin auf 5¾% anziehen. Die Preise werden über den gesamten Projektionszeitraum rückläufig sein.

*... und im Euroraum*

- Auf kurze Sicht wird sich die gesamtwirtschaftliche Produktion des Euroraums auf Grund von Lageranpassungen deutlich verringern und im weiteren Jahresverlauf 2009 in moderaterem Tempo weiter schrumpfen. Im Zuge des Abklingens der von den Investitionen ausgehenden Bremswirkung auf das Wachstum und der anziehenden Auslandsnachfrage wird für 2010 eine sehr leichte Erholung projiziert. Da sich die negative Produktionslücke auf über 8% vergrößert und die Arbeitslosenquote auf 12% ansteigt, dürfte die Teuerungsrate gegen null sinken.



**Der Welthandel wird sich nach der derzeitigen Schwäche-phase kräftig erholen**

Die außergewöhnliche Kontraktion des Welthandels zum Jahresende 2008 und zum Beginn des Folgejahrs wird allmählich nachlassen und Ende 2009 zum Stillstand kommen, und für 2010 wird ein kräftiger Aufschwung projiziert. Diese Wende wird vor allem von starken Ein- und Ausfuhren von Nicht-OECD-Ländern getragen, was eine kräftige Erholung von der Wachstumsverlangsamung in diesen Ländern widerspiegelt. Daher wird sich das Wachstum in Brasilien, China und Indien voraussichtlich deutlich erhöhen, wobei die neuerliche Belebung in China von konjunkturstützenden Politikmaßnahmen ausgeht. Die Russische Föderation dürfte sich angesichts sehr starker externer Schocks sowie des geringen Vertrauens in die Banken und die Währung indessen nur leicht erholen. Die Leistungsbilanzungleichgewichte in den großen OECD-Regionen wurden im vergangenen Jahr verringert, und bis 2010 könnte ein weiterer Abbau erfolgen.

**Die Risiken sind abwärts gerichtet**

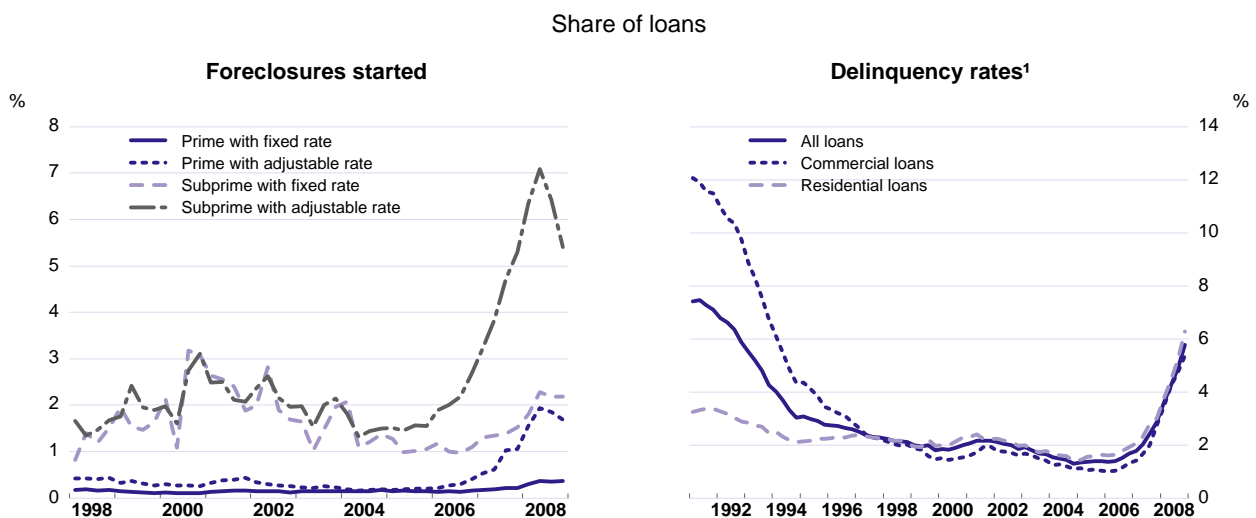
**Der Abschwung könnte die finanziellen Schwierigkeiten weiter vergrößern ...**

Ein allgemeines Abwärtsrisiko für diesen Ausblick besteht darin, dass die Verschlechterung im realwirtschaftlichen Bereich die Finanzkrise weiter verschärfen könnte. Dies könnte auf unterschiedliche Weise erfolgen:

**... durch Erhöhung der Ausfallquoten bei Wohnimmobilien-hypotheken ...**

- Die Zwangsversteigerungen und die Kreditausfallquoten haben in den Vereinigten Staaten bereits das Niveau der Rezession der 1990er Jahre überschritten (Abb. 1.17); da die derzeitige Rezession wesentlich tiefer ausfallen dürfte, könnten die Ausfallquoten entsprechend höher sein, was wiederum die Bedingungen im Bankensektor und auf den Märkten für hypothekarisch besicherte Wertpapiere verschärfen würde.

Figure 1.17. US foreclosure and delinquency rates are rising



1. Delinquent loans are those past due 30 days or more.

Source: Datastream.

**... gewerblichen Hypotheken ...**

- Die Kreditausfallquoten bei den gewerblichen Hypotheken sind zwar gestiegen, sie sind jedoch noch immer weitaus niedriger als zum Höhepunkt der Rezession der frühen 1990er Jahre; sie könnten das normale Rezessionsniveau erreichen, und die Ausfallquoten könnten sich angesichts der ungewöhnlichen Tiefe der gegenwärtigen Rezession weiter erhöhen.

**... bestimmten Schuldner ...**

- Bestimmte Ausfall-„Ereignisse“ könnten zur Neubewertung des Risikos von Anlagekategorien und Schuldnergruppen führen, was die Aktiva-seite der Bankbilanzen weiter belasten würde.

**... und bestimmten Ländern ...**

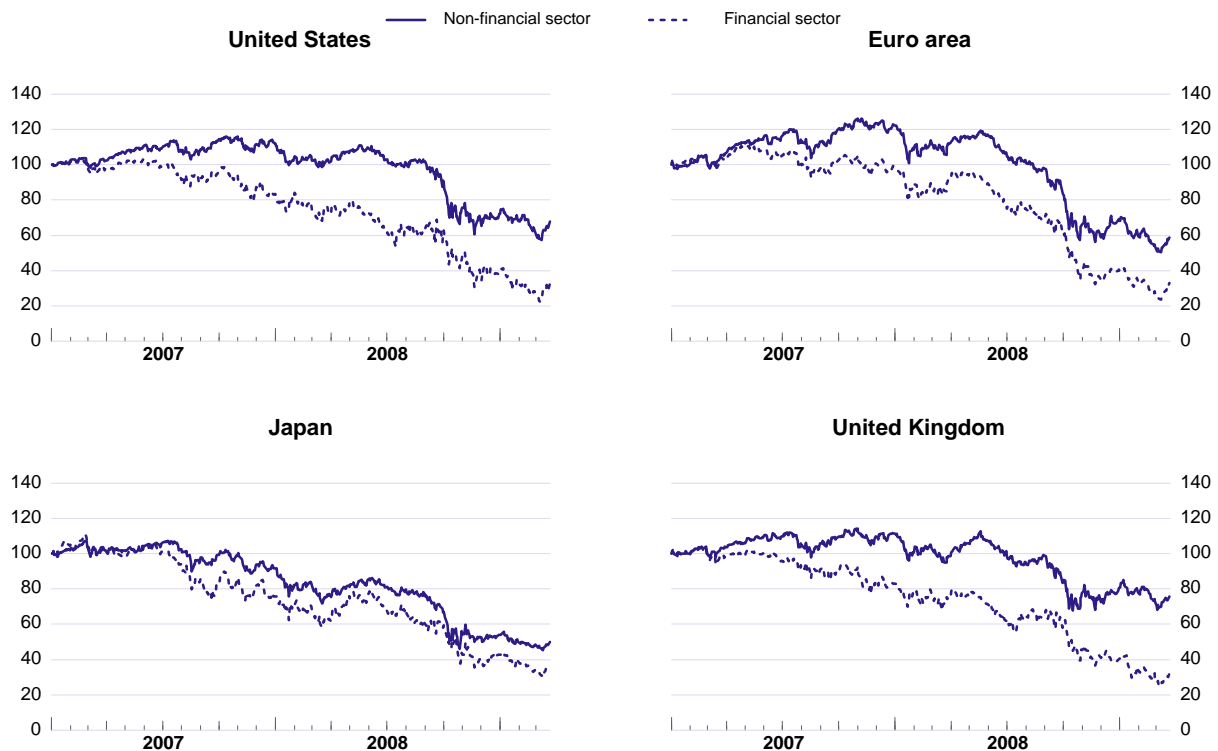
- Die Bankbilanzen sind in einigen Ländern u.U. auf Grund grenzüberschreitender Geschäftsaktivitäten mit Risiken behaftet. Banken in Österreich, Italien, Belgien und Schweden sind auf Grund ihres Engagements in einigen in Schwierigkeiten geratenen osteuropäischen Ländern von Verlusten bedroht, obgleich das Risiko für die Banken davon abhängen wird, in welchen dieser Länder sie sich engagiert haben.

**... und durch Auslösung weiterer Aktienkursverluste**

- Obgleich die Aktienmärkte erhebliche Rückgänge bei den Gewinnen und Dividenden angesichts der deutlich unter die historischen Normwerte gesunkenen Kurs-Gewinn-Verhältnisse bereits eingepreist zu haben scheinen (Abb. 1.18), könnten negative Überraschungen die Aktienpreise weiter drücken, was sich nicht nur auf die privaten Haushalte, sondern auch auf die Bilanzen der Banken und sonstigen Finanzinstitute auswirken würde.

**Figure 1.18. Stock markets have plunged**

Share price indices, 1 January 2007 = 100, last observation: 23 March 2009



Source: Datastream.

***Von der Finanzkrise und den aufstrebenden Volkswirtschaften könnten ebenfalls negativere Effekte ausgehen als erwartet***

Abgesehen von negativeren Wechselwirkungen zwischen der Realwirtschaft und den Finanzmärkten und -instituten besteht auch das Risiko, dass die Finanzierungsbedingungen stärkere negative Auswirkungen haben als in den gegenwärtigen Projektionen angenommen. Darüber hinaus könnte die steigende Arbeitslosigkeit den Verbrauch der privaten Haushalte stärker beeinträchtigen als in diesen Projektionen eingerechnet. Zusätzlich könnte der Abschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften ausgeprägter sein als erwartet, was die Erholungsaussichten der OECD-Länder trüben würde.

***Es besteht auch die Möglichkeit einer positiveren Entwicklung***

Nicht alle Risiken sind abwärts gerichtet. Die in beispiellosem Umfang in allen OECD-Ländern ergriffenen geld- und haushaltspolitischen Stimulierungsmaßnahmen könnten über Erwarten starke Auswirkungen zeigen. Es ist ferner möglich, dass die Finanzmärkte rascher als in den Projektionen angenommen zur Normalität zurückkehren, wodurch der Aufschwung früher und stärker erfolgen könnte als erwartet.

### **Politikmaßnahmen und -anforderungen**

***Es bedarf Politikmaßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems und Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage***

Zur Stützung des Finanzsystems und der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wurden außergewöhnliche Politikmaßnahmen ergriffen. In Anbetracht der nach wie vor ungelösten Finanzkrise und der düsteren wirtschaftlichen Aussichten sind jedoch zusätzliche Maßnahmen zur Stabilisierung der Bankensysteme notwendig, und die Geld- und Fiskalpolitik muss den verbleibenden Spielraum zur Stimulierung der Gesamtnachfrage nutzen. Zugleich ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Produktionskapazität der Wirtschaft nicht durch krisenbedingte, fehlgeleitete Änderungen der Arbeits- und Produktpolitik verringert wird.

### ***Finanzmarktmaßnahmen***

***Von staatlicher Seite wurde auf breiter Basis reagiert***

Die Rettungsmaßnahmen für den Finanzsektor zur Stützung von Banken und anderen Finanzinstituten haben seit dem Beginn der Krise an Umfang und Tragweite gewonnen und umfassen inzwischen Rekapitalisierungen, Ausdehnungen der Einlagensicherung, Kreditbürgschaften, Ausweitungen der Kredit- und Liquiditätszufuhr sowie den Ankauf oder die Ausgliederung („Ring-fencing“) notleidender Aktiva (Tabelle 1.4). Bislang scheint es mit den ergriffenen oder angekündigten Maßnahmen allerdings noch nicht gelungen zu sein, Vertrauen darin zu schaffen, dass die zuständigen staatlichen Stellen die Situation im Griff haben. Die Ausarbeitung einer klaren Strategie, die das Vertrauen der Märkte gewinnt, ist ein wichtiger erster Schritt zur Wiederherstellung des wirtschaftlichen Vertrauens im Allgemeinen.

### ***Umgang mit den Risikoaktiva des Bankensektors***

***Die staatlichen Stellen müssen sich mit dem Problem der Risikoaktiva auseinandersetzen***

Die zuständigen staatlichen Stellen konzentrierten sich anfänglich auf bestimmte Formen von Rettungsmaßnahmen für den Finanzsektor, wie z.B. Kapitalspritzen, weil diese rasch umgesetzt werden konnten und man damit einen Zusammenbruch des Vertrauens zu verhindern suchte. In der Tat muss der Kapitalisierungsgrad angehoben werden, wenn das Eigenkapital seine Pufferfunktion gegenüber künftigen durch den Wirtschaftsabschwung entstehenden

Table 1.4. Governments have introduced a wide array of financial relief measures since mid-2008

	Bank liabilities				Bank assets		Fund commercial paper	Fund asset-backed securities	Ban or restrict short-selling
	Increase deposit insurance	Guarantee or buy bank debt	Inject capital <sup>1</sup>	Nationalise <sup>2</sup>	Ring-fence bad assets	Plan to purchase toxic assets			
United States	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Japan		x	x				x	x	x
Euro area	x								
Germany	x	x	x			x			x
France	already high	x	x						x
Italy	x		x						x
United Kingdom	x	x	x	x	x		x	x	x
Canada		x					x	x	x
Australia	x	x						x	x
Austria	x	x	x						x
Belgium	x	x	x						x
Czech Republic									
Denmark	x	x	x					x	x
Finland	x	x	x				x		x
Greece	x	x	x						
Hungary	x	x	x						
Iceland	x		x	x					x
Ireland	x	x	x	x					
Korea		x							
Luxembourg	x	x	x						
Netherlands	x	x	x	x					x
New Zealand	x	x							
Norway	already high	x	x						
Slovak Republic	x								
Poland	x		x						
Portugal	x	x	x						
Sweden	x	x	x					x	
Spain	x	x						x	x
Mexico		x							
Switzerland	x		x			x	x	x	
Turkey									

Note: the coverage of nationalisations and measures to ring-fence bad assets is incomplete.

1. Capital has already been injected in banks, or funds have been allocated for future capital injections. The law allows the Japanese government to inject capital into financial corporations, but so far this option has not been used.

2. Nationalisation is defined as the government taking control of a substantial share of banking activities (defined in a broad sense). The cell for the United States is ticked to acknowledge the actions taken by the authorities to take control of Fannie Mae and Freddie Mac and unwind Washington Mutual.

Source: OECD.

Verluste erfüllen soll. Gleichzeitig sind zusätzliche Maßnahmen für die problembehafteten Aktiva nötig, deren Bewertung schwierig ist und die selbst nach der Durchführung von Rekapitalisierungen noch zu Unsicherheit über den zu Grunde liegenden Wert der Finanzinstitute führen. Die zuständigen staatlichen Stellen der OECD-Länder haben im Wesentlichen zwei große Kategorien von Lösungsansätzen für den Umgang mit den Risiken entwickelt, die aus diesen problembehafteten Aktiva erwachsen.

***In einigen Fällen wird auf ein „Ring-fencing“ der problembehafteten Aktiva zurückgegriffen ...***

Der erste Ansatz besteht darin, die problembehafteten Aktiva auf Einzelfallbasis oder auch systematisch auszugliedern und zu isolieren (Ring-fencing). Dahinter steht der Gedanke, den Wert der notleidenden Aktiva über staatliche Bürgschaften abzusichern und die Aktiva aus den Bankbilanzen auszugliedern und gesondert zu verwalten. Die Banken können dann ihre normale Aktivität der Kreditvergabe an kreditwürdige Unternehmen und Privathaushalte wieder aufnehmen. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich wurde dieser Ansatz in großem Maßstab umgesetzt: Die für Aktiva der Citigroup und der Bank of America übernommenen Bürgschaften belaufen sich auf 3% des BIP der Vereinigten Staaten, und die Bürgschaften, die für die Aktiva der Lloyds TSB und der Royal Bank of Scotland gewährt wurden, summieren sich auf 38% des BIP des Vereinigten Königreichs<sup>11</sup>.

***... während mit der Einrichtung von „Bad Banks“ ein systematischerer Ansatz gewählt wird ...***

Ein zweiter, systematischerer Ansatz – das sogenannte Bad-Bank-Konzept – besteht in der Einrichtung einer zentralisierten Vermögensverwaltungsgesellschaft, die die problembehafteten Aktiva der Banken in einem standardisierten Verfahren aufkauft, das ein *Reverse Auctioning* beinhalten kann. Dies war die ursprüngliche Absicht, die hinter dem US Troubled Assets Relief Program stand, und ist auch das Ziel des mit 500 Mrd. US-\$ (mit einer möglichen Ausweitung auf 1 Bill. US-\$) ausgestatteten öffentlich-privaten Investitionsprogramms (PPIP)<sup>12</sup>. Mit dem PPIP sollen die Bilanzen der Banken bereinigt werden, indem sowohl toxische Kredite als auch Wertpapiere der Banken aufgekauft werden und indem ein Markt für illiquide forderungsbesicherte Wertpapiere geschaffen wird.

***... und als letzter Ausweg die Verstaatlichung bleibt***

Seit dem Ausbruch der Krise wurden in Finanznot geratene Kreditinstitute in zahlreichen OECD-Ländern, darunter auch in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, verstaatlicht oder de facto unter staatliche Aufsicht gestellt (vgl. Tabelle 1.4). Dieser Trend könnte sich fortsetzen, u.a. in den Vereinigten Staaten, wo vorgesehen ist, dass die zuständigen staatlichen Stellen umwandelbare *Preferred Shares* von großen Banken erwerben, die in Belastungsszenarien als gefährdet eingestuft wurden. Wenn die Verluste einen bestimmten Schwellenwert überschreiten, sollen diese „Vorzugsaktien“ nach und nach in Stammaktien umgewandelt werden. Auf diese Weise können die Kapitalspritzen in eine „endogene“ Verstaatlichung münden, sollte sich der Abschwung entsprechend den vorliegenden Projektionen entwickeln.

***Diese verschiedenen Optionen haben ihre Vor- und Nachteile***

Jede dieser Strategien hat ihre Vor- und Nachteile:

- Das Ring-fencing problembehafteter Aktiva hat den Vorteil, dass es keine Auszahlung öffentlicher Mittel im Vorfeld voraussetzt, was der politischen Akzeptanz dieses Ansatzes förderlich ist. Wenn die problembehafteten

11. Der in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich eingerichtete Mechanismus der Verlustaufteilung ist folgendermaßen gestaltet: Die Banken übernehmen einen Pauschalbetrag (in Höhe von ungefähr 10% des geschätzten Werts des Forderungspools); über diesen Betrag hinausgehende Verluste werden zwischen dem Staat (90%) und dem Finanzinstitut (10%) aufgeteilt. Beim britischen Bürgschaftssystem zahlen die Banken dem Schatzamt eine „Versicherungsgebühr“ in Form einer Art von Vorzugsaktien (bei diesen *Preferred Shares* handelt es sich um Verbindlichkeiten, die nachrangig zu allen anderen Verbindlichkeiten sind, aber nicht das Aufwertungspotenzial von Stammaktien besitzen).

12. Bedingung für die Teilnahme an diesem Programm ist, dass sich die Banken zunächst einem Belastungstest unterziehen, bei dem die in ihren Bilanzen verbleibenden Risiken sowie der zusätzliche Rekapitalisierungsbedarf evaluiert werden. Das Programm ist Banken mit Aktiva im Wert von über 100 Mrd. US-\$ vorbehalten. Der Belastungstest stützt sich auf makroökonomische Annahmen, die denen der obigen Projektionen nicht unähnlich sind.

Aktiva in den Bilanzen der Banken bzw. der von ihnen eingerichteten Zweckgesellschaften verbleiben, haben die Muttergesellschaften allerdings kaum Anreize, sie in einer Weise zu verwalten, bei der die Wiedereinbringungsraten maximiert werden, denn schließlich sind sie gegen den Großteil der über eine bestimmte Grenze hinausgehenden Verluste abgesichert. Das Nebeneinander mehrerer Pools mit notleidenden Aktiva begrenzt zudem die erzielbaren Skaleneffekte und könnte den potenziellen Lernprozess bei der Veräußerung der Aktiva beeinträchtigen. Zudem kann das Vertrauen im Fall eines Verbleibens der notleidenden Aktiva im Einflussbereich der Banken – selbst wenn diese Aktiva durch staatliche Bürgschaften abgesichert sind – insofern leiden, als die Wirtschaftsakteure ein gewisses politisches Restrisiko sehen könnten, dass die einzelnen Banken in der einen oder anderen Weise u.U. doch für die in ihrem Forderungspool entstehenden Verluste haften müssen.

- Von den einzelnen Banken getrennte, zentralisierte Vermögensverwaltungsgesellschaften (Bad Banks) haben den Vorteil eines zielgerichteten Forderungsmanagements, bei dem ein Anreiz zur Maximierung der Wiedereinbringungsraten besteht. Durch die Zusammenfassung der notleidenden Aktiva in einer Bad Bank können zudem die Fixkosten reduziert werden, während sich zugleich der Preisfindungsprozess beschleunigt, was in der gegenwärtigen Krise auf Grund der technischen Komplexität vieler notleidender Aktiva von besonderer Bedeutung ist. Außerdem können Banken mit bereinigter Bilanz ihre Geschäftstätigkeit leichter wieder aufnehmen oder verkauft werden. Bei diesem Prozess muss die Bad Bank jedoch im Vorfeld mit Kapital versorgt werden, wobei ihre Kapitalausstattung ausreichend großzügig wirken muss, damit gewährleistet ist, dass sie vor politischem Druck geschützt ist und aus ihrer Aktivität maximaler Nutzen in Bezug auf Vertrauensbildung und Preisfindung gezogen werden kann. Zudem setzt er voraus, dass ein Preis für schwer zu bewertende Aktiva ermittelt wird.
- Durch Verstaatlichungen kann der Druck, der von den notleidenden Aktiva ausgeht, kurzfristig gelindert werden. Eine Verstaatlichung wirft jedoch Probleme der politischen Ökonomie im Zusammenhang mit der staatlichen Kontrolle über kommerzielle Aktivitäten auf. Zudem muss letztlich immer noch eine Lösung für das Problem der notleidenden Aktiva gefunden werden. Die Erfahrung hat gezeigt, dass Verstaatlichungen ein wirkungsvolles Instrument sein können, wenn die Verwaltung der Banken in gebührender Distanz von der politischen Entscheidungsfindung erfolgt und wenn die Banken so rasch, wie dies auf effiziente Weise möglich ist, saniert und anschließend an private Investoren verkauft werden. Einige Fälle von Verstaatlichungen, bei denen die fraglichen Unternehmen lange in Staatsbesitz verblieben, waren demgegenüber mit hohen Haushaltskosten, einer ineffizienten Finanzintermediation und einer geringen gesamtwirtschaftlichen Produktivität verbunden<sup>13</sup>.

---

13. Vgl. die Fallstudien in Kehoe und Prescott (2007) sowie insbesondere den Vergleich zwischen den Erfahrungen von Chile und Mexiko in den 1980er Jahren in Bergoing et al. (2007) oder Fernández de Cordoba und Kehoe (2009).

***Wir können aus den Erfahrungen Japans und Schwedens lernen***

Aus den Erfahrungen Japans und Schwedens sowie deren gegensätzlichen Ergebnissen kann eine Reihe von Lehren gezogen werden, die in der derzeitigen Situation von Nutzen sein könnten, insbesondere in Bezug auf die Bedeutung schnellen Handelns, einer anfänglichen Überkapitalisierung der Bad Banks, eines Insolvenzrechts, das eine geregelte Veräußerung der Aktiva gestattet, sowie einer Verwaltung der Aktiva in gebührender Distanz von den vorherigen Eigentümern sowie der politischen Entscheidungsfindung (vgl. Anhang 1.1).

***Minimierung der Kosten für den Steuerzahler***

***Die fiskalischen Kosten können stark schwanken ...***

Zahlreiche Faktoren wirken sich auf die letztlichen Kosten einer Strategie für die problembehafteten Aktiva und die Rekapitalisierung der Banken aus. Ein erstes Element ist die Gestaltung der Maßnahmenpakete zur Rekapitalisierung der Banken. In Schweden, wo die Anteilseigner der Banken ihre Beteiligungen verloren, profitierten die Steuerzahler vom späteren Verkauf der verstaatlichten Institute. In den Vereinigten Staaten wurde bislang ein alternativer Ansatz verwendet, nämlich die Ausgabe von Optionsscheinen und Vorzugsaktien mit relativ hohen Dividendensätzen. Eine solche Strategie hat den Nachteil, dass sie nichts an dem für die Inhaber der Stammaktien bestehenden Anreiz ändert, unverhältnismäßig hohe Risiken mit de facto gesicherten Krediten und de jure gesicherten Einlagen einzugehen („gamble for resurrection“). Außerdem sind die potenziellen Vorteile dieser Strategie für die Steuerzahler sehr begrenzt. Bei den neuen Maßnahmen, die auf der Einräumung von wandelbaren Vorzugsaktien beruhen, sind diese Vorteile größer, weil der Staat Inhaber von Stammaktien werden kann. Das Problem der für die ursprünglichen Inhaber der Stammaktien bestehenden Anreize bleibt dabei jedoch unverändert, solange die entstandenen Verluste nicht so hoch sind, dass der Staat in den Besitz einer Sperrminorität gerät.

***... was von der Bewertung der problembehafteten Aktiva abhängig ist***

Ein entscheidender Faktor für die letztlichen Kosten der Einrichtung einer einzigen Bad Bank ist der Preis, zu dem die problembehafteten Aktiva übernommen werden. Bei einer Ring-fencing-Strategie kommt es entscheidend auf den Anteil der Verluste an, den die Banken zunächst zu tragen haben und der großenteils von der Bewertung der Aktiva bei der Erteilung der staatlichen Bürgschaften abhängt. Wenn die Bad Banks mit der zusätzlichen Auflage eingerichtet werden, dass eine Verstaatlichung vermieden werden soll – womit eine Untergrenze für den Preis der Aktiva vorgegeben wird –, besteht zudem ein klares Risiko, dass zu viel für sie bezahlt wird, was mit entsprechenden Haushaltskosten verbunden ist. Werden die Aktiva stattdessen zu einem stark herabgesetzten Preis erworben, können die Steuerzahler u.U. von deren späterer Veräußerung zu höheren Kursen profitieren. Dies hat auch den Vorteil, dass sich private Investoren mit größerer Wahrscheinlichkeit an einer solchen Unternehmung beteiligen dürften.

***Eine weitere Frage ist, ob Anleihebesitzer an den Verlusten beteiligt werden sollten***

Sowohl das Bad-Bank- als auch das Ring-fencing-Modell implizieren üblicherweise, dass die betroffenen Finanzinstitute bestehen bleiben und weiter ihren Schuldendienst leisten. Würden die Inhaber von Schuldtiteln zur Übernahme von Verlusten gezwungen, könnten die direkten Verluste für die Steuerzahler im Prinzip reduziert werden. Zudem wäre dann zu erwarten, dass der Markt für Bankanleihen in Zukunft eine disziplinierende Wirkung auf das

Verhalten der Banken ausüben würde. Einige dieser Elemente könnten auch in das Bad-Bank- und das Ring-fencing-Modell eingebaut werden, sofern als Bedingung für deren Umsetzung Abschlüsse für Inhaber von Schuldtiteln oder Debt-Equity-Swaps (Umwandlung von Forderungen in Beteiligungen) verlangt würden. Auch wenn das Verlustrisiko prinzipiell in die Anleiherendite eingepreist ist, kann allerdings davon ausgegangen werden, dass diese Aussicht zu erheblichen Turbulenzen an den Anleihemärkten führen würde, was angesichts der instabilen Verfassung der Finanzmärkte nicht wünschenswert erscheint.

#### *Neugestaltung der Finanzmarktregulierung*

##### ***Es bedarf tiefgreifenderer Reformen zur Verringerung künftiger Finanzmarktrisiken***

Es werden Reformen durchgeführt werden müssen, um die Risiken und Kosten künftiger systemischer Finanzkrisen zu reduzieren. Die Krise hat die Aufmerksamkeit auf schwerwiegende Beispiele von Markt- und Regulierungsversagen gelenkt, wie schlecht konzipierte Vergütungssysteme, Informationsdefizite, unzureichende Transparenz, verzerrend wirkende staatliche Eingriffe (z.B. durch Steuervergünstigungen für Hypothekenzinsen und staatsnahe Hypothekeninstitute, die den Immobilienboom anheizten), prozyklische Regelungen, fehlgeleitetes Vertrauen in Ratings und interne Modelle in der Bankenaufsicht sowie eine fragmentierte Aufsicht. Zudem wurden Antworten auf die Krise entwickelt – insbesondere die inzwischen explizite Regel, wonach ein Konkurs von „zu großen“ oder „zu stark vernetzten“ Instituten nicht zugelassen werden darf (Prinzip des „too big to fail“) –, durch die sich nicht nur die Gefahr erhöht, dass sich solche Krisen wiederholen, sondern auch, dass sie noch kostspieliger werden. Dies erklärt sich aus dem Problem des Moral Hazard, dem mit einer strengeren Aufsicht begegnet werden muss. Darüber hinaus hat die Krise zu einer weiteren Verstärkung der Konzentration im Finanzsektor geführt, wodurch das Prinzip des „too big to fail“ zusätzlich an Brisanz gewinnt. Die Finanzmarktregulierung wird gründlich reformiert werden müssen, damit diese Herausforderungen bewältigt werden können.

#### ***Konventionelle und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen***

##### ***Die Währungsbehörden reagieren energisch auf die Krise***

Die Zentralbanken haben tatkräftig auf die Krise reagiert, wobei sie sowohl auf konventionelle als auch auf unkonventionelle Maßnahmen zurückgriffen. Was die konventionellen Maßnahmen betrifft, haben die Zentralbanken sämtlicher großer OECD-Länder Leitzinssenkungen beispiellosen Umfangs vorgenommen (Abbildung 1.19). Angesichts einer voraussichtlich unter den impliziten oder expliziten Zielwerten verharrenden Gesamtinflation sowie des in vielen Ländern bestehenden Deflationsrisikos sind in Ländern mit anfänglich noch hohem Zinsniveau, in denen die Zinssenkungen bislang relativ bescheiden ausgefallen sind, weitere Senkungen notwendig, womit sich die Zinsen in der Mehrzahl der Fälle in Richtung null bewegen dürften.

##### ***In den Vereinigten Staaten liegen die Leitzinsen nahe null ...***

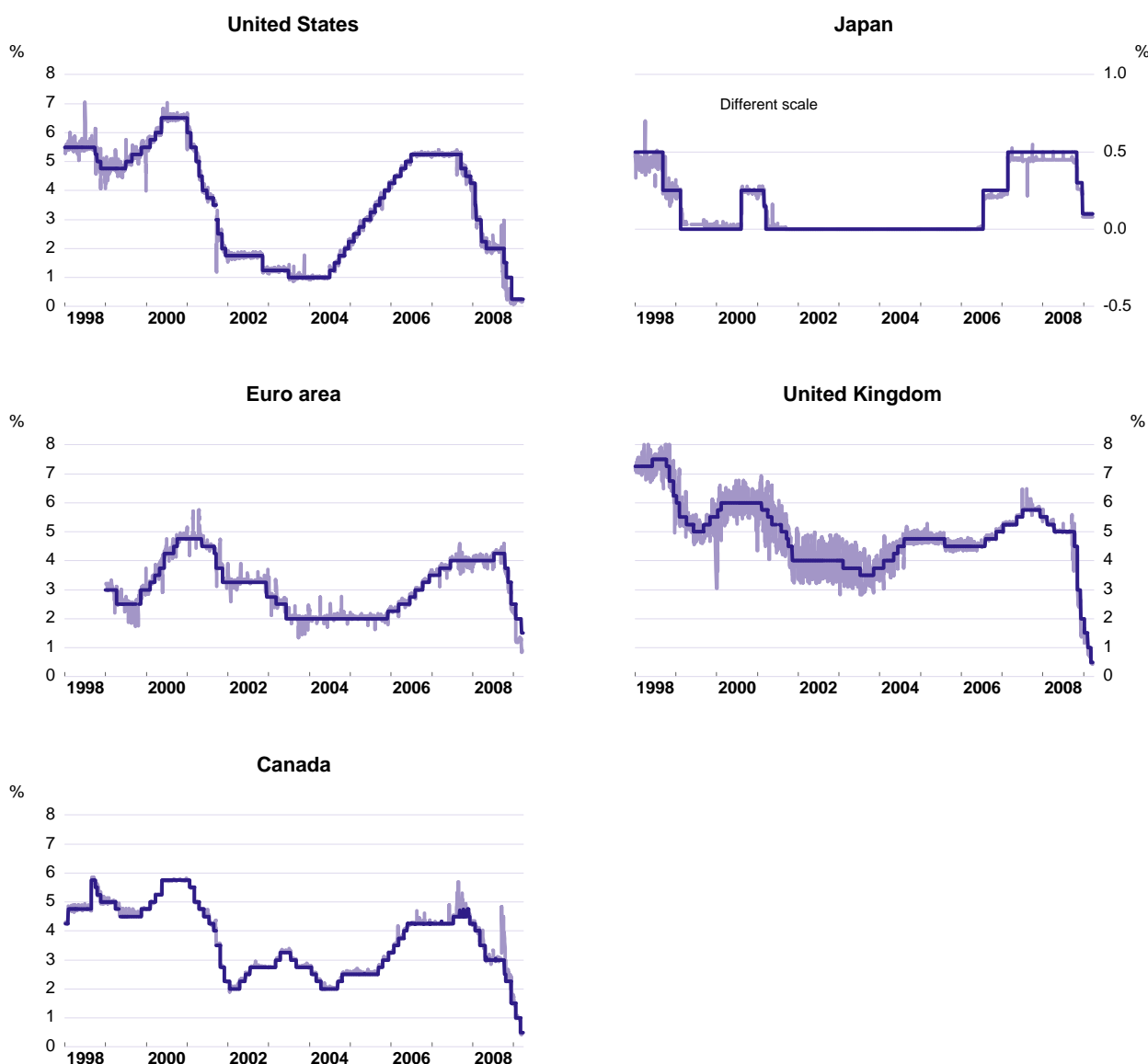
- Die US Federal Reserve (die „Fed“) hat einen Zielkorridor für ihren Tagesgeldsatz von 0-0,25% festgelegt, womit sie sich für einige Zeit auf ein außergewöhnlich niedriges Zinsniveau verpflichtet hat. Im Februar begann die Fed, in den Sitzungsprotokollen des Offenmarktausschusses (FOMC) Zielkorridore für die Steady-State-Inflation zu veröffentlichen



(1,7-2,0%). Mit diesem Strategiewechsel soll das Engagement für eine Inflationssteuerung verstärkt und damit eine bessere Verankerung der Inflationserwartungen gewährleistet werden. Wenn die wirtschaftliche Erholung wieder fest Tritt gefasst hat und die Finanzierungsbedingungen sich normalisiert haben – womit nach 2010 zu rechnen ist –, muss die Fed die Zinsen anzuheben beginnen, damit die Inflationserwartungen gut verankert bleiben.

**Figure 1.19. Policy rates have been slashed<sup>1</sup>**

Last observation: 23 March 2009



1. The dark blue line represents the main policy rate of the central banks. The light blue line plots the effective overnight rate.  
Sources: Bloomberg, Bank of Japan, Datastream, ECB.

- ... ebenso wie in Japan ...*
- Die Bank von Japan hat ihren begrenzten Handlungsspielraum genutzt, indem sie die Leitzinsen auf 0,1% abgesenkt hat, und angesichts der weiteren Aussichten werden sie wohl auf diesem Niveau gehalten werden müssen.
- ... im Euroraum ...*
- Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihren wichtigsten Leitzins weniger aggressiv herabgesetzt – auf 1½% im März –, infolge von Änderungen in der Handhabung der Geldpolitik ist der Tagesgeldsatz jedoch stärker gesunken, auf unter 1%. In Anbetracht der düsteren Wirtschaftsaussichten im Euroraum und der vielerorts deutlich werdenden Anzeichen für einen Inflationsrückgang sollte der verbleibende Spielraum für weitere Zinssenkungen ausgeschöpft werden.
- ... und im Vereinigten Königreich*
- Die Währungsbehörden des Vereinigten Königreichs haben die Leitzinsen seit Anfang 2008 um beispiellose 500 Basispunkte herabgesetzt, so dass sie zuletzt bei ½% lagen; in Anbetracht der weiteren Aussichten für die Konjunktorentwicklung sollten die Leitzinsen noch bis Ende 2010 so nah wie möglich bei null gehalten werden.

Wenn das Risiko des Eintritts in eine Deflationsphase gesehen wird und die Zinsen bereits nahe bei null liegen, ist es wichtig, dass man sich für einen hinreichend langen Zeitraum auf ein niedriges Zinsniveau verpflichtet<sup>14</sup>. Ein nützliches Instrument für eine effiziente Verankerung der Inflationserwartungen ist es ferner, die Entschlossenheit zu bekräftigen, auf eine Konvergenz der Inflation gegen die Zielwerte auf mittlere Sicht hinzuwirken.

***Auch unkonventionelle Maßnahmen werden eingesetzt ...***

Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen haben zu einer erheblichen Ausweitung der Bilanzsumme der Zentralbanken geführt (Abb. 1.20) und scheinen dafür gesorgt zu haben, dass die Finanzintermediation wieder etwas besser funktioniert.

***... und zwar in den Vereinigten Staaten ...***

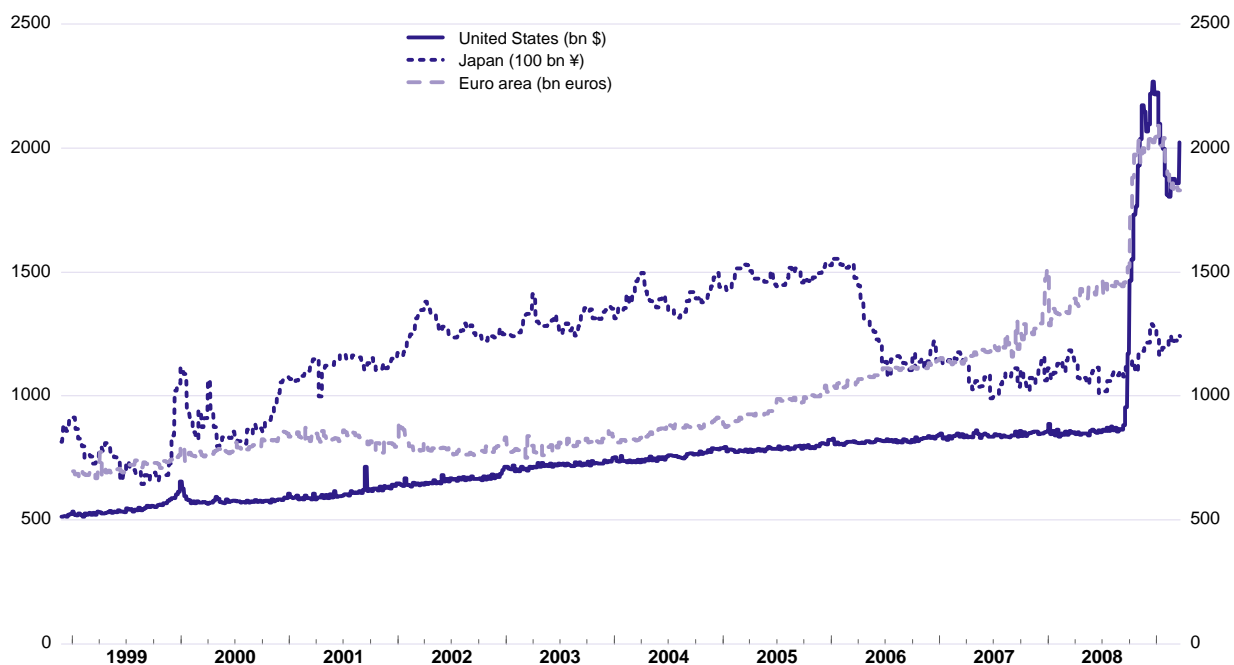
- Die Fed ist dabei, die bereits eingerichteten Programme weiter auszubauen (in Bezug auf Laufzeit und Umfang), und hat mit dem Ankauf länger laufender US-Staatspapiere begonnen<sup>15</sup>. Ihre Bilanz dürfte somit noch eine Zeitlang aufgebläht bleiben. Nach der Ankündigung dieser neuen Politik war ein Rückgang der Renditen von US-Staatsanleihen zu beobachten. Indem sie Schuldtitel öffentlicher Stellen und hypothekarisch besicherte Wertpapiere aufkaufte, hat die Fed auch erreicht, dass die Zinssätze für neue festverzinsliche, langlaufende Hypothekenkredite seit Ende Oktober auf Rekordtiefststände gesunken sind. Außerdem hat die von der Fed eingerichtete Finanzierungsfazilität für Commercial Paper offenbar zur Stabilisierung des Markts für diese Papiere beigetragen, wodurch sich die Zinssätze im gesamten Laufzeitenspektrum deutlich verringert haben.

14. Empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass ein solches Engagement zu einer Absenkung der Renditekurve, vor allem im kurz- und mittelfristigen Bereich, führt, zumindest so weit sich dies aus dem Beispiel Japans schließen lässt (Ugai, 2007).

15. Die *Term Asset backed securities Loan Facility* – TALF (die die Verbriefungstätigkeit und damit auch die Kreditvergabe wieder ankurbeln soll) wurde ausgeweitet, wobei ihr Volumen von ursprünglich 200 Mrd. US-\$ angehoben und ihr Anwendungsbereich ausgedehnt wurde. Im März kündigte die Fed an, dass sie die Aufkäufe von hypothekarisch besicherten Wertpapieren staatsnaher Institute auf 750 Mrd. US-\$ und von Schuldverschreibungen öffentlicher Stellen auf 100 Mrd. US-\$ erhöhen wird.

Figure 1.20. Central banks have expanded their balance sheets

Last observation: 18, 20 and 23 March 2009



Source: Datastream.

... *im Euroraum* ...

- Die EZB schließt die Möglichkeit der Umsetzung geldpolitischer Nicht-Standard-Maßnahmen zwar nicht aus, sollten sich die Finanzierungsbedingungen weiter verschlechtern, hat bislang jedoch noch kein entsprechendes offizielles Programm angekündigt. Dies erklärt sich größtenteils daraus, dass die Möglichkeit der Durchführung solcher Maßnahmen bereits bei Beginn der Rezession bestand, weshalb sich die Bilanz der EZB erheblich ausgeweitet hat. In Anbetracht der düsteren wirtschaftlichen Aussichten sollte zur Nachfragestützung auf eine quantitative Lockerung (*quantitative easing*) zurückgegriffen werden.

... *in Japan* ...

- Die Bank von Japan hat im ersten Quartal 2009 unkonventionelle Maßnahmen eingeleitet, wie den direkten Ankauf regulärer und forderungsbesicherter Commercial Paper, um den auf den Unternehmen lastenden Finanzierungsdruck zu lindern. Sie hat auch damit begonnen, direkt Unternehmensanleihen aufzukaufen. Zudem hat die japanische Zentralbank vor kurzem vorübergehende Maßnahmen eingeführt, die die Unternehmensfinanzierung erleichtern sollen<sup>16</sup>, und ein Programm wieder aufgenommen, in dessen Rahmen sie bei Banken Unternehmensaktien kauft; darüber hinaus wird sie Banken Nachrangdarlehen einräumen.

16. Die Bank von Japan hat im Januar 2009 eine Fazilität eingerichtet, in deren Rahmen sie gegen Unternehmensschuldtitle als Sicherheit unbegrenzte Mittel zum Tagesgeldzielsatz zur Verfügung stellt.

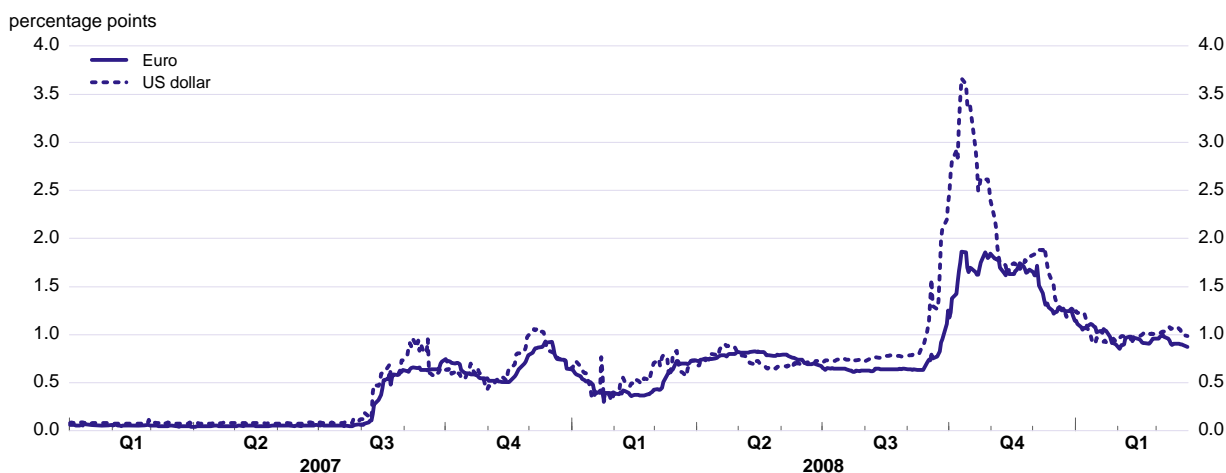
### ... und im Vereinigten Königreich

- Das Vereinigte Königreich hat mit der Umsetzung einer Strategie der quantitativen Lockerung begonnen, die den Ankauf von Schuldverschreibungen des öffentlichen und privaten Sektors beinhaltet<sup>17</sup>. Die Renditen britischer Staatsanleihen sind erheblich gesunken, seit die Bank von England mit ihrem Ankauf begonnen hat.

### Programme zur Erhöhung der Liquiditätszufuhr führten offenbar zu einer Verringerung der Zinsaufschläge

Die bislang ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen scheinen zu einer gewissen Verbesserung der Finanzintermediation beigetragen zu haben, auch wenn die Märkte im historischen Vergleich nach wie vor sehr volatil sind. Insbesondere die Programme zur Erhöhung der Liquiditätszufuhr haben mit dafür gesorgt, dass die Spreads zwischen den Zinssätzen für unbesichertes Dreimonatsgeld an den Interbankenmärkten und den erwarteten Tagesgeldsätzen sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum gesunken sind (Abb. 1.21)<sup>18</sup>.

Figure 1.21. Money market spreads have eased



Note: Spread between three-month EURIBOR and EONIA swap index for euro area; spread between three-month LIBOR and overnight indexed swap for the United States.

Source: Datastream; and Bloomberg.

- Die Bank von England wird den Kauf von Schuldverschreibungen des privaten Sektors (*Asset Purchase Facility*) sowie von britischen Staatspapieren mit mittlerer und langer Laufzeit auf den Sekundärmärkten in Höhe von insgesamt 75 Mrd. Pfund Sterling (ungefähr 5% des BIP) finanzieren. Die *Asset Purchase Facility* umfasst eine *Commercial Paper Facility* für den Kauf von auf Pfund Sterling lautenden Commercial Paper mit Investment-Grade-Rating, die von britischen Unternehmen begeben wurden. Die Bank von England denkt auch über die Einführung eines Programms für den Sekundärmarkt für Unternehmensanleihen nach.
- Empirische Daten aus den Vereinigten Staaten zeigen, dass die *Term Auction Facility* (TAF) zur Entspannung der Bedingungen an den Geldmärkten beitrug: Die Ankündigung der TAF und ihre anschließende Umsetzung resultierten in einem kumulierten Rückgang des LIBOR-OIS-Spreads um über 50 Basispunkte in der ersten Phase der Finanzkrise (1. Januar 2007 bis 24. April 2008). Dabei handelte es sich insofern um einen in wirtschaftlicher Hinsicht signifikanten Rückgang, als er sich auf ungefähr 90% des durchschnittlichen Niveaus des LIBOR-OIS-Spreads im Schätzungszeitraum belief (McAndrews et al., 2008). Kwan (2009) erläutert, dass das Ausfallrisiko rd. 44% der Variation des LIBOR-OIS-Spreads erklären kann.

*Sicherung einer reibungslosen Rückkehr zu normalen  
Finanzierungsbedingungen*

***Es müssen Ausstiegs-  
strategien vorbereitet  
werden ...***

Zur Vermeidung von Instabilitäten ist es für die weitere Zukunft wichtig, dass die Maßnahmen in einer Weise gestaltet und umgesetzt werden, bei der ihre reibungslose Rücknahme gewährleistet ist, wenn sich die Bedingungen an den Finanzmärkten wieder normalisieren. Sollte die Liquidität nicht so rasch entzogen werden, wie dies angesichts der eintretenden Verbesserung der Finanzmarktverfassung angemessen wäre, besteht insbesondere die Befürchtung, dass die Finanzierungsbedingungen zu expansiv werden und so destabilisierend auf die Inflationserwartungen und damit letztlich auch auf die Inflation wirken. Um dies zu verhindern, wurden die meisten Maßnahmen bereits als befristet angekündigt, wobei u.a. schon feste Termine für ihr Auslaufen festgelegt wurden. Dies ist z.B. für die Programme zur Belebung der Aktivität an den Finanzmärkten der Fall, die nur während eines relativ kurzen Zeitraums Bestand haben sollen. Die staatlichen Bürgschaften für Risikoaktiva wurden in der Regel für längere Zeiträume gewährt (fünf bis zehn Jahre), während bei den Rekapitalisierungen der Banken, für die kein expliziter Auslauftermin festgelegt wurde, die Verpflichtung gilt, die staatlichen Beteiligungen aufzulösen, sobald sich die Bedingungen an den Finanzmärkten wieder normalisieren.

***... auch wenn einige  
Maßnahmen u.U.  
automatisch auslaufen  
könnten***

Einige Rettungspakete für den Finanzsektor wurden so konzipiert, dass sich die für die Marktteilnehmer bestehenden Anreize zur Inanspruchnahme öffentlicher Unterstützung in dem Maße verringern, wie sich die Bedingungen an den Kreditmärkten verbessern<sup>19</sup>. Zudem sind einige Programme mit Kürzungen der Managervergütungen und der Dividenden verbunden, womit Anteilseigner und Unternehmensleitung einen starken Anreiz haben, alles daran zu setzen, so bald wie möglich auf die öffentliche Unterstützung verzichten zu können<sup>20</sup>. Darüber hinaus ist die Laufzeit vieler von den Währungsbehörden aufgekaufter Aktiva relativ kurz, womit gewährleistet ist, dass die Bilanzsumme der Zentralbanken rasch wieder schrumpft, wenn die Programme beendet werden. Im Fall der Fed umfassen diese Programme Darlehen an Finanzinstitute, Währungsswaps und Commercial Paper. Bei länger laufenden Aktiva (z.B. Schuldverschreibungen von US-Behörden und hypothekarisch besicherten Wertpapieren im Fall der Vereinigten Staaten und Unternehmensanleihen sowie Aktien im Fall Japans) ist es wichtig, dass diese nur nach und nach abgestoßen werden, um zu verhindern, dass es gleich nach Beruhigung der Lage schon wieder zu neuen Verwerfungen an den Märkten kommt. Bei einigen Maßnahmen wird die Rücknahme indessen schwieriger sein, sofern sie nicht im Rahmen konzertierter internationaler Bemühungen erfolgt. Änderungen der Höhe der Einlagensicherung wirken sich beispielsweise auf die Wettbewerbsposition der Banken aus, wenn sie nur unilateral vorgenommen werden.

---

19. Bei Rekapitalisierungen von Banken muss für die im Gegenzug für die Kapitalspritzen begebenen Vorzugsaktien z.B. eine sehr hohe Dividende gezahlt werden. Und im Fall der Bürgschaften für Risikoaktiva werden Gebühren für die Teilnahme an den Programmen erhoben.

20. Ein anderes Problem ist, dass solche Auflagen auch als Negativanreiz für die Teilnahme an den Programmen wirken können.

### *Geldpolitischer Rahmen*

#### ***Die geldpolitischen Leitlinien werden sich ändern müssen***

Die Währungsbehörden müssen jetzt zwar die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ankurbeln, um ihre aktuellen Zielvorgaben zu erreichen, wenn diese Ziele erfüllt sind, könnte es jedoch sinnvoll sein, dass sie ihre geldpolitischen Leitlinien einer Neubeurteilung unterziehen. Angesichts der Häufigkeit, mit der es in den OECD-Volkswirtschaften zu Deflationsphasen bzw. Deflationsgefahren gekommen ist, sind in der Tat Zweifel an der Zweckmäßigkeit der gegenwärtigen geldpolitischen Leitlinien laut geworden. Japan erlebte in der Zeit zwischen 2000 und 2006 eine Phase der Deflation, während in den Vereinigten Staaten 2001 und erneut 2003 ein Deflationsrisiko gesehen wurde. Gegenwärtig scheint für 2010 in vielen OECD-Volkswirtschaften ein signifikantes Deflationsrisiko zu bestehen. Vor diesem Hintergrund tatsächlicher oder drohender Deflationsphasen könnte eine Anhebung der Zielwerte für die Inflation als eine mögliche Option zur Verringerung der Deflationsanfälligkeit betrachtet werden, sobald sich die Situation wieder normalisiert. Etwaige wirtschaftliche Kosten eines dauerhaften, aber geringfügigen Inflationsanstiegs könnten als „Versicherungsprämie“ gesehen werden, die zur Verringerung des Deflationsrisikos gezahlt werden müsste. Alternativ dazu könnte die Geldpolitik einen Pfad für die Preisentwicklung vorzeichnen, was eine Option wäre, durch die sich das Deflationsrisiko deutlich verringern würde, sofern die Glaubwürdigkeit dieser Politik gesichert ist<sup>21</sup>. Bei der Überarbeitung der geldpolitischen Leitlinien könnte auch festgelegt werden, dass die Inflation im Durchschnitt eines längeren Zeitraums nahe ihrem Zielwert liegen muss, z.B. über den Konjunkturzyklus (wie dies derzeit in Australien vorgesehen ist). Im Hinblick auf die Vermeidung von Liquiditätsfallen hätte diese Option dieselben Vorteile wie eine Preisniveausteuerung, würde aber geringere Anpassungen der derzeitigen geldpolitischen Leitlinien erfordern. Eine weitere Lehre, die sich aus der gegenwärtigen Krise ziehen lässt, ist, dass Vermögenspreisblasen eine sehr destabilisierende Wirkung entfalten können. Auch wenn eine Steuerung der Vermögenspreise problematisch und vermutlich auch nicht erstrebenswert ist, muss den Entwicklungen an den Vermögensmärkten in den geld- und finanzpolitischen Rahmen der Volkswirtschaften, in denen dies derzeit nicht der Fall ist, doch größeres Gewicht beigemessen werden.

### ***Fiskalpolitik***

#### ***Auf Grund der Schwere des Abschwungs wird wieder auf diskretionäre fiskalische Aktionen zurückgegriffen***

Das Ausmaß des Abschwungs hat in Verbindung mit der Tatsache, dass der monetäre Transmissionsmechanismus beeinträchtigt ist und in vielen Ländern wenig oder kein Spielraum für weitere Senkungen der Leitzinsen besteht, in praktisch allen OECD-Ländern und zahlreichen Nicht-OECD-Ländern (insbesondere China) zur Einführung diskretionärer fiskalischer Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur geführt<sup>22</sup>. Eine detaillierte Dokumentation und Bewertung dieser Maßnahmen sowie eine Analyse der Vorteile und der Kosten zusätzlicher diskretionärer fiskalischer Lockerung sind in Kapitel 3 zu finden, das sich auf die nachstehenden Erkenntnisse stützt.

21. Vgl. Cournède et al. (2009) wegen neuerer OECD-Arbeiten, die diese These untermauern.

22. Bei den wenigen OECD-Ländern, die ihre Fiskalpolitik gestrafft haben, handelt es sich um Irland, Island und Ungarn.

**Der Umfang der Fiskalpakete weist im Ländervergleich erhebliche Unterschiede auf**

Der Umfang dieser Fiskalpakete, gemessen an den kumulierten Abweichungen der Haushaltssalden über den Zeitraum 2008-2010, beläuft sich auf rd. 3½% des BIP der OECD-Länder von 2008, und die von den Impulsen ausgehende Stützung für das BIP wird für das durchschnittliche OECD-Land sowohl 2009 als auch 2010 rd. ½% betragen. Zwischen den einzelnen Ländern bestehen jedoch erhebliche Unterschiede in Bezug auf den Umfang der Pakete und ihren Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion. Nur für die Vereinigten Staaten und Australien wird die fiskalische Expansion einen Impuls liefern, der 2009 und 2010 deutlich über 1% des BIP liegt. Für die anderen Länder wird der wahrscheinliche Effekt der Fiskalpakete angesichts der Größe der künftigen Produktionslücke als geringer eingeschätzt.

**Die Haushaltspositionen werden sich voraussichtlich drastisch verschlechtern**

Die Verschlechterung der OECD-weiten Haushaltssalden um nahezu 6 Prozentpunkte des BIP über den Zeitraum 2009-2010 wird nur in geringem Maße in der diskretionären fiskalischen Reaktion auf die Krise berücksichtigt. Die Zunahme der Defizite hängt größtenteils mit den automatischen Stabilisatoren zusammen (Tabelle 1.5), ein Beitrag geht aber auch vom Wegfall der bisherigen außergewöhnlichen Einnahmedynamik und nichtkrisenbezogenen diskretionären Maßnahmen aus. Die Anhäufung hoher Defizite impliziert einen raschen Anstieg der Staatsverschuldung, wobei die Bruttoverbindlichkeiten des Sektors Staat im OECD-Raum 2010 100% des BIP erreichen dürften. Diese Zahl umfasst nicht die mit den finanziellen Rettungsaktionen verbundenen Eventualverbindlichkeiten.

**Table 1.5. Fiscal positions are deteriorating dramatically**

*Per cent of GDP / Potential GDP*

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>United States</b>					
Actual balance	-2.2	-2.9	-5.8	-10.2	-11.9
Underlying balance <sup>1</sup>	-2.9	-3.3	-5.4	-7.6	-8.2
Underlying primary balance <sup>1</sup>	-0.9	-1.2	-3.5	-6.1	-6.7
Gross financial liabilities	61.7	62.9	71.9	88.1	100.0
<b>Japan</b>					
Actual balance	-1.6	-2.5	-2.6	-6.8	-8.4
Underlying balance <sup>1</sup>	-3.5	-3.2	-3.7	-4.6	-4.6
Underlying primary balance <sup>1</sup>	-2.8	-2.6	-2.9	-3.7	-3.4
Gross financial liabilities	172.1	167.1	172.1	186.2	197.3
<b>Euro area</b>					
Actual balance	-1.3	-0.7	-1.8	-5.4	-7.0
Underlying balance <sup>1</sup>	-1.3	-0.9	-1.4	-2.1	-2.7
Underlying primary balance <sup>1</sup>	1.3	1.7	1.2	0.5	-0.1
Gross financial liabilities	74.6	71.2	71.0	77.7	84.4
<b>OECD</b>					
Actual balance	-1.3	-1.4	-3.0	-7.2	-8.7
Underlying balance <sup>1</sup>	-2.1	-2.1	-3.2	-4.8	-5.2
Underlying primary balance <sup>1</sup>	-0.3	-0.2	-1.4	-3.1	-3.5
Gross financial liabilities	76.0	74.5	78.8	90.6	99.9

*Note:* Actual balances and liabilities are in per cent of nominal GDP. Underlying balances are in per cent of potential GDP. The underlying primary balance is the underlying balance excluding the impact of the net debt interest payments.

1. Fiscal balances adjusted for the cycle and for one-offs.

Source: OECD.

***Der Spielraum für zusätzliche Unterstützung hängt vom Grad der Staatsverschuldung ab***

Der größte Begrenzungsfaktor für die Einführung zusätzlicher fiskalischer Impulse ist möglicherweise die Reaktion der Finanzmärkte auf den höheren staatlichen Finanzierungsbedarf. Diese wird von der Staatsverschuldung und dem erwarteten künftigen Pfad der staatlichen Haushaltspositionen (bei denen auch höhere alterungsbedingte Ausgaben mit unveränderten Politiken berücksichtigt werden) beeinflusst sowie von der Glaubwürdigkeit, die die Regierungen hinsichtlich der Gewährleistung längerfristiger fiskalischer Stabilität genießen. Auf dieser Basis wären die Länder mit dem größten fiskalischen Handlungsspielraum offenbar Deutschland, Kanada, Australien, die Niederlande, die Schweiz, Korea und einige der nordischen Länder. Demgegenüber würden zu den Ländern, in denen der Spielraum für fiskalische Impulse sehr begrenzt ist, Japan, Italien, Griechenland, Island und Irland zählen.

***Zusätzliche fiskalische Unterstützung kann von automatischen Stabilisatoren und diskretionären Maßnahmen kommen***

Sollten sich die Abwärtsrisiken konkretisieren, könnten auch andere Länder weitere Stimulierungsmaßnahmen in Erwägung ziehen. Ob dies geschieht, würde z.T. von dem Grad abhängen, in dem negative Impulse durch automatische Stabilisatoren kompensiert werden. Diese automatischen Stabilisatoren sind in der Regel in Europa relativ ausgeprägt, obwohl ihre Stärke zwischen den einzelnen europäischen Ländern merklich variiert, und in den Vereinigten Staaten sowie in Japan relativ schwach. Daher sind in den europäischen Ländern geringere diskretionäre Stimulierungsmaßnahmen erforderlich als in den Vereinigten Staaten, um einen gemeinsamen Schock zu dämpfen.

***Die fiskalische Glaubwürdigkeit ist besonders wichtig***

Die Notwendigkeit, negative Finanzmarktreaktionen auf ein Mindestmaß zu reduzieren und auf diesem Weg die Wirksamkeit diskretionärer fiskalischer Aktionen zu verstärken, unterstreicht zudem die Bedeutung, die einem von der Politik gedeckten glaubwürdigen mittelfristigen Finanzrahmen bei der Gewährleistung einer tragfähigen Haushaltsposition zukommt. Eine Strategie, mit der sichergestellt werden soll, dass die fiskalische Tragfähigkeit nicht durch ein Konjunkturpaket gefährdet wird, besteht darin, auch Reformen anzukündigen, die in Zukunft für Haushaltsentlastungen sorgen.

***Fiskalische Impulse, die in einem Land eingesetzt werden, haben Spillover-Effekte in anderen Ländern***

Fiskalische Impulse, die in einem Land eingesetzt werden, haben Spillover-Effekte in anderen Ländern. Diese können sowohl positiv (über den Handel) als auch negativ (über Zinsen) sein. Die erste Art von Spillover-Effekten ist a priori häufiger bei Maßnahmen, die von kleinen offenen Volkswirtschaften ergriffen werden, während der zweite Typ im Fall von Impulsen überwiegt, die von großen Volkswirtschaften ausgehen. Im Prinzip könnten derartige Spillover-Effekte ein Argument zu Gunsten der Koordinierung darstellen, aber in der Praxis ist eine diesbezügliche Koordinierung schwer umzusetzen.

***Arbeitsmarkt- und weitere strukturpolitische Maßnahmen***

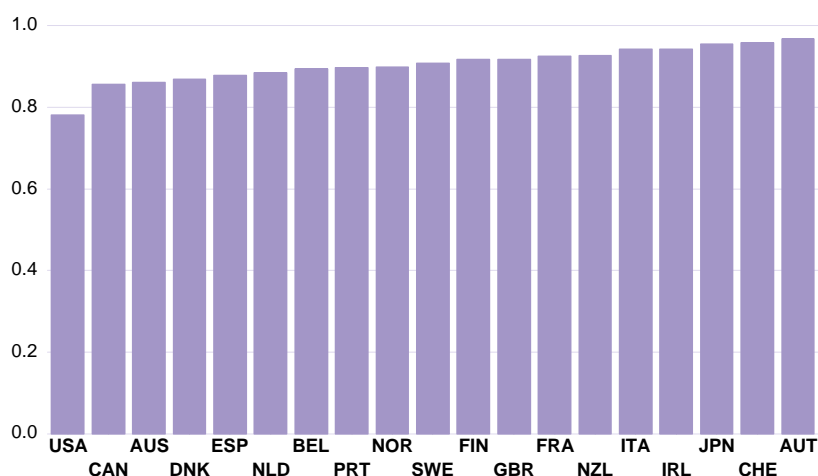
***Die hohen Arbeitslosenquoten werden wahrscheinlich fortbestehen ...***

In der Vergangenheit setzten sich große konjunkturbedingte Zunahmen der Arbeitslosigkeit tendenziell z.T. in struktureller Arbeitslosigkeit fort, was das Produktionspotenzial über einen längeren Zeitraum reduzierte. Die Persistenz der Arbeitslosigkeit war zwischen den einzelnen Ländern unterschiedlich: Ein Anstieg der Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten bildete sich in der Regel relativ schnell zurück, während sich der Anpassungsprozess in Japan und einigen europäischen Ländern gewöhnlich länger hinzog



(Abb. 1.22). Diese im Ländervergleich festzustellenden Unterschiede in Bezug auf die Persistenz hängen in gewissem Umfang mit Differenzen in der Ausrichtung strukturpolitischer Maßnahmen zusammen, insbesondere im Bereich der Regulierung der Produkt- und Arbeitsmärkte. Es steht zu hoffen, dass die in den letzten Jahren in diesen Bereichen durchgeführten Reformen, vor allem Fortschritte beim Abbau von Wettbewerbsschranken an den Produktmärkten, dazu beitragen werden, die Rückkehr der Arbeitslosigkeit zu Vor-Krisen-Niveaus zu beschleunigen<sup>23</sup>.

**Figure 1.22. Many OECD countries have highly persistent unemployment**  
1970-2007



*Note:* The measure shows the strength of the link between unemployment rates in one year and the previous year. It is the coefficient on lagged unemployment in first-order autoregressive equations. A higher value implies that unemployment is more persistent.

*Source:* OECD.

**... was das Potenzialwachstum verringern würde und Folgen für die Fiskal- und Geldpolitik hätte**

Dennoch besteht eindeutig das Risiko, dass die hohen für 2010 projizierten Arbeitslosenquoten in den darauffolgenden Jahren in gewissem Umfang zu struktureller Arbeitslosigkeit werden. In diesem Fall werden die strukturellen Haushaltsdefizite höher ausfallen als sonst der Fall wäre, da die Einnahmen niedriger und die Ausgaben höher sein werden, wenn sich die Wirtschaft wieder ihrer Potenzialrate nähert. Dies impliziert gleichzeitig, dass die Geldpolitik in der Erholungsphase früher gestrafft werden muss, um das Entstehen inflationärer Spannungen zu vermeiden. Würde sich die Arbeitslosigkeit auf hohen Niveaus verfestigen, käme es zu einer Wiederholung der Krise der 1970er Jahre, die den Boden für länger andauernde makroökonomische Ungleichgewichte bereitete. Dies alles unterstreicht die Notwendigkeit krisenbezogener Maßnahmen an den Arbeitsmärkten, um einen Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit so weit wie möglich zu verhindern.

23. Wenngleich eine flexiblere Ausrichtung der Politik die Anpassung an Schocks beschleunigt, erhöht sie in der Regel auch den Umfang der Reaktionen auf Schocks. Im Durchschnitt überwiegt der erste Effekt den zweiten, wie in Duval et al. (2008) dargelegt wird. Ein Grund dafür, dass eine flexible Ausrichtung der Politik die Anpassung beschleunigt, besteht jedoch darin, dass sie der Geldpolitik mehr Spielraum lässt, um auf Schocks zu reagieren. Unter den derzeitigen Umständen, bei denen die Leitzinsen in der Nähe von null liegen, sind solche Reaktionen nicht möglich, und daher ist der Vorteil flexibler Arbeits- und Produktmarktpolitiken möglicherweise kleiner als in normalen Zeiten.

***Verschiedene Maßnahmen können den Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit mindern***

Die Maßnahmen zur Minderung des Anstiegs der strukturellen Arbeitslosigkeit könnten sich sowohl auf die Beschränkung der Zunahme der tatsächlichen Arbeitslosigkeit als auch auf die Verringerung des Risikos konzentrieren, dass die tatsächliche Arbeitslosigkeit zu struktureller Arbeitslosigkeit wird. Abgesehen von allgemeinen Nachfrageimpulsen könnten Maßnahmen zum Abbau von Hürden, die es jungen Menschen verwehren, an Weiterbildungsmaßnahmen teilzunehmen, dazu beitragen, die Erhöhung der Arbeitslosigkeit zu begrenzen. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht dürften die Opportunitätskosten von Schulungen derzeit zudem besonders niedrig sein, was den Schluss nahe legt, dass zeitlich befristete Maßnahmen, bei denen der Staat einen Teil der Kosten, einschließlich der Lohnkosten trägt, in Betracht gezogen werden könnten. Andere kurzfristige Maßnahmen, die die Arbeitskräftenachfrage stützen und einen gewissen Grad an Arbeitsteilung erlauben, sind u.U. ebenfalls hilfreich, vorausgesetzt, sie sind mit Vorkehrungen gegen Missbrauch verbunden und gehen entweder mit klaren Bestimmungen zur Begrenzung der Geltungsdauer oder Anreizen einher, die zu einer automatischen Rücknahme führen, sobald sich die Konjunktur erholt. Aktive arbeitsmarktpolitische Maßnahmen begrenzen u.U. das Risiko, dass sich Arbeitslose zu weit vom aktiven Arbeitsmarkt entfernen, doch wurde in den Konjunkturpaketen bisher offenbar kein großes Gewicht auf solche Ausgaben gelegt.

***Manche Krisenmaßnahmen müssen zurückgenommen werden, sobald die Erholung Tritt fasst ...***

Es ist auch wichtig, sicherzustellen, dass Maßnahmen, die als Teil einer Krisenreaktion eingeführt wurden, aber längerfristig schädlich sein dürften, in geordneter Weise auslaufen. Einige Länder haben z.B. Dauer und Umfang des sozialen Schutzes ausgeweitet, um die Menschen vor materiellen Härten zu schützen. Während dies unter den gegebenen Umständen verständlich ist, müssen solche Maßnahmen u.U. zurückgenommen werden, sobald eine Erholung im Gange ist. Eine andere Art von Maßnahme, die infolge der steigenden Arbeitslosigkeit in den 1970er Jahren eingeleitet wurde und danach schwer aufzuheben war, ist die Verringerung des Arbeitskräfteangebots durch diverse Frühverrentungsprogramme. Die bisherige Erfahrung und die künftige Notwendigkeit einer Verlängerung der Lebensarbeitszeit sprechen stark gegen das Experimentieren mit derartigen Maßnahmen.

***... wenn Arbeitsmarkt-reformen wieder auf die Politikagenda gesetzt werden müssen***

Ganz allgemein muss das Erfordernis, die Arbeitsmarktpolitiken in vielen OECD-Ländern zu reformieren, wieder Teil der Agenda sein, sobald die Erholung Tritt fasst. In der Neubewertung der OECD-Beschäftigungsstrategie und der Publikation *Going for Growth* wurden Maßnahmen zur Verbesserung der Arbeitsmarktergebnisse identifiziert, deren Einführung in einem frühen Stadium des Aufschwungs für kräftige Beschäftigungszuwächse und eine starke Senkung der Arbeitslosigkeit sorgen könnte.

***Krisenmaßnahmen schwächen zudem den Wettbewerb an den Finanz- und Produktmärkten ...***

Krisenmaßnahmen können zudem negative Effekte auf den Wettbewerb an den Finanz- und Produktmärkten haben. Die Umstrukturierung des Finanzsektors mit einem größeren Engagement des Staats als Anteilseigner verringert möglicherweise den Wettbewerb auf den Finanzmärkten. In der Tat wird in einigen Stützungspaketen (z.B. im Vereinigten Königreich und Irland) die inländische Kreditvergabe der Finanzinstitute privilegiert, was den Wettbewerb im Ausland reduziert. Was Nichtfinanzunternehmen betrifft, zielt die jüngst in vielen Ländern (insbesondere Australien, Frankreich, Italien, Kanada, Schweden, Spanien und den Vereinigten Staaten) angekündigte Unterstützung für einzelne Sektoren, insbesondere die Automobilindustrie, darauf ab, den Umfang der

Arbeitsplatzverluste in einem bereits schwachen konjunkturellen Umfeld zu minimieren. Die Krisenmaßnahmen verzerren jedoch den Wettbewerb und die effiziente Ressourcenallokation, da sie den Marktaustritt von wenig leistungsfähigen Herstellern blockieren oder verzögern, sofern die Unterstützung nicht von ehrgeizigen Sanierungsplänen abhängig gemacht wird und einer strengen zeitlichen Befristung unterliegt. Dennoch könnten diese Maßnahmen als protektionistische Regelungen angesehen werden und Vergeltungsmaßnahmen der Handelspartner heraufbeschwören. Darüber hinaus haben staatliche Konjunkturmaßnahmen in einigen Ländern den Eindruck vermittelt, dass sie offen ausländische Hersteller diskriminieren (z.B. die „Buy America“-Klausel im US-Konjunkturpaket, das im Februar 2008 beschlossen wurde, obwohl es auch eine Klausel enthält, der zufolge diese Bestimmungen mit internationalen Verpflichtungen vereinbar sein sollten).

***... und protektionistische  
Tendenzen sind auf dem  
Vormarsch***

Bislang waren protektionistische „border measures“ wie Zölle und Quoten recht selten und beschränkten sich auf Nicht-OECD-Länder. Indessen haben die an die Welthandelsorganisation gerichteten Antidumping-Klagen in den letzten Monaten stark zugenommen. Da die Arbeitslosigkeit überall ansteigt, werden sich die protektionistischen Tendenzen wahrscheinlich verstärken und es wird politischer Entschlossenheit bedürfen, um den Freihandel und die Investitionsregime zu verteidigen.

**ANHANG 1.1**  
**BEWÄLTIGUNG DER FINANZKRISE:**  
**DIE PRÄZEDENZFÄLLE SCHWEDEN UND JAPAN**

***Schweden und Japan sahen sich in den 1990er Jahren mit Finanzkrisen konfrontiert***

Dieser Anhang liefert Informationen zu den Erfahrungen Schwedens und Japans im Umgang mit Finanzkrisen in den 1990er Jahren. Für beide Länder werden jeweils die Ursachen der Krise, die Reaktion der Politik und die letzte Lösung dokumentiert. Abschließend wird dargestellt, was daraus zu lernen ist.

**Schweden**

***Die Ursachen der Krise***

***Die Deregulierung des Finanzsektors führte in Schweden zu einer überhöhten Bankkreditvergabe***

Anfang bis Mitte der 1980er Jahre begann Schweden mit der Deregulierung seines Finanzsektors, der durch Kreditobergrenzen, Beschränkungen der Investitionen in Staatsanleihen und Hypothekeninstitute sowie eine eingehende Überwachung seitens der Riksbank geprägt gewesen war. Die plötzliche Deregulierung führte in Verbindung mit mangelnder Erfahrung bei der Risikoanalyse dazu, dass der Bankensektor übermäßige Risiken einging. Zudem ging die Deregulierung nicht mit einer Reform des Steuerrechts einher, das die volle Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen erlaubte und dadurch die Anreize zur Kreditaufnahme noch verstärkte. Immobilienkredite, die Bautätigkeit sowie die Aktienkurse und Wohnimmobilienpreise schnellten in die Höhe. Wettbewerbsfähigkeitsverluste, höhere Zinsen infolge der deutschen Wiedervereinigung im Jahr 1990 (die wegen der damaligen Politik der festen Wechselkurse Übergreifeffekte auf Schweden auslöste) und eine Steuerreform, die den Wert der Zinsabzüge reduzierte, führten zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums und verursachten in der Folge einen Run auf die Währung sowie beträchtliche Erhöhungen der Zinssätze. Da das Wachstum ins Stocken geriet und die Arbeitslosigkeit stieg, konnten zahlreiche Kreditnehmer des Privatsektors ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen, und die Banken schränkten die Verlängerung von Krediten ein, um Reserven für Kreditausfälle aufzubauen<sup>24</sup>.

***Die Reaktion der Politik***

***Der Staat übernahm zahlreiche Banken***

Als 1991 die Immobilienpreise implodierten, wurde das schwedische Bankensystem insolvent. Die erste Antwort auf die Finanzkrise war ein unsystematischer Umgang mit in Not geratenen Banken (Kapitalspritzen und Bürgschaften). Im Frühjahr 1992 bot die Regierung den Gläubigern aller 114 Banken

---

24. Vgl. Englund (1999).

des Landes für eine Frist von vier Jahren eine Pauschalbürgschaft an. Der Weg war frei, um das Problem der insolventen Banken zu lösen. Die Regierung forderte zunächst von den teilnehmenden Banken, unverzüglich ihre Verluste anzuerkennen, wobei die problembehafteten Vermögenswerte zum Buchwert auf zwei unabhängige staatseigene Vermögensverwaltungsgesellschaften übertragen wurden. In einem zweiten Schritt rekapitalisierte der Staat diese Banken und erwarb direktes Eigentum an ihnen. Die Regierung folgte dem Prinzip, die Banken, aber nicht deren Eigentümer zu retten. Bei Abschluss der Krise hatte der schwedische Staat einen beträchtlichen Anteil des Bankensektors übernommen.

***Starke Vermögensverwaltungsgesellschaften wurden eingerichtet***

Die Vermögensverwaltungsgesellschaften waren in hohem Maße unabhängig. Sie wurden von Anfang an adäquat ausgestattet im Verhältnis zu den erwarteten Verlusten, die sie Zeit ihres Bestehens zu bewältigen haben würden. Damit wurde garantiert, dass sie in der Lage sein würden, die Abwicklungsoperationen autonom durchzuführen und nicht gezwungen wären, das Parlament um zusätzliche Finanzmittel zu ersuchen, das dann politischen Druck hätte ausüben können. Des Weiteren wurden die Regeln angepasst für den Fall, dass die Vermögensverwaltungsgesellschaften vielleicht länger als die im Rahmen der Insolvenzvorschriften der Bankengesetzgebung vorgesehenen drei Jahre bräuchten, um die problembehafteten Vermögenswerte abwickeln zu können, ohne die Marktpreise zu starkem Druck auszusetzen.

### ***Die Lösung***

***Insgesamt blieben die fiskalischen Belastungen moderat***

Anfang 1997 waren die problembehafteten Vermögenswerte liquidiert, und zwar schneller und zu niedrigeren Kosten für den schwedischen Steuerzahler als ursprünglich vorgesehen. Schweden hat zwar 4% seines BIP (65 Milliarden Kronen) zur Rettung seiner maroden Banken ausgegeben, die endgültigen Kosten beliefen sich jedoch Schätzungen zufolge auf weniger als 2% des BIP<sup>25</sup>. Der Unterschied ist auf den Erfolg der Vermögensverwaltungsgesellschaften bei der Einbringung der in den von ihnen übernommenen Problemkrediten verbliebenen Restwerte zurückzuführen. Zu diesen Bemühungen gehörte auch der Erwerb von Beteiligungen am Kapital der Kreditnehmer, um Werte zu erhalten und wiederherzustellen, und sogar die vollständige Übernahme zahlungsunfähiger Firmen bis zu deren Liquidierung.

## **Japan**

### ***Die Ursachen der Krise***

***Niedrige Zinssätze führten zu einem Boom auf dem Immobilienmarkt***

Die Ausgangslage in Japan ähnelt sehr der in Schweden: Grund für die Verluste der Banken waren der starke Anstieg und der anschließende drastische Verfall der Immobilienpreise und Aktienkurse. Ein Hauptunterschied liegt jedoch darin, dass die Krise fast 14 Jahre andauerte, weshalb viele Analysten von Japans verlorenem Jahrzehnt sprechen.

---

25. Die Problemkredite der Banken stiegen von einer Größenordnung von 0,2-0,5% der gesamten Kredite in den 1980er Jahren auf 5% im Jahr 1992. 1993 erreichten sie den Höchstwert von 11% des BIP. Wegen weiterer Einzelheiten vgl. Ergungor (2007).

Gegen Ende der 1980er Jahre hatte der Yen deutlich aufgewertet, eine Folge der „Plaza-Vereinbarung“ von September 1985. Um das Wachstum zu stützen, überschwemmte die Währungsbehörde zur Senkung der Zinssätze und Förderung der Investitionen den Markt mit Liquidität. Diese überschüssige Liquidität ließ jedoch auch eine „Blase“ an Japans Aktienmarkt und im Immobiliensektor entstehen. Wie im Fall Schwedens tendierten die Investoren dazu, die Risiken zu unterschätzen und falsch einzupreisen. Die Bank von Japan reagierte auf diese Blase mit einer Straffung der Geldpolitik in den späten 1980er Jahren, wodurch erst die Börsenkurse und dann die Immobilienpreise fielen. Da die Banken in Japan das Recht besitzen, Aktien als Teil ihrer Eigenkapitalbasis zu halten, führte das Platzen der Aktienblase dazu, dass der Wert der nicht realisierten Kapitalgewinne abstürzte, was die Kapitalreserven vieler Banken drastisch reduzierte. Als die Immobilienpreise unaufhaltsam nachgaben, fiel der Wert der Besicherungen vieler Bankkredite unter den Darlehensbetrag, was einen weiteren Anstieg der notleidenden Kredite zur Folge hatte.

### ***Die Reaktion der Politik***

#### ***Die Politik reagierte zu Anfang unsystematisch und langsam***

Der Zusammenbruch der Vermögenspreise und die darauffolgende Kreditklemme stürzten die Wirtschaft in eine tiefe Rezession. Die erste Antwort der Regierung auf die Krise war die Duldung einer reduzierten Kapitaladäquanz, die Erhöhung des Einlagenschutzes, die Bereitstellung von Notliquidität sowie Hilfe zur Erleichterung und Förderung von Fusionen insolventer Institute, d.h. die Rettung kleinerer Finanzinstitute durch größere, die deren Verluste absorbierten. Die ersten Kapitalspritzen erfolgten 1996, inmitten einer Verschärfung der Krise infolge der Insolvenz mehrerer Baufinanzierungsgesellschaften. Mit Beginn des Jahres 1997 wurde die Zuführung von Kapitalspritzen häufiger, da nach der Insolvenz mehrerer Großbanken erkannt wurde, dass Japans Bankensektor sich in einer ausgewachsenen systemischen Krise befand. Die Kapitaleinschüsse wurden in Form von Kapitalbeteiligungen (Vorzugsaktien, wandelbare Vorzugsaktien), Zuschüssen und Nachrangdarlehen vollzogen. Gegen Ende 1997 wurden buchhalterische Veränderungen zugelassen, wodurch Banken zwischen Börsenbewertung und Buchwertansatz ihrer Vermögenswerte wählen konnten.

Im Jahr 1992 war eine Agentur für die Abwicklung von Problemkrediten gegründet worden, die jedoch völlig in privater Hand war, da die Öffentlichkeit sich gegen den Einsatz von Steuergeldern zur Rettung von Banken sträubte. Im Jahr 1995 wurde dann eine neue Vermögensverwaltungsgesellschaft aufgebaut, die sowohl mit öffentlichen als auch mit privaten Geldern finanziert wurde, wobei die Bank von Japan über 90% des Kapitals stellte. Eine dritte Vermögensverwaltungsgesellschaft, ebenfalls aus privaten und öffentlichen Mitteln kofinanziert, entstand 1996, um das Problem der in Not geratenen Baufinanzierungsgesellschaften zu lösen. Da die wesentliche politische Vorgabe darin bestand, die Konsolidierung des Bankensektors zu fördern, verfügten diese Gesellschaften nur über einen eingeschränkten Handlungsspielraum. Die Bedingungen für die Hilfe waren sehr streng, was die Banken von einer Teilnahme abhielt. Stattdessen versuchten die Banken, ihre Bilanzen durch eine Einschränkung der Kreditvergabe zu verbessern, was zur Folge hatte, dass sich die Erholung des Bankensektors und der Wirtschaft insgesamt verzögerte.

***Letztlich gingen zwei große Finanzinstitute in Insolvenz***

Die Strategie der Konsolidierungsförderung erreichte ihre Grenzen, als zwei der größten Finanzinstitute Insolvenz anmeldeten und 1998 verstaatlicht werden mussten. Alle Gläubiger der Banken wurden ausbezahlt, während die damaligen Aktionäre den Totalverlust ihrer Anteile hinnehmen mussten. Dies führte 1998-1999 zu einer weiteren Runde von staatlichen Kapitalisierungen großer Banken, die aufgewendeten Beträge wurden jedoch als zu niedrig empfunden. Die Regierung sah sich daraufhin gezwungen, neue Maßnahmen zu ergreifen, und bot dem Finanzsektor Budgethilfe in Höhe von 12% des BIP<sup>26</sup> an. Gleichzeitig nahm die Bank von Japan eine drastische Leitzinssenkung vor, so dass die Banken von einer Ausweitung der Kreditvergabe profitieren konnten. Die Regierung erwartete, dass durch eine Stützung der Banken die Betriebs- und Kapitalgewinne letztlich für die neuen Mittel sorgen würden, die zur Finanzierung der notwendigen Abschreibungen gebraucht wurden. Die beiden 1995 und 1996 gegründeten Vermögensverwaltungsgesellschaften fusionierten im Jahr 1999.

***Der Dotcom-Börsenboom verzögerte die Bemühungen um die Krisenbewältigung***

Ein neuer weltweiter Börsenboom in Zusammenhang mit der Informationstechnologie sowie die Konsolidierung des Bankensektors brachten dem Finanzmarkt gegen Ende 1999 und Anfang des neuen Jahrhunderts eine gewisse Erleichterung, die sich jedoch als kurzlebig herausstellte. Zwei neue Mechanismen, um dem Finanzsektor öffentliches Kapital zuzuführen, wurden jeweils 2001 und 2004 ins Leben gerufen. Eine neue Vermögensverwaltungsgesellschaft wurde 2003 gegründet und erhielt eine Frist von zwei Jahren, um notleidende Kredite aufzukaufen, sowie von drei Jahren, um deren Umstrukturierung zu beenden. Die neu geschaffene Vermögensverwaltungsgesellschaft kaufte problembehaftete Forderungen zu einem wesentlich niedrigeren Preis als ihrem Nennwert an. Eine Reihe neuer gesetzlicher Maßnahmen wurde 2000-2001 verabschiedet. Dazu gehörten schnellere und vielseitigere Insolvenzregeln und drei Modelle zur Bewältigung unterschiedlicher Grade von systemischen Risiken bei Banken: *a)* Kapitalspritzen in besonders schweren Fällen, *b)* Gläubigerschutz im Fall kleiner Finanzinstitute und *c)* Verstaatlichung in den gravierendsten Fällen. Des Weiteren beschleunigten sich die Abschreibungen der Banken im Jahr 2002, und neue gesetzliche Bestimmungen verbesserten die Transparenz der Bankfinanzen; ferner wurden rigorosere Evaluierungen der Banken durchgeführt.

***Die Lösung******Die Kosten waren hoch***

Insgesamt wird geschätzt, dass der Wert der notleidenden Kredite, die abgeschrieben werden mussten, sich auf fast 20% des BIP belief<sup>27</sup>. Nach und nach kehrte das Vertrauen des Markts in das Finanzsystem zurück, gleichzeitig fasste eine exportgestützte Erholung Fuß. In Verbindung mit dem Zufluss ausländischen Risikokapitals trug dies allgemein dazu bei, die Aktien- und Immobilienmärkte sowie die Vermögenspreise zu stabilisieren. Nach vielen Jahren mit Kapitalspritzen, neuen Gesetzen und Regulierungen, schärferer Kontrolle, Bankenkonsolidierung, wirtschaftlicher Erholung und Abschreibung von Problemkrediten hatte sich der Bankensektor bis zum Jahr 2005 endlich erholt. Die beiden verstaatlichten Banken wurden später an private

---

26. Vgl. Nanto (2008).

27. Vgl. Ozeki (2008) sowie Hoshi und Kashyap (2008).

Investoren verkauft. Zwischen 2002 und 2007 nahm die Kapitalausstattung der Banken dank verbesserter Betriebsergebnisse (höhere einbehaltene Gewinne) und Kapitalgewinne aus dem Aktien-Portfolio beträchtlich zu.

### **Was daraus zu lernen ist**

***Transparenz, großzügige  
Mittelausstattung und  
Unabhängigkeit sind  
entscheidend***

Die kontrastierenden Ergebnisse der beiden Beispiele unterstreichen, wie wichtig es ist, sicherzustellen, dass die Einrichtungen, die mit der Abwicklung problembehafteter Vermögenswerte beauftragt werden, finanziell gut ausgestattet sind, und dass die Rekapitalisierung ausreicht. Im japanischen Fall, bei dem die Behörden die Natur und die Schwere des Bankenproblems unterschätzten, wurden die Verluste nicht früh genug erkannt, was länger andauernde Befürchtungen bezüglich der Solvenz der Banken entstehen ließ (die sich letztlich als begründet herausstellten). Sowohl die Banken-Kapitalisierungsprogramme als auch die Bemühungen zur Verwaltung der Vermögenswerte wurden nicht nur lange hinausgezögert, sondern die eingesetzten Beträge wurden auch als zu niedrig und die Ziele der Operationen als zu ungenau empfunden, so dass die Märkte kein Vertrauen schöpften und der Bankensektor nicht normal funktionieren konnte. Tatsächlich zeigt das schwedische Beispiel, wie wichtig es ist, die Vermögensverwaltungsgesellschaften im Hinblick auf die erwarteten Verluste finanziell angemessen auszustatten (einschließlich Überkapitalisierung). In Schweden hat sich auch die finanzielle Unabhängigkeit als wichtiges Element herausgestellt, da sie die Entscheidungsträger vor politischem Druck abschirmte und schnelle Reaktionen ermöglichte, sobald sich Finanzierungsbedarf ankündigte, ohne die Verzögerungen und Risiken, die entstehen, wenn das Parlament angerufen werden muss.

***Das Insolvenzrecht ist  
möglicherweise zu  
überarbeiten***

Die schwedische Erfahrung zeigt, wie wichtig die Bereitschaft ist, die Insolvenz- und Zwangsvollstreckungsgesetze zu novellieren, da es länger dauern kann, problembehaftete Vermögenswerte effektiv abzuwickeln, als die vor der Krise aufgestellten Regeln es vorsehen. Im Fall Schwedens legten die Regeln der Bankenaufsicht eine dreijährige Abwicklungszeit fest, statt dessen wurden vier bis fünf Jahre benötigt, um alle betroffenen Vermögenswerte abzuwickeln und zu verkaufen.



**LITERATURVERZEICHNIS**

- Bergoeing, R., P.J. Kehoe, T.J. Kehoe und R. Soto (2007), "A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s", in Kehoe und Prescott (Hrsg.), *Great Depressions of the Twentieth Century*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Catte, P., N. Girouard, R. Price und C. André (2004), "Housing Markets, Wealth and the Business Cycle", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 394.
- Cournède, B., D. Moccero und R. Price (2009), "Is there a case for price level targeting?", *OECD Economics Department Working Papers*, erscheint demnächst.
- Duval, R., J. Elmeskov und L. Vogel (2008), "Structural policies and economic resilience to shock", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 567.
- Englund, P. (1999), "The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15.
- Ergungor, E. (2007), "On the Resolution of Financial Crisis: The Swedish Experience", *Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Papers*, No. 21.
- Fernandez de Cordoba, G. und T. Kehoe (2009), "The Current Financial Crisis: What Should we Learn from the Great Depressions of the Twentieth Century?", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report*, No. 421.
- FRB Staff (2003), "Loss Characteristics of Commercial Real Estate Portfolios," ein Weißbuch des Stabs des Board of Governors of the Federal Reserve System, Juni.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord und C. André (2006), "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 465.
- Guichard, S., D. Haugh und D. Turner (2009), "Quantifying the effect of financial conditions in the euro area, Japan, United Kingdom and United States," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 677, Paris.

- Hoshi, T. und A.K. Kashyap (2008), "Will the US Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan", *Working Paper*, No. 14401, Cambridge, MA.
- Internationaler Währungsfonds (IWF) (2009), "Global Financial Stability Report", GFSR Market Update, 28. Januar 2009, Washington, D.C.
- Kehoe, T. und E. Prescott (Hrsg.) (2007), *Great Depressions of the Twentieth Century*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Kwan, S. (2009), "Behavior of Libor in the Current Financial Crisis", *FRBSF Economic Letter*, No. 2009-04, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- McAndrews, J., A. Sarkar und Z. Wang (2008), "The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 355.
- Nanto, D.K. (2008), "The U.S. Financial Crisis: Lessons from Japan", *CRS Report for Congress*, September.
- Ozeki, K. (2008), "Responding to Financial Crisis: Lessons to Learn from Japan's Experience", *Japan Credit Perspectives*, PIMCO, November.
- Ugai, H. (2007), "Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses", *Monetary and Economic Studies*, Vol. 25.

*ANHANG 1.2*  
**ERGÄNZENDE TABELLEN**

**Real GDP**

Percentage changes from previous year

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
									2007	2008	2009	2010
United States	2.5	3.6	2.9	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0	2.3	-0.8	-3.5	1.1
Japan	1.4	2.7	1.9	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5	2.2	-4.3	-4.4	0.4
Germany	-0.2	0.7	0.9	3.2	2.6	1.0	-5.3	0.2	1.7	-1.6	-3.8	1.2
France	1.1	2.2	1.9	2.4	2.1	0.7	-3.3	-0.1	2.2	-1.0	-3.0	0.9
Italy	0.1	1.4	0.8	2.1	1.5	-1.0	-4.3	-0.4	0.3	-2.9	-3.1	0.6
United Kingdom	2.8	2.8	2.1	2.8	3.0	0.7	-3.7	-0.2	3.0	-1.9	-2.8	1.0
Canada	1.9	3.1	2.9	3.1	2.7	0.5	-3.0	0.3	2.8	-0.7	-2.9	1.3
Total of above countries	1.8	2.8	2.3	2.6	2.2	0.6	-4.4	-0.1	2.2	-1.7	-3.5	1.0
Euro area	0.8	1.9	1.8	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3	2.1	-1.4	-3.5	0.8
Other countries <sup>1</sup>	2.8	4.8	4.2	4.9	4.2	1.9	-3.9	0.3	4.4	-1.5	-2.9	2.0
Total OECD	2.0	3.2	2.7	3.1	2.7	0.9	-4.3	-0.1	2.6	-1.5	-3.4	1.1

Note: These numbers are working-day adjusted and hence may differ from the basis used for official projections.

1. OECD countries not included in the Euro area or the 7 major countries.

Source: OECD.

**Real private consumption expenditure**

Percentage changes from previous year

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
									2007	2008	2009	2010
United States	2.8	3.6	3.0	3.0	2.8	0.2	-2.4	0.1	2.2	-1.5	-1.4	0.7
Japan	0.4	1.6	1.3	1.5	0.7	0.5	-1.4	-0.5	0.4	-0.2	-1.6	0.2
Germany	0.1	-0.2	0.2	1.2	-0.3	-0.3	0.0	0.0	-1.3	-0.6	-0.1	0.2
France	2.0	2.4	2.5	2.5	2.4	1.3	-0.2	0.2	2.9	0.6	-1.0	1.3
Italy	1.0	0.8	1.2	1.3	1.2	-0.9	-3.0	0.0	0.7	-1.5	-2.7	0.8
United Kingdom	3.0	2.9	1.9	2.1	3.1	1.7	-2.2	-0.4	3.6	-0.1	-2.1	0.3
Canada	3.0	3.3	3.7	4.3	4.5	3.0	-2.2	0.1	5.3	0.3	-2.3	1.2
Total of above countries	2.0	2.6	2.3	2.4	2.1	0.4	-1.8	-0.1	1.7	-0.9	-1.4	0.6
Euro area	1.2	1.5	1.8	2.1	1.6	0.4	-1.3	-0.1	1.2	-0.2	-1.6	0.6
Total OECD	2.1	2.9	2.6	2.8	2.5	0.7	-2.0	0.1	2.2	-0.9	-1.5	0.9

Note: These numbers are working-day adjusted and hence may differ from the basis used for official projections.

Source: OECD.

**Real public consumption expenditure**

Percentage changes from previous year

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
									2007	2008	2009	2010
United States	2.5	1.5	0.3	1.6	1.9	2.8	2.0	2.8	2.1	3.3	1.8	2.6
Japan	2.3	1.9	1.6	0.4	2.0	0.9	2.4	2.9	3.4	0.1	2.8	3.0
Germany	0.4	-0.7	0.4	0.6	2.2	2.0	0.6	0.9	2.0	2.1	0.4	1.2
France	2.0	2.2	1.3	1.4	1.4	1.6	1.3	1.3	1.3	1.8	1.4	0.8
Italy	1.9	2.2	1.9	0.5	1.0	0.6	0.3	0.2	0.7	0.6	0.2	0.2
United Kingdom	3.5	3.4	1.7	1.6	1.7	3.5	2.8	1.5	1.5	4.4	2.0	1.4
Canada	3.1	2.0	1.5	3.8	3.7	3.4	3.0	3.0	4.6	2.0	3.7	2.1
Total of above countries	2.3	1.6	0.9	1.3	1.9	2.2	1.8	2.2	2.2	2.4	1.8	2.1
Euro area	1.7	1.6	1.5	1.8	2.2	1.8	1.5	1.2	2.0	1.7	1.7	0.9
Total OECD	2.3	1.7	1.4	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	2.4	2.5	2.0	1.9

Note: These numbers are working-day adjusted and hence may differ from the basis used for official projections.

Source: OECD.

**Real total gross fixed capital formation**

Percentage changes from previous year

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
									2007	2008	2009	2010
United States	3.2	6.1	5.8	2.0	-2.0	-3.4	-14.3	-3.3	-1.0	-6.6	-13.9	1.2
Japan	-0.5	1.4	3.1	0.5	1.1	-4.6	-10.5	-1.9	-1.6	-6.9	-8.9	0.4
Germany	-0.3	-1.3	1.3	8.5	4.5	3.6	-6.6	0.7	2.6	-0.5	-4.9	2.1
France	2.2	3.3	4.5	5.0	4.9	0.4	-7.1	-1.7	3.8	-2.4	-7.7	0.7
Italy	-0.9	1.5	1.4	3.2	1.6	-2.9	-11.7	-0.8	0.2	-9.3	-7.0	0.8
United Kingdom	1.1	4.9	2.2	6.0	7.2	-4.3	-12.5	-2.7	4.1	-9.7	-11.5	0.9
Canada	6.2	7.8	9.2	7.1	3.9	0.8	-9.3	-0.2	4.2	-3.8	-8.2	3.4
Total of above countries	1.9	4.0	4.4	3.2	0.8	-2.4	-11.9	-2.2	0.3	-6.0	-10.9	1.2
Euro area	1.2	1.8	3.5	5.8	4.3	0.0	-9.0	-2.1	3.0	-4.6	-7.6	0.6
Total OECD	2.3	4.8	5.0	4.2	2.2	-1.6	-11.0	-2.6	1.7	-5.4	-10.4	0.8

Note: These numbers are working-day adjusted and hence may differ from the basis used for official projections.

Source: OECD.

**Real total domestic demand**

Percentage changes from previous year

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
									2007	2008	2009	2010
United States	2.8	4.1	3.0	2.6	1.4	-0.2	-4.1	0.0	1.4	-1.8	-3.4	1.1
Japan	0.8	1.9	1.7	1.2	1.3	-0.8	-2.8	-0.1	0.8	-1.5	-2.7	0.8
Germany	0.6	-0.6	0.2	2.3	1.2	1.5	-1.7	0.2	1.4	1.8	-2.2	0.8
France	1.7	3.1	2.6	2.6	2.9	1.0	-2.4	0.1	2.6	-0.2	-2.4	1.3
Italy	0.8	1.3	1.0	2.0	1.3	-1.3	-3.8	-0.2	-0.1	-2.4	-2.9	0.7
United Kingdom	2.9	3.4	1.9	2.6	3.7	0.7	-4.1	-0.4	3.6	-2.3	-3.0	0.6
Canada	4.5	4.1	4.8	4.6	4.3	2.3	-3.0	0.7	6.2	-1.0	-2.6	1.9
Total of above countries	2.1	2.9	2.3	2.4	1.7	0.0	-3.4	0.0	1.6	-1.3	-3.0	1.0
Euro area	1.4	1.7	2.0	2.9	2.3	0.7	-2.8	-0.3	1.9	-0.1	-3.0	0.6
Total OECD	2.3	3.3	2.8	3.0	2.4	0.4	-3.6	-0.2	2.3	-1.3	-3.2	0.9

Note: These numbers are working-day adjusted and hence may differ from the basis used for official projections.

Source: OECD.

**Contributions to changes in real GDP**  
As a per cent of real GDP in the previous period

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>United States</b>					
Final domestic demand	2.8	1.8	0.0	-3.9	0.0
Stockbuilding	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	0.0
Net exports	0.0	0.6	1.3	0.3	0.0
GDP	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0
<b>Japan</b>					
Final domestic demand	1.0	1.0	-0.6	-2.6	-0.1
Stockbuilding	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0
Net exports	0.8	1.1	0.1	-3.8	-0.3
GDP	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5
<b>Germany</b>					
Final domestic demand	2.3	1.0	0.9	-1.2	0.3
Stockbuilding	-0.1	0.1	0.5	-0.4	-0.1
Net exports	1.0	1.4	-0.4	-3.7	0.0
GDP	3.2	2.6	1.0	-5.3	0.2
<b>France</b>					
Final domestic demand	2.8	2.7	1.2	-1.4	0.1
Stockbuilding	-0.1	0.2	-0.2	-1.1	0.0
Net exports	-0.3	-0.8	-0.3	-0.8	-0.3
GDP	2.4	2.1	0.7	-3.3	-0.1
<b>Italy</b>					
Final domestic demand	1.5	1.2	-1.0	-4.1	-0.1
Stockbuilding	0.5	0.1	-0.3	0.4	0.0
Net exports	0.1	0.2	0.2	-0.5	-0.2
GDP	2.1	1.5	-1.0	-4.3	-0.4
<b>United Kingdom</b>					
Final domestic demand	2.7	3.6	1.0	-3.0	-0.4
Stockbuilding	0.0	0.2	-0.3	-1.2	0.0
Net exports	0.1	-0.7	0.1	0.5	0.2
GDP	2.8	3.0	0.7	-3.7	-0.2
<b>Canada</b>					
Final domestic demand	4.8	4.3	2.6	-2.9	0.7
Stockbuilding	-0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.0
Net exports	-1.3	-1.5	-1.9	-0.2	-0.3
GDP	3.1	2.7	0.5	-3.0	0.3
<b>Total of above countries</b>					
Final domestic demand	2.4	1.9	0.2	-3.1	0.0
Stockbuilding	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0
Net exports	0.2	0.4	0.5	-0.9	-0.1
GDP	2.6	2.2	0.6	-4.4	-0.1
<b>Euro area</b>					
Total domestic demand	2.8	2.3	0.7	-2.8	-0.3
Net exports	0.2	0.3	0.0	-1.3	0.0
GDP	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3

1. Chain-linked calculations for stockbuilding and net exports except for the euro area.

Source: OECD.

**Output gaps**Deviations of actual GDP from potential GDP as a percentage of potential GDP<sup>1</sup>

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
United States	1.3	2.2	0.3	-0.5	-0.5	0.6	1.0	1.2	0.7	-0.7	-6.8	-8.8
Japan	-2.4	-0.6	-1.6	-2.5	-2.4	-1.2	-0.5	0.3	1.5	-0.3	-7.9	-9.6
Germany	-0.4	1.6	1.6	0.3	-1.2	-1.6	-1.8	0.1	1.2	0.7	-5.9	-7.2
France	0.5	1.9	1.2	0.1	-0.7	-0.3	-0.1	0.7	0.9	-0.2	-5.3	-7.1
Italy	-2.2	0.1	0.6	0.0	-0.9	-0.5	-0.7	0.1	0.3	-1.9	-7.3	-8.9
United Kingdom	0.2	1.1	0.7	0.1	0.3	0.5	0.0	0.4	1.3	0.2	-5.0	-7.0
Canada	0.7	2.6	1.2	1.2	0.3	0.6	0.8	1.3	1.6	-0.3	-5.6	-7.3
Total of major countries	0.1	1.4	0.3	-0.6	-0.8	0.0	0.2	0.8	0.9	-0.5	-6.6	-8.5
Euro area	-0.2	1.6	1.3	0.2	-0.9	-0.9	-0.9	0.2	0.8	-0.4	-6.3	-8.2
Other countries <sup>2</sup>	0.5	1.1	-0.3	-0.9	-1.2	-0.3	0.2	1.2	1.8	0.2	-5.7	-8.4
Total OECD	0.2	1.5	0.4	-0.5	-0.9	-0.1	0.1	0.7	1.0	-0.4	-6.5	-8.5

1. Potential output for countries where data availability permits follows the methodology outlined in Befy, P.O., P. Olivaud, P. Richardson, and F. Sedillot (2006), "New OECD Methods for Supply-Side and Medium-Term Assessments: A Capital Services Approach", Economics Department Working Papers No. 482, ECO/WKP(2006)10. This combines a production function with some smoothing of its components using a statistical filter. The smoothing is both country and component specific. In countries where extensive data are not available, more simplified methodologies are used that essentially apply statistical filters to whatever data are available. The smoothed series from all these procedures are then used to generate a measure of potential output that determines the output gap -- which signals the presence, or absence, of inflationary pressure.

2. OECD countries not included in the Euro area or the 7 major countries.

Source: OECD.

**GDP deflators**

Percentage changes from previous year

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
									2007	2008	2009	2010
United States	2.1	2.9	3.3	3.2	2.7	2.2	1.8	0.5	2.6	2.0	1.4	0.3
Japan	-1.6	-1.1	-1.2	-0.9	-0.7	-1.0	2.2	-1.0	-1.3	0.7	1.1	-1.4
Germany	1.2	1.0	0.7	0.5	1.9	1.5	1.6	0.5	1.9	2.2	0.8	0.4
France	1.9	1.6	2.0	2.5	2.5	2.2	1.2	0.6	2.3	1.8	1.0	0.4
Italy	3.1	2.6	2.1	1.8	2.4	2.8	1.1	0.2	2.9	2.8	0.4	0.2
United Kingdom	3.1	2.5	2.2	2.6	2.9	2.4	2.3	1.6	2.7	2.4	1.9	2.0
Canada	3.3	3.2	3.4	2.5	3.1	3.9	-2.7	0.2	3.5	1.8	-1.5	0.2
Total of major countries	1.6	1.9	2.0	2.1	2.1	1.7	1.6	0.3	1.9	1.9	1.1	0.2
Euro area	2.2	1.9	2.0	2.0	2.3	2.2	1.3	0.6	2.3	2.3	0.8	0.5
Other countries <sup>1</sup>	6.4	5.7	3.2	4.0	3.8	5.8	3.3	2.0	4.2	5.7	2.6	1.7
Total OECD	2.5	2.6	2.3	2.5	2.4	2.5	1.9	0.7	2.3	2.6	1.3	0.5

1. OECD countries not included in the Euro area or the 7 major countries.

Source: OECD.

**Consumer prices**

Percentage changes from previous year

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
									2007	2008	2009	2010
United States	2.3	2.7	3.4	3.2	2.9	3.8	-0.4	0.5	4.0	1.5	0.5	0.3
Japan	-0.2	0.0	-0.6	0.2	0.1	1.4	-1.2	-1.3	0.5	1.0	-1.7	-1.3
Germany	1.0	1.8	1.9	1.8	2.3	2.8	0.6	0.5	3.1	1.7	0.7	0.3
France	2.2	2.3	1.9	1.9	1.6	3.2	0.4	0.6	2.5	2.0	0.6	0.4
Italy	2.8	2.3	2.2	2.2	2.0	3.5	0.7	0.7	2.6	2.9	0.4	0.4
United Kingdom	1.4	1.3	2.0	2.3	2.3	3.6	2.0	1.7	2.1	3.9	1.3	1.4
Canada	2.8	1.9	2.2	2.0	2.1	2.4	-0.6	0.5	2.4	1.9	-0.2	0.4
Euro area	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	3.3	0.6	0.7	2.9	2.3	0.6	0.5

Note: For the United Kingdom, the euro area countries and the euro area aggregate, the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) is used. In the United Kingdom the HICP is known as the Consumer Price Index.

Source: OECD.

## Unemployment rates

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Fourth quarter			
										2007	2008	2009	2010
United States	5.8	6.0	5.5	5.1	4.6	4.6	5.8	9.1	10.3	4.8	6.9	9.8	10.5
Japan	5.4	5.3	4.7	4.4	4.1	3.9	4.0	4.9	5.6	3.8	4.0	5.3	5.7
Germany	8.3	9.2	9.7	10.5	9.7	8.3	7.3	8.9	11.6	7.9	7.1	10.5	11.8
France	7.9	8.5	8.8	8.8	8.8	8.0	7.4	9.9	10.9	7.5	7.8	10.7	10.9
Italy	8.8	8.6	8.1	7.8	6.8	6.2	6.8	9.2	10.7	6.4	7.0	10.3	10.9
United Kingdom	5.2	5.0	4.8	4.8	5.4	5.4	5.7	7.7	9.5	5.2	6.3	8.4	10.1
Canada	7.6	7.6	7.2	6.8	6.3	6.0	6.1	8.8	10.5	5.9	6.4	9.8	10.8
Total of above countries	6.4	6.6	6.3	6.1	5.8	5.4	5.8	8.2	9.6	5.4	6.4	9.1	9.8
Euro area	8.1	8.6	8.8	8.8	8.2	7.4	7.5	10.1	11.7	7.2	8.0	11.1	11.9
Other countries <sup>1</sup>	7.2	7.3	7.3	7.1	6.2	5.5	5.6	7.8	9.4	5.4	6.0	8.6	9.6
Total OECD	6.7	6.9	6.8	6.6	6.0	5.6	6.0	8.4	9.9	5.5	6.5	9.3	10.1

1. OECD countries not included in the Euro area or the 7 major countries.

Source: OECD.

## Short-term interest rates

					2008		2009			2010			
	2007	2008	2009	2010	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
United States	5.3	3.2	1.2	0.7	3.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	0.7	0.5	0.4
Japan	0.7	0.7	0.6	0.3	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
United Kingdom	6.0	5.5	1.3	0.6	4.6	2.0	1.1	1.1	1.1	0.9	0.7	0.4	0.3
Canada	4.6	3.5	1.0	0.6	3.0	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.4
Euro area	4.3	4.7	1.3	0.6	4.6	2.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.6	0.4	0.4

Source: OECD.

## Long-term interest rates

					2008		2009			2010			
	2007	2008	2009	2010	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
United States	4.6	3.7	3.1	3.6	3.3	2.9	3.1	3.2	3.2	3.4	3.5	3.7	3.8
Japan	1.7	1.5	1.4	1.7	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8	1.9
Germany	4.2	4.0	3.1	3.5	3.5	3.1	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.7
France	4.3	4.2	3.7	3.8	3.9	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7	3.8	4.0
Italy	4.5	4.7	4.4	4.3	4.7	4.5	4.3	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.4
United Kingdom	5.0	4.6	3.6	4.0	4.2	3.6	3.5	3.6	3.7	3.8	4.0	4.1	4.3
Canada	4.3	3.6	3.0	3.4	3.4	2.9	2.9	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7
Euro area	4.3	4.3	3.6	3.8	4.0	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0

Source: OECD.



**General government financial balance**

Surplus (+) or deficit (-) as a percentage of nominal GDP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
United States <sup>1</sup>	1.6	-0.4	-3.8	-4.8	-4.4	-3.3	-2.2	-2.9	-5.8	-10.2	-11.9
Japan	-7.6	-6.3	-8.0	-7.9	-6.2	-6.7	-1.6	-2.5	-2.6	-6.8	-8.4
Germany	1.3	-2.8	-3.6	-4.0	-3.8	-3.3	-1.5	-0.2	-0.1	-4.5	-6.8
France	-1.5	-1.6	-3.2	-4.1	-3.6	-3.0	-2.4	-2.7	-3.4	-6.6	-8.3
Italy	-0.9	-3.1	-3.0	-3.5	-3.6	-4.4	-3.4	-1.5	-2.5	-4.7	-5.9
United Kingdom	3.7	0.6	-2.0	-3.7	-3.7	-3.3	-2.7	-2.8	-4.4	-9.3	-10.5
Canada	2.9	0.7	-0.1	-0.1	0.9	1.5	1.3	1.4	0.3	-4.4	-6.2
Total of above countries	-0.1	-1.7	-4.1	-4.8	-4.2	-3.7	-2.0	-2.2	-3.9	-8.1	-9.8
Euro area	0.0	-1.8	-2.6	-3.1	-3.0	-2.6	-1.3	-0.7	-1.8	-5.4	-7.0
Other countries <sup>2</sup>	2.0	0.9	0.5	-0.9	0.4	1.3	1.9	3.0	2.4	-1.8	-2.6
Total OECD	0.2	-1.3	-3.3	-4.0	-3.4	-2.8	-1.3	-1.4	-3.0	-7.2	-8.7

Note: Financial balances include one-off factors such as those resulting from the sale of the mobile telephone licenses. As data are on a national account basis (SNA93/ESA95), the government financial balances may differ from the numbers reported to the European Commission under the Excessive Deficit Procedure for some EU countries. For more details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. These numbers take into account public enterprises.
2. OECD countries not included in the Euro area or the 7 major countries.

**General government cyclically-adjusted financial balance**

Surplus (+) or deficit (-) as a percentage of potential GDP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
United States	0.9	-0.7	-3.6	-4.6	-4.4	-3.6	-2.6	-3.2	-5.6	-7.8	-8.4
Japan	-7.3	-5.7	-7.1	-7.0	-5.7	-6.5	-1.7	-3.0	-2.6	-4.4	-5.1
Germany	-1.9	-3.6	-3.8	-3.5	-2.9	-2.3	-1.3	-0.6	-0.6	-2.1	-3.2
France	-2.2	-2.5	-3.5	-3.9	-3.4	-2.9	-2.5	-3.1	-3.6	-4.3	-4.5
Italy	-1.7	-3.3	-3.0	-3.1	-3.2	-4.0	-3.3	-1.7	-1.7	-1.1	-0.8
United Kingdom	1.0	0.3	-2.1	-3.8	-3.9	-3.4	-2.9	-3.2	-4.6	-7.3	-7.0
Canada	2.1	0.2	-0.5	-0.2	0.7	1.3	0.9	0.8	0.3	-2.3	-3.0
Total of above countries	-1.0	-2.0	-3.9	-4.5	-4.1	-3.6	-2.3	-2.6	-3.8	-5.7	-6.1
Euro area	-1.8	-2.5	-2.7	-2.6	-2.5	-2.1	-1.4	-1.1	-1.6	-2.1	-2.6
Other countries <sup>2</sup>	-0.5	-1.4	-1.8	-1.8	-1.2	-0.5	-0.3	0.4	0.4	-1.1	-0.5
Total OECD	-1.0	-1.9	-3.4	-3.9	-3.6	-3.1	-1.8	-2.1	-3.2	-4.9	-5.3

Note: Cyclically-adjusted balances exclude one-off revenues from the sale of mobile telephone licenses. For more details on the method used for estimating the cyclical component of government balances see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

2. OECD countries not included in the Euro area or the 7 major countries.
- Source: OECD.

**General government underlying financial balance**

Surplus (+) or deficit (-) as a percentage of nominal GDP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
United States	0.8	-0.8	-3.7	-4.5	-4.4	-3.6	-2.9	-3.3	-5.4	-7.6	-8.2
Japan	-6.9	-6.3	-7.2	-6.7	-6.7	-5.1	-3.5	-3.2	-3.7	-4.6	-4.6
Germany	-1.9	-3.4	-3.7	-3.2	-2.9	-2.2	-1.4	-0.4	-0.5	-2.0	-3.1
France	-2.3	-2.4	-3.6	-4.1	-3.5	-3.4	-2.5	-3.1	-3.5	-4.2	-4.3
Italy	-1.7	-3.0	-2.6	-3.9	-3.5	-3.7	-2.1	-1.3	-1.6	-1.3	-1.1
United Kingdom	0.8	0.3	-2.1	-3.7	-3.9	-3.5	-2.6	-3.1	-4.4	-7.2	-7.1
Canada	2.1	0.1	-0.5	-0.2	0.8	1.4	1.1	0.9	0.3	-2.3	-3.0
Total of above countries	-1.1	-2.1	-3.9	-4.4	-4.2	-3.5	-2.5	-2.6	-3.9	-5.6	-6.0
Euro area	-1.8	-2.4	-2.6	-2.9	-2.5	-2.1	-1.3	-0.9	-1.4	-2.1	-2.7
Other countries <sup>2</sup>	-0.5	-1.1	-1.4	-1.7	-1.3	-0.5	-0.4	0.4	0.4	-1.1	-0.5
Total OECD	-1.1	-1.9	-3.4	-3.9	-3.7	-2.9	-2.1	-2.1	-3.2	-4.8	-5.2

Note: The underlying balances are adjusted for the cycle and for one-offs. For more details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

2. OECD countries not included in the Euro area or the 7 major countries.
- Source: OECD.

## Quarterly demand and output projections

Percentage changes from previous period, seasonally adjusted at annual rates, volume

	2008	2009	2010	2008	2009				2010					Fourth quarter <sup>1</sup>		
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2008	2009	2010	
<b>Private consumption</b>																
United States	0.2	-2.4	0.1	-4.3	-2.5	-2.0	-1.0	0.0	0.3	0.5	0.8	1.1	-1.5	-1.4	0.7	
Japan	0.5	-1.4	-0.5	-1.7	-2.7	1.0	-3.5	-1.0	-0.3	-0.1	0.5	0.7	-0.2	-1.6	0.2	
Germany	-0.3	0.0	0.0	-0.4	0.3	0.6	-0.8	-0.4	0.0	0.2	0.4	0.4	-0.6	-0.1	0.2	
France	1.3	-0.2	0.2	1.8	-0.8	-1.2	-1.2	-0.8	0.4	1.0	1.6	2.1	0.6	-1.0	1.3	
Italy	-0.9	-3.0	0.0	-3.3	-5.7	-3.1	-2.0	0.1	0.3	0.8	1.0	1.0	-1.5	-2.7	0.8	
United Kingdom	1.7	-2.2	-0.4	-2.7	-3.2	-2.6	-1.8	-0.8	-0.4	0.4	0.6	0.7	-0.1	-2.1	0.3	
Canada	3.0	-2.2	0.1	-3.3	-3.5	-3.2	-1.8	-0.5	0.5	1.2	1.5	1.7	0.3	-2.3	1.2	
Euro area	0.4	-1.3	-0.1	-0.5	-2.4	-2.0	-1.6	-0.5	0.3	0.5	0.7	0.8	-0.2	-1.6	0.6	
Total OECD	0.7	-2.0	0.1	-3.7	-2.4	-1.8	-1.5	-0.3	0.4	0.8	1.1	1.4	-0.9	-1.5	0.9	
<b>Public consumption</b>																
United States	2.8	2.0	2.8	2.2	-0.1	0.8	3.1	3.5	3.0	2.8	2.3	2.3	3.3	1.8	2.6	
Japan	0.9	2.4	2.9	5.6	2.6	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	0.1	2.8	3.0	
Germany	2.0	0.6	0.9	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	1.2	1.2	1.2	1.2	2.1	0.4	1.2	
France	1.6	1.3	1.3	0.3	0.6	1.0	2.0	2.0	1.0	1.0	0.8	0.4	1.8	1.4	0.8	
Italy	0.6	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.2	0.2	
United Kingdom	3.5	2.8	1.5	6.1	2.6	2.0	1.8	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4	4.4	2.0	1.4	
Canada	3.4	3.0	3.0	2.8	3.2	3.5	4.0	4.0	3.0	2.5	2.0	1.0	2.0	3.7	2.1	
Euro area	1.8	1.5	1.2	-0.6	1.4	1.9	2.2	1.5	1.1	0.6	0.9	0.9	1.7	1.7	0.9	
Total OECD	2.3	2.2	2.1	2.6	1.4	1.8	2.5	2.4	2.0	1.9	1.9	2.0	2.5	2.0	1.9	
<b>Total investment</b>																
United States	-3.4	-14.3	-3.3	-17.6	-23.3	-16.0	-9.5	-5.9	-1.7	0.3	2.0	4.2	-6.6	-13.9	1.2	
Japan	-4.6	-10.5	-1.9	-10.9	-16.6	-11.6	-5.6	-1.0	-1.4	-1.2	2.0	2.0	-6.9	-8.9	0.4	
Germany	3.6	-6.6	0.7	-10.2	-11.8	-6.1	-2.1	1.0	1.5	2.0	2.0	2.9	-0.5	-4.9	2.1	
France	0.4	-7.1	-1.7	-4.5	-11.9	-9.6	-6.4	-2.5	-0.2	-0.3	1.4	2.1	-2.4	-7.7	0.7	
Italy	-2.9	-11.7	-0.8	-25.0	-15.0	-5.9	-5.9	-0.6	0.4	0.8	1.0	1.2	-9.3	-7.0	0.8	
United Kingdom	-4.3	-12.5	-2.7	-8.9	-20.7	-11.6	-7.8	-5.1	-2.0	0.5	2.1	3.3	-9.7	-11.5	0.9	
Canada	0.8	-9.3	-0.2	-14.7	-13.7	-11.2	-6.4	-1.2	1.2	2.9	4.2	5.4	-3.8	-8.2	3.4	
Euro area	0.0	-9.0	-2.1	-14.3	-12.3	-9.1	-5.3	-3.4	-2.2	0.3	0.8	3.5	-4.6	-7.6	0.6	
Total OECD	-1.6	-11.0	-2.6	-14.4	-16.7	-12.1	-7.6	-4.7	-1.6	0.4	1.6	3.0	-5.4	-10.4	0.8	

Note: The adoption of new national account systems, SNA93 or ESA95, has been proceeding at an uneven pace among OECD member countries, both with respect to variables and the time period covered. As a consequence, there are breaks in many national series. Moreover, some countries are using chain-weighted price indices to calculate real GDP and expenditures components. See Table "National Account Reporting Systems and Base-years" at the beginning of the Statistical Annex and *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Year-on-year growth rates in per cent.

Source: OECD.

Quarterly demand and output projections (*cont'd*)

Percentage changes from previous period, seasonally adjusted at annual rates, volume

	2008	2009	2010	2010										Fourth quarter <sup>1</sup>		
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2008	2009	2010	
<b>Total domestic demand</b>																
United States	-0.2	-4.1	0.0	-5.6	-7.2	-4.1	-1.7	-0.3	0.5	0.9	1.2	1.8	-1.8	-3.4	1.1	
Japan	-0.8	-2.8	-0.1	-0.5	-6.4	-1.5	-2.7	-0.2	0.1	0.3	1.3	1.4	-1.5	-2.7	0.8	
Germany	1.5	-1.7	0.2	-0.3	-6.3	-1.6	-0.8	0.0	0.5	0.7	0.9	1.1	1.8	-2.2	0.8	
France	1.0	-2.4	0.1	-3.2	-4.5	-2.9	-1.5	-0.5	0.4	0.8	1.8	2.0	-0.2	-2.4	1.3	
Italy	-1.3	-3.8	-0.2	-6.0	-5.8	-3.1	-2.3	-0.2	0.3	0.7	0.8	0.9	-2.4	-2.9	0.7	
United Kingdom	0.7	-4.1	-0.4	-6.9	-5.9	-3.1	-2.0	-1.0	-0.3	0.6	1.0	1.3	-2.3	-3.0	0.6	
Canada	2.3	-3.0	0.7	-5.6	-5.0	-3.9	-1.6	0.3	1.2	1.9	2.2	2.3	-1.0	-2.6	1.9	
Euro area	0.7	-2.8	-0.3	-1.9	-6.3	-3.2	-1.6	-0.7	0.0	0.5	0.7	1.4	-0.1	-3.0	0.6	
Total OECD	0.4	-3.6	-0.2	-4.9	-6.1	-3.6	-2.1	-0.8	0.1	0.7	1.2	1.7	-1.3	-3.2	0.9	
<b>Export of goods and services</b>																
United States	6.2	-11.3	0.2	-23.6	-20.0	-10.0	-3.0	-1.0	1.0	2.5	3.5	4.0	-1.8	-8.8	2.7	
Japan	1.7	-26.4	-2.0	-44.9	-43.6	-18.4	-5.7	-2.6	-0.4	1.1	1.9	2.5	-12.9	-19.3	1.2	
Germany	2.3	-16.5	-0.1	-26.2	-27.1	-15.0	-8.1	-2.0	2.0	4.0	6.0	7.5	-5.6	-13.6	4.9	
France	1.1	-11.4	-2.3	-14.1	-18.5	-12.9	-9.6	-5.5	0.8	0.8	2.0	4.3	-2.7	-11.8	2.0	
Italy	-3.7	-15.9	-1.1	-26.6	-20.5	-15.1	-8.5	-2.0	1.4	2.5	3.3	4.1	-10.7	-11.8	2.8	
United Kingdom	-0.1	-9.8	2.2	-20.2	-14.4	-8.9	-3.9	0.8	3.6	5.3	6.6	7.4	-5.3	-6.8	5.7	
Canada	-4.7	-10.8	0.1	-17.5	-18.6	-9.0	-2.2	-0.1	0.8	1.5	2.5	3.5	-7.4	-7.8	2.1	
Total OECD <sup>2</sup>	3.2	-14.0	0.1	-25.4	-23.3	-12.3	-5.1	-1.2	1.6	3.1	4.3	5.1	-4.9	-10.9	3.5	
<b>Import of goods and services</b>																
United States	-3.4	-10.1	0.3	-16.0	-17.0	-8.0	-2.0	0.0	0.5	2.0	3.0	3.5	-7.1	-7.0	2.2	
Japan	1.1	-4.8	0.7	12.4	-19.3	-5.9	-4.6	-1.2	0.9	2.5	6.4	6.5	3.0	-8.0	4.1	
Germany	3.6	-10.0	0.0	-13.5	-21.9	-11.5	-7.8	-1.0	1.5	3.1	5.1	6.8	1.5	-10.9	4.1	
France	2.0	-7.5	-1.0	-8.7	-14.0	-7.8	-7.8	-3.9	0.8	1.2	4.1	6.6	0.3	-8.4	3.1	
Italy	-4.5	-13.8	-0.2	-22.1	-21.9	-11.5	-7.8	0.0	1.6	2.8	3.6	4.1	-8.8	-10.6	3.0	
United Kingdom	-0.5	-10.4	1.3	-21.6	-15.1	-8.9	-3.9	0.8	2.8	3.9	4.5	4.9	-7.1	-7.0	4.0	
Canada	0.8	-10.6	1.1	-23.3	-15.0	-8.0	-3.0	0.0	2.2	3.2	4.2	5.0	-8.3	-6.7	3.6	
Total OECD <sup>2</sup>	0.0	-10.5	0.2	-15.1	-18.6	-9.9	-5.0	-1.2	1.2	2.9	4.4	5.2	-4.4	-8.9	3.4	
<b>GDP</b>																
United States	1.1	-4.0	0.0	-6.2	-7.2	-4.3	-1.8	-0.4	0.5	0.9	1.2	1.8	-0.8	-3.5	1.1	
Japan	-0.6	-6.6	-0.5	-12.1	-10.9	-3.3	-2.8	-0.4	0.0	0.1	0.7	0.9	-4.3	-4.4	0.4	
Germany	1.0	-5.3	0.2	-8.2	-9.6	-3.6	-1.2	-0.4	0.7	1.2	1.4	1.5	-1.6	-3.8	1.2	
France	0.7	-3.3	-0.1	-4.6	-5.4	-4.0	-1.8	-0.7	0.4	0.7	1.3	1.4	-1.0	-3.0	0.9	
Italy	-1.0	-4.3	-0.4	-7.5	-5.1	-4.0	-2.4	-0.7	0.1	0.6	0.7	0.8	-2.9	-3.1	0.6	
United Kingdom	0.7	-3.7	-0.2	-6.0	-5.4	-2.9	-1.9	-1.0	-0.1	0.9	1.4	1.8	-1.9	-2.8	1.0	
Canada	0.5	-3.0	0.3	-3.4	-6.3	-4.1	-1.4	0.3	0.7	1.3	1.6	1.8	-0.7	-2.9	1.3	
Euro area	0.7	-4.1	-0.3	-5.9	-6.8	-4.2	-2.2	-0.8	0.2	0.7	1.1	1.4	-1.4	-3.5	0.8	
Total OECD	0.9	-4.3	-0.1	-7.1	-7.0	-4.0	-2.1	-0.6	0.4	0.9	1.4	1.8	-1.5	-3.4	1.1	

Note: The adoption of new national account systems, SNA93 or ESA95, has been proceeding at an uneven pace among OECD member countries, both with respect to variables and the time period covered. As a consequence, there are breaks in many national series. Moreover, some countries are using chain-weighted price indices to calculate real GDP and expenditures components. See Table "National Account Reporting Systems and Base-years" at the beginning of the Statistical Annex and *OECD Economic Outlook: Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Year-on-year growth rates in per cent.

2. Includes intra-regional trade.

Source: OECD.

## Quarterly price, cost and unemployment projections

Percentage changes from previous period, seasonally adjusted at annual rates, volume

	2008	2009	2010	2008		2009		2010					Fourth quarter <sup>1</sup>			
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2008	2009	2010	
<b>Consumer price index<sup>2</sup></b>																
United States	3.8	-0.4	0.5	-8.3	-0.8	1.2	0.9	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	1.5	0.5	0.3	
Japan	1.4	-1.2	-1.3	-2.5	-2.7	-1.8	-1.0	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.2	1.0	-1.7	-1.3	
Germany	2.8	0.6	0.5	-1.6	0.0	1.1	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	1.7	0.7	0.3	
France	3.2	0.4	0.6	-1.3	-0.6	1.1	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	2.0	0.6	0.4	
Italy	3.5	0.7	0.7	0.5	-1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.2	2.9	0.4	0.4	
United Kingdom	3.6	2.0	1.7	0.5	1.2	1.5	1.2	1.1	4.1	0.6	0.5	0.4	3.9	1.3	1.4	
Canada	2.4	-0.6	0.5	-5.9	-3.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	1.9	-0.2	0.4	
Euro area	3.3	0.6	0.7	-1.0	-0.6	1.1	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3	2.3	0.6	0.5	
<b>GDP deflator</b>																
United States	2.2	1.8	0.5	0.5	3.1	1.5	0.7	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	2.0	1.4	0.3	
Japan	-1.0	2.2	-1.0	6.5	5.0	0.7	-0.3	-0.9	-1.3	-1.4	-1.5	-1.5	0.7	1.1	-1.4	
Germany	1.5	1.6	0.5	3.9	1.2	0.8	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3	2.2	0.8	0.4	
France	2.2	1.2	0.6	1.2	1.4	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5	0.3	0.2	1.8	1.0	0.4	
Italy	2.8	1.1	0.2	1.8	0.4	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.8	0.4	0.2	
United Kingdom	2.4	2.3	1.6	2.9	3.2	2.0	1.4	1.0	1.4	1.8	2.2	2.6	2.4	1.9	2.0	
Canada	3.9	-2.7	0.2	-10.4	-6.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	1.8	-1.5	0.2	
Euro area	2.2	1.3	0.6	1.9	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	2.3	0.8	0.5	
Total OECD	2.5	1.9	0.7	1.8	2.2	1.6	1.0	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	2.6	1.3	0.5	
<b>Unemployment</b>																
														Per cent of labour force		
United States	5.8	9.1	10.3	6.9	8.1	9.0	9.5	9.8	10.1	10.3	10.4	10.5	6.9	9.8	10.5	
Japan	4.0	4.9	5.6	4.0	4.4	4.7	5.0	5.3	5.5	5.6	5.6	5.7	4.0	5.3	5.7	
Germany	7.3	8.9	11.6	7.1	7.5	8.1	9.5	10.5	11.1	11.7	11.7	11.8	7.1	10.5	11.8	
France	7.4	9.9	10.9	7.8	8.9	9.7	10.3	10.7	10.9	10.9	10.9	10.9	7.8	10.7	10.9	
Italy	6.8	9.2	10.7	7.0	7.9	8.8	9.7	10.3	10.5	10.7	10.8	10.9	7.0	10.3	10.9	
United Kingdom	5.7	7.7	9.5	6.3	6.9	7.6	8.0	8.4	8.8	9.2	9.7	10.1	6.3	8.4	10.1	
Canada	6.1	8.8	10.5	6.4	7.6	8.5	9.3	9.8	10.1	10.4	10.6	10.8	6.4	9.8	10.8	
Euro area	7.5	10.1	11.7	8.0	9.0	9.7	10.5	11.1	11.5	11.7	11.8	11.9	8.0	11.1	11.9	
Total OECD	6.0	8.4	9.9	6.5	7.5	8.2	8.8	9.3	9.6	9.8	10.0	10.1	6.5	9.3	10.1	

Note: The adoption of new national account systems, SNA93 or ESA95, has been proceeding at an uneven pace among OECD member countries, both with respect to variables and the time period covered. As a consequence, there are breaks in many national series. Moreover, some countries are using chain-weighted price indices to calculate real GDP and expenditures components. See Table "National Account Reporting Systems and Base-years" at the beginning of the Statistical Annex and *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Year-on-year growth rates in per cent.

2. For the United Kingdom, the euro area countries and the euro area aggregate, the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) is used.

Source: OECD.

KAPITEL 2

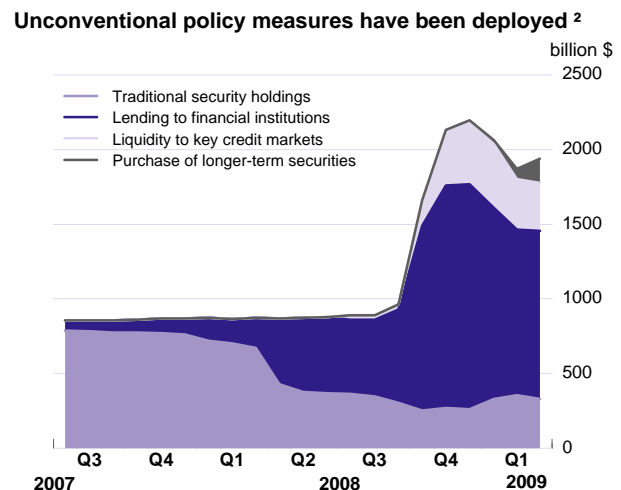
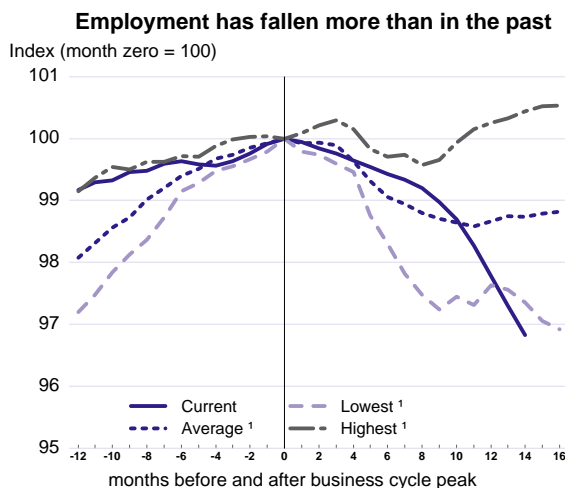
ENTWICKLUNG IN EINZELNEN OECD- UND NICHT-OECD-LÄNDERN

VEREINIGTE STAATEN

Die Finanzkrise hat eine drastische Rezession ausgelöst, die sich den Projektionen zufolge 2009 verschärfen wird. Unter dem Einfluss umfangreicher fiskal- und geldpolitischer Impulse wird die Wirtschaft Anfang 2010 voraussichtlich wieder zu wachsen beginnen, wobei das Tempo der Erholung aber durch erhebliche negative Vermögenseffekte und die nach wie vor bestehende, wenn auch abnehmende, Kreditverknappung gedrosselt werden dürfte. Früher oder später ist eindeutig die Möglichkeit einer Deflation gegeben.

Nach rigorosen Belastungstests bedarf es mit ziemlicher Sicherheit der weiteren Zufuhr öffentlicher Mittel in systemisch wichtige Finanzinstitute, um deren Kapitalbasis zu erneuern und das Vertrauen in das Bankensystem wiederherzustellen. In einigen Fällen muss die Regierung u.U. auch vorübergehend die Kontrolle über Institute übernehmen. Die Federal Reserve sollte, wie gefordert, mit der Ausweitung ihrer Bilanz fortfahren, um die Deflationsgefahr in Schach zu halten. Wenngleich auf kurze Sicht bei einer weiteren Eintrübung der Wirtschaftsaussichten zusätzliche fiskalische Impulse notwendig sein können, müssen, sobald ein Wirtschaftsaufschwung festen Tritt gefasst hat, ehrgeizige Maßnahmen zur Wiederherstellung tragfähiger öffentlicher Finanzen umgesetzt werden.

United States



1. Average, lowest and highest values of past six recessions.
2. Composition of the Federal Reserve's balance sheet.

Source: Datastream, Federal Reserve Bank of Cleveland and OECD.

### Die Rezession hat sich zugespitzt

Die Rezession hat sich drastisch verschärft, die gesamtwirtschaftliche Produktion ist in einem alarmierenden Tempo geschrumpft, und die Lage am Arbeitsmarkt hat sich rasch verschlechtert: Seit Dezember 2007 sind nahezu 4½ Millionen Arbeitsplätze verloren gegangen. Die Industrieproduktion setzte ihre steile Abwärtstendenz fort, und schwache Auftragseingänge im Exportgeschäft und pessimistische Unternehmenserhebungen deuten darauf hin, dass die Auslandsnachfrage nach amerikanischen Waren und Dienstleistungen ebenfalls weiter gesunken ist. Die Verschärfung der Rezession und der Einbruch der Rohstoffpreise führten zu einem deutlichen Rückgang der Inflation.

#### United States: Demand, output and prices

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Current prices \$ billion	Percentage changes, volume (2000 prices)				
Private consumption	8 694.1	3.0	2.8	0.2	-2.4	0.1
Government consumption	1 957.5	1.6	1.9	2.8	2.0	2.8
Gross fixed investment	2 440.6	2.0	-2.0	-3.4	-14.3	-3.3
Public	397.8	2.1	3.0	3.5	1.9	2.8
Residential	769.7	-7.1	-17.9	-20.7	-20.0	-1.4
Non-residential	1 273.1	7.5	4.9	1.7	-17.8	-6.4
Final domestic demand	13 092.2	2.6	1.8	0.0	-3.7	0.0
Stockbuilding <sup>1</sup>	43.3	0.0	-0.4	-0.2	-0.4	0.0
Total domestic demand	13 135.5	2.6	1.4	-0.2	-4.1	0.0
Exports of goods and services	1 311.5	9.1	8.4	6.2	-11.3	0.2
Imports of goods and services	2 025.1	6.0	2.2	-3.4	-10.1	0.3
Net exports <sup>1</sup>	- 713.6	0.0	0.6	1.3	0.3	0.0
GDP at market prices	12 421.9	2.8	2.0	1.1	-4.0	0.0
GDP deflator		3.2	2.7	2.2	1.8	0.5
<i>Memorandum items</i>						
Consumer price index		3.2	2.9	3.8	-0.4	0.5
Core consumer price index <sup>2</sup>		2.2	2.2	2.2	1.1	0.3
Unemployment rate		4.6	4.6	5.8	9.1	10.3
General government financial balance <sup>3</sup>		-2.2	-2.9	-5.8	-10.2	-11.9
Export performance <sup>4</sup>		-0.1	1.3	2.4	0.6	-1.2

Note: National accounts are based on official chain-linked data. This introduces a discrepancy in the identity between real demand components and GDP. For further details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
2. Price index for personal consumption expenditure excluding food and energy.
3. As a percentage of GDP.
4. Ratio between export volume and export market of total goods and services.

Source: OECD.

### Bei den Spannungen an den Finanzmärkten ist kein Ende in Sicht

Das Finanzsystem bleibt labil, und ein Teil des Bankensektors steht nach wie vor unter erheblichem Druck, wie das hohe Preisniveau der Kreditausfallswaps für viele US-Banken zeigt. Infolgedessen sind die Kreditkonditionen sowohl für private Haushalte als auch für Unternehmen weiterhin äußerst restriktiv, obwohl es mit aggressiven Politikmaßnahmen gelungen ist, einige entscheidende Finanzmarktsegmente wiederzubeleben. Die Vergabe von Konsumenten- und Unternehmenskrediten durch Geschäftsbanken ist seit Ende 2008 rückläufig. Zudem unterzeichnen diese und andere leicht erhältliche Statistiken zu den Bankkrediten wahrscheinlich das Ausmaß der Kredit-

klemme, da nach dem Zusammenbruch großer Teile des strukturierten Finanzmarkts eine signifikante Re-Intermediation der Finanzströme über das Geschäftsbankensystem erfolgte. Unter der Annahme, dass sich die Finanzierungsbedingungen erst zu Beginn des kommenden Jahres verbessern, wird die daraus resultierende Kreditklemme den Projektionen zufolge sowohl 2009 als auch 2010 eine erhebliche Bremswirkung auf das Wachstum ausüben.

***Sinkende Beschäftigung  
und Vermögen drosseln  
die Konsumausgaben***

Das Einkommen der US-Haushalte wird durch die Verschlechterung der Arbeitsmarktbedingungen gedrückt, und ihr Vermögen ist mit dem Einbruch der Wohnimmobilienpreise und der Aktienkurse deutlich gesunken. Immer mehr Haushalte haben Schwierigkeiten, ihren Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen; bei nahezu 12% der US-Hypothekenkredite war es bis Ende 2008 zu Zahlungsausfällen oder Zwangsvollstreckungen gekommen. Darüber hinaus sehen sich die privaten Haushalte, auch solche, die es sich leisten könnten, durch die stärkere Ungewissheit über die künftige wirtschaftliche Entwicklung dazu veranlasst, Anschaffungen insbesondere von Pkw aufzuschieben. Insofern die Haushalte bestrebt sind, ihre Ersparnisse zu erhöhen und ihre Vermögensposition wiederherzustellen, könnten die Verbraucherausgaben noch mehrere Jahre lang flau bleiben. Und durch die restriktive Kreditvergabe, die rückläufige Nachfrage und die sinkenden Exporte werden die Unternehmensinvestitionen noch weiter gedrückt.

***Die Erholung wird  
voraussichtlich mäßig  
ausfallen ...***

Unter dem Einfluss sich verbessernder Finanzierungsbedingungen und makroökonomischer Maßnahmen, von denen zunehmend positive Impulse ausgehen, könnte sich im kommenden Jahr eine allmähliche Erholung durchsetzen. Da eine beträchtliche Produktionslücke entstanden ist und die Rohstoffpreise voraussichtlich stagnieren werden, dürfte die Inflation merklich sinken, und 2010 könnte eine Deflation drohen.

***... trotz einer sehr  
lockeren Geldpolitik ...***

Die US-Währungsbehörden haben aggressive Maßnahmen zur Stützung der Realwirtschaft ergriffen. Die Federal Reserve hat ihren Leitzins auf nahezu null herabgesetzt, ihre Bilanz stark ausgeweitet und innovative Maßnahmen zur Überwindung der Spannungen an wichtigen Kreditmärkten umgesetzt, wie beispielsweise denen für Commercial Paper und Hypothekenkrediten, die den normalen Bonitäts- oder Dokumentationsanforderungen genügen. Die Null-Zins-Politik ebenso wie viele der neuen Kreditfazilitäten sollten bis Ende 2010 beibehalten werden. Um den deflationären Druck einzudämmen und das Wirtschaftswachstum weiter zu stützen, muss der Umfang der quantitativen Lockerung (*quantitative easing*) u.U. durch zusätzliche Ankäufe von länger laufenden US-Staatsanleihen sowie von Wertpapieren staatlicher oder staatsnaher Stellen (*agency securities*) erweitert werden. Sobald der Aufschwung sich gefestigt hat, sollte die Bilanz der Federal Reserve unverzüglich wieder reduziert werden, um die Inflation unter Kontrolle zu halten und das Anheizen einer weiteren Blase zu verhindern.

***... und massiver  
fiskalischer Impulse***

Die neue Regierung hat mit dem *American Recovery and Reinvestment Act* rasch ein Konjunkturpaket auf den Weg gebracht, das u.a. diskretionäre Maßnahmen in Höhe von zunächst 2,1% und dann 2,4% des BIP für die Jahre 2009 und 2010 vorsieht. Das Stimulierungspaket ist sehr breitgefächert, wobei die Ausgabenmaßnahmen etwas umfangreicher ausfallen als die Steuerensenkungen, und dürfte die Konjunktur auch über das Jahr 2010 hinaus stützen. Ein zusätzlicher fiskalischer Stimulus wäre gerechtfertigt, wenn sich die Wirt-

schaftsaussichten weiter eintrüben sollten. Sobald eine Konjunkturerholung festen Tritt gefasst hat, sollte die Regierung ein ehrgeizigeres Haushaltskonsolidierungsprogramm in Angriff nehmen, als in ihrem Haushaltsentwurf bisher vorgesehen ist.

***Es ist unbedingt nötig,  
das Ausbluten der  
Finanzmärkte zu  
stoppen ...***

Der Schlüssel zur Beendigung der Finanzkrise und mithin zur Schaffung eines soliden Fundaments für eine raschere Erholung liegt in der Gewährleistung eines hinreichenden Maßes an Finanzmarktstabilität, damit der normale Kreditfluss an kreditwürdige Haushalte und Unternehmen wieder in Gang kommt. Im Rahmen des im Februar gestarteten Finanzmarktstabilisierungsplans (FSP) werden Großbanken aufgefordert, sich umfangreichen Belastungstests zu unterziehen, die bis Ende April abgeschlossen sein sollen, damit bestimmt werden kann, welche Institute zusätzliches Kapital benötigen. Institute, bei denen eine Unterkapitalisierung festzustellen ist, wird dann die Möglichkeit geboten, Kapital bei privaten Geldgebern aufzunehmen. Gelingt ihnen dies nicht, werden sie neue staatliche Kapitalspritzen akzeptieren müssen. Im März wurde eine neue Initiative, ein öffentlich-privates Investitionsprogramm eingeführt, um Bankenbilanzen von faulen Krediten zu befreien und einen Markt für illiquide hypothekarisch- und forderungsbesicherte Papiere zu schaffen. Der Plan dürfte zwar ein hilfreiches Instrument zur Überwindung der Krise darstellen, doch kommt es entscheidend darauf an, dass er rasch umgesetzt wird und dass die Regierung jederzeit bereit und in der Lage ist, bei Bedarf noch entschiedenere Maßnahmen zu ergreifen. Um sicherzustellen, dass der Plan einen wirksameren Beitrag zur Überwindung der Krise leistet, sollte die Regierung die Einzelheiten der Umsetzung klären (z.B. hinsichtlich der Frist, die den Banken für die Mobilisierung von Privatkapital eingeräumt wird) und eindeutig zum Ausdruck bringen, dass sie nicht zögern wird, systemisch wichtige, aber angeschlagene Finanzinstitute umzustrukturieren, selbst wenn das zur Folge hätte, dass sie die effektive Kontrolle über sie übernehmen, sie unter Zwangsverwaltung stellen, notleidende Aktiva ausgliedern und die verbleibende „Good Bank“ mit öffentlichen Mitteln rekaptalisieren muss.

***... den Anstieg der Zahl  
der Zwangsversteigerungen  
zu bremsen ...***

Eine weitere Politikpriorität sollte darin bestehen, die wachsende Welle der Zwangsvollstreckungen einzudämmen. Der *Homeowner Affordability and Stability Plan* der Regierung, mit dem in Finanznot geratenen Hypothekenschuldnern durch die Schaffung von Anreizen zur Reduzierung der Schuldendienstkosten unter die Arme gegriffen werden soll, dürfte in diesem Kontext hilfreich sein. Jedoch bedarf es eines umfassenderen Plans, um die Hypothekenfinanzierer stärker dazu zu veranlassen, ihre Forderungen an Hauseigentümer zu reduzieren, deren Schulden den Wert ihres Immobilienbesitzes übersteigen.

***... und mit der Reform  
der Finanzmarktaufsicht  
zu beginnen***

Die Krise ließ erhebliche Schwachstellen in der Finanzmarktregulierung und -aufsicht zu Tage treten. Die zuständigen Behörden sollten die Überarbeitung des gegenwärtigen Systems bald in Angriff nehmen, um die bestehenden Schlupflöcher zu schließen und die Stabilität des Systems zu gewährleisten.



JAPAN

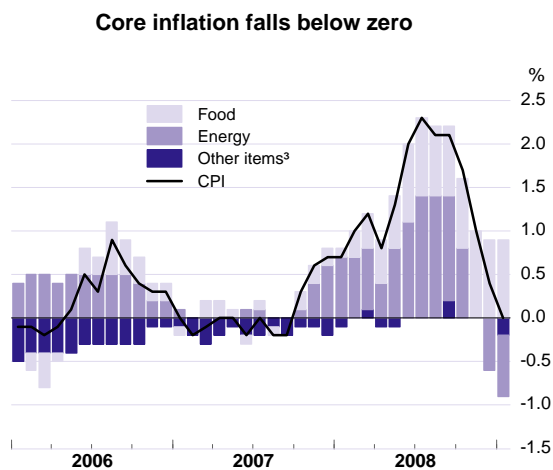
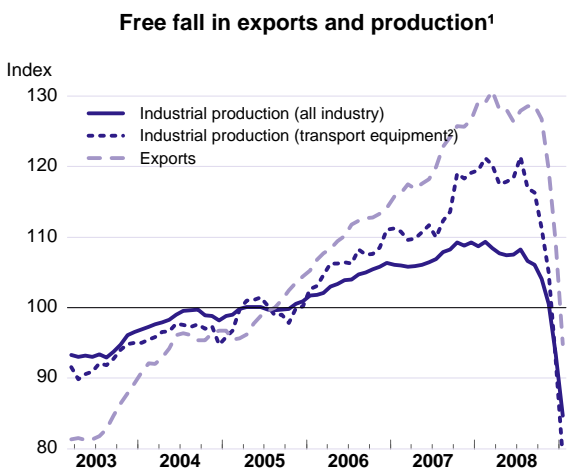
Der derzeitige Abschwung dürfte der gravierendste in der Nachkriegsgeschichte Japans sein. Im Gefolge der weltweiten Finanzkrise sind die Exporte und die Unternehmensinvestitionen eingebrochen, während der Yen substanziell aufwertete und die Aktienkurse um die Hälfte sanken. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird 2009 voraussichtlich um rd. 6½% zurückgehen, womit die Arbeitslosigkeit zunimmt und Japan wieder in die Deflation abgleitet. Es wird davon ausgegangen, dass das Produktionswachstum dank einer Wiederbelebung der Inlandsnachfrage ab Mitte 2010 wieder den positiven Bereich erreicht, dabei aber immer noch weit unter der Potenzialrate liegen wird.

Die Zentralbank sollte zusätzliche Maßnahmen ergreifen, um der Deflation entgegenzuwirken. Die fiskalpolitischen Konjunkturmaßnahmen werden zwar helfen, den Abschwung abzufedern, angesichts der hohen Staatsschuldenquote ist es jedoch wichtig, dass das Schwergewicht bei Stabilisierung der Wirtschaft wieder auf die Haushaltskonsolidierung verlagert wird. In Anbetracht einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung gebührt Reformen des Steuer- und Sozialversicherungssystems in Verbindung mit Strukturreformen zur Stimulierung der Inlandsnachfrage, insbesondere im Dienstleistungssektor, nach wie vor Priorität, um den Lebensstandard anzuheben.

*Der durch die weltweite Wirtschaftskrise ausgelöste Einbruch der Exporte ...*

Der stärkste Rückgang der japanischen Exporte seit Ende des Zweiten Weltkriegs zieht eine einschneidende Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der Unternehmensinvestitionen nach sich. Der negative Nachfrageschock und die Aufwertung des Yen um handelsgewichtet 25% im vierten Quartal 2008 (gegenüber dem Vorquartal) führten zu einer drastischen Verschlechterung der Ertragslage. Dies beschleunigte den Sturz der Aktienkurse, der mit einer Ausweitung des Zinsgefälles zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen, insbesondere mit niedrigerem Rating, einherging. Zudem verringerte sich die Kreditvergabebereitschaft der Finanzinstitute, vor allem

Japan



- 1. Data are three-month moving averages of seasonally-adjusted volume indices (2005=100).
- 2. Excluding ships and rolling stock.
- 3. OECD measure of core inflation.

Source: Ministry of Economy, Trade and Industry and Bank of Japan; Ministry of Internal Affairs and Communications.

gegenüber kleinen und mittleren Unternehmen. Die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen trug zu einem zweistelligen Anstieg der Zahl der Insolvenzen in den ersten zwei Monaten 2009 bei (im Vorjahresvergleich).

## Japan: Demand, output and prices

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Current prices ¥ trillion	Percentage changes, volume (2000 prices)				
Private consumption	285.9	1.5	0.7	0.5	-1.4	-0.5
Government consumption	90.6	0.4	2.0	0.9	2.4	2.9
Gross fixed investment	116.9	0.5	1.1	-4.6	-10.5	-1.9
Public <sup>1</sup>	22.9	-5.7	-7.0	-6.2	5.4	-4.6
Residential	18.2	0.5	-9.3	-6.9	-2.8	0.7
Non-residential	75.7	2.3	5.8	-3.7	-16.0	-1.6
Final domestic demand	493.4	1.1	1.0	-0.6	-2.8	-0.1
Stockbuilding <sup>2</sup>	1.4	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0
Total domestic demand	494.8	1.2	1.3	-0.8	-2.8	-0.1
Exports of goods and services	71.9	9.7	8.4	1.7	-26.4	-2.0
Imports of goods and services	65.0	4.2	1.5	1.1	-4.8	0.7
Net exports <sup>2</sup>	7.0	0.8	1.1	0.1	-3.8	-0.3
GDP at market prices	501.7	2.0	2.4	-0.6	-6.6	-0.5
GDP deflator		-0.9	-0.7	-1.0	2.2	-1.0
<i>Memorandum items</i>						
Consumer price index		0.2	0.1	1.4	-1.2	-1.3
Core consumer price index <sup>3</sup>		-0.4	-0.2	0.1	-0.3	-1.2
Unemployment rate		4.1	3.9	4.0	4.9	5.6
General government financial balance <sup>4</sup>		-1.6	-2.5	-2.6	-6.8	-8.4
Export performance <sup>5</sup>		0.1	1.1	-0.4	-15.3	-5.0

Note: National accounts are based on official chain-linked data. This introduces a discrepancy in the identity between real demand components and GDP. For further details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Including public corporations.
2. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
3. Consumer price index excluding food and energy.
4. As a percentage of GDP.
5. Ratio between export volume and export market of total goods and services.

Source: OECD.

**... treibt die Arbeitslosenquote in die Höhe und führt wieder in die Deflation**

Die Einkommen der privaten Haushalte sinken auf Grund der stagnierenden Beschäftigung und der Beschleunigung der seit Ende 2008 zu beobachtenden rückläufigen Lohnentwicklung, was in einer Kontraktion des Konsums der privaten Haushalte resultiert. Der deutliche Rückgang der Zahl der Stellenangebote im Verhältnis zur Zahl der Stellengesuche lässt darauf schließen, dass sich die Arbeitslosigkeit gegenüber ihrem derzeitigen Stand von rd. 4% merklich erhöhen wird. Die Kerninflation der Verbraucherpreise (ohne Nahrungsmittel und Energie) ist unter die Nullmarke gesunken.

**Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird voraussichtlich weiter schrumpfen**

Da von der Außenwirtschaft weiterhin eine Bremswirkung auf die Wirtschaftstätigkeit ausgeht, wird die gesamtwirtschaftliche Produktion den Projektionen zufolge im Jahresverlauf 2009 weiter schrumpfen. Die Inlandsnachfrage wird 2010 voraussichtlich den Anstoß für eine leichte Erholung geben,

wobei das Wachstum bis zum Jahresende aber immer noch bei weniger als 1% liegen wird. Eine erneute Korrektur der Wohnungsbauinvestitionen nach der missglückten Novellierung des Baurechts im Jahr 2007 dürfte einen positiven Beitrag zur Inlandsnachfrage leisten. Überdies könnten die Unternehmensinvestitionen nach ihrem drastischen, seit 2007 andauernden Rückgang wieder zulegen. Die sinkenden Reallöhne werden zwar die Ertragslage der Unternehmen verbessern, zugleich aber die Dynamik des privaten Verbrauchs schwächen. Da das Produktionswachstum im Jahresverlauf 2010 unter der Potenzialrate verharren dürfte, wird die Arbeitslosenquote wahrscheinlich auf über 5½% ansteigen, und die Deflation könnte sich verfestigen.

***Fiskal- und geldpolitische Maßnahmen stützen die Wirtschaftstätigkeit***

Die drei aufeinanderfolgenden Fiskalpakete, die seit August 2008 eingeführt wurden und die zusammen rd. 2% des BIP ausmachen, werden in Verbindung mit der Wirkung der automatischen Stabilisatoren das Ausmaß und die Dauer der Rezession verringern. Die zusätzlichen Ausgaben und die geringeren Einnahmen werden aber zugleich zu einer Ausweitung des Haushaltsdefizits führen, wobei der Fehlbetrag im Primärhaushalt von 2,6% im Jahr 2007 (ohne Einmalfaktoren) auf rd. 8% im Jahr 2010 ansteigen dürfte. Damit wird er weit über der offiziellen Zielvorgabe liegen, der zufolge im Finanzjahr 2011 ein Überschuss im kombinierten Primärhaushalt der Zentralregierung und der nachgeordneten Gebietskörperschaften erreicht werden soll. Das für April 2009 geplante vierte Fiskalmaßnahmenpaket ist in diesen Schätzungen nicht berücksichtigt. Angesichts des zunehmenden Deflationsdrucks und der angespannten Lage an den internationalen Finanzmärkten hat die Bank von Japan die Leitzinsen im Dezember 2008 von 0,3% auf 0,1% herabgesetzt und eine Reihe von Maßnahmen eingeführt, um den Markt mit Liquidität zu versorgen, u.a. durch den Ankauf von Commercial Paper in Höhe von bis zu 3 Bill. Yen und von Unternehmensanleihen in Höhe von 1 Bill. Yen bis September 2009. Die Bank von Japan kündigte zudem im März an, dass sie das Volumen des Direktaufkaufs von Staatsanleihen erhöhen wird. Überdies wird sie bis April 2010 Aktien aus den Beständen von Banken, die bestimmte Kriterien erfüllen, in einem Gesamtwert von bis zu 1 Bill. Yen aufkaufen.

***Für eine dauerhafte Erholung sind zusätzliche Maßnahmen erforderlich***

Obwohl die Unternehmen externen Schocks gegenüber widerstandsfähiger geworden sind und der Bankensektor stabiler ist als in der Vergangenheit, hat die globale Finanzkrise der exportabhängigen japanischen Wirtschaft einen hohen Tribut abgefordert. Die Bank von Japan sollte den Leitzinssatz nahe null halten und die Maßnahmen zur Erhöhung der Liquidität solange fortsetzen, bis die Deflation definitiv beendet ist. Da die Schuldenquote den Projektionen zufolge 2010 bei nahezu 200% liegen wird, ist der Spielraum für zusätzliche fiskalische Impulse auch dann begrenzt, wenn diese von selbst umkehrbar wären und das Schwergewicht auf Maßnahmen läge, die einen maximalen Wachstums- und Beschäftigungseffekt versprechen. Überdies sollte das Ziel eines Überschusses im kombinierten Primärhaushalt der Zentralregierung und der nachgeordneten Gebietskörperschaften wieder bekräftigt werden. Die Regierung sollte weitere wachstumsfördernde Steuer- und Sozialversicherungsreformen umsetzen, insbesondere eine Steuergutschrift auf Erwerbseinkommen zur Unterstützung von Niedrigeinkommenshaushalten. Produktivitätssteigernde Strukturreformen, namentlich durch eine Verschärfung des Wettbewerbs im Dienstleistungssektor, sind erforderlich, um den Anstieg des Lebensstandards auf längere Sicht zu fördern.

## EURORAUM

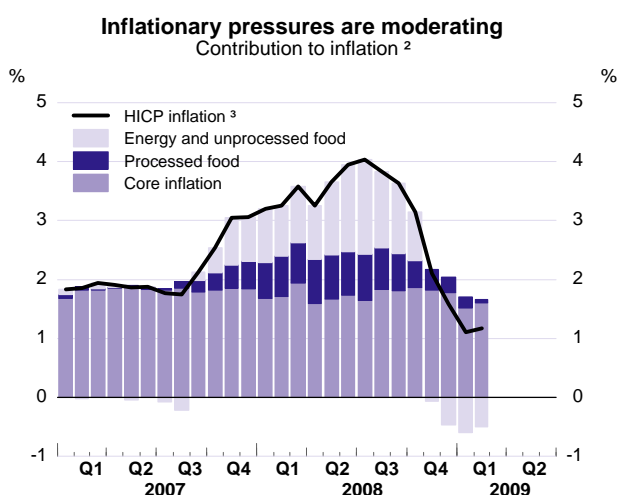
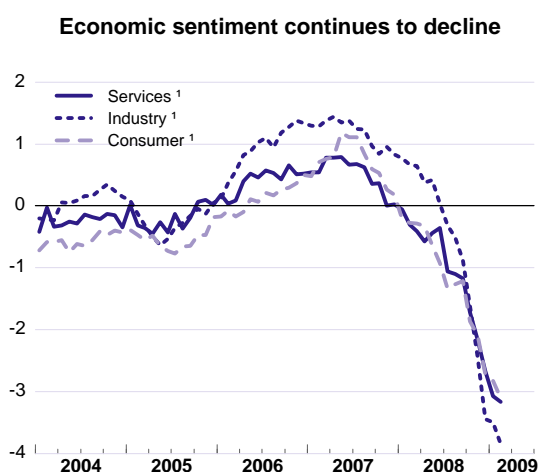
Der Euroraum ist unter dem Einfluss sehr restriktiver Finanzierungsbedingungen, sinkender Vermögenspreise, eines drastischen Einbruchs der Auslandsnachfrage und erhöhter Unsicherheit in eine tiefe Rezession eingetreten. Es wird damit gerechnet, dass die Wirtschaftstätigkeit im gesamten Jahresverlauf 2009 sinken und sich erst 2010 im Zuge des allmählichen Abklingens der Spannungen an den Finanzmärkten langsam wieder erholen wird. Die steigende Arbeitslosigkeit und eine zunehmend negative Produktionslücke werden den Inflationsdruck im gesamten Projektionszeitraum dämpfen, wobei die Kerninflation den Projektionen zufolge im Jahresverlauf 2010 gegen null sinken wird.

Angesichts der voraussichtlich sehr geringen Inflation sind zusätzliche monetäre Impulse durch weitere Leitzinssenkungen und eine quantitative Lockerung (*quantitative easing*) angebracht. In einigen Mitgliedstaaten sind auch zusätzliche diskretionäre Haushaltsmaßnahmen gerechtfertigt. Die mittelfristigen Wachstumsaussichten würden sich durch Maßnahmen zur Sicherung des Binnenmarkts sowie des liberalen Außenhandels- und Investitionsregimes verbessern.

*Eine tiefe Rezession ist eingetreten*

Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum ist rapide gesunken, und auf kurze Sicht ist mit einer weiteren deutlichen Abnahme des BIP zu rechnen. Sowohl das Geschäfts- als auch das Konsumklima befinden sich auf einem sehr niedrigen Niveau, und die Auftragseingänge in der Industrie gehen nach wie vor deutlich zurück, was auf eine weiterhin schwache Entwicklung sowohl der Industrieproduktion als auch der Exporte hindeutet. Die Einzelhandelsumsätze im Euroraum insgesamt waren ebenfalls rückläufig, wenn auch in geringerem Maße. Das BIP sank im vierten Quartal 2008 um nahezu 6% (Jahresrate), und im ersten Quartal 2009 scheint ein ähnlicher Rückgang wahrscheinlich.

## Euro area



1. The series are normalised and averaged 0 over 1999m1-2009m2.
2. Represented by the harmonised consumer price index (HICP).
3. Year-on-year percentage change.

Source: Eurostat and OECD.

**Die Finanzierungsbedingungen haben sich weiter verschärft**

Die Finanzierungsbedingungen haben sich unter dem Einfluss rückläufiger Vermögenspreise, strengerer Kreditstandards der Banken und gestiegener Zinsspreads weiter verschärft. Das Wachstum der Kreditvergabe an die privaten Haushalte und an nichtfinanzielle Unternehmen hat sich rasch verlangsamt. Diese Faktoren haben zu einem Anstieg der Finanzierungskosten der Unternehmen und zu negativen Vermögenseffekten, die sich in den Verbraucherausgaben niederschlagen, geführt und die Unsicherheit hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten erhöht.

**Euro area: Demand, output and prices**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Current prices € billion	Percentage changes, volume (2001 prices)				
Total domestic demand	7 934.6	2.8	2.3	0.7	-2.8	-0.3
Net exports <sup>1</sup>	123.7	0.2	0.3	0.0	-1.3	0.0
GDP at market prices	8 058.3	3.0	2.6	0.7	-4.1	-0.3
GDP deflator		2.0	2.3	2.2	1.3	0.6
<i>Memorandum items</i>						
Harmonised index of consumer prices		2.2	2.1	3.3	0.6	0.7
Core harmonised index of consumer prices <sup>2</sup>		1.4	1.9	1.8	1.6	0.7
Unemployment rate		8.2	7.4	7.5	10.1	11.7
General government financial balance <sup>3</sup>		-1.3	-0.7	-1.8	-5.4	-7.0

Note: The euro area aggregates cover the euro area countries that are members of the OECD.

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

3. As a percentage of GDP.

Source: OECD.

**Der Inflationsdruck lässt weiter nach**

Die Gesamtinflation ist von ihrem im vergangenen Juli erreichten Höchststand von 4% auf knapp über 1% zurückgegangen, worin sich der starke Rückgang der weltweiten Rohstoffpreise widerspiegelt. Sowohl die auf Ausschlussmethoden basierenden als auch die statistischen Messgrößen der Kerninflation tendierten ebenfalls abwärts, allerdings in geringerem Maße. Die steigende Arbeitslosigkeit und die anhaltende Ausweitung der Produktionslücke werden 2009 und 2010 indessen weiter dämpfend auf den Lohn- und Preisdruck wirken.

**Die Geldpolitik kann weiter gelockert werden**

Die Europäische Zentralbank hat ihren Leitzins seit vergangenem September um 275 Basispunkte gesenkt, und durch die Liquiditätssteuerung kam es zu einem noch stärkeren Rückgang der Tagesgeldsätze. Die Turbulenzen an den Finanzmärkten beeinträchtigten allerdings die Weitergabe der niedrigeren Leitzinsen an den Geldmarkt und die von den Geschäftsbanken praktizierten Zinssätze. In Anbetracht der für die kommenden zwei Jahre erwarteten Zunahme der deflationären Tendenzen sollte der noch verbleibende Spielraum für Leitzinssenkungen rasch genutzt werden, was durch Maßnahmen der quantitativen Lockerung ergänzt werden sollte.

**Fiskalische Maßnahmen wirken konjunkturstützend**

Die Mitgliedstaaten haben neue diskretionäre fiskalische Maßnahmen zur Stützung der Nachfrage ergriffen, die sich 2009 auf knapp unter 1% des BIP belaufen. Dies wird sich insbesondere in der zweiten Jahreshälfte in gewissem

Maße positiv auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken, die starken Produktionsrückgänge jedoch nicht verhindern. Die relativ umfangreichen automatischen Stabilisatoren im Euroraum und die zur Stützung des Finanzsektors ergriffenen Maßnahmen werden für zusätzliche Unterstützung sorgen. Das hat einen raschen Anstieg der Defizit- und der Schuldenquote zur Folge, und die Zinsspreads auf Staatsanleihen weiten sich aus. Auf kurze Sicht könnten weitere Impulse erforderlich sein, die jedoch rasch entzogen werden müssten, sobald die Erholung richtig in Gang gekommen ist.

***Der Aufschwung wird  
verhalten ausfallen***

Die Wirtschaftstätigkeit wird bis Ende 2009 voraussichtlich weiter sinken, wobei die ausgeprägte Schwäche der Binnennachfrage durch die negativen Auswirkungen des schwachen Wachstums der weltweiten Exportnachfrage verstärkt wird. Der Rückgang der Rohstoffpreise hatte positive Auswirkungen auf die Einkommen der privaten Haushalte, der Verbrauch wird sich auf Grund der steigenden Arbeitslosigkeit und negativer Vermögenseffekte jedoch nur schleppend entwickeln. Die konjunkturstützende Wirkung der Politikmaßnahmen dürfte im Verein mit einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen 2010 zu einer verhaltenen Erholung führen, obgleich das Wachstum im gesamten Jahresverlauf unter der Trendrate liegen und die Arbeitslosigkeit weiter steigen könnte.

***Die Risiken liegen nach  
wie vor überwiegend im  
negativen Bereich***

Angesichts der sich rasch abschwächenden Binnen- und Weltwirtschaft und der Möglichkeit einer weiteren Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen liegen die Risiken nach wie vor klar im negativen Bereich, wobei deutliche „Tail Risks“ (selten eintretende Extremrisiken) zu erkennen sind. Insbesondere wird die rückläufige Wirtschaftstätigkeit den Druck auf die Finanzinstitute erhöhen, was möglicherweise zu einer weiteren Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen wird, wodurch zusätzliche negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft und weitere Hindernisse für eine wirksame Weitergabe geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen entstehen könnten.

DEUTSCHLAND

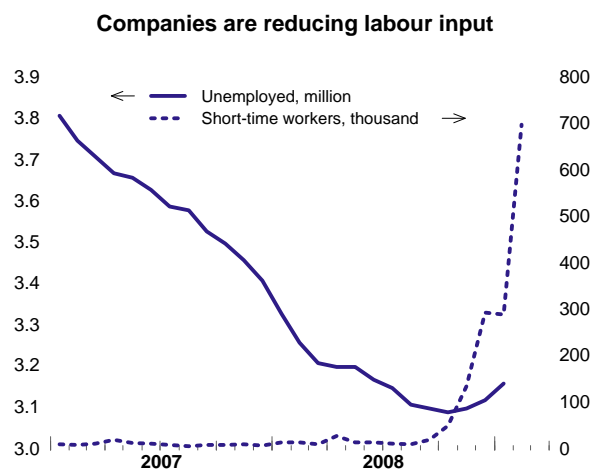
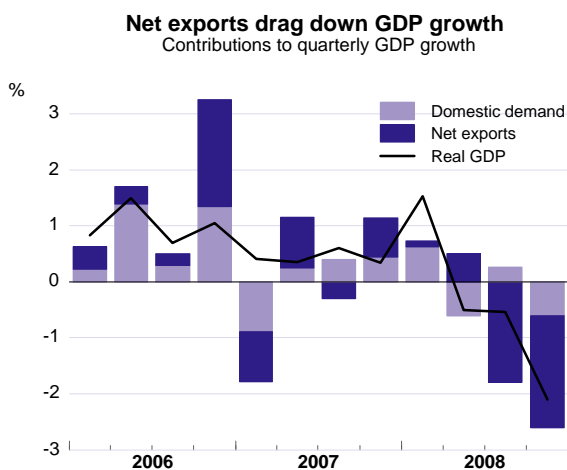
Die konjunkturelle Abwärtsbewegung hat sich erheblich beschleunigt, da der Zusammenbruch des Welthandels das Wachstum in Deutschland besonders stark in Mitleidenschaft zieht. Im Jahr 2009 wird das reale BIP den Projektionen zufolge um etwa 5% sinken, bevor 2010 eine schwache Erholung einsetzen wird. Die Arbeitslosigkeit wird 2009 wahrscheinlich drastisch und 2010 weiter anziehen, die Teuerung dürfte gering ausfallen und während des Projektionszeitraums weiter sinken.

Die Staatsfinanzen werden sich zyklisch bedingt und unter dem Einfluss der Konjunkturpakete voraussichtlich weiter merklich verschlechtern. Dennoch bedarf es angesichts der raschen Konjunkturabkühlung weiterer vorübergehender Ankurbelungsmaßnahmen, die schnell umgesetzt werden sollten. Um das Vertrauen zu festigen, hat die Bundesregierung zu Recht beschlossen, die Haushaltsregeln zu reformieren und strenge gesetzliche Vorgaben für die künftige Rückzahlung der neu aufgenommenen Schulden einzuführen, um eine langfristige Eintrübung der Aussichten für die öffentliche Finanzlage zu verhindern und die Wirksamkeit der derzeitigen Stimulierungsmaßnahmen zu steigern.

*Die Konjunkturabkühlung hat sich drastisch beschleunigt ...*

Die konjunkturelle Abwärtsbewegung hat sich gegen Ende 2008 erheblich verschärft, als das Quartalswachstum einen Negativrekord erreichte. Zurückzuführen ist dies größtenteils auf den starken Rückgang der Exporte infolge der drastischen Nachfrageeinbrüche bei den wichtigsten Handelspartnern. Der Produktmix der deutschen Exporteure hat die deutsche Wirtschaft auf Grund seiner Fokussierung auf Investitionsgüter besonders anfällig gegenüber dem globalen Konjunkturzyklus gemacht. Auch die Investitionsausgaben der Unternehmen ließen unter dem Einfluss der geringeren Kapazitätsaus-

Germany



Note: Domestic demand excludes inventories. Unemployment is according to the ILO concept. Number of people on short-time work refers to workers with reduced working time for economic reasons according to employers' notifications. Their loss of earnings is in part compensated by short-time working benefits paid by the Labour Office for a maximum of 18 months.

Source: OECD National Accounts database; Statistisches Bundesamt Deutschland; Statistik der Bundesagentur für Arbeit.

lastung und schrumpfenden Auftragseingänge drastisch nach. Der Konsum der privaten Haushalte blieb verhältnismäßig stabil, was der niedrigen Teuerung, den in früheren Tarifrunden verankerten kräftigen Lohnsteigerungen und dem nach wie vor hohen Beschäftigungsniveau zu verdanken war.

## Germany: Demand, output and prices

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Current prices € billion	Percentage changes, volume (2000 prices)				
Private consumption	1 323.0	1.2	-0.3	-0.3	0.0	0.0
Government consumption	420.0	0.6	2.2	2.0	0.6	0.9
Gross fixed investment	388.9	8.5	4.5	3.6	-6.6	0.7
Public	30.9	3.8	4.4	4.4	9.9	12.8
Residential	116.4	6.5	0.4	-0.1	-1.8	0.5
Non-residential	241.6	10.1	6.5	5.3	-10.9	-1.2
Final domestic demand	2 131.9	2.4	1.1	0.9	-1.2	0.3
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 11.4	-0.1	0.1	0.5	-0.4	-0.1
Total domestic demand	2 120.4	2.3	1.2	1.5	-1.7	0.2
Exports of goods and services	918.6	13.1	7.7	2.3	-16.5	-0.1
Imports of goods and services	799.7	12.2	5.2	3.6	-10.0	0.0
Net exports <sup>1</sup>	118.9	1.0	1.4	-0.4	-3.7	0.0
GDP at market prices	2 239.3	3.2	2.6	1.0	-5.3	0.2
GDP deflator		0.5	1.9	1.5	1.6	0.5
<i>Memorandum items</i>						
Harmonised index of consumer prices		1.8	2.3	2.8	0.6	0.5
Core harmonised index of consumer prices <sup>2</sup>		0.7	1.9	1.3	1.1	0.5
Unemployment rate		9.7	8.3	7.3	8.9	11.6
General government financial balance <sup>3</sup>		-1.5	-0.2	-0.1	-4.5	-6.8
Export performance <sup>4</sup>		3.6	0.8	-0.1	-5.2	-0.4

Note: National accounts are based on official chain-linked data. This introduces a discrepancy in the identity between real demand components and GDP. For further details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eca/sources-and-methods>).

- Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
- Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.
- As a percentage of GDP.
- Ratio between export volume and export market of total goods and services.

Source: OECD.

**... und die Lage wird sich voraussichtlich weiter verschlechtern**

Die Exporte setzten ihre drastische Talfahrt zu Beginn des laufenden Jahres fort, und der Rückgang der Industrieproduktion hat sich beschleunigt. Der Arbeitsmarkt zeigt erste Schwächetendenzen, und die Arbeitslosigkeit hat in den ersten Monaten von 2009 geringfügig zugenommen. Außerdem haben die Anträge auf konjunkturelles Kurzarbeitergeld bei den Agenturen für Arbeit drastisch zugenommen, was darauf hindeutet, dass Unternehmen ihr Arbeitsvolumen reduzieren. Gleichzeitig wird der private Konsum vorübergehend durch die staatliche „Umweltprämie“ beflügelt, die für den Kauf eines Neu- oder Jahreswagens bei gleichzeitiger Verschrottung des Altfahrzeugs gezahlt wird.

**Die Konjunktur wird sich nur langsam stabilisieren**

Die Produktionseinbußen werden sich unter dem Einfluss der flauen Exporte und privaten Ausrüstungsinvestitionen auch im weiteren Verlauf von 2009 fortsetzen. Ab Mitte 2009 werden zusätzliche öffentliche Infrastrukturinvestitionen, Transferleistungen für private Haushalte sowie Senkungen bei



der Einkommensteuer und den Sozialversicherungsbeiträgen für einen leichten Aufwind sorgen. Allerdings wird der Effekt dieser letztgenannten Maßnahmen den Projektionen zufolge durch eine Zunahme des Vorsorgesparens vorübergehend wieder wettgemacht.

***Die Arbeitslosigkeit wird steigen, und die Teuerung wird weiter sinken***

Den Projektionen zufolge wird die Arbeitslosenquote bis Ende 2010 auf nahezu 12% klettern, da das Wachstum nur langsam gegen seine Potenzialrate konvergiert, und die Bezugsfrist für das konjunkturelle Kurzarbeitergeld ausläuft. Die sich ausweitende Produktionslücke und die steigende Arbeitslosigkeit werden einen Abwärtsdruck auf die Teuerung auslösen, die 2010 auf nahezu null sinken könnte. Angesichts des drastischen Anstiegs der Arbeitslosigkeit ist damit zu rechnen, dass in den neuen Tarifverträgen ein Trade-off zwischen Lohnerhöhungen und Arbeitsplatzsicherheit erfolgen wird.

***Die Politikverantwortlichen reagierten rasch auf die Finanzkrise, viel langsamer indessen auf die Wachstumsabschwächung***

Die Bundesregierung hat mehrere Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensystems und Stimulierung des Wachstums in Kraft gesetzt. So wurde im vergangenen Herbst ein Finanzmarktstabilisierungsfonds eingerichtet, um für von Banken begebene Schuldtitel Garantien in Höhe von bis zu 400 Mrd. Euro zu übernehmen, wobei für die Refinanzierung der Banken oder den Aufkauf von Wertpapieren zusätzliche 80 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt werden. Ferner sind zwei Konjunkturpakete verabschiedet worden, die u.a. Infrastrukturinvestitionen, Senkungen bei Einkommensteuer und Sozialversicherungsbeiträgen, Steuererleichterungen für Unternehmen, Subventionen für Fahrzeugkäufe und einen einmaligen Kinderbonus für Familien vorsehen. Gemeinsam mit anderen diskretionären Maßnahmen machen diese zusätzlichen Unterstützungsleistungen im Zeitraum 2009-2010 3½% des BIP aus. Unter dem Einfluss dieser Maßnahmen und der konjunkturellen Abkühlung wird sich das Haushaltsdefizit auf fast 7% des BIP ausweiten. Angesichts der raschen Konjunkturverschlechterung bedarf es weiterer Ankurbelungsmaßnahmen, die schnell umgesetzt werden müssten. Diese sollten von vorübergehender Natur sein und auf der Grundlage ihrer kurzfristigen Wirkung ausgewählt werden. In Anbetracht des erwarteten drastischen Anstiegs der Arbeitslosigkeit, sollte der Schwerpunkt zusätzlicher fiskalischer Aktionen auf aktiven arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen liegen, um der drohenden Erhöhung der Langzeitarbeitslosigkeit entgegenzuwirken. Sobald die Erholung Tritt gefasst hat, ist es wichtig, dass die Politikverantwortlichen für eine rasche Rückkehr zur mittelfristigen Haushaltskonsolidierung sorgen. Glaubwürdige Aktionen in dieser Hinsicht können ebenfalls dazu beitragen, die Wirksamkeit der derzeit ergriffenen Stimulierungsmaßnahmen zu steigern. Die von der Bundesregierung geplante Inkraftsetzung einer Reform der Haushaltsregeln mit der Forderung nach einem ausgeglichenen strukturellen Haushalt ist aus dieser Sicht hilfreich, ebenso wie spezifische Ankündigungen zur künftigen Tilgung der gestiegenen Staatsverschuldung.

FRANKREICH

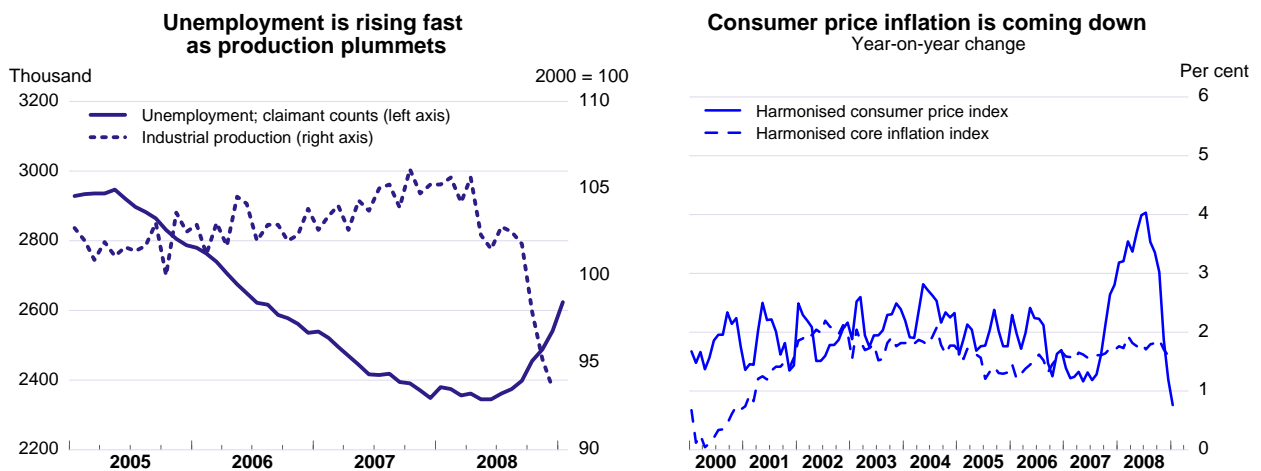
Das reale BIP dürfte 2009 um über 3% schrumpfen, wobei das Tempo der Kontraktion im Jahresverlauf allmählich nachlassen wird. Eine Verbesserung der Kreditkonditionen und konjunkturstützende Politikmaßnahmen im In- und Ausland werden 2010 zu einer Erholung beitragen, obwohl die Wirtschaftstätigkeit auf Grund der schwachen Bilanzen des privaten Sektors verhalten und unsicher bleiben wird. Die Inflation könnte bis Ende 2010 in die Nähe von null sinken.

Die zur Bewältigung der Krise ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen, bei denen das Schwergewicht auf der Investitionsförderung liegt, sind größtenteils „sich selbst umkehrende“ Maßnahmen und dürften schnell wirksam werden. Forderungen nach staatlichen Hilfen für spezifische Sektoren sollte jedoch nicht nachgegeben werden. Die Unterstützung sollte stattdessen auf die Sicherung des Einkommens der entlassenen Arbeitskräfte ausgerichtet werden. Auch wenn sich das Defizit voraussichtlich stark erhöhen wird, sollten zusätzliche expansive Maßnahmen in Betracht gezogen werden, falls sich die Aussichten weiter verschlechtern. Auf jeden Fall ist ein glaubwürdiger Plan zur Wiederherstellung gesunder öffentlicher Finanzen erforderlich, wenn sich die Wirtschaft erholt.

*Die Produktion geht rapide zurück*

Das Tempo des Produktionsrückgangs hat sich im ersten Quartal 2009 vermutlich beschleunigt, weil die Unternehmen weiter Lagerbestände abgebaut und infolge der schwachen Auftragslage und des geringen Vertrauens die Investitionen reduziert haben. Obwohl sich die Situation in den letzten Monaten etwas verbessert hat, sehen sich private Haushalte und Unternehmen nach wie vor mit restriktiven Kreditvergabebedingungen konfrontiert. In Kombination mit allgemeinen Gewinnrückgängen und wenig Anzeichen für eine Erholung in den Auftragsbüchern, wird dies wahrscheinlich einen weiteren Abbau der Lagerbestände im ersten Halbjahr und sinkende Unternehmensinvestitionen während des größten Teils von 2009 zur Folge haben, da die Unternehmen ihre Bilanzen zu stärken suchen. Was die privaten Haushalte angeht, wird die wirtschaftliche Unsicherheit, die mit dem starken Anstieg der Arbeits-

France



Source: OECD Main Economic Indicators database and DARES.

losigkeit und Einbußen beim Wohnimmobilien- und Aktienvermögen verbunden ist, trotz einer leichten Zunahme der verfügbaren Realeinkommen in den nächsten Quartalen zu einer Verringerung des privaten Konsums und der Wohnungsbauinvestitionen führen. Das Anfang 2009 beschlossene Konjunkturprogramm wird zusammen mit einer erheblichen Lockerung der Geldpolitik und den zusätzlichen Maßnahmen zur Stärkung des Bankensystems die Rezession begrenzen helfen und 2010 die Erholung unterstützen.

### France: Demand, output and prices

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Current prices € billion	Percentage changes, volume (2000 prices)				
Private consumption	980.4	2.5	2.4	1.3	-0.2	0.2
Government consumption	408.4	1.4	1.4	1.6	1.3	1.3
Gross fixed investment	343.8	5.0	4.9	0.4	-7.1	-1.7
Public	56.9	-2.1	1.7	-1.2	-1.6	1.7
Residential	96.3	6.9	2.9	-1.1	-6.2	-2.3
Non-residential	190.6	6.3	6.8	1.6	-9.1	-2.4
Final domestic demand	1 732.7	2.7	2.7	1.2	-1.3	0.1
Stockbuilding <sup>1</sup>	5.9	-0.1	0.2	-0.2	-1.1	0.0
Total domestic demand	1 738.5	2.6	2.9	1.0	-2.4	0.1
Exports of goods and services	448.8	5.6	3.2	1.1	-11.4	-2.3
Imports of goods and services	463.5	6.5	5.9	2.0	-7.5	-1.0
Net exports <sup>1</sup>	- 14.7	-0.3	-0.8	-0.3	-0.8	-0.3
GDP at market prices	1 723.8	2.4	2.1	0.7	-3.3	-0.1
GDP deflator		2.5	2.5	2.2	1.2	0.6
<i>Memorandum items</i>						
Harmonised index of consumer prices		1.9	1.6	3.2	0.4	0.6
Core harmonised index of consumer prices <sup>2</sup>		1.5	1.6	1.8	1.3	0.6
Unemployment rate		8.8	8.0	7.4	9.9	10.9
General government financial balance <sup>3</sup>		-2.4	-2.7	-3.4	-6.6	-8.3
Export performance <sup>4</sup>		-3.4	-2.6	-1.4	1.4	-2.8

Note: National accounts are based on official chain-linked data. This introduces a discrepancy in the identity between real demand components and GDP. For further details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

- Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
- Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.
- As a percentage of GDP.
- Ratio between export volume and export market of total goods and services.

Source: OECD.

***Und es wird mit einer weiteren Kontraktion gerechnet, deren Tempo allerdings nachlassen dürfte***

Es ist daher zu erwarten, dass das reale BIP im gesamten Jahresverlauf 2009 schrumpfen wird, wobei das Tempo der Kontraktion allerdings stetig nachlassen wird. Die für 2010 projizierte Erholung wird schwach ausfallen, weil das Wachstum unter seiner Potenzialrate verharret, was sich z.T. aus der anhaltend flauen Auslandsnachfrage erklärt. Die Gesamtinflation auf der Verbraucherstufe dürfte im zweiten Halbjahr 2009 zu positiven Raten zurückkehren, da der Effekt der bisherigen Energiepreisrückgänge abklingt. Indessen wird das Entstehen erheblicher Kapazitätsüberhänge auf den Produkt- und Arbeitsmärkten für anhaltenden Abwärtsdruck auf die Löhne und Preise insgesamt sorgen, was dazu beitragen wird, dass die Kerninflation bis Ende 2010 allmählich in die Nähe von null absinken dürfte.

***Der Kreditzugang gibt  
nach wie vor Anlass  
zu Besorgnis***

Um eine länger anhaltende Lähmung des Finanzsystems zu verhindern, haben die zuständigen Behörden zwei Vehikel geschaffen; das eine erlaubt es den Banken, mit einer Staatsgarantie selbst Kapital aufzunehmen; das andere versorgt sie mit Eigenkapital, um ihre Zahlungsfähigkeit zu stützen. Diese Schritte haben es den Banken ermöglicht, weiter Kredite zu vergeben, wodurch das Austrocknen des Primärmarkts in gewissem Maße kompensiert wurde. Selbst wenn sich die großen französischen Banken insgesamt offenbar in einer etwas besseren Position befinden als die Banken in anderen Ländern, ist eine genaue Beobachtung durch die zuständigen Stellen erforderlich, um den Kreditzugang zu sichern.

***Durch die Ausweitung  
des Staatsdefizits wird  
die Nachfrage gestützt***

Die Regierung hat ein Konjunkturprogramm in Höhe von über 1% des BIP verabschiedet, das in erster Linie auf Infrastrukturausgaben und die Lösung der Cashflow-Schwierigkeiten kleiner und mittlerer Unternehmen ausgerichtet ist. Die anschließend ergriffenen Maßnahmen umfassten einmalige Einkommensteuerbefreiungen für Niedrigeinkommenshaushalte, großzügigere Leistungen für Kurzarbeiter und Kredite für die Automobil- und Luftfahrtindustrie. Diese diskretionären fiskalischen Impulse und die beträchtlichen Effekte der automatischen Stabilisatoren werden die Konjunktur stützen, zusammen mit dem Wegfall außergewöhnlich dynamischer Steuereinnahmen nach dem Platzen der Blasen an den Finanz- und Wohnimmobilienmärkten aber auch zu einem Anstieg des gesamtstaatlichen Defizits auf über 8% des BIP bis 2010 führen. Wenn sich die Konjunktur dennoch als noch schwächer erweisen sollte als projiziert, sollten die zuständigen Behörden weitere expansive diskretionäre Ausgaben in Betracht ziehen. Auf jeden Fall bedarf es eines glaubwürdigen Plans für die Rückkehr zu einer tragfähigen Haushaltsposition, sobald die Erholung Tritt fasst.

ITALIEN

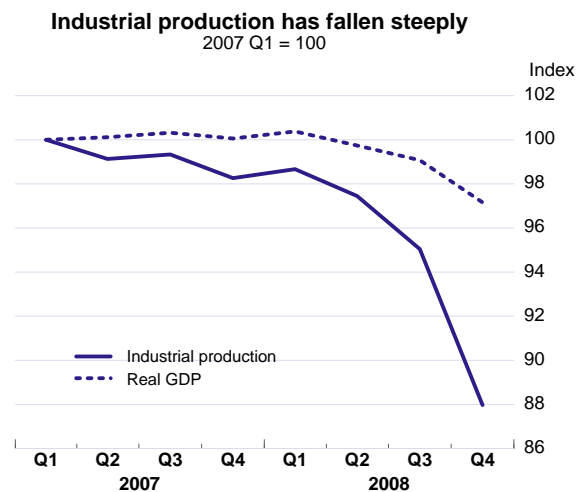
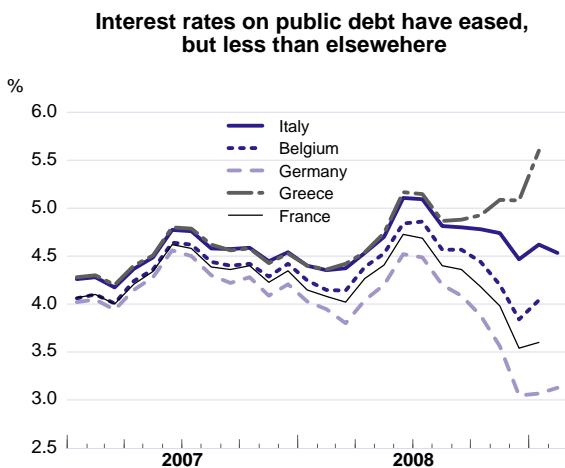
Für das Jahr 2009 wird angesichts drastisch sinkender Investitionen, schrumpfender Exportmärkte und durch Unsicherheit gedämpfter Konsumausgaben eine Vertiefung der Rezession erwartet. Auf Grund seiner offenen Wirtschaft und der Zusammensetzung seiner Exporte bekommt Italien die Auswirkungen der Rezession in anderen Ländern in vollem Umfang zu spüren. Die Erholung dürfte nur langsam einsetzen, und die Arbeitslosigkeit wird dieses Jahr und bis ins Jahr 2010 beträchtlich ansteigen. Bis Ende nächsten Jahres wird die Inflation auf nahe null zurückgehen. Das Haushaltsdefizit wird sich erheblich ausweiten und dieses Jahr fast 5% und 2010 dann 6% des BIP erreichen.

In Anbetracht der hohen öffentlichen Verschuldung sowie der befürchteten Schwierigkeiten bei ihrer Refinanzierung wurden die diskretionären fiskalischen Maßnahmen zu Recht in Grenzen gehalten. Es bedarf einer stärkeren Ausgabenkontrolle und einer höheren Effizienz, um Italiens Kreditwürdigkeit zu verbessern. In der Zwischenzeit kann die Nachfrage durch eine Neuausrichtung der Ausgaben, um die Unterstützung für Arbeitslose und deren Familien auszuweiten, besser gefördert werden als durch Hilfen für einzelne Industriezweige oder Versuche zur Steuerung der Kreditvergabe der Banken.

*Der Produktionsrückgang hat sich beschleunigt*

Die Wirtschaft hat sich im Laufe des Jahres 2008 abgeschwächt, und der Produktionsrückgang beschleunigt sich. Die Exporte sinken stark, da Italien auf Grund seiner Ausrichtung auf Luxus-, Gebrauchs- und Investitionsgüter die Auswirkungen der Rezession bei seinen Handelspartnern voll zu spüren bekommt. Die Investitionsnachfrage hat gleichermaßen deutlich nachgelassen, und die Verbraucherausgaben, besonders für Kraftfahrzeuge und Gebrauchsgüter, entwickeln sich schwach, wenngleich die Kfz-Zulassungen im Februar ein wenig gestiegen sein könnten.

Italy



Source: OECD, Main Economic Indicators database.

**Der Arbeitsmarkt gibt nach, und die Inflation ist gesunken**

Die Arbeitslosigkeit begann im Jahr 2007 zu steigen, auch wenn die Beschäftigung in den drei ersten Quartalen 2008 insgesamt zunahm. Das Lohnwachstum verstärkte sich im Jahr 2008, da ein Großteil der nationalen Tarifabschlüsse verlängert wurde, doch der Preisauftrieb hat unter dem Einfluss sinkender Energiekosten merklich nachgelassen. Im letzten Jahr ist das Haushaltsdefizit gestiegen, teilweise bedingt durch den leicht expansiven Haushalt für 2008, blieb aber unter 3% des BIP.

**Italy: Demand, output and prices**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Current prices € billion	Percentage changes, volume (2000 prices)				
Private consumption <sup>1</sup>	844.0	1.3	1.2	-0.9	-3.0	0.0
Government consumption	290.8	0.5	1.0	0.6	0.3	0.2
Gross fixed investment	296.7	3.2	1.6	-2.9	-11.7	-0.8
Machinery and equipment	142.2	5.4	2.4	-4.1	-13.7	-0.9
Construction	154.4	1.1	0.8	-1.8	-9.9	-0.8
Residential	69.9	4.1	1.1	-0.9	-7.1	-0.8
Non-residential	84.5	-1.3	0.6	-2.7	-12.4	-0.7
Final domestic demand	1 431.5	1.5	1.2	-1.0	-4.1	-0.1
Stockbuilding <sup>2</sup>	- 0.7	0.5	0.1	-0.3	0.4	0.0
Total domestic demand	1 430.7	2.0	1.3	-1.3	-3.8	-0.2
Exports of goods and services	371.4	6.5	4.0	-3.7	-15.9	-1.1
Imports of goods and services	372.2	6.2	3.3	-4.5	-13.8	-0.2
Net exports <sup>2</sup>	- 0.9	0.1	0.2	0.2	-0.5	-0.2
GDP at market prices	1 429.9	2.1	1.5	-1.0	-4.3	-0.4
GDP deflator		1.8	2.4	2.8	1.1	0.2
<i>Memorandum items</i>						
Harmonised index of consumer prices		2.2	2.0	3.5	0.7	0.7
Core harmonised index of consumer prices <sup>3</sup>		1.6	1.8	2.2	1.7	0.7
Unemployment rate		6.8	6.2	6.8	9.2	10.7
General government financial balance <sup>4</sup>		-3.4	-1.5	-2.5	-4.7	-5.9
Export performance <sup>5</sup>		-3.3	-3.1	-6.9	-4.0	-1.4

Note: National accounts are based on official chain-linked data. This introduces a discrepancy in the identity between real demand components and GDP. For further details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Final consumption in the domestic market by households.
2. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
3. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.
4. As a percentage of GDP.
5. Ratio between export volume and export market of total goods and services.

Source: OECD.

**Die kurzfristigen Indikatoren deuten auf weitere Produktionsrückgänge hin**

Indikatoren wie die Auftragslage oder die Zukunftserwartungen von Produzenten und Verbrauchern deuten alle auf eine weitere Abnahme der Wirtschaftstätigkeit hin. Die Bankkreditmenge ist bis Ende 2008 noch gestiegen, allerdings nicht mehr so rasch wie zuvor. Die Kreditablehnungsquote hat deutlich zugenommen, und der Anteil der notleidenden Kredite hat zu steigen begonnen (allerdings nicht bei den Krediten für Privathaushalte). In Verbindung mit der eingeschränkten Kreditvergabe werden die schlechten Aussichten für den Handel zu einem weiteren Rückgang der Investitionen führen, die sich nur langsam wieder erholen werden, selbst wenn die Bedingungen auf den Finanzmärkten sich verbessern. Die aus dem Nachgeben der Energiepreise resultierenden Zugewinne bei

den Realeinkommen der Haushalte könnten beträchtlich sein, infolge der steigenden Arbeitslosigkeit und Ungewissheit dürfte das Vorsorgespargen jedoch zunehmen, so dass jegliche Erholung des Konsums bis 2010 begrenzt ausfallen wird.

***Fazilitäten zur Notfall-Rekapitalisierung der Banken wurden nicht benötigt ...***

Die Gefährdung der italienischen Banken – sowohl als Emittenten als auch als Anleger – durch risikobehaftete Finanzprodukte schien bisher geringer zu sein als die der Banken anderer großer Länder, was teils auf konservatives Verhalten und teils auf eine relativ vorsichtige Regulierung im Bereich der Hypothekarkredite zurückzuführen ist. Allerdings haben die zwei größten Banken (auf die ein Drittel der Gesamtaktiva des Bankensektors entfällt) Beteiligungen in osteuropäischen Ländern erworben, bei denen z.T. gravierendere Probleme aufgetreten sind. Trotz dieser auf den ersten Blick allgemein guten Ausgangslage wurden die Kreditstandards, weitgehend in Einklang mit den Entwicklungen in anderen europäischen Ländern, verschärft, möglicherweise weil die Eigenkapitalquoten niedrig sind (was sich u.a. aus einer konservativen Definition des Tier-1-Kapitals durch die Bankenaufsicht erklären könnte).

***... wenngleich vor kurzem eine freiwillige Fazilität eingerichtet wurde***

Die Regierung hat im Oktober eine Rekapitalisierungsfazilität für in Finanznot geratene Banken eingerichtet. Ende Februar kündigte die Regierung für alle Banken, die dies wünschen, Kapitalhilfen in Form von Anleihen an. Die Anleihekonditionen beinhalten die Verpflichtung, die Kreditvergabe an kleine Unternehmen aufrechtzuerhalten, und sehen vor, dass der Zinssatz nach dem ersten Jahr steigt. Keine Bank hat diese Fazilität bisher in Anspruch genommen.

***Die Fiskalpolitik, die sich in einer schwachen Ausgangsposition befindet, verhielt sich zurückhaltend***

Die im vergangenen Jahr verabschiedete Haushaltsplanung für 2009 und 2010 beinhaltete eine erhebliche Konsolidierung des strukturellen Defizits, hauptsächlich durch eine Einschränkung des Ausgabenwachstums, um das hohe Schuldeniveau zu reduzieren. In zwei darauffolgenden, im November und im Februar, beschlossenen Maßnahmenpaketen zur Krisenbewältigung wurde diese Strategie beibehalten, angesichts der Konjunkturabschwächung sind die ursprünglichen Zielvorgaben nun allerdings völlig außer Reichweite geraten. Beide Maßnahmenpakete führten zu Änderungen in der Ausgabenstruktur, die stärker auf die Armutsbekämpfung ausgerichtet wurde, waren aber so konzipiert, dass der Nettoeffekt auf den Haushaltssaldo so gut wie null sein sollte. Die Regierung war bemüht, ihre Glaubwürdigkeit auf dem Markt für Staatsanleihen zu verbessern, da sie etwa 300 Mrd. Euro öffentlicher Schulden refinanzieren muss, die 2009 fällig werden. So wurden nützliche Maßnahmen zur Abfederung der Auswirkungen der Rezession – eine Ausweitung des Anspruchs auf Arbeitslosenunterstützung und Hilfen für Familien mit niedrigem Einkommen – durch Kürzungen bei anderen Ausgaben ausgeglichen.

***Der Handlungsspielraum der Fiskalpolitik ist begrenzt***

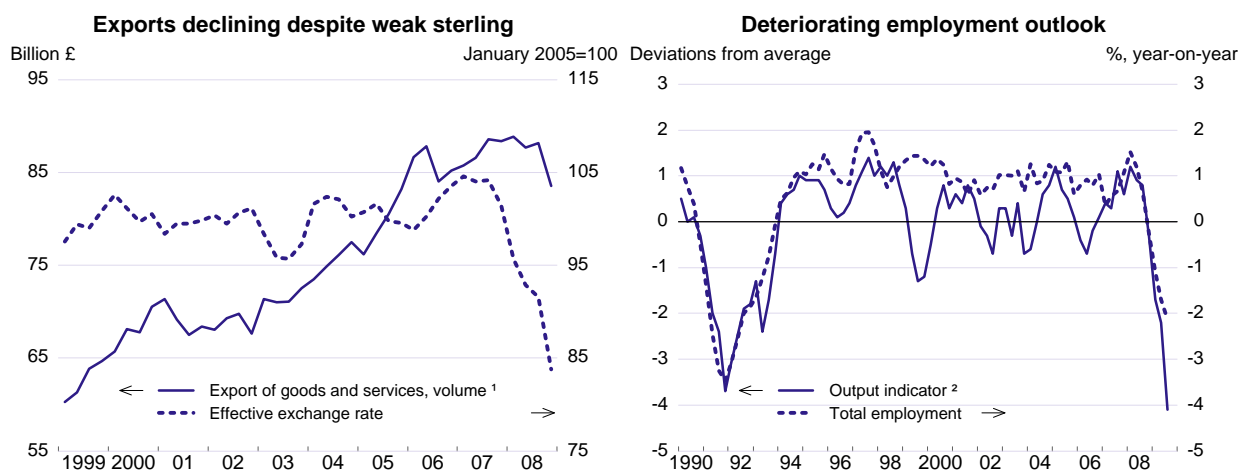
Die Regierung wird sich auf Maßnahmen konzentrieren müssen, die dafür sorgen, dass mit einer langfristigen Haushaltskonsolidierung gerechnet wird, was z.B. durch eine Beschleunigung oder Ausweitung des Rentenreformprozesses und eine dynamische Fortführung der Reformen zur Verbesserung der Effizienz der öffentlichen Verwaltung erreicht werden kann. Das Haushaltsdefizit wird sich im Verlauf des Projektionszeitraums erheblich ausweiten, da die Regierung das Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren zulassen dürfte; angesichts der hohen Staatsverschuldung kann, solange die Fremdkapitalmärkte nervös sind, nicht viel mehr unternommen werden. Als Alternative zur Rekapitalisierung der Banken mit Anleihekapital könnten Eigenkapitalhilfen in Betracht gezogen werden.

## VEREINIGTES KÖNIGREICH

Die Wirtschaftslage wird sich voraussichtlich weiter verschlechtern, und die gesamtwirtschaftliche Produktion wird den Projektionen zufolge 2009 um 3,7% zurückgehen. Aktienkurse und Immobilienpreise sind stark gefallen, was die Erosion der Bilanzen im Finanzsektor verstärkt, die Versorgung der Wirtschaft mit Krediten hemmt und so die Ausgaben der privaten Haushalte und der Unternehmen bremst. Die Regierung hat weitreichende Maßnahmen für den Finanzsektor eingeleitet und auf die Besorgnis über den Wert der Aktiva in den Bilanzen der Banken vor kurzem mit einer substanziellen Absicherung dieser Vermögenswerte reagiert. Der geldpolitische Kurs wurde drastisch gelockert, und die staatliche Kreditaufnahme wird sich ganz erheblich erhöhen; die Gründe hierfür sind eine Verschlechterung des strukturellen Haushaltssaldos, das Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren und diskretionäre fiskalische Stimulierungsmaßnahmen im Umfang von 1,4% des BIP, von denen ein großer Teil rasch umgesetzt wurde. Diese Politikmaßnahmen, der niedrigere Wechselkurs und eine gewisse Verbesserung des außenwirtschaftlichen Umfelds dürften 2010 einer leichten Konjunkturerholung förderlich sein. Die Arbeitslosenquote könnte auf über 10% ansteigen, während die Inflation wahrscheinlich über einen längeren Zeitraum weit unter der Zielvorgabe von 2% verharren wird.

Da die Zinssätze jetzt effektiv bei null liegen und die Möglichkeiten für fiskalpolitische Maßnahmen begrenzt sind, führt die Zentralbank nicht nur Maßnahmen zur Verbesserung der Liquidität der Wertpapiermärkte durch, sondern ist zusätzlich auf einen Kurs quantitativer Lockerung, d.h. der direkten Ausweitung der Geldmenge, eingeschwenkt. Wenn sich die wirtschaftlichen Bedingungen deutlich stärker verschlechtern sollten als in diesen Projektionen unterstellt, wären weitere fiskalpolitische Maßnahmen gerechtfertigt. Zusätzliche fiskalische Impulse sollten jedoch in jedem Fall durch ein stärkeres und glaubwürdiges Engagement für eine solide Haushaltskonsolidierung ergänzt werden, sobald die Konjunkturerholung Tritt fasst. Um diesem Engagement mehr Nachdruck zu verleihen, sollte sich die Regierung an die Überarbeitung des mittelfristigen Haushaltsrahmens machen, insbesondere angesichts der letztjährigen Aufhebung der Haushaltsregeln, an deren Stelle eine vorübergehend geltende Regel getreten ist.

## United Kingdom



1. Excludes MTIC fraud.

2. British Chamber of Commerce (BCC) survey outlook for manufacturing and services industry (weighted average, lagged three Quarters). Deviations from averages since 1999 in standard deviations.

Source: Bank of England, BCC, ONS and OECD.



**Die Wirtschaft schrumpft  
drastisch**

Die gesamtwirtschaftliche Produktion ging im zweiten Halbjahr 2008 unter dem Einfluss sinkender Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen sowie Exporte um 2,2% zurück. Bei den Wohn- und Gewerbeimmobilienpreisen ist eine drastische Abwärtsentwicklung festzustellen. Der effektive Wechselkurs des Pfund Sterling ist zwar seit Ende 2007 um rd. 20% gesunken, der Zugewinn an Wettbewerbsfähigkeit wurde bislang jedoch durch einen erheblichen Rückgang der Auslandsnachfrage aufgehoben. Die nachlassende Wirtschaftstätigkeit hat die Arbeitslosigkeit in den letzten Monaten in die Höhe getrieben, und die Inflationsrate tendierte nach unten.

United Kingdom: **Demand, output and prices**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Current prices £ billion	Percentage changes, volume (2003 prices)				
Private consumption	810.7	2.1	3.1	1.7	-2.2	-0.4
Government consumption	268.6	1.6	1.7	3.5	2.8	1.5
Gross fixed investment	211.3	6.0	7.2	-4.3	-12.5	-2.7
Public <sup>1</sup>	8.0	273.5	2.9	17.9	12.0	9.4
Residential	63.8	8.9	3.0	-20.2	-21.2	-7.1
Non-residential	139.5	-7.2	9.9	-1.2	-14.5	-4.5
Final domestic demand	1 290.6	2.6	3.5	1.0	-2.9	-0.4
Stockbuilding <sup>2</sup>	4.6	0.0	0.2	-0.3	-1.2	0.0
Total domestic demand	1 295.2	2.6	3.7	0.7	-4.1	-0.4
Exports of goods and services	331.0	11.0	-4.2	-0.1	-9.8	2.2
Imports of goods and services	373.7	9.6	-1.6	-0.5	-10.4	1.3
Net exports <sup>2</sup>	- 42.7	0.1	-0.7	0.1	0.5	0.2
GDP at market prices	1 252.5	2.8	3.0	0.7	-3.7	-0.2
GDP deflator		2.6	2.9	2.4	2.3	1.6
<i>Memorandum items</i>						
Harmonised index of consumer prices		2.3	2.3	3.6	2.0	1.7
Core harmonised index of consumer prices <sup>3</sup>		1.3	1.6	1.7	1.7	1.2
Unemployment rate		5.4	5.4	5.7	7.7	9.5
General government financial balance <sup>4</sup>		-2.7	-2.8	-4.4	-9.3	-10.5
Export performance <sup>5</sup>		2.2	-9.8	-1.9	2.7	1.9

1. Including nationalised industries and public corporations.

2. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

3. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

4. As a percentage of GDP.

5. Ratio between export volume and export market of total goods and services; affected by MTIC fraud.

Source: OECD.

**Die Geldpolitik wurde  
erheblich gelockert**

Als deutlich wurde, dass sich die Finanzkrise verhärtete, und die Indikatoren begannen, stark in den negativen Bereich abzudriften, setzte die Bank von England ihren Diskontsatz zwischen Oktober und März drastisch von 5% auf 0,5% herab, was der niedrigste Stand in der 300-jährigen Geschichte der Institution ist. Nachdem die Zinssätze nun effektiv den Nullbereich erreicht haben, hat die Bank eine Politik der quantitativen Lockerung eingeleitet, wobei in den nächsten drei Monaten eine erste Tranche von Wertpapierkäufen in Höhe von 75 Mrd. £ durchgeführt werden soll.

***Die fiskalischen Impulse sind bescheiden, doch das Defizit wird drastisch steigen***

Zu Beginn des Abschwungs lag die Nettostaatsverschuldung auf relativ niedrigem Niveau, doch hatte sich der strukturelle Haushaltssaldo erheblich verschlechtert. Im Pre-Budget-Report von November wurde ein Konjunkturpaket angekündigt, dessen wichtigste Elemente eine vorübergehende Senkung des Regelsatzes der Mehrwertsteuer um 2,5 Prozentpunkte und vorgezogene Kapitalinvestitionen in Höhe von 3 Mrd. £ sind. Die diskretionäre fiskalische Lockerung (1,4% des BIP im Jahr 2009) wurde durch Pläne für eine Haushaltskonsolidierung ab 2010/2011 ergänzt. Eine wichtigere Rolle für den Anstieg des Defizits, das sich den Projektionen zufolge in diesem Jahr auf über 9% des BIP belaufen und 2010 noch höher sein wird, spielten jedoch die automatischen Stabilisatoren und die Kontraktion einnahmeträchtiger Sektoren. Der Spielraum für zusätzliche fiskalische Maßnahmen, um auf über Erwarten ungünstige konjunkturelle Entwicklungen zu reagieren, ist daher begrenzt; neue Maßnahmen müssten durch detaillierte und glaubwürdige Haushaltskonsolidierungspläne flankiert werden, damit gewährleistet ist, dass es nicht zu einem Vertrauensschwund kommt. Die Ausarbeitung eines soliden und glaubwürdigen mittelfristigen Haushaltsrahmens wäre in dieser Hinsicht hilfreich.

***Die Schwachstellen im Bereich der Finanzmarktregulierung werden in Angriff genommen***

Die Finanzkrise hat erhebliche Schwachstellen in der Regulierung des Finanzsektors zutage treten lassen, und die Regierung hat hierauf mit einer Reihe von Reformen reagiert. Das 2009 verabschiedete neue Bankengesetz verbessert den Rahmen für die Bewältigung von Risiken für die Finanzstabilität insgesamt, wobei eine ganze Reihe von Optionen für den Umgang mit notleidenden Finanzinstituten vorgesehen ist, erleichtert eine schnellere Entschädigung durch die Einlagensicherung und gibt ein Stabilitätsziel für die Bank von England vor. Darüber hinaus wird die Bankenaufsicht weiter verstärkt werden müssen, wie es der unlängst erschienene Turner-Report vorsieht. Zahlreiche Maßnahmen wurden ergriffen, um dem Problem der Insolvenzen im Finanzsektor zu begegnen und um die Konjunkturerholung durch Maßnahmen zur Erhöhung der Kreditvergabekapazität der Banken zu unterstützen; dies beinhaltete u.a. die Absicherung von Altlasten in den Bankenbilanzen, Rekapitalisierungen, Liquiditätshilfen und Garantien für Finanzierungen über die Finanzmärkte. Diese Maßnahmen führten dazu, dass sich mehrere Banken jetzt ganz oder teilweise in Staatsbesitz befinden und potenziell umfangreiche Risiken in den Staatshaushalt hereingenommen wurden. Im Zuge der Konjunkturerholung werden diese Maßnahmen zurückgenommen werden müssen.

***Es ist mit einer längeren Anpassungsphase zu rechnen***

Die anhaltende Schwäche des Finanzsektors, weiter sinkende Wohnimmobilienpreise und eine schwache Weltwirtschaft werden die Produktion den Projektionen zufolge im gesamten Jahresverlauf 2009 drücken. Die konjunkturstützenden Politikmaßnahmen dürften in Verbindung mit gelockerten Finanzierungsbedingungen 2010 einer Wirtschaftserholung förderlich sein. Das Wachstum wird jedoch weiterhin unter der Potenzialrate liegen, da die Anpassung der Bilanzen der privaten Haushalte und der Unternehmen Zeit in Anspruch nehmen wird. Der schwächere Wechselkurs wird die Preise in den kommenden Quartalen wahrscheinlich stützen, auf Grund der sehr großen Kapazitätsüberhänge wird die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflation im Jahresverlauf 2009 jedoch nachlassen und 2010 auf sehr niedrigem Niveau liegen. Die Arbeitslosigkeit wird im Projektionszeitraum wesentlich zunehmen.

***Erhebliche Unsicherheitsfaktoren überschatten den Ausblick***

Diese Projektionen sind mit erheblichen Risiken behaftet. Es könnte länger dauern als erwartet, bis sich die Situation im Finanzsektor wieder normalisiert, und die öffentliche Verschuldung könnte noch stärker ansteigen als angenommen, was beides einen erheblichen Unsicherheitsfaktor bei diesem Ausblick darstellt. Der Rückgang der Wohnimmobilienpreise könnte sich zudem über Erwarten stark fortsetzen, was dazu führen würde, dass die Zahl der Fälle, in denen der Hypothekenwert den Immobilienwert übersteigt, noch mehr zunimmt und noch größere Anpassungen der Bilanzen der privaten Haushalte erforderlich sind, womit der Konsum auf längere Zeit gebremst würde. Zu den positiven Faktoren gehört die Möglichkeit, dass von den geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen umfangreichere Wachstumsimpulse ausgehen könnten, wengleich die Stärke des Effekts dieser Maßnahmen und vor allem der quantitativen Lockerung derzeit noch schwer abzuschätzen ist.

KANADA

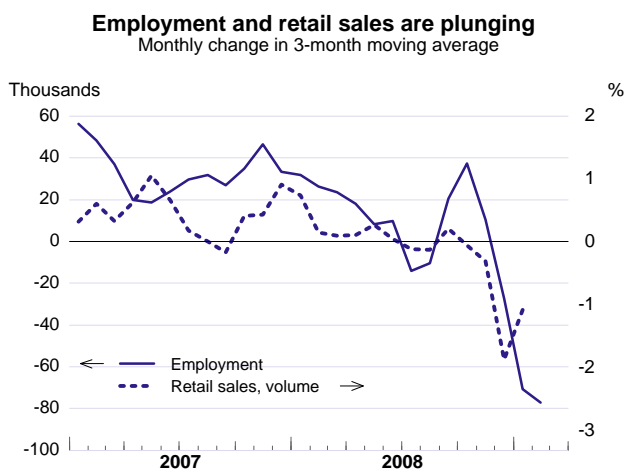
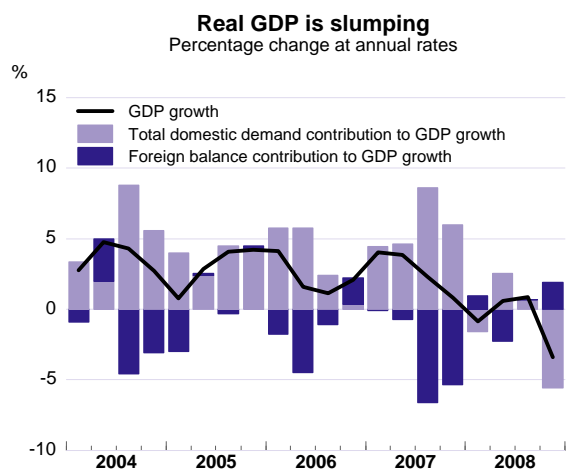
Der konjunkturelle Abschwung, der Ende 2007 mit einer Verlangsamung der Exporttätigkeit begann, ist im vierten Quartal 2008 zu einer ausgewachsenen Rezession geworden, da sich die Konjunkturschwäche in allen Wirtschaftssektoren ausgeweitet und vertieft hat. Die gesamtwirtschaftliche Produktion, die Beschäftigung ebenso wie die Inflation gehen drastisch zurück. Den Projektionen zufolge werden die Kapazitätsüberhänge zunehmen und die deflationären Tendenzen während des ganzen Projektionszeitraums anhalten.

Die Bank von Kanada und die Bundesregierung haben Maßnahmen eingeleitet, um die inländischen Finanzmärkte zu stützen und der Wirtschaft Impulse zu verleihen. Auf Grund der fest verankerten Inflationserwartungen und einer soliden Haushaltsposition sind aber sowohl die Geld- als auch die Finanzbehörden in der Lage, zusätzliche Anstrengungen zu unternehmen. Die Zentralbank sollte Maßnahmen der quantitativen Lockerung ins Auge fassen. Die Provinzen sollten ihren Spielraum für fiskalpolitische Maßnahmen nutzen, und auch auf der Ebene der Bundesregierung steht hierfür noch Spielraum zur Verfügung.

*Die Konjunkturschwäche hat jetzt weite Teile der Wirtschaft erfasst ...*

Das reale BIP sank im vierten Quartal 2008 mit einer Jahresrate von 3,4%, und den jüngsten Indikatoren zufolge hat sich die Kontraktion jetzt sogar noch beschleunigt. Der Beschäftigungsrückgang vollzieht sich in noch höherem Tempo als während der Abschwungphasen der 1980er und 1990er Jahre, und die Arbeitslosenquote ist sprunghaft gestiegen. Die Gesamtinflation lag im Februar bei 1,4% (Jahresrate), gegenüber 3,5% im letzten Sommer, wobei der Rückgang in erster Linie durch die niedrigeren Energiepreise bedingt war.

Canada



Source: Statistics Canada and OECD.

... und verschärft sich weiter

Die weltweite Konjunkturverlangsamung und ganz besonders die sehr schlechte Verfassung des Automobil- und Wohnungsbausektors in den Vereinigten Staaten drücken die kanadischen Exporte. Das schwindende Verbrauchervertrauen, die sinkenden Vermögenswerte und die sich beschleunigenden Arbeitsplatzverluste zehren an den Konsumausgaben. Mit der starken Kehrtwende bei den Terms of Trade, die seit Mitte 2008 um schätzungsweise 14% gesunken sind, ist eine der Hauptquellen des inländischen Einkommenswachstums und der kanadischen Außenhandelsüberschüsse der jüngsten Zeit versiegt. Die Ungewissheit über die wirtschaftlichen Aussichten, die sich verschlechternde Ertragslage und die zunehmenden Kapazitätsüberhänge lasten auf den Unternehmensinvestitionen. Auch der Wohnungsbau ist drastisch zurückgegangen. Glücklicherweise sind die großen Finanzinstitute Kanadas von der Finanzkrise nicht so stark in Mitleidenschaft gezogen worden, weshalb die Kreditbedingungen nach wie vor wesentlich konjunkturverträglicher sind als in anderen großen Ländern. Die aktuellsten Vorjahresvergleichszahlen lassen auf eine anhaltende Ausweitung der Kreditvergabe an die privaten Haushalte und eine begrenzte Verlangsamung der Unternehmenskreditvergabe schließen.

#### Canada: Demand, output and prices

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Current prices CAD billion	Percentage changes, volume (2002 prices)				
Private consumption	759.2	4.3	4.5	3.0	-2.2	0.1
Government consumption	260.2	3.8	3.7	3.4	3.0	3.0
Gross fixed investment	292.3	7.1	3.9	0.8	-9.3	-0.2
Public <sup>1</sup>	36.5	6.8	7.9	5.8	5.5	12.1
Residential	90.2	2.2	3.0	-2.9	-15.1	-4.6
Non-residential	165.6	9.9	3.5	1.7	-9.9	-1.6
Final domestic demand	1 311.7	4.8	4.2	2.5	-2.8	0.7
Stockbuilding <sup>2</sup>	9.9	-0.2	0.1	-0.2	-0.2	0.0
Total domestic demand	1 321.6	4.6	4.3	2.3	-3.0	0.7
Exports of goods and services	518.9	0.6	1.0	-4.7	-10.8	0.1
Imports of goods and services	467.9	4.6	5.5	0.8	-10.6	1.1
Net exports <sup>2</sup>	51.1	-1.3	-1.5	-1.9	-0.2	-0.3
GDP at market prices	1 372.6	3.1	2.7	0.5	-3.0	0.3
GDP deflator		2.5	3.1	3.9	-2.7	0.2
<i>Memorandum items</i>						
Consumer price index		2.0	2.1	2.4	-0.6	0.5
Core consumer price index <sup>3</sup>		1.9	2.1	1.7	1.1	0.7
Unemployment rate		6.3	6.0	6.1	8.8	10.5
General government financial balance <sup>4</sup>		1.3	1.4	0.3	-4.4	-6.2
Export performance <sup>5</sup>		-5.7	-2.0	-2.8	-0.5	-0.5

Note: National accounts are based on official chain-linked data. This introduces a discrepancy in the identity between real demand components and GDP. For further details see *OECD Economic Outlook Sources and Methods* (<http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>).

1. Excluding nationalised industries and public corporations.
2. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
3. Consumer price index excluding the eight more volatile items.
4. As a percentage of GDP.
5. Ratio between export volume and export market of total goods and services.

Source: OECD.

***Die Lage wird sich  
zunächst verschlechtern,  
dann aber wieder  
verbessern***

Die derzeitigen Spannungen auf den weltweiten Finanzmärkten werden den Projektionen zufolge bis Ende 2009 fort dauern. Infolge der starken und lang anhaltenden Konjunkturverlangsamung im ganzen OECD-Raum wird Kanadas Exportvolumen bis Anfang 2010 schrumpfen, was zusammen mit den Terms-of-Trade-Verlusten dazu führen wird, dass die Leistungsbilanz in ein erhebliches Defizit abgeleitet. Der reale Verbrauch der privaten Haushalte dürfte im gesamten Jahresverlauf 2009 sinken, desgleichen die Wohnungsbauinvestitionen und andere private Investitionen. Drastisch abnehmende Steuereinnahmen und fiskalische Impulse werden 2009 wie auch 2010 zur Entstehung hoher Haushaltsdefizite führen. Die Effekte der aggressiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in Kanada und anderen großen Volkswirtschaften könnten im zweiten Halbjahr 2009 spürbar werden und sich im Jahresverlauf 2010 verstärken. Eine nachhaltige Wirtschaftserholung ist im Jahr 2010 jedoch erst zu erwarten, wenn sich die Finanzmarktbedingungen zu normalisieren beginnen und die Konjunktur in anderen großen OECD-Ländern wieder in Gang kommt.

***Es bedarf weiterer  
Impulse***

Die Bank von Kanada hat ihren Leitzins auf 0,5% gesenkt, was einer geldpolitischen Lockerung um insgesamt 400 Basispunkte seit Dezember 2007 entspricht. Zugleich hat die Bank in ihrer Geschichte einmalige Schritte eingeleitet, um das kanadische Finanzsystem kurzfristig mit Liquidität zu versorgen, in erster Linie durch eine Ausweitung der *Term Purchase and Resale Agreements*, eine Vergrößerung des Spektrums der für diese Transaktionen akzeptierten Wertpapiere und eine Ausdehnung des Kreises der Kontrahenten, mit denen solche Geschäfte abgeschlossen werden. Die Regierung hat zudem eine Reihe von Initiativen zur Unterstützung der langfristigen Finanzierung eingeleitet, wie die direkte Vergabe von Krediten an Unternehmen und den Ankauf von Unternehmens- und Hypothekenschuldtiteln. Im Januar hat die Bundesregierung einen Haushaltsplan vorgelegt, dessen Schwergewicht auf expansiven Maßnahmen liegt und der Steuersenkungen und Ausgabeninitiativen umfasst, die sich laut amtlichen Schätzungen auf 1,9% des BIP im Jahr 2009 und 1,4% des BIP im Jahr 2010 belaufen werden (einschließlich der vorgesehenen Mitfinanzierung durch die Provinzen). Diese Maßnahmen ergänzen die zuvor angekündigte Senkung der persönlichen Einkommensteuern und der Unternehmensteuern, die 2008 und 2009 in Kraft tritt. Die durch anhaltende Haushaltsüberschüsse entstandene robuste Finanzposition lässt zudem Spielraum für weitere Maßnahmen. Dies gilt nicht nur für den Bundeshaushalt; die Provinzen sollten auf den von der Bundesregierung geschaffenen Impulsen aufbauen und eigene Stimulierungsmaßnahmen in die Wege leiten. Zusätzliche fiskalpolitische Maßnahmen sollten umgehend durchführbar und selbstumkehrend sein. Von gezielten Hilfen an bestimmte Sektoren sollte abgesehen werden. Stattdessen sollte der Einkommensstützung entlassener Arbeitskräfte und Umschulungsprogrammen Vorzug gegeben werden, ebenso wie Infrastrukturprojekten, die bereits einer strengen Kosten-Nutzen-Analyse unterzogen wurden. Desgleichen wäre es ratsam, den noch verbleibenden begrenzten Spielraum für weitere Leitzinssenkungen zu nutzen und Maßnahmen der quantitativen Lockerung in Erwägung zu ziehen.

**BRASILILIEN**

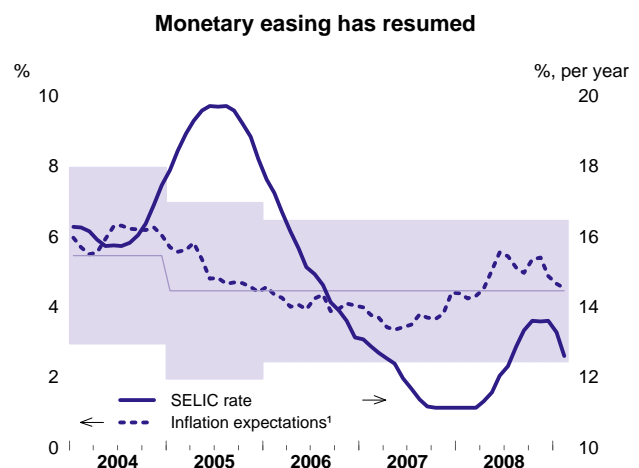
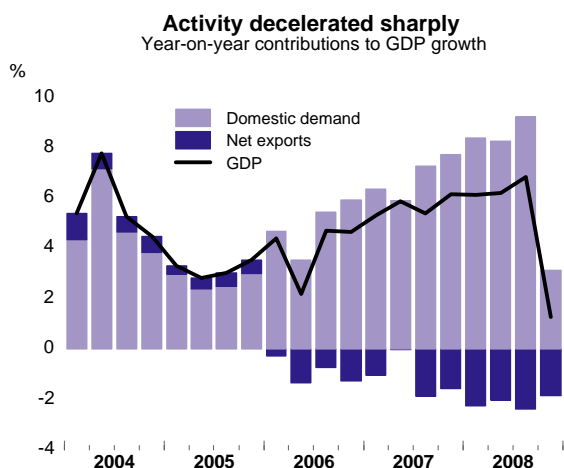
Das BIP wird 2009 voraussichtlich leicht sinken. Die Wirtschaftstätigkeit hat im letzten Quartal 2008 unter dem Eindruck des Rückgangs der Industrieproduktion erheblich an Dynamik verloren, zeigt aber möglicherweise Anzeichen dafür, dass die Talsohle erreicht ist. Die anhaltende Lockerung der makroökonomischen Politik wird im Verein mit verbesserten Kreditbedingungen gegen Ende des Jahres sowie 2010 die Erholung stützen.

Die Reaktion auf die Krise umfasste zunächst liquiditätszuführende Maßnahmen, um die Kreditvergabe zu stützen. Im Januar wurde mit der Lockerung der Geldpolitik begonnen, und zur Jahresmitte werden weitere Zinssenkungen erwartet. Unterstützende fiskalpolitische Maßnahmen wurden angekündigt, darunter vorübergehende Steuersenkungen, die Erhöhung der Ausgaben im Bereich der sozialen Sicherung und der öffentlichen Investitionen sowie Kapitalspritzen für staatseigene Banken zur Steigerung des Kreditwachstums. Die Fiskalpolitik sollte sich jetzt darauf konzentrieren, die automatischen Stabilisatoren ungehindert zur Wirkung kommen zu lassen, anstatt auf weiteren Aktivismus zu setzen.

*Die Wirtschaftstätigkeit ist im letzten Quartal 2008 eingebrochen*

Das BIP-Wachstum verlangsamte sich im letzten Quartal 2008 von 6,8% im vorhergehenden Quartal auf 1,3% (Jahresrate). Im Zuge der Intensivierung der weltweiten Finanzkrise ging die Industrieproduktion in kreditreagiblen Sektoren stark zurück, etwa in der Kraftfahrzeugbranche und bei anderen Gebrauchsgütern. Im Januar ist die Industrieproduktion indessen gestiegen, und die Fahrzeugverkäufe begannen sich Anfang 2009 zu erholen, wenn auch ausgehend von einem gedrückten Niveau. Die Kreditbedingungen sind nach wie vor restriktiv, weisen aber Anzeichen einer Verbesserung auf.

**Brazil**



1. 12-month ahead, year-on-year percentage change.

Source: Central Bank of Brazil and IBGE.

**Die unmittelbare politische Reaktion auf die Krise war angemessen**

Die Zentralbank reagierte auf die sich rasch verschlechternden Kreditaussichten mit einer Reihe von liquiditätszuführenden Maßnahmen. Die traditionell strenge Mindestreservepflicht für Banken wurde gelockert, was die Liquidität um rd. 3,3% des BIP erhöhte. Exportkreditlinien, die im Zuge der Verschärfung der globalen Krise gekündigt bzw. nicht verlängert wurden, wurden unter Verwendung von Forderungen als Sicherheiten neu eingerichtet. Für eine Reihe von Finanztransaktionen, für persönliche Einkommen sowie für ausgewählte Sektoren wie die Kraftfahrzeugbranche (vorübergehend) und die Landwirtschaft wurde die Steuerlast um rd. 0,6% des BIP gesenkt. Die Kapitalspritzen in Höhe von rd. 3,5% des BIP für die Nationale Entwicklungsbank (BNDES) und andere staatseigene Banken bereiten den Weg für eine Expansion der Kreditportfolios dieser Institute.

**Brazil: Macroeconomic indicators**

	2006	2007	2008	2009	2010
Real GDP growth	3.8	5.4	5.1	-0.3	3.8
Inflation (CPI)	3.1	4.5	5.9	4.3	4.3
Fiscal balance (per cent of GDP)	-3.0	-2.3	-1.5	-2.2	-1.3
Primary fiscal balance (per cent of GDP)	3.9	4.0	4.1	2.8	3.5
Current account balance (per cent of GDP)	1.3	0.1	-1.8	-1.7	-1.7

Note: Real GDP growth and inflation are defined in percentage change from the previous period. Inflation refers to the end-year consumer price index (IPCA).

Source: Figures for 2006-08 are from national sources. Figures for 2009-10 are OECD projections.

**Die Geldpolitik sollte weiter gelockert werden**

Die Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten und der Rückgang der Inflationserwartungen erlaubten von Januar bis März eine Senkung des Leitzinses in Höhe von insgesamt 250 Basispunkten. Für eine weitere Lockerung der Geldpolitik zur Jahresmitte ist großer Spielraum vorhanden, da die sich ausweitende Produktionslücke den Inflationsdruck verringert, die Inflationserwartungen unter das für das Jahresende anvisierte mittlere Ziel sinken und die Weitergabe der seit Mitte 2008 erfolgten erheblichen Wechselkursabwertung an die Verbraucherpreise moderat geblieben ist.

**Für weiteren fiskalpolitischen Aktivismus besteht jedoch nur sehr geringer Spielraum**

Die automatischen fiskalischen Stabilisatoren sollten ihre Wirkung ungehindert entfalten können, obgleich der konsolidierte Primärüberschuss sicherlich deutlich unter das Ziel von 3,8% des BIP sinken wird. Dies ist auf konjunkturbedingte Einnahmeverluste und diskretionäre Ausgabenerhöhungen im Bereich bedürftigkeitsabhängiger Einkommenstransfers sowie auf eine Erhöhung des Mindestlohns um nahezu 6% in realer Rechnung zurückzuführen. Die staatliche Unterstützung für den sozialen Wohnungsbau und die Infrastrukturentwicklung wird gemeinsam mit der geplanten Erhöhung der Vergütung von Staatsbediensteten voraussichtlich die fiskalpolitischen Impulse ergänzen. Die Finanzierung weiterer Maßnahmen könnte jedoch zu einem Zeitpunkt nach wie vor knapper Kredite für den privaten Sektor zusätzlichen Druck auf die inländischen Kreditmärkte ausüben. Sollten sich die fiskalpolitischen Impulse als zu stark erweisen, könnte das Tempo der monetären Lockerung dadurch ebenfalls beeinträchtigt werden.

**Die Wirtschaftstätigkeit dürfte zum Jahresende an Fahrt gewinnen ...**

Sowohl die Inlandsnachfrage als auch die Exporte werden sich voraussichtlich im Großteil des Jahres 2009 schwach entwickeln. Die Wirtschaftstätigkeit wird den Projektionen zufolge gegen Jahresende und bis ins Jahr



2010 hinein insbesondere auf Grund eines unterstützenden Policy Mix an Dynamik gewinnen. Die Verbesserung der Kreditbedingungen unter dem Einfluss der andauernden monetären Lockerung und eines reichlichen Liquiditätsangebots dürften zusammen mit der Erhöhung der staatlichen Transferleistungen an die privaten Haushalte den privaten Konsum stützen. Durch eine raschere Umsetzung der öffentlichen Programme zur Infrastrukturentwicklung, insbesondere der Maßnahmen im Rahmen des 2007 ins Leben gerufenen Wachstumsförderungsprogramms (PAC), würde das sich abschwächende Wachstum der privaten Investitionstätigkeit z.T. kompensiert.

*... die weiteren  
Aussichten sind jedoch  
mit Risiken behaftet*

Das Tempo und die Breite des Aufschwungs würden durch eine weitere Verschlechterung der weltweiten Aussichten für die Entwicklung des Finanzsektors sicherlich beeinträchtigt. Insbesondere würde jede Verzögerung der Erholung bei Brasiliens Handelspartnern die Exportergebnisse des Landes in Mitleidenschaft ziehen. Der Aufschwung könnte sich auch verzögern, wenn es auf Grund einer über Erwarten starken Verschlechterung der Staatsfinanzen zu einem Anstieg der Zinssätze käme.

CHINA

Das Wachstum hat sich in China vor allem infolge des drastischen Einbruchs des Welthandels merklich verlangsamt. Dank umfangreicher geld- und finanzpolitischer Impulse wird sich die Wirtschaftstätigkeit den Projektionen zufolge im Jahresverlauf 2009 und 2010 beleben, obgleich das Wachstum wohl unter der Potenzialrate verharren wird. Dabei wird mit einer gewissen Verschiebung der Wachstumskräfte hin zur Inlandsnachfrage gerechnet. Die Preise dürften weiter sinken, da sich der Kapazitätsüberhang ausweitet.

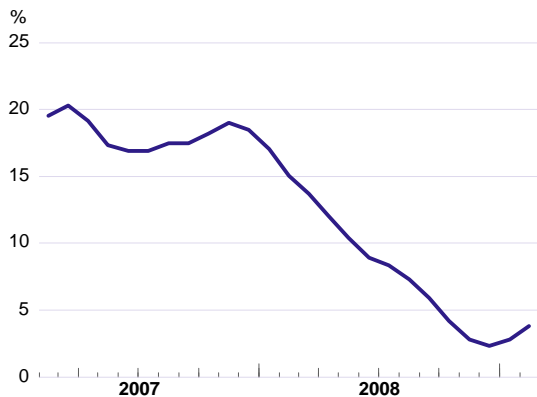
Eine Beschleunigung des Kreditwachstums hilft der Wirtschaft, wieder an Fahrt zu gewinnen, doch ist es sehr wichtig, dass die Finanzaufsichtsbehörden die Qualität der Bankenportfolios im Auge behalten. Die Regierung verfügt angesichts des niedrigen öffentlichen Schuldenstands und der hohen Bargeldbestände über Spielraum, um den expansiven Kurs in der Finanzpolitik zu verstärken. Auf jeden Fall scheint Raum für Maßnahmen zur Verbesserung des sozialen Sicherheitsnetzes vorhanden zu sein.

*Es sind gewisse Anzeichen dafür zu erkennen, dass das Wirtschaftswachstum die Talsohle erreicht hat*

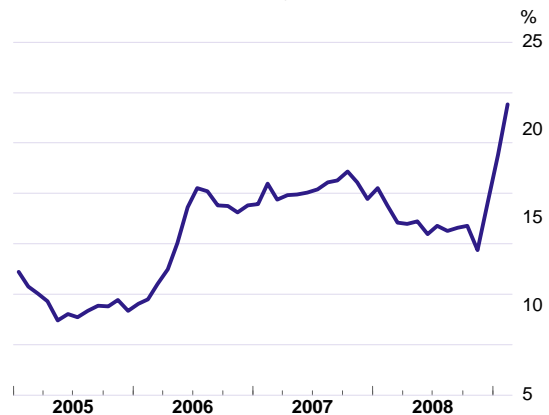
Die Exporte schrumpften Ende 2008, und das reale BIP-Wachstum hat sich auf sein langsamstes Tempo seit Jahren abgekühlt. Seit Anfang 2009 deuten aber manche Anzeichen darauf hin, dass der Tiefpunkt der Wachstumsverlangsamung erreicht sein könnte. Die Indikatoren von Januar und Februar lassen vermuten, dass die Binnennachfrage dank des lebhaften privaten Konsums und der regen Investitionstätigkeit den Effekt der wesentlich geringeren Ausfuhren kompensieren konnte. Infolgedessen zeigte die Industrieproduktion zu Jahresbeginn eine leichte Belebung. Auch die Unternehmenserhebungen deuten auf eine, wenn auch nur moderate, Aufwärtsbewegung hin.

China

**After a plunge, industrial output growth is edging up**  
Change over three months of three month moving average  
Seasonally adjusted annual rate



**Bank lending soars**  
Year-over-year growth rate



Source: CEIC.

Die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit hat gemeinsam mit dem starken Verfall der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise zu einem raschen Deflationsprozess beigetragen. Ein genereller Preisrückgang hat bereits eingesetzt, und die Verbraucherpreise lagen im Februar um 1,6% unter ihrem Vorjahresniveau. Die chinesischen Exporteure senken ihre Preise, um zu versuchen, ihre Verkaufsmengen trotz der rückläufigen Auslandsnachfrage aufrechtzuerhalten.

#### China: Macroeconomic indicators

	2006	2007	2008	2009	2010
Real GDP growth	11.6	13.0	9.0	6.3	8.5
Inflation <sup>1</sup>	3.3	7.4	7.2	2.0	0.5
Consumer price index <sup>2</sup>	1.6	4.8	5.9	-1.0	-1.5
Fiscal balance (per cent of GDP) <sup>3</sup>	1.6	3.5	4.2	1.2	0.7
Current account balance (per cent of GDP)	9.4	11.0	10.2	11.7	10.0

Note: Real GDP growth and domestic demand growth are percentage changes from the previous year.

1. Percentage change in GDP deflator from previous period.

2. Change in Laspeyres fixed-base-year index (base year 2005).

3. Consolidated budgetary and extrabudgetary accounts on a national accounts basis.

Source: National sources and OECD projections.

#### *Das finanzwirtschaftliche Umfeld ist konjunkturstützend*

Einer der Hauptgründe für die vergleichsweise begrenzte Konjunkturabkühlung in China besteht darin, dass die negativen Vermögenseffekte sehr viel geringer ausfielen und das Finanzierungsumfeld insgesamt bei weitem nicht so restriktiv wurde, wie in den OECD-Ländern. Die Vermögensposition der privaten Haushalte ist durch den Einbruch der Aktienkurse nur geringfügig in Mitleidenschaft gezogen worden, da sich weniger als ein Drittel des gesamten Aktienwerts in Privatbesitz befindet, der übrige Teil liegt in den Händen staatlich kontrollierter Einrichtungen. Außerdem schnellte der Gesamtaktienindex in den fünf Monaten bis Anfang März 2009 wieder um 26% in die Höhe. Wohnimmobilien sind eine bedeutendere Komponente des Vermögens der privaten Haushalte, das in nominaler Rechnung einen kontinuierlichen Wertzuwachs verzeichnet hat. Wenn die zeitliche Verzögerung bei der Weitergabe des Vermögenseffekts auf die Nachfrage ähnlich ist wie in den OECD-Ländern, dürfte der geringe negative Vermögenseffekt früherer Aktienkurseinbrüche bis Mitte 2009 wieder abgeklungen sein.

Der Bankensektor ist den risikoreichen Wertpapieren aus dem Ausland nicht signifikant ausgesetzt, was z.T. den Kapitalkontrollen zu verdanken ist. Infolgedessen wurde die Kreditvergabe der Banken auch nicht durch Befürchtungen hinsichtlich der Kapitaladäquanz eingeschränkt. Die Zentralbank hält in ihrem Portfolio über 500 Mrd. US-\$ an US-Hypothekenverbriefungen, bei denen es sich aber hauptsächlich um Forderungen an von der US-Regierung getragene Unternehmen handelt. Eingeschränkt wurde die Kreditvergabe durch Verwaltungskontrollen, die mittlerweile aufgehoben wurden. Zudem hat die Zentralbank eine Senkung der Leitzätze und Mindestreservesätze vorgenommen. Infolgedessen hat sich die Kreditvergabe seit November stark beschleunigt. Bei Bedarf verfügt die Zentralbank über Spielraum für weitere Zinssenkungen.

#### *Die Fiskalpolitik ist auf einen expansiven Kurs eingeschwenkt*

Im November 2008 hat die Regierung einen umfassenden Investitionsplan für die Jahre 2009-2010 angekündigt, der Gesamtausgaben in Höhe von 4 Bill. Yuan vorsieht (5,8% des projizierten BIP während der Laufzeit des

Plans). Allerdings scheint ein Großteil des Plans Projekte zu betreffen, die bereits vorgesehen waren. Laut dem neuen Haushaltsentwurf der Regierung beläuft sich der Ausgabenanstieg auf der Ebene der Zentralregierung und der nachgeordneten Gebietskörperschaften 2009 auf projizierte 2,6% des BIP, wobei der Schwerpunkt auf gewissen Sozialausgaben, insbesondere für die Gesundheitsversorgung, liegt. Darüber hinaus ist vorgesehen, die Mehrwertsteuer auf Exporte und Investitionen auf null zu senken, womit sich China den internationalen Standardpraktiken anpassen würde. Ein Teil dieser Steuer-senkungen dürfte durch die Einführung einer 20%igen Abgabe auf Mineralöl-erzeugnisse wettgemacht werden. Insgesamt erwartet die Regierung ein Haus-haltsdefizit von 3% des BIP im Jahr 2009.

***Die Aussichten lauten  
auf eine schrittweise  
Konjunktur-  
beschleunigung***

In den kommenden zwei Jahren wird sich das Investitionswachstum den Projektionen zufolge insgesamt beleben, nicht zuletzt weil die unter staatlicher Kontrolle stehenden Unternehmen unter Druck stehen, ihre Investitionsausgaben zu erhöhen. Unternehmen in ausländischem Mehrheitsbesitz hingegen könnten mit der Beschleunigung ihrer Investitionsausgaben warten, bis die Exporte erneut deutlich anziehen. Im Bereich des privaten Wohnungsbaus sind zwar viele der Hürden, die dem Kauf von Investitionseigentum im Weg standen, beseitigt und eine Reihe von Steuern gesenkt worden, doch wird dieser Sektor in einem deflationären Umfeld wahrscheinlich kaum rasch expandieren. Der Leistungsbilanzüberschuss dürfte sich 2009 unter dem Einfluss des jüngsten Rückgangs der Importpreise bedeutend ausweiten und über 11% des BIP erreichen, könnte sich 2010 aber erneut zurückbilden.

***Es gibt eine Reihe von  
Risiken***

Ein Hauptrisiko, das diesen Projektionen anhaftet, besteht darin, dass die Unternehmensinvestitionen möglicherweise negativer auf die anhaltende Exportschwäche reagieren als in den Projektionen unterstellt. Das hätte Folgen für die Beschäftigung und würde zu weiteren Entlassungen von Arbeits-migranten führen sowie einen deflationären Impuls auslösen. Die Regierung könnte sich durch eine solche Entwicklung ferner dazu gezwungen sehen, zu erlauben, dass die Landeswährung Yuan dem Abwertungspfad einer Reihe anderer asiatischer Währungen folgt.

INDIEN

Indiens langer Wirtschaftsaufschwung ist nun zu Ende, da das BIP-Wachstum Ende 2008 weit unter der Potenzialrate lag. Die Regierung hat vor kurzem einige begrenzte fiskalische Maßnahmen eingeführt, nachdem die öffentlichen Ausgaben im Jahr 2008 beträchtlich gestiegen waren. Für 2009 wird erwartet, dass die anhaltende Ausweitung der Inlandsnachfrage durch sinkende Exporte ausgeglichen wird. Im Zuge der allmählichen Erholung der Weltwirtschaft wird sich das Wachstum den Projektionen zufolge im Jahr 2010 wieder beleben.

Angesichts des Ausmaßes der Verschlechterung der Haushaltsposition, die bereits vor der Konjunkturabschwächung festzustellen war, ist wenig Spielraum für diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen vorhanden. Der Schwerpunkt sollte stattdessen auf einer weiteren monetären Lockerung liegen, da die Zinssätze noch stärker gesenkt werden können. Der Rückgriff auf protektionistische Maßnahmen sollte vermieden werden.

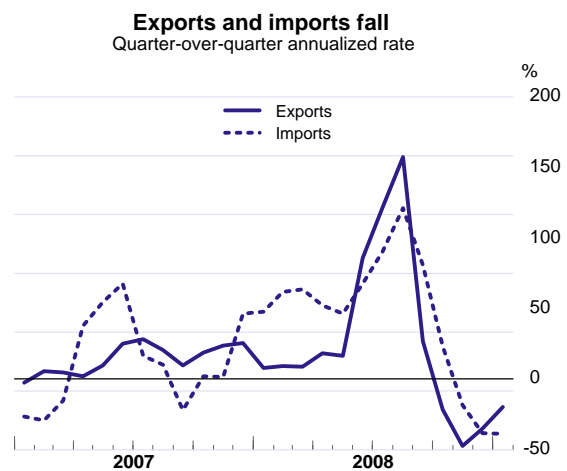
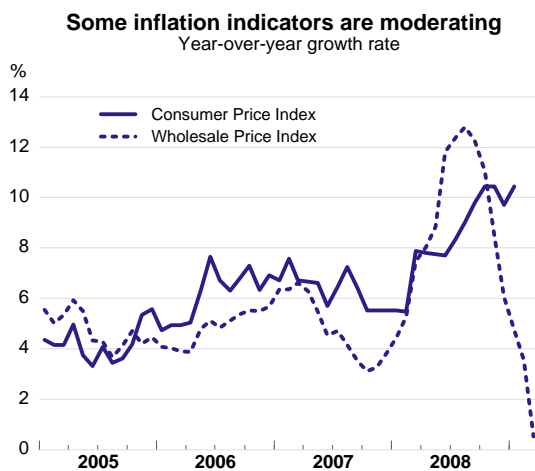
*Das Wirtschaftswachstum hat Ende 2008 deutlich nachgelassen*

Im letzten Quartal 2008 führte der Rückgang der Exporte dazu, dass das Produktionswachstum merklich nachließ, auch wenn sich das Investitions- und das Konsumwachstum behaupten konnten. Eine weitere Abschwächung der Auslandsnachfrage Anfang 2009, die wahrscheinlich mit einem Abbau der im vierten Quartal entstandenen Überbestände einherging, resultierte im Januar in einer Schrumpfung der Industrieproduktion.

*Der Preisauftrieb auf der Großhandelsebene ist gesunken*

Auf der Großhandelsebene hat die Teuerung deutlich nachgelassen und lag im März unter 1%. Ein Großteil dieses Rückgangs ist auf die niedrigeren Rohstoffpreise zurückzuführen, die im betreffenden Index stark gewichtet sind. Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich hingegen noch nicht abgeschwächt, nicht zuletzt weil Störungen im Transportwesen die Nahrungsmittelpreise um die Jahreswende herum auf hohem Niveau hielten.

India



Source: Reserve Bank of India.

**Im Jahr 2008 erhielt die Fiskalpolitik eine expansive Ausrichtung**

Außeretatmäßige Ausgaben führten im letzten Jahr zu einer deutlichen Zunahme des Haushaltsdefizits. Im Einklang mit den Vorgaben des Gesetzes für Fiskalverantwortung und Haushaltsverwaltung sah der Haushalt 2008 auf Ebene der Zentralregierung ein Defizit von nur 2,5% des BIP vor. Dabei waren die umfangreichen bereits zugesagten Lohnerhöhungen für öffentliche Bedienstete um bis zu 40% aber nicht einkalkuliert worden, ebenso wenig wie die Belastung, die den öffentlichen Haushalten durch die Entscheidung der Regierung entsteht, die Banken zur Abschreibung der ausstehenden Schulden von Kleinbauern zu zwingen. Des Weiteren erhielten Mineralölfirmen Subventionen, die außeretatmäßig finanziert wurden. Dies hatte zur Folge, dass das Haushaltsdefizit der Zentralregierung auf 6% des BIP answoll und sich das Gesamtdefizit der öffentlichen Haushalte auf über 10% des BIP erhöhte.

**India: Macroeconomic indicators**

	2006	2007	2008	2009	2010
Real GDP growth	9.7	9.0	6.0	4.3	5.8
Inflation <sup>1</sup>	5.2	4.7	8.4	4.5	3.5
Consumer price index <sup>2</sup>	6.7	6.2	8.8	4.5	3.0
Wholesale price index (WPI) <sup>3</sup>	5.4	4.7	8.6	-0.4	3.0
Short-term interest rate <sup>4</sup>	8.2	8.9	9.6	6.8	6.5
Long-term interest rate <sup>5</sup>	8.3	8.4	8.3	7.2	6.7
Fiscal balance (per cent of GDP) <sup>6</sup>	-7.4	-6.1	-10.1	-12.2	-12.7
Current account balance (per cent of GDP)	-1.1	-1.0	-1.3	-0.9	-0.8

Note: Data refer to fiscal years starting in April.

1. Percentage change in GDP deflator from previous period.

2. Consumer price index for industrial workers.

3. All commodities.

4. Mumbai three month offered rate.

5. 10 year government bond.

6. Gross fiscal balance for central and state governments, includes net lending and transfers to oil, food and fertiliser companies and recurrent Pay Commission awards, but not backpay nor debt write-offs for small farmers.

Source: CMIE and OECD projections.

**Steuersenkungen wurden von einzelnen protektionistischen Maßnahmen begleitet**

Angesichts dieser Verschlechterung der öffentlichen Finanzen hat die Regierung nur begrenzte fiskalische Maßnahmen angekündigt, um die nachlassende Auslandsnachfrage auszugleichen. Im Haushalt 2009 sind keine weiteren stimulierenden Maßnahmen vorgesehen, dieser Haushalt ist jedoch nur vorläufig, da für Mai 2009 Parlamentswahlen angesetzt sind. Eine Woche nach der Verabschiedung des Haushalts kündigte die Regierung allerdings an, dass die letztes Jahr beschlossene Senkung der allgemeinen Verbrauchsteuer (CENVAT) auf 2009 ausgedehnt würde und dass diese Steuer ebenso wie die Dienstleistungsteuer um weitere 2 Prozentpunkte reduziert würde. Des Weiteren wurden die Zuschüsse für Exportkredite erhöht. Die Kosten dieser Maßnahmen werden auf 1,1% des BIP geschätzt. Die Regierung hat außerdem die Zollsätze für Stahl und einige andere Produkte erhöht, die Einfuhr von chinesischem Spielzeug vorübergehend untersagt und eine Reihe von Antidumpinguntersuchungen gegen chinesische Importe eingeleitet.

**Der geldpolitische Kurs wurde gelockert**

Als die Konjunkturabschwächung offensichtlich wurde, hat die Zentralbank Zinssenkungen eingeleitet. Dabei wurden die Leitzinsen von einem Höchstwert von 9% im vergangenen September bis Anfang März auf 5%

zurückgenommen. Die Banken haben allerdings ihren Kreditzins für Kunden bester Bonität nicht ebenso stark gesenkt. Außerdem wurde der Barreservesatz von 9% auf 5% herabgesetzt. Der Wechselkurs der Rupie hat gegenüber dem US-Dollar in den zwölf Monaten bis März um 20% und in effektiver Rechnung um 11% abgewertet. Diese expansiveren monetären Bedingungen haben zur Stabilisierung der Börse beigetragen. Vor dem Hintergrund dieser positiven Faktoren sind die Immobilienpreise gesunken, allerdings nur in bescheidenem Maße.

***Die weiteren Aussichten  
lauten auf eine allmähliche  
Beschleunigung  
der Wirtschaftstätigkeit***

Die Auswirkungen der expansiveren monetären Bedingungen und die deutliche Ausweitung des Haushaltsdefizits sollten ausreichen, um die Konsequenzen der niedrigeren Exporte für die Beschäftigung und somit auch für die Einkommen der privaten Haushalte und die Verbraucherausgaben auszugleichen. Die niedrigere Inflation dürfte den privaten Haushalten ebenfalls zugutekommen. Sofern sich der Konsum weiterhin relativ dynamisch entwickelt, die Bankfinanzierung adäquat ist und sich der niedrigere Wechselkurs auf die Exporte auszuwirken beginnt, ist damit zu rechnen, dass die Unternehmensinvestitionen ebenfalls relativ hoch bleiben. Sobald sich der Welthandel stabilisiert, dürfte die Wirtschaft wieder an Schwung gewinnen, wenngleich das Wachstum im Jahr 2010 unterdurchschnittlich bleiben dürfte.

***Es bestehen  
Abwärtsrisiken***

Einer der Hauptunsicherheitsfaktoren, mit denen diese Projektionen behaftet sind, besteht darin, dass die Unternehmen die Ende 2009 zu erwartende Trendwende im Welthandel nicht einkalkulieren und ihre Investitionspläne deshalb weiter herunterfahren als hier projiziert. Wenngleich ein Großteil der Ausrüstungen importiert wird, könnte dies zu einem Rückgang der Beschäftigung und weiterem Abwärtsdruck auf die Preise führen.

RUSSISCHE FÖDERATION

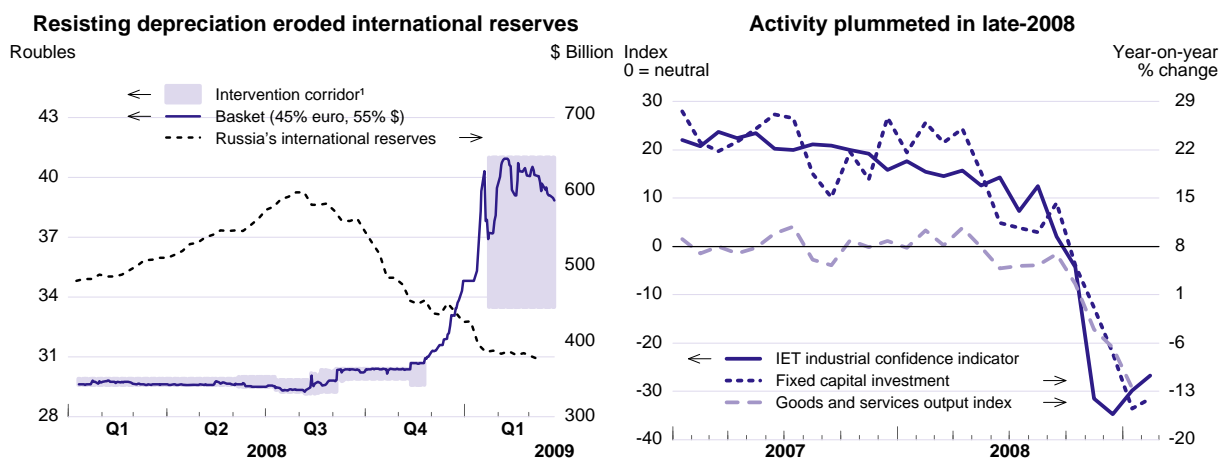
Der Verfall der Ölpreise zehrt sowohl direkt als auch indirekt an der Binnennachfrage. Das BIP-Wachstum ist seit Sommer 2008 negativ und wird sich nur geringfügig erholen. Trotz einer leichten Weitergabe der Wechselkursabwertung dürfte die Inflation im Zeitraum 2009-2010 sinken. Die hohen Haushaltsüberschüsse werden in noch höhere Defizite umschlagen, während der Effekt der niedrigeren Rohstoffpreise auf die Exporte z.T. durch geringere Importe ausgeglichen wird, so dass die Leistungsbilanz noch immer einen Überschuss aufweisen wird.

Mit energischen fiskalischen Impulsen, die es in einen glaubwürdigen mittelfristigen Rahmen einzu-binden gilt, sollte auf eine Maximierung des Multiplikatoreffekts auf die Binnennachfrage hingewirkt werden. Weiterem eventuell aufkommendem, fundamental begründetem Abwertungsdruck auf den Rubel sollte sich die Geldpolitik nicht widersetzen. Es besteht Spielraum für eine erhebliche Konsolidierung des Bankensektors.

*Die globale Krise hat Russland hart getroffen*

Bis Mitte 2008 verzeichnete die russische Wirtschaft ein starkes Wachstum. Obwohl einige russlandspezifische Faktoren die privaten Nettokapitalströme während des Sommers negativ beeinflusst hatten, war der größte Schock die Zuspitzung der globalen Krise im September 2008, nach der die Ölpreise drastisch fielen, was direkt die Binnennachfrage schwächte und die Kapitalabflüsse verstärkte. Unterdessen reduzierten die Banken angesichts zunehmender Kreditrisiken die Kreditvergabe, und unter dem Einfluss der Auswirkungen der Krise auf die weltweite Nachfrage brach der internationale Handel ein. Die Kombination dieser Faktoren hat zu einem starken Produktionsrückgang geführt.

Russian Federation



1. Between late-November 2008 and 23 January 2009 the central bank formally widened the corridor in increasingly frequent steps, but de facto there was no binding limit in that period.

Source: Central Bank of Russia, Russian Federal Service for State Statistics and Institute for the Economy in Transition.



***Das Land ist in eine tiefe Rezession geraten***

Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird sich voraussichtlich zumindest noch bis Mitte 2009 fortsetzen. Negative Vermögens-effekte und eine steigende Arbeitslosigkeit werden den privaten Konsum belasten, während die sinkende Nachfrage und die Finanzierungsengpässe die Investitionen drücken werden. Die Exporte dürften weiter abnehmen, was sich aus der Nachfrageabschwächung in den Partnerländern erklärt. Die Importe werden sich jedoch noch stärker verringern, was auf die hohen Einkommenselastizitäten und den Rückgang der relativen Preise russischer Güter und Dienstleistungen infolge der moderaten Abwertung des realen effektiven Wechselkurses des Rubel seit dem Beginn der Krise zurückzuführen ist.

Russian Federation: **Macroeconomic indicators**

	2006	2007	2008	2009	2010
Real GDP growth	7.7	8.1	5.6	-5.6	0.7
Inflation <sup>1</sup>	9.0	11.9	13.3	8.0	6.0
Fiscal balance (per cent of GDP) <sup>2</sup>	8.4	6.0	4.8	-8.0	-6.0
Current account balance (per cent of GDP)	9.5	5.9	5.9	2.0	2.5

1. End-of-period.

2. Consolidated budget.

Source: Data for 2006-07 are from national sources. Data for 2008-10 are OECD estimates and projections.

***Der Inflationsdruck lässt nach***

Starke Nettokapitalabflüsse und ein sinkender Leistungsbilanzüberschuss führten zu einer Abnahme der Geldmenge. Dies sorgt zusammen mit niedrigeren Nahrungsmittelpreisen und einer nachlassenden Gesamtnachfrage für inflationsdämpfende Tendenzen, die bisher z.T. durch die Weitergabe der Rubelabwertung kompensiert wurden. Da der letztgenannte Effekt abklingt, dürfte die Inflation dieses und nächstes Jahr sinken.

***Liquiditätshilfen für Banken haben den Druck auf den Rubel verstärkt***

Als Mitte September infolge einbrechender Wertpapierkurse die Interbanken Kredite austrockneten, schritten die zuständigen Behörden schnell ein, um den Liquiditätsengpässen entgegenzuwirken. Gleichzeitig intervenierte die Zentralbank an den Devisenmärkten, um den Druck auf den Wechselkurs abzuwehren; durch die Liquiditätshilfen erhöhte sich jedoch die Nachfrage nach Dollar. Obwohl die Zentralbank mit zunehmender Häufigkeit Abwertungsschritte zuließ, was zu einem Rückgang des Rubelkurses gegenüber dem US-Dollar-/Euro-Währungskorb um 28% führte, hatte sie so bis Ende Januar etwa ein Viertel ihrer Devisenreserven ausgegeben.

***Die Regierung kündigte eine Reihe von Krisenmaßnahmen an***

Weitere Maßnahmen wurden ergriffen, um das Vertrauen in die Banken zu stärken, darunter insbesondere die Anhebung der Einlagensicherung, Bürgschaften für Interbanken Kredite kleinerer Banken sowie die Verstaatlichung einiger kleinerer Banken, die in Finanznot geraten waren. Neben diesen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsystems hat die Regierung auch die Steuern auf Unternehmensgewinne gesenkt, die Arbeitslosenunterstützung erhöht und Pläne zur Unterstützung „zentraler“ Unternehmen ausgearbeitet.

***Die Geldpolitik sollte zunehmend auf die Inflationssteuerung ausgerichtet werden***

Die Geldpolitik ist angesichts ihrer Ausrichtung auf ein Wechselkursband auf kurze Sicht großenteils endogen. Von den Fundamentaldaten her rührender Druck auf den Wechselkurs sollte jedoch nicht abgewehrt werden. Die zuständigen Stellen sollten darauf hinwirken, dass sich allgemein die Erkenntnis durchsetzt, wonach sich der reale Wechselkurs letztlich in Ein-

klang mit den Schwankungen der Fundamentaldaten, z.B. der Ölpreise, entwickeln muss. Sie sollten die Umstellung auf eine Inflationssteuerung beschleunigen, indem sie den Grad der Wechselkursflexibilität erhöhen und Inflationszielen mehr Gewicht beimessen.

***Die fiskalischen Impulse sollten stark und zeitnah sein, sollten aber nach der Krise zurückgenommen werden***

Angesichts der Notwendigkeit, den Nachfrageeffekt der fiskalischen Impulse zu maximieren, empfehlen sich hauptsächlich Ausgabenmaßnahmen wie beschleunigte Infrastrukturausgaben oder Transferzahlungen für kreditbeschränkte Haushalte oder nachgeordnete Regierungsebenen. Dies steht weitgehend in Einklang mit den Vorschlägen der Regierung, die diskretionäre fiskalische Impulse in Höhe von rd. 2½% des BIP umfassen. Trotz Russlands geringer Staatsverschuldung ist es auf Grund des Zusammentreffens der hohen Defizite, mit denen in den kommenden Jahren zu rechnen ist, und dem langfristigen Ausgabendruck, der sowohl von negativen demografischen Entwicklungen als auch von Umweltproblemen ausgeht, wichtig, die Impulse in einen mittelfristigen Rahmen einzubinden, der auf glaubwürdige Weise die Rückkehr zu einer dauerhaft tragfähigen Entwicklung der öffentlichen Verschuldung vorzeichnet.

***Bei der Unterstützung der Banken sollte selektiv vorgegangen werden***

Ein funktionierendes Bankensystem ist für die Wirksamkeit anderer Maßnahmen unerlässlich. Die Herausforderung besteht darin, einer Kreditklemme entgegenzuwirken und gleichzeitig die Moral-Hazard-Probleme und die Kosten für die Steuerzahler auf ein Mindestmaß zu reduzieren. Die zuständigen Behörden sollten systemisch wichtige Banken rekapitalisieren und dabei zugleich eine schnelle Schließung und Liquidation insolventer Banken gewährleisten, um die Konsolidierung zu erleichtern.

***Die Risiken sind abwärts gerichtet***

Auch wenn von den Politikmaßnahmen eine erhebliche konjunkturstützende Wirkung ausgeht, macht das Zusammentreffen extrem großer negativer externer Schocks mit bestimmten binnenwirtschaftlichen Schwachstellen (insbesondere dem geringen Vertrauen in die Banken und die Währung) eine rasche Rückkehr zu einem hohen Wachstum unwahrscheinlich. Das Hauptrisiko bei diesen bereits schwierigen Aussichten besteht darin, dass sich das globale Umfeld als noch ungünstiger erweisen könnte als projiziert, was eine Erholung in Russland bis ins Jahr 2010 oder noch später hinausschieben würde.

## KAPITEL 3

### WIRKSAMKEIT UND UMFANG DER FISKALISCHEN IMPULSE

#### Einführung und Zusammenfassung

##### *Diskretionäre fiskalische Aktionen dominieren die Politikagenda*

Diskretionäre fiskalische Impulse spielen bei der Politikreaktion der OECD-Länder zur Steigerung der Nachfrage im Gefolge der Finanzkrise eine wichtige Rolle. Dies ist auf das in Bezug auf Tiefe wie Dauer gravierende Ausmaß des Abschwungs zusammen mit den Grenzen der Geldpolitik zurückzuführen, da zum einen der Spielraum für weitere Leitzinssenkungen in vielen OECD-Ländern zunehmend enger wird und zum anderen insbesondere die geldpolitischen Transmissionskanäle u.U. beeinträchtigt sind.

##### *Der Schwerpunkt liegt hier auf dem Ziel der makroökonomischen Stabilisierung durch die Fiskalpolitik*

Der Schwerpunkt dieses Kapitels liegt auf dem Einsatz der Fiskalpolitik zur Erreichung von Zielen der makroökonomischen Stabilisierung, obgleich auch andere Ziele verfolgt werden sollten, etwa die Steigerung des langfristigen Wachstums, sowie soziale Ziele – wie die Dämpfung des Effekts des Abschwungs auf die privaten Haushalte – oder Umweltziele. In diesem Kapitel werden die in Reaktion auf die Krise ergriffenen fiskalpolitischen Maßnahmen auf der Grundlage international vergleichbarer Daten dokumentiert, die Wirksamkeit der fiskalischen Maßnahmen im Hinblick auf die Stimulierung der Wirtschaftstätigkeit bewertet, die Vor- und Nachteile weiterer fiskalischer Aktionen beurteilt und die Probleme bei der Zeitplanung für fiskalische Impulse betrachtet.

Die wichtigsten Ergebnisse in Bezug auf die bereits angekündigten krisenbezogenen fiskalischen Maßnahmen können folgendermaßen zusammengefasst werden:

##### *Die meisten Länder haben fiskalische Maßnahmen ergriffen, es bestehen jedoch erhebliche Unterschiede im Hinblick auf den Umfang*

- Praktisch alle OECD-Länder haben in Reaktion auf die Krise diskretionäre Maßnahmen ergriffen, obgleich die krisenbedingten Konjunkturpakete lediglich einen von verschiedenen Faktoren darstellen, die die Haushaltsdefizite in die Höhe treiben. In den meisten Ländern entfällt der Großteil der Neuverschuldung im Zeitraum 2008-2010 auf diese anderen Faktoren, welche die sogenannten automatischen Stabilisatoren und nicht mit der Krise zusammenhängende diskretionäre Impulse umfassen. Der Umfang der eingeführten Krisenmaßnahmen unterscheidet sich im Ländervergleich erheblich. Im Durchschnitt der OECD-Länder, die ein Konjunkturpaket umsetzen, belaufen sich die kumulierten Budgeteffekte für den Zeitraum 2008-2010 auf mehr als 2½% des BIP, wobei das größte Fiskalpaket in Höhe von rd. 5½% des BIP des Jahres 2008 auf die Vereinigten Staaten entfällt.

***Die fiskalischen Multiplikatoren sind in der gegenwärtigen Situation u.U. verringert***

- Eine Prüfung der verfügbaren Befunde deutet darauf hin, dass die fiskalischen Multiplikatoren unter normalen Umständen im Hinblick auf die Staatsausgaben in etwa bei 1 und im Hinblick auf Steuermaßnahmen in etwa bei der Hälfte davon liegen dürften, wobei die Multiplikatoren in offeneren Volkswirtschaften allerdings niedriger sind. In der gegenwärtigen Situation hat sich jedoch die Sparneigung der privaten Haushalte und der Unternehmen wahrscheinlich erhöht, was die Multiplikatoren – insbesondere bei Steuersenkungen – verringert.
- Derartige Multiplikatoren legen nahe, dass die Höhe des Beitrags diskretionärer Impulse zum BIP im Durchschnitt der OECD-Länder sowohl 2009 als auch 2010 in der Größenordnung von ½% liegen wird. Lediglich für die Vereinigten Staaten und Australien werden die geschätzten Multiplikatoreffekte sowohl 2009 als auch 2010 klar über 1% des BIP liegen. Diese Effekte berücksichtigen keine grenzüberschreitenden Ausstrahlungseffekte.

***Zwischen dem Umfang der Konjunkturpakete und den automatischen Stabilisatoren besteht eine inverse Korrelation***

- Es besteht eine umgekehrte Korrelation zwischen dem Umfang der in den OECD-Ländern angekündigten/umgesetzten diskretionären Fiskalpakete und der Stärke der sogenannten automatischen Stabilisatoren. Insgesamt sind die automatischen Stabilisatoren typischerweise dreimal so groß wie die Fiskalpakete.

Die Länder unterscheiden sich im Hinblick auf die relativen Vor- und Nachteile, die mit zusätzlichen Impulsen für sie verbunden sind. Die wichtigsten Ergebnisse stellen sich folgendermaßen dar:

***Die einzelnen Länder verfügen über unterschiedlichen Handlungsspielraum für weitere Aktionen***

- Ob ehrgeizigere fiskalische Impulse als gegenwärtig vorgesehen angemessen sind, hängt von den länderspezifischen Umständen ab. Aus den Befunden geht hervor, dass in Reaktion auf die höhere Staatsverschuldung negative Reaktionen der Finanzmärkte wahrscheinlich sind und diese Reaktionen u.U. von der ursprünglichen Haushaltsposition abhängen. Bei Ländern, deren Haushaltsposition ursprünglich als schwach eingestuft wird – darunter Japan, Italien, Griechenland, Ungarn, Island und Irland –, ist der Spielraum für fiskalische Expansion begrenzt. Andere Länder unterscheiden sich im Hinblick auf die Vor- und Nachteile weiterer Impulse. Bei einigen scheinen weitere Aktionen zur Abfederung des projizierten Abschwungs geboten. Die Länder mit dem größten Spielraum für fiskalische Maßnahmen scheinen Deutschland, Kanada, Australien, die Niederlande, die Schweiz, Korea und einige nordische Länder zu sein. Bei anderen wären weitere Aktionen nur dann angebracht, wenn die Wirtschaftstätigkeit sich voraussichtlich noch schwächer als erwartet entwickelt.

***Wichtig ist die Gestaltung der Pakete im Hinblick auf die Maßnahmen ...***

- Die Konzeption der zusätzlichen Fiskalpakete im Hinblick auf die einzelnen Komponenten wird für die Maximierung ihrer Wirksamkeit von entscheidender Bedeutung sein. Der größte kurzfristige Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wird voraussichtlich von den staatlichen Ausgabenmaßnahmen ausgehen, aber wo Steuersenkungen umgesetzt werden, sind diese am effektivsten, wenn sie auf private Haushalte abzielen, die wahrscheinlich nur über eingeschränkte Liquidität verfügen. Zusätzliche Kriterien für die Auswahl einzelner Maßnahmen sind

solche, bei denen die größte Wahrscheinlichkeit besteht, sowohl die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kurzfristig als auch das gesamtwirtschaftliche Angebot langfristig zu steigern; hierzu zählen höhere öffentliche Infrastrukturausgaben, höhere Ausgaben für eine aktive Arbeitsmarktpolitik, einschließlich obligatorischer Schulungsmaßnahmen, und die Senkung der Einkommensteuern, insbesondere für Niedrigeinkommensbezieher.

### *... und die Zeitplanung*

- In der Praxis hat eine Mehrzahl der Länder außerhalb der G7 Steuer-senkungen gegenüber Ausgabenerhöhungen Priorität eingeräumt, obgleich Australien hier eine klare Ausnahme darstellt. Die Politik der G7-Länder ist in dieser Hinsicht ausgewogener. Der Grund für die relativ große Bedeutung der Steuersenkungen ist möglicherweise, dass derartige Maßnahmen leicht umgesetzt werden können. Fragen der Zeitplanung sind bei fiskalischen Impulsen ebenfalls wesentlich. In dem Maße, wie die Produktionslücke sich – entsprechend den OECD-Projektionen – bis ins Jahr 2010 hinein weiter vergrößert, sollten die Länder, die Spielraum für weitere Aktionen haben, in Erwägung ziehen, die Impulse 2010 zu verstärken.

*Fiskalische Impulse sind innerhalb eines Rahmens, der ihre spätere Rücknahme sicherstellt, u.U. effektiver*

- Beim typischen OECD-Land geht das Niveau der fiskalischen Impulse 2010 gegenüber 2009 jedoch deutlich zurück, obgleich Ausnahmen bestehen, bei denen die Pakete im Jahresverlauf 2010 beibehalten (Vereinigte Staaten, Finnland, Deutschland und Kanada) oder erhöht (Dänemark und Slowakische Republik) werden. Die fiskalischen Impulse dürften kostenwirksamer sein, wenn sie von glaubwürdigen Verpflichtungen begleitet würden, diese abzubauen bzw. rückgängig zu machen, wenn der Aufschwung an Dynamik gewinnt. Dies unterstreicht die Bedeutung einer Stärkung der mittelfristigen Haushaltsrahmen, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten.

*Koordinierung lässt sich trotz guter Argumente schwer in die Praxis umsetzen*

- Die fiskalischen Impulse werden sowohl durch den Handel als auch durch die Wechselkurskanäle ins Ausland ausstrahlen. Die kleineren Länder erkennen nur einen Teil der globalen Vorteile, die sie durch ihre Maßnahmen fördern; die größeren Länder erkennen nur einen Teil der involvierten Kosten. Dies spricht für eine Koordinierung auf internationaler Ebene, wobei der Spielraum jedes Landes für fiskalische Aktionen zu berücksichtigen wäre. In der Praxis könnte dies schwer zu erreichen sein, und die rasche Ergreifung von Maßnahmen sollte Priorität haben.

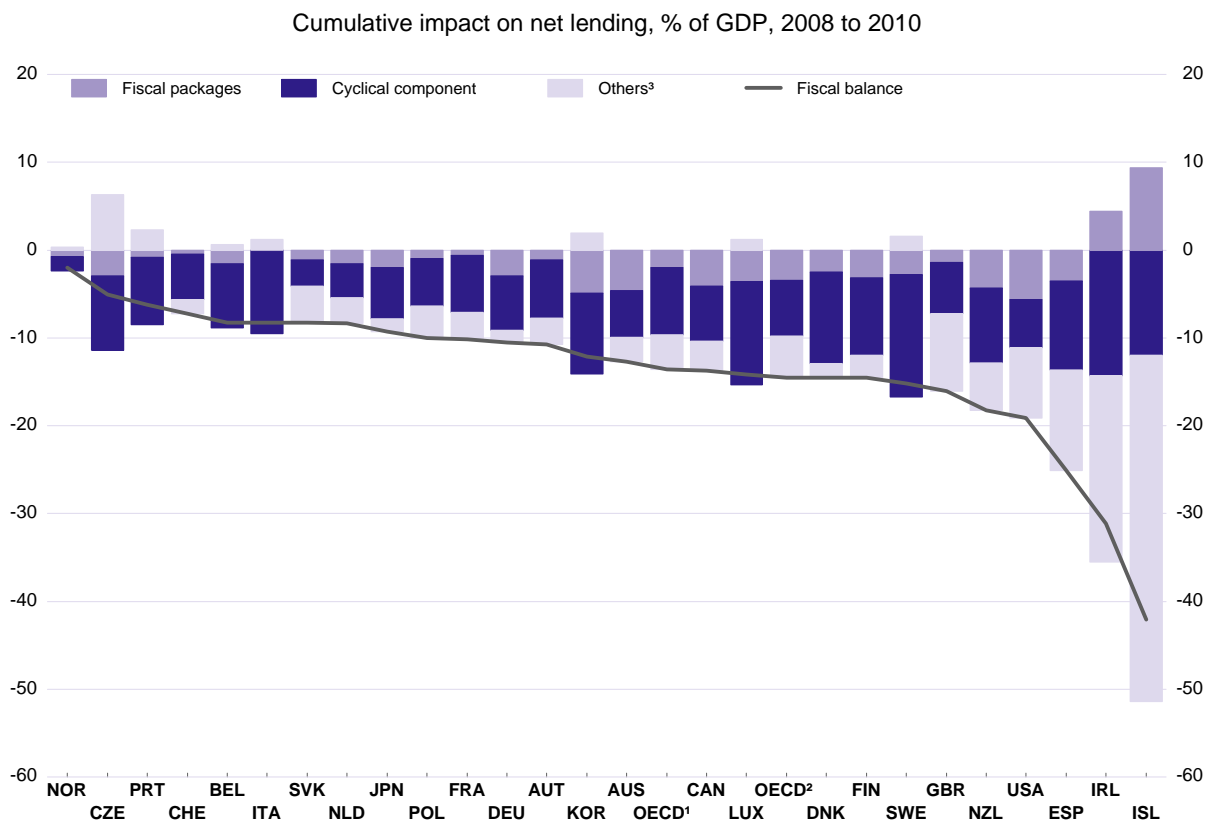
### **Fiskalische Maßnahmen in Reaktion auf die Krise**

*Die diskretionären Maßnahmen müssen in den Kontext umfangreicher fiskalischer Veränderungen gestellt werden*

Die diskretionären fiskalpolitischen Maßnahmen in Reaktion auf die Krise müssen in dem Kontext der projizierten Ausweitung des Defizits im gesamten OECD-Raum von rd. 1½% des BIP im Jahr 2007 auf nahezu 9% des BIP im Jahr 2010 betrachtet werden, wobei die Bruttostaatsverschuldung sich von rd. 75% des BIP auf rd. 100% des BIP erhöht. Der Großteil dieser Erhöhung kann mit einem zyklischen Effekt auf Grund des Wirksamwerdens der automatischen Stabilisatoren in dem starken Abschwung zusammenhängen (Abb. 3.1), die im Durchschnitt der OECD-Länder für den Zeitraum 2008-2010 einen Haushaltssaldo-Effekt haben, der etwa dreimal so hoch wie

der der diskretionären fiskalischen Maßnahmen ist, die derzeit von den Regierungen als Reaktion auf die Krise geplant werden<sup>1</sup>. In den vergangenen Jahren hatte es auf Grund hoher Vermögenspreise und der regen Wirtschaftstätigkeit im Finanz- und im Bausektor eine hohe Einnahmedynamik gegeben, und der Wegfall dieser außergewöhnlich dynamischen Einnahmen trägt ebenfalls zur Erhöhung der Schuldenaufnahme bei. Schließlich hat eine Anzahl von Ländern eine nicht mit der Krise in Zusammenhang stehende diskretionäre Lockerung der Fiskalpolitik durchgeführt.

**Figure 3.1. Accounting for the increase in government debt**



1. Simple OECD average.
2. Weighted OECD average.
3. Includes other discretionary measures, not in response to the financial crisis, disappearance of exceptional revenues linked to the asset cycle, and other one-off measures.

Source: OECD.

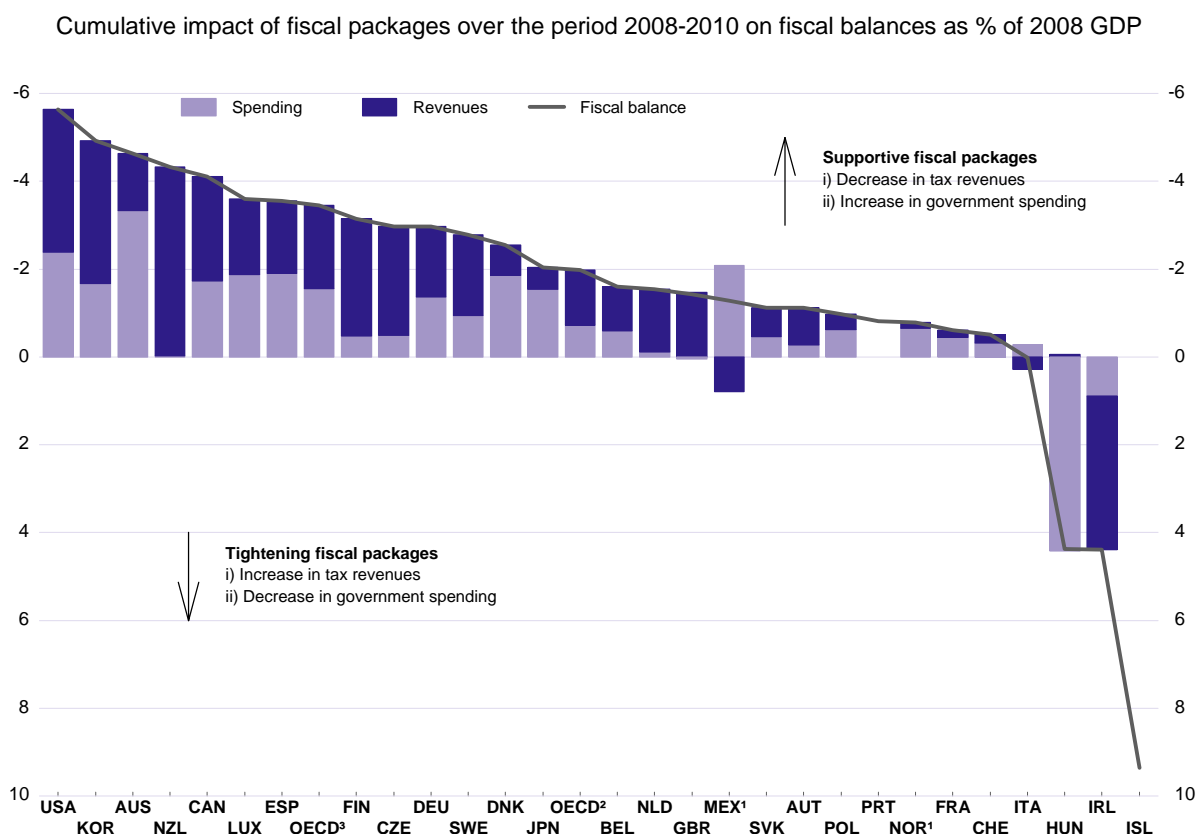
**Die Fiskalpakete unterscheiden sich deutlich von einem Land zum anderen in Bezug auf den Umfang**

Zusätzlich haben praktisch alle OECD-Länder angesichts der Krise diskretionäre Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaft eingeführt. Auf der Grundlage eines einheitlichen Ansatzes bei der Definition der Pakete (in Anhang 3.1 beschrieben) beläuft sich die Höhe der Fiskalpakete, die als direkte Reaktion auf die Krise eingeführt wurden, gemessen an ihren kumulierten Effekten auf die Haushaltssalden im Zeitraum 2008-2010 auf rd. 3½% des BIP des gesamten

1. Dies ist eine Berechnung des ungewichteten Durchschnitts der OECD-Länder, die positive Stimulierungsmaßnahmen ergreifen. Auf dieser Grundlage übersteigen die diskretionären Fiskalmaßnahmen den Effekt der automatischen Stabilisatoren lediglich in den Vereinigten Staaten.

OECD-Raums des Jahres 2008<sup>2</sup>. Es bestehen im Ländervergleich jedoch erhebliche Unterschiede in Bezug auf die Größe der Pakete (Tabelle 3.1 und Abb. 3.2), was z.T. die Schwere der Wirtschaftskrise, die Haushaltsposition vor Beginn der Krise und die Größe der automatischen Stabilisatoren widerspiegelt. Im ungewichteten Durchschnitt der Länder, die Konjunkturpakete einführen, beläuft sich ein typisches Konjunkturpaket im Zeitraum 2008-2010 auf mehr als 2½% des BIP. Fünf Länder (Australien, Kanada, Korea, Neuseeland und die Vereinigten Staaten) haben jedoch Fiskalpakete eingeführt, die sich auf 4% des BIP des Jahres 2008 oder mehr belaufen, wobei das US-Paket mit etwa 5½% des BIP des Jahres 2008 das größte ist. Im Gegensatz hierzu werden einige wenige Länder (insbesondere Irland, Island und Ungarn) ihren fiskalpolitischen Kurs voraussichtlich drastisch straffen.

**Figure 3.2. The size and composition of fiscal packages**



Note: See notes to Table 3.1.

1. Only 2008-2009 data are available for Mexico and Norway.
2. Simple average of above countries except Greece, Iceland, Mexico, Norway, Portugal and Turkey.
3. Weighted average of the above countries excluding Greece, Iceland, Mexico, Norway, Portugal and Turkey.

Source: OECD.

2. Diese Daten spiegeln die Auswirkungen der Fiskalpakete auf die Haushaltssalden wider und berücksichtigen u.U. nicht alle zur Stimulierung der Wirtschaftstätigkeit eingeführten Maßnahmen. Insbesondere die Rekapitalisierungsmaßnahmen und die Erhöhungen der Investitionen staatlicher Unternehmen sind nicht enthalten. Wegen weiterer Einzelheiten bezüglich der Berechnung der Konjunkturpakete vgl. Anhang 3.1. Einzelheiten zu den fiskalischen Reaktionen der einzelnen OECD-Länder sind ferner auf der Internetseite zum *Wirtschaftsausblick* auf der OECD-Website verfügbar ([www.oecd.org/oecdEconomicOutlook](http://www.oecd.org/oecdEconomicOutlook)).

Table 3.1. The size and timing of fiscal packages

	2008-2010 net effect on fiscal balance <sup>1</sup>			Distribution over the period 2008-2010			Memorandum item: Measures affecting the timing of payments <sup>2</sup>
	Spending	Tax revenue	Total	2008	2009	2010	
	Per cent of 2008 GDP			Per cent of total net effect			Per cent of 2008 GDP
Australia	-3.3	-1.3	-4.6	15	54	31	
Austria	-0.3	-0.8	-1.1	0	84	16	
Belgium	-0.6	-1.0	-1.6	0	60	40	-0.1
Canada	-1.7	-2.4	-4.1	12	41	47	
Czech Republic	-0.5	-2.5	-3.0	0	66	34	..
Denmark	-1.9	-0.7	-2.5	0	33	67	..
Finland	-0.5	-2.7	-3.1	0	47	53	
France	-0.4	-0.2	-0.6	0	75	25	-0.5
Germany	-1.4	-1.6	-3.0	0	46	54	
Greece	..	..	..	..	..	..	
Hungary	4.4	0.0	4.4	0	58	42	
Iceland	..	..	9.4	0	33	67	
Ireland	0.9	3.5	4.4	15	44	41	0.3
Italy	-0.3	0.3	0.0	0	15	85	
Japan	-1.5	-0.5	-2.0	4	73	24	
Korea	-1.7	-3.2	-4.9	23	49	28	
Luxembourg	-1.9	-1.7	-3.6	0	76	24	0.0
Mexico <sup>3</sup>	-2.1	0.8	-1.3	0	100	..	
Netherlands	-0.1	-1.4	-1.5	0	51	49	..
New Zealand	0.0	-4.3	-4.3	5	46	49	
Norway <sup>3</sup>	-0.7	-0.1	-0.8	0	100	..	
Poland	-0.6	-0.4	-1.0	0	77	23	
Portugal	..	..	-0.8	0	100	0	
Slovak Republic	-0.5	-0.6	-1.1	0	42	58	-0.8
Spain	-1.9	-1.6	-3.5	31	46	23	-1.0
Sweden	-0.9	-1.8	-2.8	0	52	48	..
Switzerland	-0.3	-0.2	-0.5	0	68	32	
Turkey	..	..	..	..	..	..	
United Kingdom	0.0	-1.5	-1.4	15	93	-8	
United States <sup>4</sup>	-2.4	-3.2	-5.6	21	37	42	
Major seven	-1.6	-2.0	-3.6	17	43	40	
OECD averages							
All (unweighted) <sup>5</sup>	-0.7	-1.2	-2.0	10	53	37	
All (weighted) <sup>5</sup>	-1.5	-1.9	-3.4	17	45	39	
Positive stimulus only (unweighted) <sup>6</sup>	-1.1	-1.6	-2.7	9	53	38	
Positive stimulus only (weighted) <sup>6</sup>	-1.7	-2.0	-3.7	17	45	39	

Note: cut-off date for information is 24 March 2009.

- Includes only discretionary fiscal measures in response to the financial crisis. Estimates provided here do not include the potential impact on fiscal balances of recapitalisation, guarantees or other financial operations. They also exclude the impact of a change in the timing of payment of tax liabilities and/or government procurement.
  - Several countries have changed the timing of payment of government procurement and/or tax liabilities. When applying the accrual principle, such measures should not be reflected in the national account data. Still, they affect fiscal balances measures on a cash basis and may have an impact on the economy. They have not been included in the size of fiscal packages.
  - Data not available for 2010.
  - Figures for the United States refer to the federal government. Available information indicates that a few states, including California, have passed restrictive fiscal measures which are not included here.
  - Average of above countries excluding Greece, Iceland, Mexico, Norway, Portugal and Turkey.
  - Average of above countries excluding Greece, Hungary, Iceland, Ireland, Italy, Mexico, Norway, Portugal and Turkey.
- Source: OECD.



***Maßnahmen zur Veränderung des Zeitpunkts von Zahlungen sind in diesen Schätzungen nicht berücksichtigt***

Eine wichtige Einschränkung in Bezug auf diese Schätzungen des Umfangs der diskretionären Pakete ist, dass sie die fiskalischen Maßnahmen auf der Grundlage der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung erfassen (d.h. periodengerecht abgegrenzt), so dass Maßnahmen, die auf der Veränderung der Zahlungsfristen beruhen, etwa das Vorziehen staatlicher Zahlungen oder das Einräumen der Möglichkeit verzögerter Steuerzahlungen, in der Schätzung des Umfangs der Fiskalpakete nicht berücksichtigt wurden. Allerdings hat eine Reihe von Ländern derartige Maßnahmen eingeführt, die in der letzten Spalte in Tabelle 3.1 zusammengefasst sind. Es ist zwar schwierig, die Auswirkungen derartiger Maßnahmen auf die Wirtschaftstätigkeit zu quantifizieren, sie haben jedoch den Vorteil, dass ihre fiskalischen Auswirkungen mittelfristig u.U. gering sind, während sie kurzfristig wichtige Impulse geben können.

***Die Pakete unterscheiden sich im Ländervergleich in ihrer Zusammensetzung ...***

Die meisten Länder haben umfassende Stimulierungsprogramme verabschiedet, in deren Rahmen verschiedene Steuern und Ausgabenprogramme zugleich angepasst wurden (Tabelle 3.2 und Abb. 3.2). Die Mehrheit der Länder hat Steuersenkungen gegenüber Ausgabenerhöhungen Priorität eingeräumt (obgleich Japan, Frankreich, Australien, Dänemark und Mexiko klare Ausnahmen darstellen). In den Vereinigten Staaten wird sich das Verhältnis verschieben: 2008 lag der Schwerpunkt der Impulse voll und ganz auf Steuersenkungen, während 2009 etwa zwei Drittel auf Ausgabenmaßnahmen entfallen werden. Im Zentrum der Steuersenkungen stehen in den meisten Ländern die Einkommensteuern (Abb. 3.3, Teil A) und nachrangig die Unternehmenssteuern, wobei das Vereinigte Königreich mit seiner vorübergehenden allgemeinen Mehrwertsteuersenkung die Hauptausnahme darstellt. Auf der Ausgabe-seite haben praktisch alle OECD-Länder öffentliche Investitionsprogramme initiiert oder vorgezogen. Australien, Polen, Kanada und Mexiko werden den Projektionen zufolge die aktivsten Länder auf diesem Gebiet sein, wobei die Erhöhung der öffentlichen Investitionen in Reaktion auf die Krise knapp 1% des BIP des Jahres 2008 oder mehr beträgt (Abb. 3.3, Teil B). In vielen Fällen wurden die Transferleistungen an die privaten Haushalte angehoben, insbesondere für Niedrigeinkommensbezieher. Einige Länder (darunter Japan, Korea, Mexiko, Portugal, die Slowakische Republik und die Tschechische Republik) haben auch höhere Subventionen für den Unternehmenssektor angekündigt (Abb. 3.3, Teil C).

***... und Zeitplanung***

Auf der Grundlage der derzeit angekündigten Maßnahmen wird im Normalfall davon ausgegangen, dass die krisenbezogenen fiskalischen Impulse 2009 am stärksten ausfallen, obgleich auch hier gewisse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen. Bei mehreren Ländern (Vereinigte Staaten, Finnland, Neuseeland, Deutschland und Kanada) ist die Größe der Fiskalpakete in den Jahren 2009 und 2010 im Großen und Ganzen vergleichbar, was auf eine mehr oder weniger gleichbleibende Dynamik der fiskalischen Impulse bis ins Jahr 2010 hinein hindeutet; einige Länder (insbesondere Dänemark) planen wiederum erheblich größere Pakete für 2010 ein. Auf der anderen Seite laufen die fiskalischen Impulse in den meisten Ländern 2010 aus.

***Die fiskalischen Multiplikatoren lassen sich in der gegenwärtigen Situation schwer abschätzen ...***

Die Wirksamkeit der Fiskalpolitik in Bezug auf die Stimulierung der Wirtschaftstätigkeit, gemessen anhand von sogenannten fiskalischen Multiplikatoren, ist in dem gegenwärtigen Kontext besonders schwer zu beurteilen. Die Prüfung der in Kasten 3.1 zusammengefassten Befunde ergibt in der Regel einen Staatsausgabenmultiplikator von leicht über 1 im ersten Jahr, wobei die

Table 3.2. **Composition of fiscal packages**

Total over 2008-2010 period as % of GDP in 2008

	Net effect	Tax measures					Spending measures					
		Total	Individuals	Businesses	Consumption	Social contributions	Total	Final consumption	Investment	Transfers to households	Transfers to businesses	Transfers to sub-national government
Australia	-4.6	-1.3	-1.1	-0.2	0.0	0.0	3.3	0.0	2.6	0.8	0.0	0.0
Austria	-1.1	-0.8	-0.8	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
Belgium	-1.6	-1.0	-0.3	-0.6	-0.1	0.0	0.6	0.0	0.1	0.5	0.0	0.0
Canada	-4.1	-2.4	-0.8	-0.3	-1.1	-0.1	1.7	0.1	1.3	0.3	0.1	..
Czech Republic	-3.0	-2.5	0.0	-0.4	-0.1	-2.0	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.4	0.0
Denmark	-2.5	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	0.9	0.8	0.1	0.0	0.0
Finland	-3.1	-2.7	-1.9	0.0	-0.3	-0.4	0.5	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0
France	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.4	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
Germany	-3.0	-1.6	-0.6	-0.3	0.0	-0.7	1.4	0.0	0.8	0.2	0.3	0.0
Greece <sup>1</sup>	..	..	..	..	..	..	..	0.0	0.1	0.4	0.1	0.0
Hungary	4.4	0.0	-0.1	-1.5	1.6	0.0	-4.4	..	0.0	..	..	0.0
Iceland	9.4	..	1.0	..	..	..	..	-1.8	-1.7	-1.7	..	..
Ireland	4.4	3.5	2.0	-0.2	0.5	1.2	-0.9	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Italy	0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.2	0.1	0.0
Japan	-2.0	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	1.5	-0.2	0.3	0.5	0.4	0.3
Korea	-4.9	-3.2	-1.4	-1.2	-0.2	0.0	1.7	0.0	0.9	0.1	0.5	0.2
Luxembourg	-3.6	-1.7	-1.2	-0.5	0.0	0.0	1.9	0.0	0.7	1.0	0.2	0.0
Mexico <sup>1</sup>	-1.3	0.8	0.0	0.0	-0.4	0.0	2.0	0.0	1.1	0.3	0.4	0.0
Netherlands	-1.5	-1.4	-0.2	-0.4	0.0	-0.8	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
New Zealand	-4.3	-4.3	-4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	-0.6	0.0	0.0
Norway <sup>1</sup>	-0.8	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.7	0.0	0.3	0.0	0.0	0.3
Poland	-1.0	-0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.6	0.0	1.3	0.1	0.0	0.0
Portugal	-0.8	..	..	..	..	..	..	0.0	0.4	0.0	0.4	0.0
Slovak Republic	-1.1	-0.6	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0
Spain	-3.5	-1.6	-1.6	0.0	0.0	0.0	1.9	0.3	0.7	0.2	0.7	0.0
Sweden	-2.8	-1.8	-1.5	-0.2	0.0	-0.2	0.9	0.7	0.3	0.1	0.0	0.0
Switzerland	-0.5	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Turkey	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
United Kingdom	-1.4	-1.5	-0.6	-0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
United States	-5.6	-3.2	-2.4	-0.8	0.0	0.0	2.4	0.7	0.3	0.5	0.0	0.9

Note: See note on Table 3.1.

Total columns are not the sum of columns shown because some components either have not been clearly specified or are not classified in this breakdown.

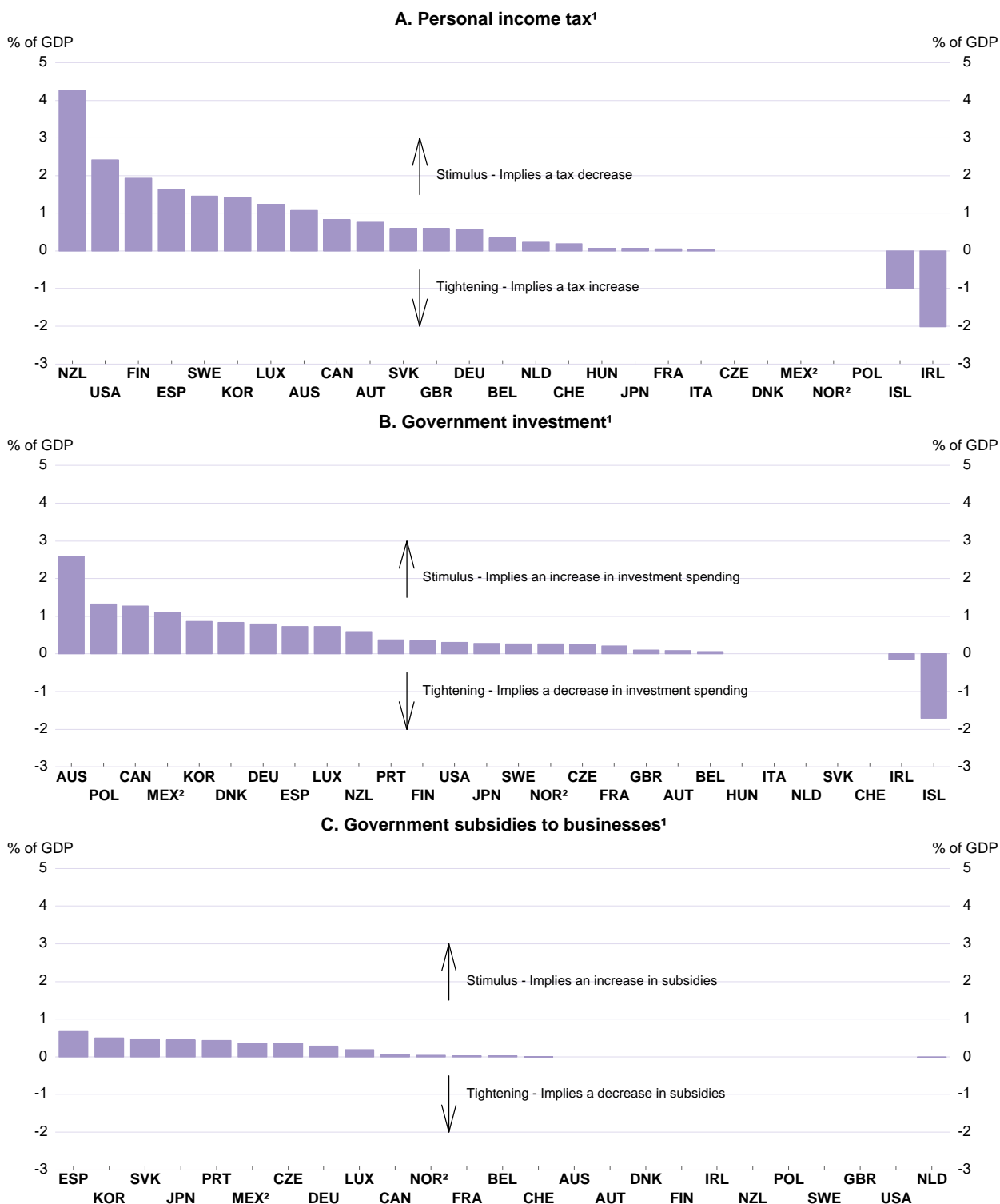
1. Data not available for 2010

Source: OECD.

Steuermultiplikatoren etwa die Hälfte hiervon betragen und die Multiplikatoren in offeneren Volkswirtschaften geringer sind<sup>3</sup>. Allerdings wird eine Reihe von Faktoren, darunter die beeinträchtigte Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte, erhöhte Unsicherheit sowie das Bestreben der privaten Haushalte und Unternehmen, ihre Finanzverfassung infolge hoher Kapitalverluste im Zusammenhang mit Aktien und Wohnimmobilienwerten zu verbessern, in der gegenwärtigen Situation den Effekt fiskalpolitischer Maßnahmen auf die Wirtschaftstätigkeit voraussichtlich verändern. Insgesamt dürften diese Faktoren

3. Die Ergebnisse eines dynamisch-stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells scheinen im Großen und Ganzen mit diesen Befunden übereinzustimmen (Anhang 3.4).

Figure 3.3. Selected fiscal measures at a glance



1. See notes to Table 3.1.

2. Data are not available for 2010.

Source: OECD.

### Kasten 3.1 Die Größe kurzfristiger Fiskalmultiplikatoren

Fiskalmultiplikatoren liefern einen quantitativen summarischen Indikator für den Effekt fiskalpolitischer Maßnahmen auf die gesamtwirtschaftliche Tätigkeit, der die letztlich erreichte Stärke des BIP-Anstiegs in einem gegebenen Jahr im Verhältnis zu den Ex-ante-Kosten der betreffenden Maßnahme zum Ausdruck bringt und somit nicht nur den auf die gesamtwirtschaftliche Produktion ausgehenden „Erstrunden“-Effekten der Stimulierungsmaßnahme, sondern auch den anschließend induzierten Zweitrunden-Effekten Rechnung trägt. Obwohl in Bezug auf ihre Stärke Ungewissheit besteht, wie dies an einem breiten Spektrum unterschiedlicher Schätzungen deutlich wird, basieren die weiter unten zusammengestellten Ergebnisse auf einem Durchschnittswert der Simulationsresultate verschiedener für die OECD-Länder untersuchter Makromodellrechnungen, wobei insofern ausschließlich Simulationen mit voraussichtlich akkommodierender Geldpolitik berücksichtigt wurden, da sich diese besser auf das derzeitige Umfeld anwenden lassen.

- Die kurzfristigen Multiplikatoren einer Erhöhung der Staatsausgaben übersteigen in der Regel die von einnahmeseitigen Maßnahmen; die direkten Staatsausgaben werden im Erstrunden-Stadium nicht durch Sickerverluste zu Gunsten der Ersparnisbildung konterkariert, und die geschätzten Multiplikatoren sind tendenziell höher als 1,0<sup>1</sup>.
- Die Multiplikatoren der einnahmeseitigen Maßnahmen sind weniger groß; eine Senkung der persönlichen Einkommensteuer hat tendenziell einen etwas stärkeren Effekt (rd. 0,5 bis 0,8) als andere Steuersenkungskategorien (rd. 0,2 bis 0,6).
- Der Multiplikatoreffekt wird tendenziell zwischen dem ersten und dem zweiten Jahr etwas stärker. Dies gilt insbesondere für steuerliche Maßnahmen, bei denen sich die Effekte insofern in der Regel langsamer verstärken, als sie indirekt über die Konsumausgaben an die Gesamtwirtschaft weitergegeben werden.
- Die Ergebnisse von Mehrländermodellen legen den Schluss nahe, dass die Multiplikatoren mit zunehmendem Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft systematisch niedriger sind; auf diesen Punkt wird im Folgenden noch eingegangen.

#### Range of estimates of short-term fiscal multipliers based on large-scale models

	All studies			Studies with both 1st and 2nd year multipliers					
	Year 1			Year 1			Year 2		
	Low	High	Mean	Low	High	Mean	Low	High	Mean
Purchases of goods and service	0.6	1.9	<b>1.1</b>	0.9	1.9	<b>1.2</b>	0.5	2.2	<b>1.3</b>
Corporate tax cut	0.1	0.5	<b>0.3</b>	0.1	0.5	<b>0.3</b>	0.2	0.8	<b>0.5</b>
Personal income tax cut	0.1	1.1	<b>0.5</b>	0.1	1.1	<b>0.5</b>	0.2	1.4	<b>0.8</b>
Indirect tax cut	0.0	1.4	<b>0.5</b>	0.0	0.6	<b>0.2</b>	0.0	0.8	<b>0.4</b>
Social security contribution cut	0.0	1.2	<b>0.4</b>	0.0	0.5	<b>0.3</b>	0.2	1.0	<b>0.6</b>

Note: Models surveyed are National Bank of Belgium Model, Interlink, Deutsche Bundesbank Model, Banca d'Italia model, Banco de Portugal model, Banco de España model, Area-Wide Model, ESRI Short-Run Macroeconometric Model of the Japanese Economy, Department of Finance's Canadian Economic and Fiscal Model, averages of US models as reported by Fromm and Klein 1976, averages of US models as reported by Bryant et al 1988, averages of US models as reported by Adams and Klein 1991 and averages of UK models as reported by Church et al 1993. These models cover United States, Japan, Euro Area, Germany, France, Italy, United Kingdom, Canada, Spain, Belgium and Portugal.

Source: Adams and Klein (1991), Bryant (1988), Church et al. (2000), Fromm and Klein (1976), Henry et al. (2004), Roeger and in't Veld (2009) and Perotti (2005).

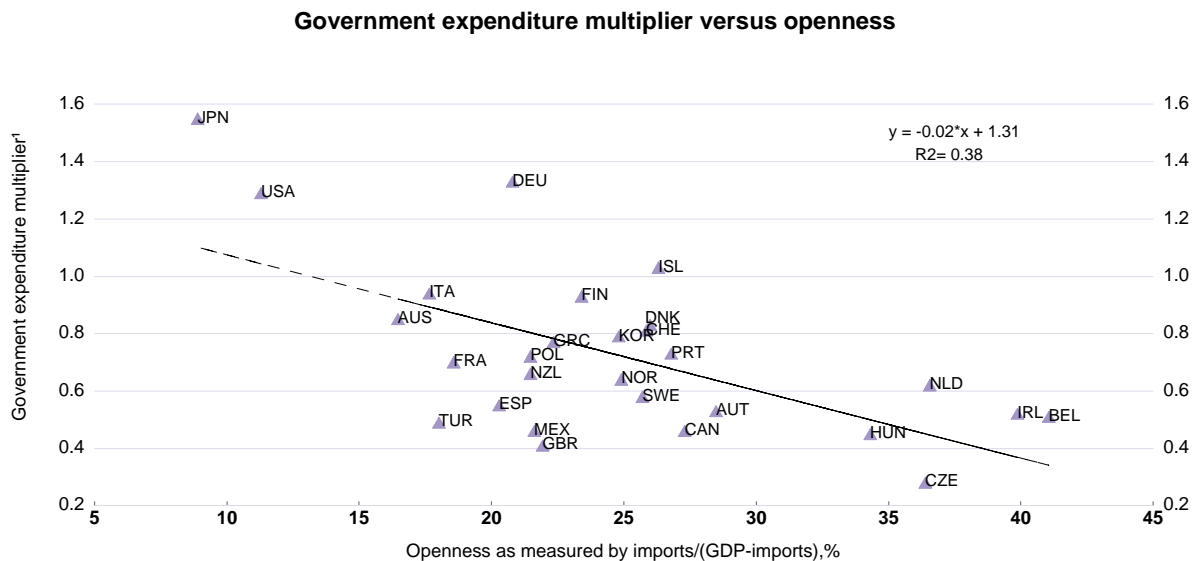
Diese Ergebnisse stimmen im Großen und Ganzen mit den Resultaten des globalen OECD-Modells überein; wenn die Geldpolitik akkommodierend ist, liegen die kurzfristigen Multiplikatoren der Staatsausgaben der großen (weniger offenen) Volkswirtschaften im ersten Jahr durchschnittlich bei rd. 0,9 und steigen im zweiten Jahr auf 1,3, während der Multiplikator bei Einkommensteuersenkungen im ersten Jahr 0,6 beträgt und sich im zweiten Jahr auf etwa 1,0 erhöht.

An den Durchschnittswerten der untersuchten Resultate wurden vor ihrer Zugrundelegung für die Beurteilung der derzeitigen Maßnahmenpakete zwei Anpassungen vorgenommen: erstens, um länderspezifische Unterschiede in Bezug auf den Offenheitsgrad zu berücksichtigen, und zweitens, um dem außergewöhnlichen Charakter der gegenwärtigen Konjunkturlage Rechnung zu tragen.

Je höher der Offenheitsgrad eines Landes gegenüber dem Handel ist, umso höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Effekte einer inländischen fiskalpolitischen Expansion über den Import ins Ausland abfließen und die Fiskalmultiplikatoren dadurch sinken. Um zu quantifizieren, in welchem Verhältnis die Größe der Multiplikatoren zum Offenheitsgrad steht, werden anhand eines einzigen Mehrländermodells, namentlich der letzten Ausgabe (2002) des OECD-INTERLINK-Modells die Multiplikatoren der Staatsausgaben verglichen. Die in einem Streudiagramm jeweils dem Offenheitsgrad gegenübergestellten Multiplikatoren lassen in der Tat darauf schließen, dass im ersten Jahr eine inverse Korrelation zwischen Multiplikatorwert und Offenheitsgrad besteht. Der Steigungskoeffizient dieses Streudiagramms diene als Basis für länderspezifische Multiplikatoranpassungen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)



1. From OECD interlink.

Source: OECD.

In der derzeitigen Konjunktur könnten fiskalische Impulse *wirksamer* sein als unter normalen Bedingungen, denn da infolge der Funktionsstörungen der Finanzmärkte mehr private Wirtschaftssubjekte mit Kreditproblemen konfrontiert sein dürften, würde wahrscheinlich, sofern fiskalische Stimulierungsmaßnahmen Effekte auf diese Wirtschaftssubjekte haben, von einer Fiskalspritze ein höherer Anteil ausgehen als gespart werden. Fiskalische Stimulierungsmaßnahmen könnten in der jetzigen Konjunktur aber auch *weniger wirksam* sein: Erstens, angesichts des höheren Risikos für Beschäftigung und Einkommen könnte der Wunsch des Vorsorgesparens stärker sein; zweitens, in vielen Ländern müssen die privaten Haushalte ihre überstrapazierten und lädierten Bilanzen wiederherstellen, was einen Anstieg der marginalen Sparneigung impliziert. Das gleiche gilt für den Unternehmenssektor, wo die Ungewissheit über die Konjunkturaussichten in Verbindung mit der infolge der Funktionsstörungen des Finanzsystems für notwendig gehaltenen Akkumulation von Barmitteln zum Aufschub von Investitionsentscheidungen führt. Da insgesamt davon ausgegangen wird, dass solche Faktoren per saldo negativ sein dürften, wurden die Durchschnittswerte der Erhebungsmultiplikatoren ganz bewusst nach *unten* korrigiert. Dass diese Anpassung bei ausgabenseitigen Maßnahmen geringer ist als bei einnahmeseitigen, ist dadurch begründet, dass die „Erst-rundeneffekte“ von Veränderungen des Sparverhaltens des privaten Sektors nicht beeinflusst werden. Obwohl ein ähnlicher Effekt vermutlich auch in Bezug auf die Transferleistungen an die privaten Haushalte existiert, könnten diese gezielt auf die von den Kreditrestriktionen betroffenen Haushalte zugeschnitten sein, was von der Ersparnisbildung ausgehenden negativen Effekten Grenzen setzt.

Aus diesen Anpassungen ergeben sich „Referenz“-Schätzwerte des Multiplikatoreffekts für jedes in den einzelnen Ländern eingesetzte Instrument; sie basieren auf den von den Erhebungsergebnissen abgeleiteten und um den Offenheitsgrad korrigierten Multiplikatoren, die zur Berücksichtigung der Effekte der derzeitigen Konjunkturlage ganz bewusst weiter reduziert wurden. Als Alternative hierzu sind zudem auch „hohe“ Multiplikatorschätzwerte angegeben, die lediglich um den Offenheitsgrad korrigiert sind.

Die für die Beurteilung der Fiskalpakete zu Grunde gelegten Multiplikatoren sind in der nachstehenden Tabelle wieder gegeben, in der nach fünf Arten von Fiskalmaßnahmen in drei repräsentativen Ländern (mit unterschiedlichem Offenheitsgrad) unterschieden wird. Eine vollständige Tabelle dieser Multiplikatoren für alle OECD-Länder findet sich in Anhang 3.2.

1. Obwohl die untersuchten Modelle selten zwischen Staatsinvestitionen und Staatsverbrauch unterscheiden, können erstere auf Grund geringerer Importanteile im Prinzip einen höheren Multiplikator aufweisen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

**The multipliers used to evaluate the fiscal packages**

	United States		Germany		Belgium	
	Year 1	Year 2	Year 1	Year 2	Year 1	Year 2
<b>Spending measures</b>						
Infrastructure investment	0.9	1.1 - 1.3	0.8	1.0 - 1.2	0.7	0.9 - 1.1
Government purchase of goods	0.7	0.8 - 1.1	0.4	0.5 - 0.8	0.3	0.4 - 0.7
Transfers to household	0.5	0.8 - 0.9	0.3	0.5 - 0.7	0.2	0.4 - 0.6
<b>Revenue measures</b>						
Personal income tax cuts	0.3 - 0.5	0.5 - 0.9	0.2 - 0.3	0.3 - 0.7	0.1 - 0.2	0.2 - 0.6
Indirect tax cuts and other measures	0.2 - 0.3	0.3 - 0.5	0.1 - 0.2	0.2 - 0.4	0.1	0.1 - 0.3

Source: OECD.

die Multiplikatoren verringern, und dementsprechend sind die zur Beurteilung der derzeitigen Fiskalpakete verwendeten Multiplikatoren subjektiv bewertend reduziert worden – für Steuersenkungen stärker als für Staatsausgaben –, um einen Schätzwert für einen „Referenz“-Multiplikator zur Unterscheidung von dem „hohen“ Multiplikatorschätzwert zu erhalten, für den keine derartige Anpassung vorgenommen wurde (vgl. Anhang 3.2 wegen weiterer Einzelheiten).

**... und die voraussichtlichen Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit unterscheiden sich von Land zu Land erheblich**

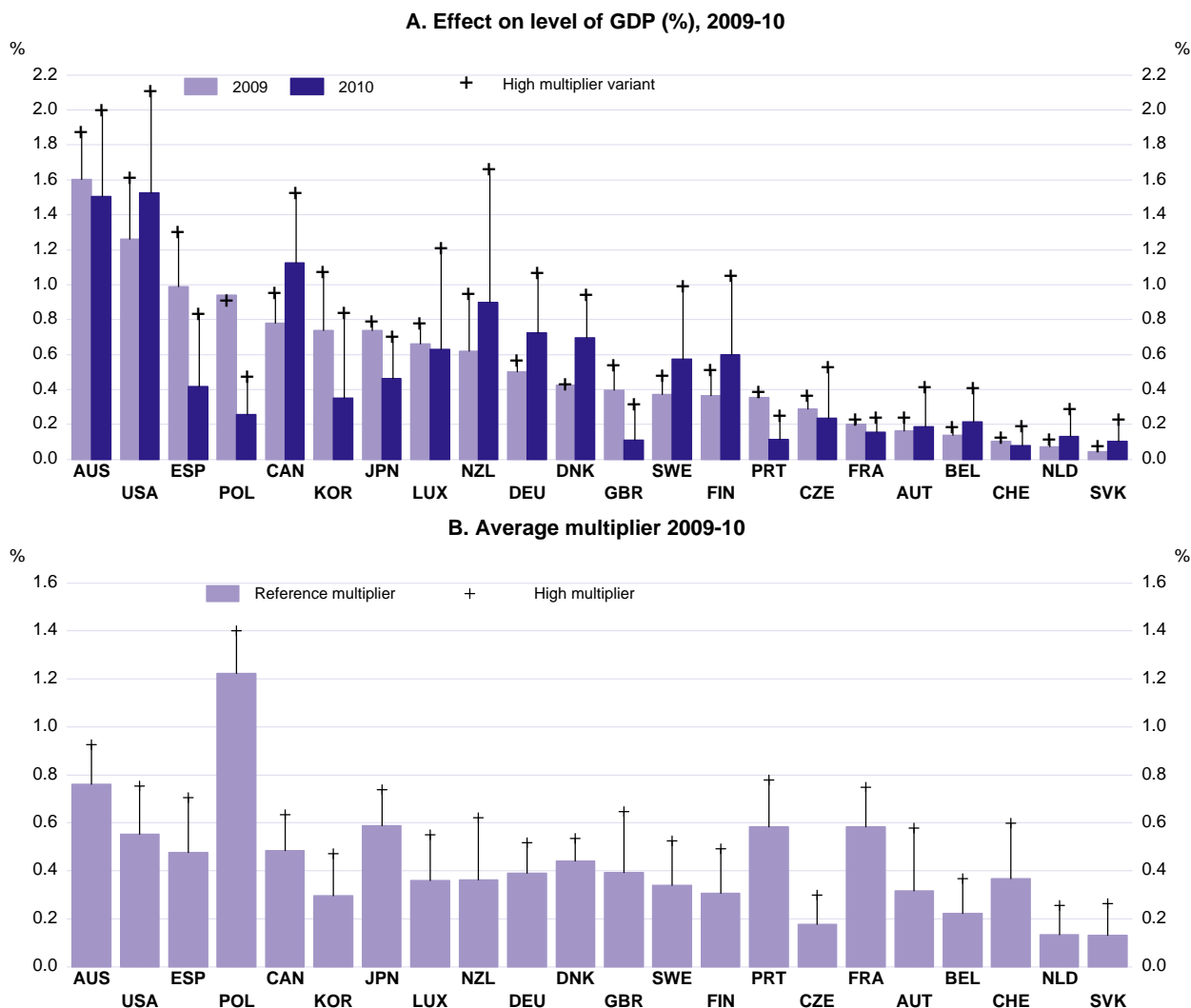
Der Stimulierungseffekt dieser Fiskalpakete auf das BIP wird daher durch Anwendung einer Reihe von Multiplikatoren geschätzt, die sich sowohl nach Politikinstrument als auch nach Land unterscheiden. Auf der Grundlage der Referenzmultiplikatoren ist der implizierte Effekt auf das BIP bei den Fiskalpaketen Australiens und der Vereinigten Staaten mit zwischen 1,2% und 1,6% des BIP für 2009 und 2010 am größten (Abb. 3.4), obgleich der Effekt für Polen und Spanien 2009 und für Kanada und Neuseeland 2010 rd. 1% des BIP beträgt. Bei anderen Ländern sind die voraussichtlichen Auswirkungen der Fiskalpakete gering, insbesondere im Vergleich zur Größe der drohenden Produktionslücke. Diese Schätzungen berücksichtigen keine Ausstrahlungseffekte zwischen den einzelnen Ländern, etwa wenn beispielsweise die Wirtschaftstätigkeit in Belgien von Impulsen in Deutschland profitiert.

### **Argumente für weitere diskretionäre fiskalische Aktionen in der gegenwärtigen Krise**

**In einigen Ländern verfügt die Geldpolitik noch über Handlungsspielraum**

Viele OECD-Länder befinden sich in ihrer schwersten Rezession der Nachkriegszeit, und die Vorteile zusätzlicher diskretionärer fiskalischer Aktionen variieren von Land zu Land, je nach Tiefe des Abschwungs, aber auch dem für eine weitere geldpolitische Lockerung noch zur Verfügung stehenden Handlungsspielraum. Während einige Zentralbanken ihre Leitzinsen bereits bis zu einem Punkt herabgesetzt haben, an dem die Untergrenze null entweder sehr nah oder bereits erreicht ist, haben andere noch Spielraum für weitere Senkungen, was bedeutet, dass der Bedarf an diskretionären fiskalischen Aktionen hier geringer ist. Da die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen in der gegenwärtigen Situation zu Zweifeln Anlass gibt und zur Stimulierung der

Figure 3.4. The effect of fiscal packages



Note: Bars indicate values based on the reference multiplier case. Crosses show estimates based on a high multiplier alternative. See Box 3.1 for explanation of the basis for the multiplier assumptions. Countries are arranged according to the size of effect in 2009. Source: OECD.

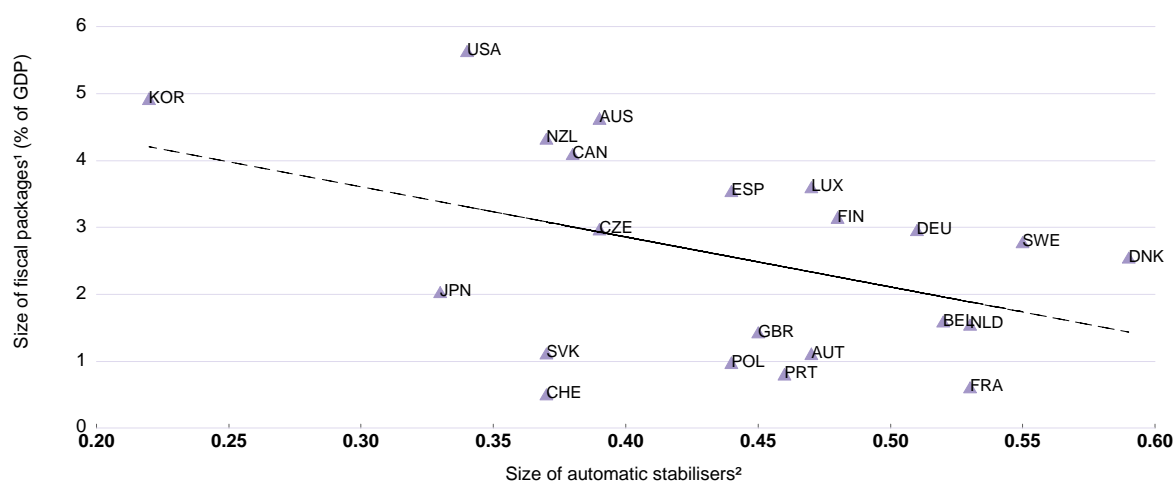
Nachfrage im gewünschten Umfang stärkere Impulse notwendig sind, als sie die Geldpolitik zu geben imstande ist, sind fiskalische Stimulierungsmaßnahmen u.U. angemessen, obwohl Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik vorhanden ist.

**Zwischen dem Umfang der Konjunkturpakete und den automatischen Stabilisatoren besteht eine inverse Korrelation**

Inwieweit zusätzliche diskretionäre fiskalische Impulse angemessen sind, wird auch davon abhängen, ob weitere negative Schocks eintreten und bis zu welchem Grad sie durch automatische Stabilisatoren gemildert werden. Diese kommen in einigen Ländern stärker zum Tragen als in anderen. Das Ausmaß der automatischen Stabilisierung hängt von mehreren Faktoren ab: der Größe des öffentlichen Sektors, der zyklischen Variabilität der Steuerbasis, der Struktur des gesetzlichen Sozialversicherungssystems sowie der Steuerprogressivität. Es ist in der Regel in Korea, Japan, den Vereinigten Staaten, der Schweiz und Neuseeland besonders schwach und in nordeuropäischen

Ländern mit hoch entwickelten Sozialversicherungssystemen besonders groß. Konkret weisen das Ausmaß der im Zeitraum 2008-2010 geplanten oder eingeführten fiskalischen Maßnahmen und die Wirkung der automatischen Stabilisatoren eine inverse Korrelation auf (Abb. 3.5). Ferner besteht eine der Prioritäten diskretionärer fiskalischer Aktionen in einigen Ländern, darunter den Vereinigten Staaten, darin, eine Abschwächung der automatischen Stabilisierung zu verhindern, indem Finanzierungsengpässe auf der Ebene der nachgeordneten Gebietskörperschaften behoben werden, wo die Anwendung der Regeln eines ausgeglichenen Haushalts (*balanced budget rules*) ansonsten zu einer starken fiskalischen Straffung führen könnte.

Figure 3.5. Size of discretionary fiscal packages varies inversely with the automatic stabilisers



1. Total ex ante cost of discretionary fiscal packages over the period 2008-10.
  2. Coefficient summarising the automatic change in the fiscal balance due to a 1 percentage point change in the output gap.
- Source: Girouard and André (2005) and Table 3.1.

### Handlungsspielraum für eine diskretionäre Fiskalpolitik: Gewährleistung einer tragfähigen Haushaltsposition

**Der Spielraum der einzelnen Länder ist sehr unterschiedlich**

Der den einzelnen Ländern für zusätzliche fiskalische Stimulierungsmaßnahmen zur Verfügung stehende Spielraum ist je nach budgetärer Ausgangsposition sehr unterschiedlich; ausschlaggebend sind insbesondere das strukturelle Defizit und die Schuldenposition aber auch, zumindest im Grundsatz, die Eventualverbindlichkeiten im Zusammenhang mit der Finanzkrise und dem langfristig durch Faktoren wie die Bevölkerungsalterung auf den Ausgaben lastenden Druck.

**Die Bruttostaatsverschuldung wird sich voraussichtlich erheblich ausweiten**

Den Projektionen zufolge wird die Bruttostaatsverschuldung im Verhältnis zum BIP auf Grund erheblicher Haushaltsdefizite und außeretatmäßiger Ausgaben in vielen Ländern drastisch zunehmen, von 75% im Jahr 2007 auf etwa 100% des BIP im Jahr 2010 im OECD-Raum (Abb. 3.6)<sup>4</sup>. Zu Erhöhungen

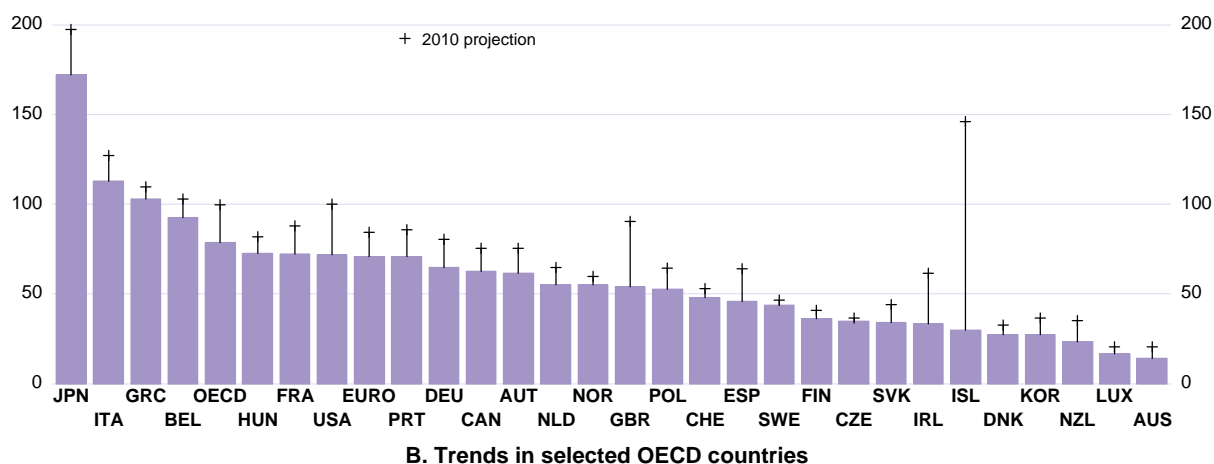
4. Wenn es darum geht, den Effekt der öffentlichen Kreditaufnahme auf die Finanzmärkte zu messen, gelten die Bruttoverschuldung häufig als ein relevanterer Indikator als die Nettoverschuldung (Fatás, 2005). Zudem lässt sich der wahre wirtschaftliche Wert des Bruttofinanzvermögens manchmal nur schwer ermitteln, und die Qualität (sowie Liquidität) mancher Aktiva kann fraglich sein (wenn beispielsweise Kredite an öffentliche und private Unternehmen de facto Subventionskomponenten enthalten und u.U. nicht vollständig zurückgezahlt werden).



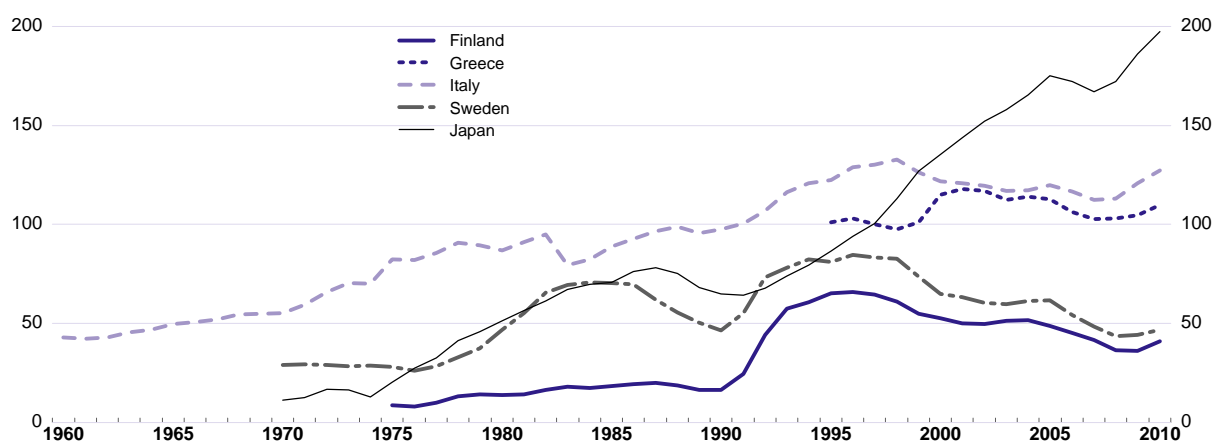
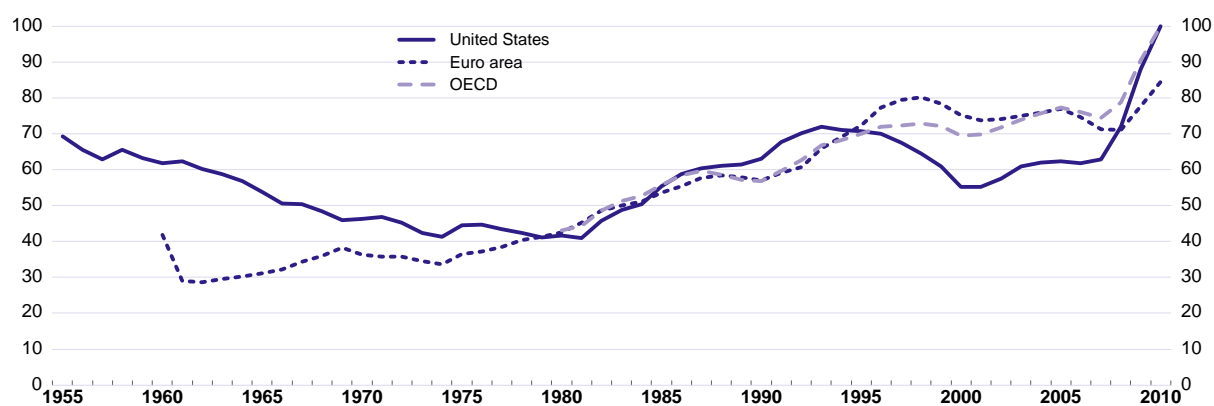
Figure 3.6. General government gross financial liabilities

Per cent of GDP

A. 2008 level



B. Trends in selected OECD countries



Note: Gross debt data are not always comparable across countries due to different definitions or treatment of debt components. Notably, they include the funded portion of government employee pension liabilities for some OECD countries, including the United States. The debt position of this country is thus overstated relative to countries that have large unfunded liabilities for such pensions, which according to ESA95/SNA93 are not counted in the debt figures but rather as a memorandum item to the debt.

Source: OECD.

der Staatsschuldenquote in dieser Größenordnung kam es bisher generell nur im Gefolge von Bankenkrisen, wie beispielsweise Anfang der 1990er Jahre in den nordischen Ländern, 1994 in Mexiko und während der 1990er Jahre in Japan. Der projizierte Anstieg der Bruttoverschuldung in den OECD-Ländern erklärt sich sowohl aus dem Verlust früherer außergewöhnlicher Einnahmen, der größtenteils auf den Einbruch der Preise von Finanzanlagen- und Wohnimmobilien zurückgeführt werden kann, dem Wirksamwerden automatischer Stabilisatoren als auch dem Effekt diskretionärer fiskalischer Maßnahmen, namentlich der oben beschriebenen Konjunkturpakete. Ein weiterer Faktor sind die zur Finanzierung der Kapitalspritzen für Banken und Finanzinstitute sowie zum Kauf von Finanzaktiva aufgenommenen Schulden. Unberücksichtigt bleiben bei der Erhöhung der Bruttoverschuldung indessen mögliche durch die Finanzkrise bedingte Zusatzkosten, die durch die Gewährung staatlicher Bürgschaften oder durch beim Aufkauf von Wertpapieren erlittene Verluste entstehen, obwohl die Erfahrungen mit früheren Bankenkrisen nahelegen, dass diese Kosten erheblich sein können<sup>5</sup>. Die öffentlichen Finanzen können noch weiter unter Druck geraten, wenn das Produktionspotenzial durch die Wirtschaftskrise beeinträchtigt wird, beispielsweise infolge eines Anstiegs der strukturellen Arbeitslosigkeit. Informationen aus früheren Episoden legen ferner den Schluss nahe, dass die Gefahr möglicher negativer Auswirkungen auf die Trendrate des Produktivitätswachstums mit zunehmender Dauer der Bankenkrise steigt (Haugh et al., 2009).

***Der Spielraum für  
Impulse hängt auch  
vom längerfristigen  
Ausgabendruck ab***

Die zur Stabilisierung oder sogar Reduzierung der Staatsverschuldung notwendigen Steuererhöhungen oder Kürzungen bei den laufenden Ausgaben sollten vor dem Hintergrund der steigenden Ausgaben für die Renten- und Gesundheitsversorgung betrachtet werden, es sei denn, in diesen Bereichen werden grundlegende Reformen durchgeführt. Die jüngsten Projektionen der öffentlichen Ausgaben für die Altersversorgung deuten in einer Stichprobe von 26 OECD-Ländern auf einen Anstieg um nahezu 4½ Prozentpunkte des BIP im Zeitraum 2005-2050 hin, wobei es zwischen den Ländern erhebliche Unterschiede gibt (Tabelle 3.3). Es wird damit gerechnet, dass auch die demografischen Effekte die öffentlichen Ausgaben für Gesundheit und Langzeitpflege im Zeitraum 2005-2050 im Durchschnitt der OECD-Länder um 2 Prozentpunkte des BIP erhöhen werden (Tabelle 3.3). Zusammen mit den übrigen maßgebenden Bestimmungsfaktoren für die Ausgaben und sofern den Maßnahmen zur Kosteneindämmung kein größerer Erfolg beschieden sein wird als in der Vergangenheit könnten sich die öffentlichen Ausgaben für die Gesundheitsversorgung und Langzeitpflege im Durchschnitt der OECD-Länder zwischen 2005 und 2050 von 6½% auf nahezu 13% des BIP verdoppeln, wiederum aber mit signifikanten Unterschieden unter den Ländern (Oliveira Martins und de la Maisonnette, 2006).

***Messgrößen der „Steuer-  
lücke“ lassen für viele  
Länder einen begrenzten  
fiskalischen Spielraum  
vermuten***

Eine einfache Synthesemessgröße des Umfangs dieses künftigen Ausgabendrucks liefern Schätzungen der Erhöhung des Primärsaldos, die notwendig wäre, um die Staatsschuldenquote 2050 auf ihrem Niveau von 2008 zu halten, das in einigen Ländern bereits sehr hoch war und die manchmal als „Finanzierungs-

---

5. Laut Claessens und Klingebiel (2000) beliefen sich diese Kosten in Finnland Anfang der 1990er Jahre auf über 10% des BIP und in Japan zwischen 1992 und 2000 auf etwa 20% des BIP. Vgl. auch Kasten 1.5 in OECD (2008).

Table 3.3. **Public spending on health care, long-term care and pensions is set to increase considerably**

2005-2050 increase, in percentage points of GDP

	Health care	Long-term care	Pensions	Total
United States	3.4	1.7	1.8	7.0
Japan	4.3	2.2	0.6	7.1
Euro area	3.7	2.2	3.0	8.9
Germany	3.6	1.9	2.0	7.5
France	3.5	1.7	2.1	7.3
Italy	3.8	2.9	0.4	7.0
United Kingdom	3.6	1.9	1.7	7.2
Canada	4.1	2.1	1.7	7.9
Belgium	3.3	1.9	5.1	10.3
Netherlands	3.8	2.0	3.8	9.6
Sweden	3.2	1.1	0.8	5.1
Switzerland	3.5	1.4	3.6	8.5
Australia	4.2	2.0	1.7	7.9
Denmark	3.5	1.5	3.2	8.2
Finland	3.6	2.4	3.3	9.3
Greece	3.9	2.7	10.3	16.8
Ireland	4.0	3.8	6.5	14.4
Korea	4.9	3.8	7.8	16.4
Luxembourg	3.7	3.1	7.4	14.3
New Zealand	4.2	2.0	5.9	12.0
Norway	3.4	1.7	8.7	13.9
Portugal	4.2	2.0	9.3	15.5
Spain	4.1	2.4	7.0	13.5

Note: OECD projections for increases in the costs of health and long-term care have been derived assuming unchanged policies and structural trends. The corresponding hypotheses are detailed in OECD (2006) under the heading "cost-pressure scenario". Projections of public pension spending are taken from EU EPC (2006) for EU countries, from Visco (2005) for Canada, Japan, Switzerland and the United States and Dang *et al.* (2001) for Australia, Korea and New Zealand.

Source: OECD (2006), "Projecting OECD Health and Long-term Care Expenditures: What Are the Main Drivers?", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 477, Paris; Visco (2005), "Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies", *Financial Market Trends*, November 2005 Supplement, OECD, Paris; EU EPC (2006), *Impact of Ageing Populations on Public Spending*, European Commission, Brussels and Dang *et al.* (2001), "Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 305, Paris.

lücke“ oder „Steuerlücke“ bezeichnet wird (Tabelle 3.4)<sup>6</sup>. In dieser Berechnung wird das Ausmaß des budgetären Drucks auf Länder wie Japan und Italien, die 2008 als Ausgangspunkt einen sehr hohen Schuldenstand aufwiesen, unter-

6. Derartige Berechnungen werden durch die Ausgangshypothesen betreffend Wachstum und Zinssätze sowie die etwas willkürliche Festlegung eines Schuldenziels beeinflusst. Für die in Tabelle 3.4 dargelegten Berechnungen wurden die Hypothesen so gewählt, dass die Abweichungen im optimistischen Bereich liegen. Den Berechnungen liegen u.a. folgende Kernhypothesen zu Grunde: *a)* Die Potenzialwachstumsraten und langfristigen realen Zinssätze bleiben ab 2010 gegenüber den OECD-Projektionen für 2010 unverändert. Damit werden die Möglichkeiten (bedingt durch die Finanzkrise oder den Alterungsprozess der Bevölkerung) längerfristig niedrigerer Potenzialwachstumsraten sowie höherer Renditen auf Staatsanleihen ausgeschlossen; *b)* die realen BIP-Wachstumsraten für den Zeitraum zwischen 2011 und 2013 fußen auf der Annahme, dass sich die 2010 noch verbleibenden Produktionslücken bis 2013 schließen und das Wachstum in der Folgezeit der Potenzialrate entsprechen wird; *c)* zur Berechnung der Effekte auf die Bruttoverschuldung wird davon ausgegangen, dass das Bruttovermögen im Verhältnis zum BIP ab 2011 konstant bleiben wird, sowie *d)* in die Hypothese ist kein direkter Effekt der mit der Bewältigung der Finanzkrise einhergehenden zusätzlichen Direktkosten auf die Bruttostaatsverschuldung einbezogen.

Table 3.4. Measures of the increase in underlying primary balance required to stabilise debt

	Gross debt ratios <sup>1</sup>		Underlying primary balances					Fiscal gap <i>vis-à-vis</i>	
	Outcomes	Projections	Outcomes	Projections		Required primary surpluses to keep gross debt ratios in 2050 to 2008 levels		2008	2010
	2008	2010	2008	2010		2008	2010	2008	2010
			A	B	B-A	C	D	C-A	D-B
United States	71.9	100.0	-3.5	-6.7	-3.2	3.4	4.1	6.9	10.8
Japan	172.1	197.3	-2.9	-3.4	-0.5	4.6	5.0	7.5	8.5
Euro Area	71.0	84.4	1.2	-0.1	-1.3	4.2	4.5	3.0	4.6
Germany	64.8	80.4	1.9	-0.9	-2.8	3.5	3.9	1.6	4.8
France	72.2	88.0	-0.9	-2.1	-1.2	3.6	4.1	4.5	6.1
Italy	113.1	127.2	3.2	4.0	0.8	4.9	5.1	1.8	1.1
United Kingdom	54.1	90.5	-2.3	-5.2	-2.9	3.4	4.2	5.7	9.4
Canada	62.7	75.4	0.6	-2.6	-3.3	3.7	3.9	3.0	6.6
Australia	14.2	20.7	2.3	-0.7	-3.0	4.2	4.1	1.8	4.9
Austria	61.7	75.4	1.2	-1.2	-2.3	2.4	2.7	1.2	3.8
Belgium	92.7	103.0	2.6	2.4	-0.2	5.0	5.0	2.4	2.6
Czech Republic	34.8	36.5	-0.6	1.9	2.5	5.2	4.9	5.8	3.0
Denmark	27.4	32.7	3.2	1.9	-1.3	3.4	3.6	0.2	1.7
Finland	36.3	41.0	3.4	0.8	-2.6	6.1	5.8	2.7	5.0
Greece	103.0	109.8	-0.9	1.3	2.2	7.9	7.6	8.8	6.3
Hungary	72.7	81.7	1.3	7.9	6.7	6.8	6.8	5.5	-1.2
Ireland	33.5	61.7	-5.4	-6.1	-0.7	7.3	7.2	12.8	13.4
Korea	27.4	36.6	2.8	1.8	-1.1	9.5	9.6	6.7	7.8
Luxembourg	16.5	20.7	1.8	1.4	-0.4	8.8	8.3	7.0	6.9
Netherlands	55.3	64.6	1.9	-0.7	-2.5	4.6	4.7	2.7	5.3
New Zealand	23.6	35.1	2.3	-1.7	-4.0	4.9	5.0	2.6	6.8
Poland	52.7	64.5	-1.9	-3.0	-1.2	-0.2	0.4	1.6	3.4
Portugal	70.7	85.9	1.5	1.4	-0.1	7.0	7.3	5.6	5.9
Slovak Republic	34.0	44.2	-3.7	-4.2	-0.5	4.2	4.3	7.9	8.6
Spain	45.9	64.1	-0.8	-1.0	-0.3	6.0	6.2	6.8	7.2
Sweden	43.6	46.6	4.0	2.7	-1.3	2.2	2.2	-1.9	-0.6
Switzerland	48.0	52.8	1.5	0.6	-0.9	4.2	4.1	2.7	3.5
Simple average	57.9	70.6	0.5	-0.4	-0.9	4.9	5.0	4.4	5.5
Weighted average	79.7	101.3	-1.3	-3.3	-2.0	4.1	4.5	5.4	7.8

Notes: Required primary surpluses have been estimated based on the interim OECD projections up to 2010. Thereafter, potential growth rates and long-term real interest rates are assumed to remain unchanged. Real GDP growth rates between 2011 and 2013 have been calculated on the assumption that the output gap remaining in 2010 will be closed by 2013. Growth thereafter is assumed to be equal to the potential rate. Projections on health, long-term care and pension expenditures to 2050 are based on Courmède (2008). Gross assets are assumed to remain constant, as a percent of GDP, from 2011 onward. The fiscal gap in 2010 incorporates the impact of fiscal packages.

1. Gross debt data shown in this table correspond to the implementation of the System of National Account principles. They differ from gross debt data according to the Maastricht criterion.

Source: OECD.

zeichnet, und entsprechend der auf Ländern mit 2008 niedriger Schuldenquote lastende Druck überzeichnet, zu denen beispielsweise Australien und Korea zählen. Unter Berücksichtigung dieser Voraussetzungen deuten die Ergebnisse darauf hin, dass sich nahezu alle OECD-Länder einer beachtlichen Finanzierungslücke und mithin der Notwendigkeit gegenübersehen, ihren strukturellen Überschuss im Primärhaushalt auf mittlere Sicht auszuweiten. Besonders groß muss dieser Primärüberschuss in Ländern sein, in denen die Aussichten auf Ausgabenerhöhungen über einen langen Zeithorizont weniger günstig sind (darunter Griechenland, Korea, Portugal und Irland) und/oder die finanzielle Ausgangslage schwächer war (darunter die Vereinigten Staaten<sup>7</sup>, Japan, das Vereinigte Königreich, Griechenland, Island und Irland). Die Krise hat diese Situation noch durch die Notwendigkeit verschärft, die Konjunkturpakete auf mittlere Sicht wieder zurückzuführen und den Verlust der außergewöhnlichen Einnahmedynamik zu kompensieren. Die größte Verschlechterung der Finanzierungslücke wird zwischen 2008 und 2010 in den Ländern erwartet, die die Einführung der umfangreichsten Konjunkturpakete planen und/oder die größten Verluste an „außergewöhnlichen Einnahmen“ erleiden oder im Zusammenhang mit der Stützung des Finanzsystems die höchsten Kosten tragen müssen. Für den OECD-Raum insgesamt wird damit gerechnet, dass sich die Finanzierungslücke zwischen 2008 und 2010 von knapp über 5% auf nahezu 8% verschlechtern wird. Unter Berücksichtigung sowohl des ursprünglichen staatlichen Schuldenstands vor der Krise als auch der Messgrößen der Finanzierungslücke zählen Deutschland, Kanada, Australien, die Niederlande, die Schweiz, Korea und einige nordische Länder zu den Ländern mit dem größten fiskalischen Handlungsspielraum für zusätzliche Aktionen.

***Eine hohe Verschuldung  
veranlasst wahrschein-  
lich zu ricardianischem  
Verhalten***

Je begrenzter der Spielraum für diskretionäre fiskalische Aktionen ist, desto weniger wirksam dürften diese sein. Eine relativ solide Schlussfolgerung der diesbezüglich durchgeführten Studien lautet, dass die Ricardianische Äquivalenz, die einen kompensierenden Anstieg der Sparneigung der privaten Haushalte erwarten lässt, eher in Ländern mit hoher Staatsverschuldung zutrifft (Berben und Brosens, 2007): Bei einer hohen Staatsschuldenquote wird die Haushaltsposition auf lange Sicht immer weniger tragbar, und die Wirtschaftsakteure rechnen mit künftigen Steuererhöhungen und versuchen, Fiskalspritzen mit einer erhöhten Ersparnisbildung zu kompensieren. Alternativ hierzu gilt bei nicht vollständig kompensierendem Sparverhalten des privaten Sektors je höher der öffentliche Schuldenstand, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass die langfristigen Zinssätze steigen werden, was sowohl eine kompensierende Wirkung auf die Gesamtnachfrage als auch für die hochverschuldeten Länder einen beachtlichen Anstieg der Schuldendienstkosten zur Folge haben wird.

***Die Zinssätze werden  
auf mittlere Sicht  
voraussichtlich anziehen***

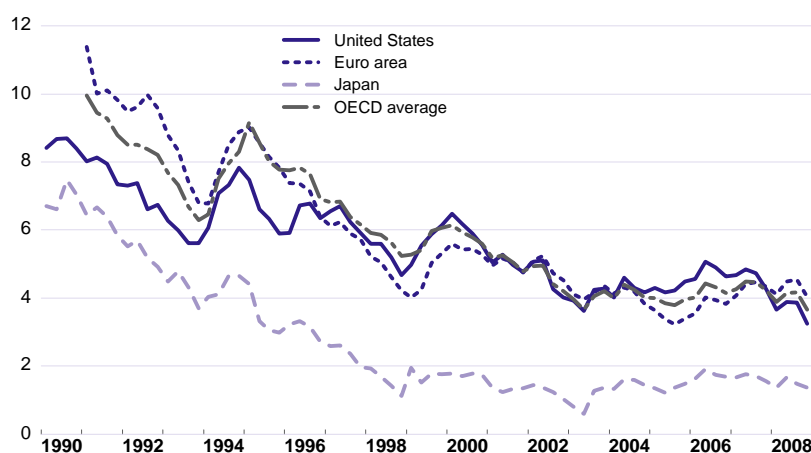
Das Problem des durch die Haushaltsungleichgewichte ausgelösten zusätzlichen Drucks auf die langfristigen Zinssätze muss in dem Kontext gesehen werden, dass es zusätzlich zu einem allgemeinen Anstieg der langfristigen Zinssätze auf mittlere Sicht auftreten könnte. Während des größten Teils der vergangenen zehn Jahre waren die langfristigen Zinssätze in den großen OECD-Ländern ungewöhnlich niedrig (Abb. 3.7). Obwohl dies zwar z.T. weltweiten Entwicklungen zuzuschreiben ist, darunter in erster Linie dem

---

7. Die Schätzung der zur Stabilisierung der Bruttoverschuldung auf dem Niveau von 2008 in den Vereinigten Staaten zu deckenden Finanzierungslücke entspricht der Schätzung von 7-9% des BIP von Auerbach und Gale (2009), nach Bereinigung um den Effekt des Konjunkturpakets.

Rückgang der Inflation (Bernanke, 2005), spiegelt sich in dieser Entwicklung auch die Tatsache wider, dass die Leitzinsen im überwiegenden Teil dieses Zeitraums ungewöhnlich – und rückblickend in manchen Fällen vielleicht sogar zu – niedrig waren (Ahrend et al., 2006) und die Risiken unterschätzt wurden. Die Zinsen auf langfristige Staatsanleihen sind im Verlauf der derzeitigen Krise in den großen OECD-Ländern durch eine Kapitalflucht in sicherere Anlagen ebenfalls nach unten gedrückt worden. Die Normalisierung, die im Bereich der Finanzierungsbedingungen und Leitzinsen letztlich eintreten wird, dürfte mithin einen allgemeinen Anstieg der langfristigen Zinssätze zur Folge haben.

Figure 3.7. Nominal interest rates on ten-year government bonds



Source: OECD.

***Mit der höheren Staatsverschuldung steigen die Zinssätze***

Die Informationen hinsichtlich des Effekts der Haushaltsungleichgewichte auf die Zinssätze zeichnen ein uneinheitliches Bild und sind zudem umstritten. Jedoch steht der Abstand zwischen einem Indikator der langfristigen und einem Indikator der kurzfristigen Zinssätze in der Gesamtheit der OECD-Länder seit Mitte der 1990er Jahre in positiver Korrelation zur Staatsverschuldung (Abb. 3.8). Überdies setzt sich in der ökonomischen Fachliteratur immer mehr die Schlussfolgerung durch, dass die erwarteten und nicht die tatsächlichen Haushaltsdefizite die langfristigen Zinssätze auf Staatsanleihen beeinflussen (Tabelle 3.5)<sup>8</sup>. So kommt z.B. Laubach (2003) zu dem Ergebnis, dass der in den Vereinigten Staaten erwartete Anstieg des Haushaltsdefizits um 1 Prozentpunkt des BIP die Zinssätze auf 10-Jahres-Schuldverschreibungen um etwa 25 Basispunkte steigen lässt. Weitere Belege für die Existenz eines Zusammenhangs zwischen Haushaltsungleichgewichten und Zinssätzen liefert die jüngste Ausweitung der Zinsspreads auf Staatsanleihen im Euroraum, die sich anhand einer Kombination von Messgrößen der Staatsverschuldung, der erwarteten sowie der vergangenen Haushaltsdefizite erklären lässt (Kasten 3.2).

8. Bei der Untersuchung der Zusammenhänge zwischen Haushaltsungleichgewichten und Zinssätzen gibt es eine Reihe inhärenter ökonomischer Schwierigkeiten. Konkret kann jeder Zusammenhang durch den Konjunkturzyklus kaschiert werden, da der Effekt eines Abschwungs auf Grund der geldpolitischen Reaktion in der Regel eine Ausweitung der Haushaltsdefizite und Senkung der Zinssätze zur Folge hat. Indessen können einige der Probleme, die durch unbeobachtete Variablen, wie langfristige Inflationserwartungen oder Wechselkursrisiken entstehen, abgeschwächt werden, indem das Zinsgefälle innerhalb eines gemeinsamen Währungsraums betrachtet wird.

Table 3.5. **Estimated impact of fiscal variables on interest rates**

Reference	Countries	Fiscal variables <sup>1</sup>	Estimated effects on long-term interest rates in basis points (bps)
<b>Studies that focus on flow fiscal variables</b>			
Thomas and Wu (2009)	United States	A 1% point increase in projected fiscal deficit in 5 years	30-60 bps
Bernoth et al (2006)	14 EU countries	A debt -service ratio 5% above Germany's	32 bps (Spread vis-à-vis Germany, post-EMU period, some non-linear effects)
Dai and Philippon (2005)	United States	A 1% point increase in fiscal deficit lasting 3 years	20-60bps
Ardagna et al (2004)	16 OECD countries	A 1% point deterioration in primary balance	10 bps
Laubach (2003)	United States	A 1% point increase in projected fiscal deficit	25 bps
Literature review by Gale and Orzag (2003)	United States	A 1% point increase in projected fiscal deficit	40-50 bps
Literature review by Gale and Orzag (2002)	United States	A 1% point increase in projected fiscal deficit	50-100 bps (macro models) 50 bps (others)
Canzeroni, Cumby and Diba (2002)	United States	A 1% deterioration in projected fiscal balance, 5 to 10 year ahead	41-60 bps (Spread of 10-year yield over 3-month)
Linde (2001)	Sweden	A 1% deterioration in fiscal balance	25 bps after 2 years (Domestic-foreign long-term interest differential)
Reinhart and Sack (2000)	19 OECD countries	A 1% deterioration in fiscal balance in current and next years	9 bps (yield)
	G7		12bps (yield)
Orr, Edey and Kennedy (1995)	17 OECD countries	A 1% point deterioration in fiscal balances	15 bps
<b>Studies that focus on stock fiscal variables</b>			
Chinn and Frankel (2005)	Germany, France, Italy, UK and Spain	A 1% increase in current net debt	5-8 bps
		A 1% increase in net public debt ratio projected 2 years ahead	10-16 bps
	USA	A 1% increase in current or projected net debt	5 bps over period 1998-2002, but obscured when extended to 2004
Ardagna et al (2004)	16 OECD countries	Public debt	non-linear
Engen and Hubbard (2004)	United States	A 1% point increase in debt ratio	3 bps (with ranges)
Laubach (2003)	United States	A 1% point increase in projected debt ratio	4 bps
Chinn and Frankel (2003)	Germany, France, Italy, Japan, Spain UK and USA	A 1% increase in net public debt ratio projected 2 years ahead	3-32 bps (individual country) 7-12 bps (European interest rates)
Codogno et al (2003)	9 EMU countries	Debt-to-GDP ratio	Small and significant effects on spreads for Austria, Italy and Spain
Conway and Orr (2002)	7 OECD countries	A 1% point increase in net public debt	Less than 1 bps (Real 10-year bond yields, starting from zero net debt) 1.5 bps (Real 10-year bond yields, starting from 100% net debt)
O'Donovan, Orr and Rae (1996)	7 OECD countries	A 1% point increase in net public debt	Less than 1 bps (Real 10-year bond yields, starting from zero net debt) 2 bps (Real 10-year bond yields, starting from 100% net debt)
Ford and Laxton (1995)	9 countries	A 1% point increase in world net public debt	14 - 49 bps (Real 1-year bond yields )
	World		15 -27 bps (Real 1-year bond yields )

1. All changes are expressed in relation to GDP unless otherwise specified.

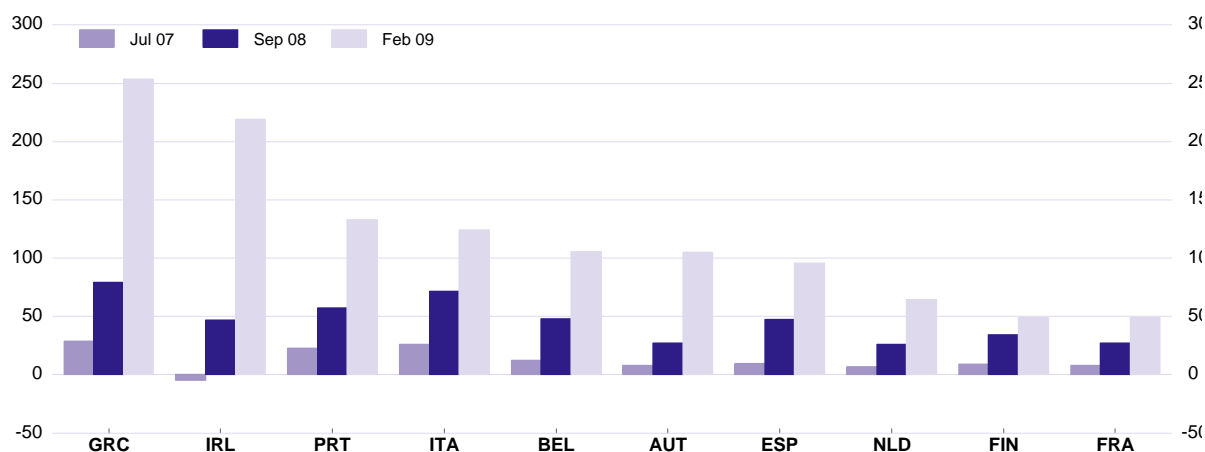
Source: OECD.

### Kasten 3.2 Wie erklären sich die Spreads bei Staatsanleihen im Euroraum?

Seit dem Beginn der Finanzkrise sind die Renditespreads zwischen deutschen zehnjährigen Bundesanleihen und den Staatsanleihen der anderen Euroländer deutlich gestiegen. Um diese Entwicklungen zu erklären, wird auf der Basis von Panel-daten ein einfaches Modell geschätzt, mit dessen Hilfe eine Reihe potenzieller Bestimmungsfaktoren untersucht werden soll. Zu den dieses Phänomen potenziell erklärenden Variablen gehören verschiedene Messgrößen der Staatsverschuldung (die Brutto- und die Nettostaatsschuldenquote sowie eine Schuldendienstquote, gemessen am Verhältnis zwischen den auf die Staatsschulden zu leistenden Zinszahlungen und den laufenden Staatseinnahmen), die in den nächsten fünf Jahren zu erwartenden Haushaltsdefizite (näherungsweise bestimmt auf der Basis sukzessiver Prognosen des *OECD-Wirtschaftsausblicks*) und ein bivariater Indikator der „erzielten fiskalpolitischen Ergebnisse“, dem der Wert 1 zugeordnet wird, wenn ein Land über einen längeren Zeitraum hohe Haushaltsdefizite zu verzeichnen hatte, und der Wert null, wenn dies nicht der Fall ist. Dem Grad der allgemeinen Risikoaversion wird durch die Verwendung einer Größe Rechnung getragen, die die Risikoprämien auf Unternehmensschuldschreibungen im Euroraum misst.

#### Euro area ten-year government bond spread with Germany

Basis points



Note: Monthly averages.

Source: OECD, Main Economic Indicators database; and Datastream.

Mit zwei bevorzugten Gleichungen aus dieser Analyse, deren Ergebnisse in der nachstehenden Tabelle wiedergegeben sind, lässt sich das allgemeine Muster der relativen Aufwärtsbewegungen der Spreads seit dem Beginn der Krise erklären; vollständigere Ergebnisse werden in Haugh und Turner (2009) erörtert. Die bevorzugte Verschuldungsmessgröße ist die Schuldendienstquote, womit Bernoth et al. (2004) gefolgt wird, die argumentieren, dass die Schuldendienstquote dem Konzept nach den in der Unternehmensfinanzierung zu Grunde gelegten Messgrößen für die Bonität von Kreditnehmern näher kommt und der Tatsache Rechnung trägt, dass sich Länder in Bezug auf ihre Kapazität unterscheiden, die Steuern von einem gegebenen BIP-Volumen ausgehend anzuheben, und legt das Schwergewicht somit auf die finanziellen Sachzwänge, die durch eine hohe Schuldenlast für die jährliche Haushaltsrechnung entstehen. Der Einfluss der Schuldendienstquote ist nicht-linear (wie an der Signifikanz eines quadrierten Schuldendienstterms deutlich wird) – eine weitere Erkenntnis, zu der auch Bernoth et al. (2004) gelangten –, und er wird sowohl durch unzulängliche fiskalpolitische Ergebnisse der Vergangenheit als auch durch den Grad der allgemeinen Risikoaversion verstärkt. Für ein Land, dessen ursprüngliche Schuldendienstquote und zu erwartende Defizithöhe dem Euroraumdurchschnitt und der Risikoaversionsgrad dem von Dezember 2008 entsprechen, ist daher davon auszugehen, dass sukzessive Zuwächse der Schuldendienstquote um jeweils eine Standardabweichung (3 Prozentpunkte) zu einem Anstieg des Spread um 14, 34, 59 und 90 Basispunkte führen werden, wohingegen der Zuwachs für ein Land mit unzulänglichen fiskalpolitischen Ergebnissen in der Vergangenheit 18, 43, 76 und 115 Basispunkte betragen wird. Erwartete höhere Defizite in der Zukunft sind auch ein wichtiger Faktor bei der Erklärung der jüngsten Spreadbewegungen, besonders im Fall Irlands, dessen Spread sich ganz wesentlich vergrößert hat, obwohl sein derzeitiges Schulden- und Schuldendienstniveau nach wie vor relativ mäßig ist. Die allgemeine Risikoaversion verstärkt zudem den Effekt unzulänglicher fiskalpolitischer Ergebnisse der Vergangenheit und der erwarteten höheren Defizite.

(Fortsetzung nächste Seite)



(Fortsetzung)

**Panel equations of interest rate spreads in the euro area**

	Equation 1		Equation 2	
	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
Constant	-1.39	-0.61	1.55	0.76
Risk <sup>1</sup>	2.12	4.60	1.55	3.57
Risk*track record <sup>2</sup>	1.08	1.81		
Risk*expected fiscal balance <sup>3</sup>	-0.30	-3.09	-0.35	-3.45
Risk*debt service squared <sup>4</sup>	0.02	2.38	0.03	3.79
Track record*debt service squared	0.09	2.39		
Track record*risk*expected fiscal balance			-0.38	-1.76
Adjusted R <sup>2</sup>	0.87		0.85	

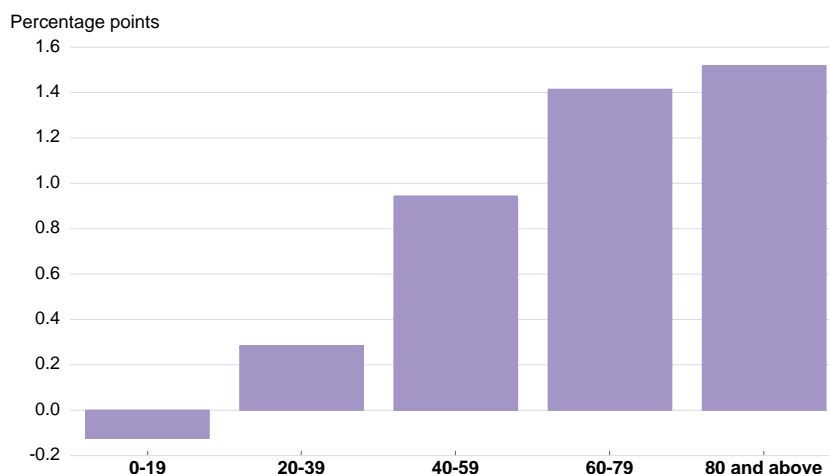
Note: Estimation Period: 2005 Q4 - 2008 Q4. Frequency: 6 monthly. Countries: Austria, Belgium, Finland, France, Greece, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal and Spain.

1. Yield spread between high yield corporate bonds and government bonds.
2. Track record equals 1 if the country has a history of sustained fiscal deficits greater than 3% of GDP, otherwise 0.
3. Average of OECD forecasts for the fiscal balance as a percentage of GDP in the following 5 years.
4. Gross government interest payments divided by current government receipts.

Source: OECD calculations

**Figure 3.8. Higher government debt tends to raise long-term interest rates**

Spread between long-term and short-term interest rates versus gross government debt in % of GDP



Note: Bars represent average across all OECD countries for which data are available over the period 1994 to 2007. Short-term interest rates are typically rates on 3-month Treasury bills and long-term interest rates those on 10-year government bonds.

Source: OECD.

Zudem gibt es gewisse Belege dafür, dass die Zinseffekte nichtlinear und bei höheren Schuldenständen im Allgemeinen größer sind<sup>9</sup>. Unter diesen Bedingungen werden Konjunkturimpulse in hochverschuldeten Ländern mit höheren Kosten für den Staatshaushalt verbunden sein, nicht nur, weil höhere Zinssätze eine größere Verschuldung zur Folge haben, sondern auch, weil der Zinseffekt selbst ausgeprägter sein wird.

### **Optimale Konzeption der Konjunkturpakete**

#### ***Die Konzeption der Konjunkturpakete ist von entscheidender Bedeutung***

Die Konzeption der Konjunkturpakete ist sowohl im Hinblick auf die Zusammensetzung einzelner Maßnahmen als auch im Hinblick auf ihren zeitlichen Rahmen für die Maximierung ihrer Wirksamkeit äußerst wichtig. Die vorangehende Multiplikatoranalyse zeigt, dass der größte kurzfristige Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage von den staatlichen Ausgabenmaßnahmen ausgeht, dass aber dort, wo Steuersenkungen umgesetzt werden, diese am wirksamsten sind, wenn sie auf private Haushalte abzielen, die wahrscheinlich nur über eingeschränkte Liquidität verfügen. Ein weiteres Kriterium ist das Potenzial, sowohl die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kurzfristig als auch das gesamtwirtschaftliche Angebot langfristig zu steigern. Ein jüngster OECD-Bericht (OECD, 2009), *Going for Growth*, identifiziert drei umfassende fiskalische/strukturelle Reformen, mit denen solch eine „doppelte Dividende“ derzeit erzielt werden könnte: höhere Infrastrukturausgaben, höhere Ausgaben für eine aktive Arbeitsmarktpolitik, einschließlich obligatorischer Schulungsmaßnahmen, und die Senkung der Einkommensteuern, insbesondere für Niedrigeinkommensbezieher.

#### ***Bedenken bezüglich des zeitlichen Rahmens können abgebaut werden***

Einer der Nachteile, der häufig gegen den Einsatz diskretionärer fiskalpolitischer Maßnahmen angeführt wird, ist das Problem des zeitlichen Rahmens, da die Maßnahmen sowohl zu dem Zeitpunkt, an dem sie am notwendigsten sind, umgesetzt als auch anschließend angepasst oder zurückgenommen werden müssen. Folglich schneiden Infrastrukturinvestitionen auf Grund ihrer gewöhnlich langen Umsetzung und Vorlaufzeit in dieser Hinsicht schlecht ab, es sei denn, es handelt sich um Projekte, mit denen sofort begonnen werden kann, oder um Reparatur- und Wartungsprogramme, die ohne größere Probleme vorgezogen werden können. Indessen hat das Ausmaß des derzeitigen Abschwungs diese Bedenken wohl etwas verringert, da die politische Entscheidungsfindung in einer Krise offenbar schneller erfolgen kann und der Abschwung mehrere Jahre andauern dürfte. Dennoch besteht im aktuellen Kontext eine wichtige Frage darin, wie lange ein Impuls andauern sollte, da die abrupte Rücknahme eines positiven Impulses einen negativen Effekt auf das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion mit sich bringt.

#### ***Die Dauer der fiskalischen Impulse ist zur Bestimmung der fiskalischen Kosten entscheidend***

Eine Schlussfolgerung, die aus der Feststellung gezogen werden kann, dass ein Anstieg der erwarteten Defizite die langfristigen Zinssätze erhöht, lautet, dass ein zeitlich begrenzter fiskalischer Impuls wirksamer sein kann als ein länger andauernder fiskalischer Impuls, der die langfristigen fiskalischen Aussichten deutlich verschlechtern dürfte. Dies wird durch ein einfaches stilisiertes Modell veranschaulicht (das in Anhang 3.3 näher beschrieben

---

9. Diese nichtlinearen Effekte wurden auch in Bayoumi et al. (1995) unter US-Bundesstaaten sowie bei Conway und Orr (2002) und O'Donovan et al. (1996) unter den großen OECD-Ländern gefunden.

wird), anhand dessen der Effekt der erwarteten Haushaltsdefizite so kalibriert ist, dass ein Anstieg des durchschnittlichen erwarteten Haushaltsdefizits um 1% des BIP während der kommenden fünf Jahre die Risikoprämie auf langfristige Staatsanleihen um 25 Basispunkte erhöht (vgl. Laubach, 2003). Das in Anhang 3.4 erläuterte dynamische stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodell (DSGE) zeigt ähnliche Ergebnisse und deutet darauf hin, dass ein zeitlich befristeter Impuls fast genauso wirksam sein kann wie ein länger andauernder Impuls, wobei die schuldenbedingten Kosten allerdings viel geringer sind.

### Ein einfaches Modell ...

Das Modell kann entsprechend der stilisierten Merkmale der einzelnen OECD-Volkswirtschaften kalibriert werden. Das Modell ist in erster Linie so kalibriert, dass es für die US-Konjunktur<sup>10</sup> repräsentativ ist, und es unterliegt einem substanziellen negativen Schock. Ohne jegliche Politikreaktion würde der Schock eine Produktionslücke von 7% in den ersten beiden Jahren entstehen lassen und die Lücke würde sich erst nach acht Jahren wieder schließen<sup>11</sup>. Ohne diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen würde die Geldpolitik gemeinsam mit den Effekten der automatischen Stabilisatoren nahezu 30% des negativen Schocks auf die Produktionslücke kompensieren (erste Spalte von Tabelle 3.6 und Abb. 3.9). Der Effekt der Geldpolitik (und der automatischen Stabilisatoren) ist jedoch in etwa nur halb so groß im Vergleich zu ihrer Wirksamkeit bei der Kompensation eines leichteren (und typischeren) negativen Schocks, da im Hinblick auf die kurzfristigen Leitzinsen die Untergrenze von 0% schnell erreicht ist<sup>12</sup>.

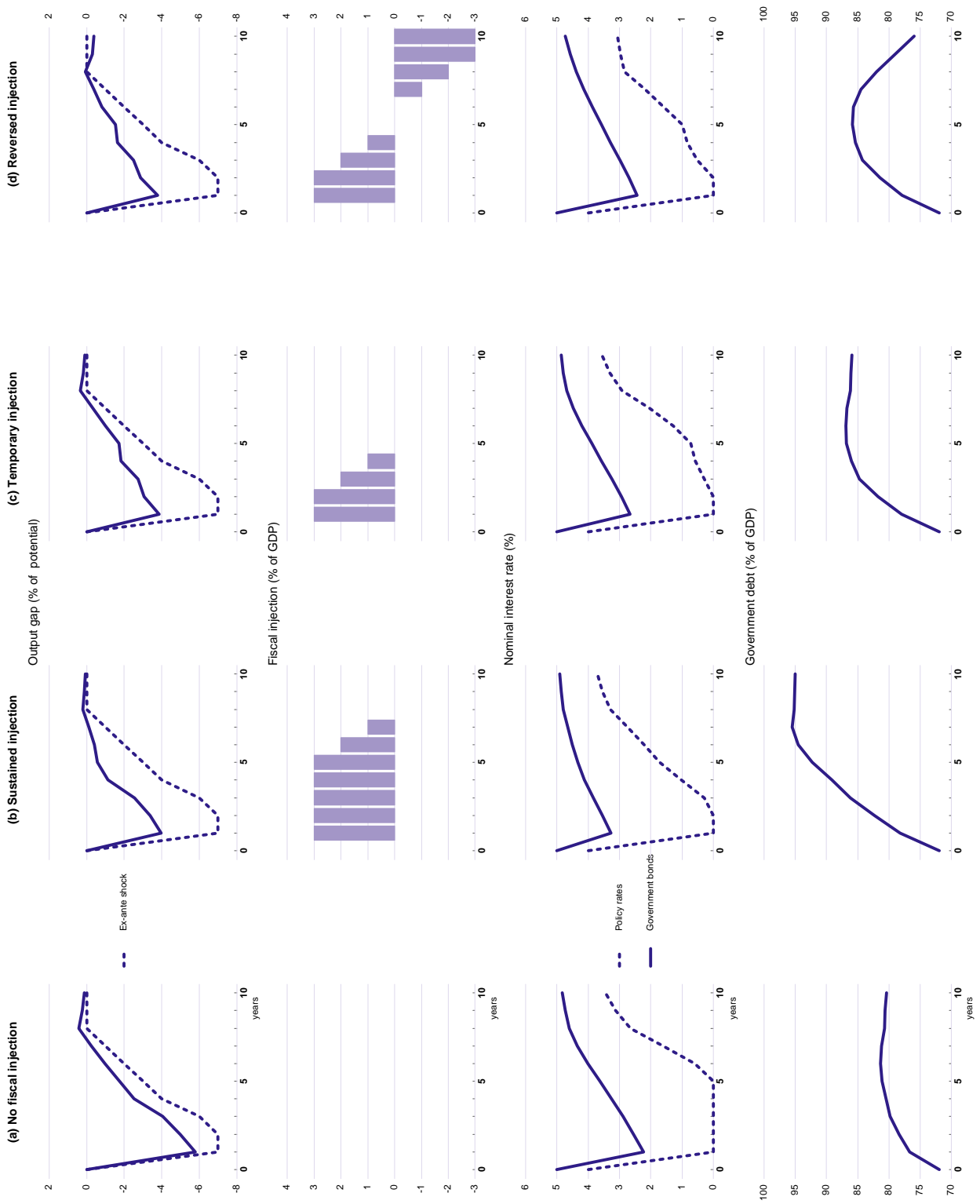
Table 3.6. Summary of model simulation results on the effects of discretionary fiscal policy

		Profile of discretionary fiscal injection			
		None	Sustained	Temporary	Reversed
Maximum output gap	(1)	-5.8	-4.0	-3.8	-3.8
Cumulative output gap	(2)	20.3	12.1	14.6	13.5
Cumulative ex ante output gap shock	(3)	30.0	30.0	30.0	30.0
Cumulative output gap as % of shock	(4)=(2)/(3)	68 %	40 %	49 %	45 %
Increase in debt after 10 years (% pts of GDP)	(5)	8.4	23.0	13.5	4.0
Debt per % pt of output gap reduced	(5)/[(3)-(2)]		1.3	0.9	0.2

Source: OECD.

10. Die Kalibrierung unterstellt, dass im Vergleich zum OECD-Durchschnitt die Gesamtausgaben zinsreagibler, die Multiplikatoren stärker und die automatischen Stabilisatoren schwächer sind und der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP nahe am Durchschnitt liegt.
11. Die Größenordnung des Schocks entspricht weitgehend dem Effekt der derzeitigen Finanzierungsbedingungen, unter der Annahme, dass diese im übrigen Teil von 2009 auf den Niveaus des ersten Quartals verharren und sich erst Ende 2010 allmählich normalisieren, vgl. Guichard et al. (2009).
12. Dieses Modell kann die geldpolitischen Aktionen, die über die Zinsuntergrenze von 0% hinausgehen, nicht erfassen und überzeichnet daher u.U. die Schwäche der Konjunktur und die Dauer der Nullzinspolitik.

Figure 3.9. Differing responses to a large negative shock depending on size and profile of the fiscal injection



Source: OECD.

***... veranschaulicht, dass die Fiskalpolitik dazu beitragen kann, den Abschwung abzuschwächen ...***

Unter diesen Umständen können diskretionäre fiskalische Impulse eine nützliche Rolle spielen, um den Effekt des Schocks zu kompensieren, aber das Zeitprofil des Impulses kann im Hinblick auf die fiskalischen Kosten der Verringerung der Produktionslücke sehr unterschiedliche Folgen haben. Es werden drei verschiedene Zeitprofile für einen fiskalischen Impuls untersucht, der sich in allen drei Fällen während der ersten beiden Jahre auf 3% des BIP beläuft (vgl. zweite, dritte und vierte Spalte von Abb. 3.9): Im ersten Fall ist der fiskalische Impuls „von Dauer“, d.h. er wird während der gesamten Rezession aufrechterhalten und erst mit der Erholung wieder zurückgenommen; im zweiten Fall ist er „zeitlich befristet“<sup>13</sup>, d.h. er wird zurückgenommen, sobald die Talsohle der Rezession überwunden ist; im dritten Fall wird er „umgekehrt“, d.h. dieser Prozess setzt ein, noch bevor die Produktionslücke geschlossen ist.

***... aber ein dauerhafter Impuls ist nicht wirksamer als ein zeitlich befristeter ...***

Bei allen drei Profilen des fiskalischen Impulses wird die Produktionslücke gegenüber dem Fall, in dem keine fiskalischen Maßnahmen ergriffen werden, deutlich verringert. Die zwischen den drei Fällen festzustellenden Unterschiede in Bezug auf ihren Effekt auf die Produktionslücke sind jedoch relativ gering; der dauerhafte fiskalische Impuls weist eine etwas kleinere kumulative Produktionslücke auf, wohingegen der Tiefstand der Rezession marginal geringer ausfällt, wenn der fiskalische Impuls umgekehrt wird. Ein dauerhafter fiskalischer Impuls ist nicht wesentlich wirksamer, weil die langfristigen Zinssätze, obgleich sie in allen drei Szenarien sinken (da die Leitzinsen bei null oder sehr niedrigen Raten verharren dürften), im Fall des dauerhaften fiskalischen Impulses deutlich weniger zurückgehen. Dies ist sowohl darauf zurückzuführen, dass länger anhaltende Haushaltsdefizite erwartet werden, was die Risikoprämien erhöht, als auch darauf, dass die Straffung der Geldpolitik früher in der Erholung beginnen muss, um den fiskalischen Impuls teilweise zu neutralisieren.

***... und ist im Hinblick auf die Staatsverschuldung viel kostspieliger***

Es bestehen aber große Unterschiede in Bezug auf den resultierenden Anstieg der Staatsschulden, wobei der dauerhafte fiskalische Impuls gegenüber dem zeitlich befristeten Impuls zu einem wesentlich stärkeren Anstieg der Staatsverschuldung führt, während der „umgekehrte“ fiskalische Impuls einen viel geringeren Schuldenanstieg impliziert. Folglich begünstigen die einfachen Messgrößen der fiskalischen Kosten der Verringerung der Produktionslücke eindeutig einen zeitlich befristeten oder umgekehrten fiskalischen Impuls.

***Und zusätzliche Simulationen ...***

Die Ergebnisse dieser Simulationen beziehen sich zwar auf ein Modell, das für die US-Konjunktur kalibriert ist, die in Anhang 3.3 zusammengefassten Varianten zeigen aber, dass sie für alternative Parametereinstellungen belastbar oder sogar gefestigt sind. Die Ergebnisse der Varianten legen u.a. folgende Schlüsse nahe:

***... bestätigen entweder diese Ergebnisse ...***

- Das Modell kann stärker in Übereinstimmung mit einer typischen europäischen Volkswirtschaft kalibriert werden, so dass (gegenüber den Vereinigten Staaten) die Multiplikatoren schwächer und die automatischen

13. Der „zeitlich befristete“ fiskalische Impuls wird in diesem Beispiel während zwei Jahren mit 3% des BIP aufrechterhalten, er sollte aber im Kontext der unterstellten Größenordnung und Dauer des ex ante negativen Schocks betrachtet werden; er wird als zeitlich befristet gekennzeichnet, um ihn von anderen Politikreaktionen zu unterscheiden.

Stabilisatoren stärker sind und die Zinsreagibilität der Konjunktur niedriger ist. Die Ergebnisse zeigen, dass die nationale Fiskalpolitik bei der Verringerung der Produktionslücke generell weniger effektiv ist, dies aber im Fall einer kleineren Volkswirtschaft hauptsächlich auf die starken Spillover-Effekte zurückzuführen ist. Der relative Kostenvorteil eines zeitlich befristeten oder umgekehrten Impulses gegenüber einem dauerhaften Impuls bleibt bestehen.

*... oder festigen sie, wenn ein Land von einer schwachen Haushaltsposition aus startet*

- Das Modell kann auch den Fall eines hochverschuldeten Landes darstellen, indem die vorangegangene Kalibrierung genutzt wird, wobei lediglich der ursprüngliche Grad der Staatsverschuldung doppelt so hoch wie der OECD-Durchschnitt angesetzt und die Reagibilität der Risikoprämien auf die erwarteten Defizite verdoppelt wird. Die Schuldenkosten eines dauerhaften Impulses sind wesentlich höher, und die Produktionszuwächse sind gegenüber dem zeitlich befristeten oder umgekehrten Impuls viel geringer. Dies veranschaulicht, dass die Kosten fiskalischer Maßnahmen für hochverschuldete Länder weit höher sind.

*Die entsprechende fiskalische Reaktion ist folglich von Land zu Land unterschiedlich*

Zusammenfassend zeigen die Simulationen, dass die Fiskalpolitik für Länder, die nicht von einer schwachen Haushaltsposition aus starten, eine wichtige Rolle bei der Abfederung des Abschwungs spielen kann, wenn der geldpolitische Spielraum begrenzt ist. Dies deutet darauf hin, dass für die Länder, die von einer soliden ursprünglichen Haushaltsposition aus starten, zusätzliche Maßnahmen u.U. gerechtfertigt sind, selbst wenn die Effekte der automatischen Stabilisatoren relativ stark sind. Für die anderen Länder ist eine Aktion nur gerechtfertigt, wenn sich die Aussichten als wesentlich schwächer erweisen sollten als erwartet.

*Der Wille zu mittelfristiger Tragfähigkeit ist nach wie vor entscheidend*

Die Notwendigkeit, negative Finanzmarktreaktionen auf ein Mindestmaß zu reduzieren und auf diesem Weg die Wirksamkeit diskretionärer fiskalischer Aktionen zu verstärken, unterstreicht die Bedeutung, die einem von der Politik gedeckten glaubwürdigen mittelfristigen Finanzrahmen bei der Gewährleistung einer tragfähigen Haushaltsposition zukommt. In dieser Hinsicht ist ermutigend, dass manche OECD-Länder, die diskretionäre fiskalische Stimulierungsmaßnahmen eingeführt haben, auch ihr Engagement in Bezug auf die Tragfähigkeit für einen mittelfristigen Zeithorizont öffentlich bekundeten<sup>14</sup>. Unter den größten Ländern sind folgende Beispiele der jüngsten Zeit anzuführen:

- In den Vereinigten Staaten hat Präsident Obama zugesagt, das Defizit im Bundeshaushalt bis zum Ende seiner ersten Amtszeit zu halbieren, wofür allerdings noch eine formelle Haushaltsregel erstellt werden muss.
- In Japan hat sich die Regierung mit Ziel der Stabilisierung und Verringerung der Schuldenquote bis Mitte der 2010er Jahre explizit auf die Umsetzung einer umfassenden Steuerreform verpflichtet, einschließlich einer Anhebung des Verbrauchsteuersatzes über einen Zeitraum von drei Jahren, sobald die wirtschaftliche Erholung effektiv im Gang ist.

14. Obwohl die Konjunkturpakete von sechs OECD-Ländern (von einer Stichprobe von 29 OECD-Ländern) aus der Lockerung der derzeitigen Fiskalpolitik resultieren, haben z.B. acht Länder gleichzeitig Maßnahmen angekündigt, die auf mittlere bis lange Sicht auf die Wiederherstellung einer tragfähigen Haushaltsposition abzielen.

- In Deutschland wurde parallel zum zweiten Konjunkturpaket ein Schuldentilgungsplan für einen Teil der zusätzlich aufgenommenen Schulden angekündigt und die Absicht bekanntgegeben, eine neue im Grundgesetz verankerte Haushaltsregel einzuführen, die auf Bundesebene die Obergrenze eines strukturellen Haushaltsdefizits ab 2016 auf 0,35% des BIP festsetzt und für die Länder bis 2020 einen ausgeglichenen Haushalt vorschreiben würde.

### **Koordinierung und Spillover-Effekte**

#### ***Die fiskalischen Impulse haben starke Spillover-Effekte ...***

Die hohe Synchronität des derzeitigen Abschwungs wirft die Frage auf, inwieweit fiskalische Stimulierungsmaßnahmen koordiniert werden sollten. Die fiskalischen Impulse werden sowohl über den Handel als auch über die Zinskanäle internationale Spillover-Effekte haben. Die erste Art von Spillover-Effekten wird in kleineren offeneren Volkswirtschaften verhältnismäßig stärker sein, wo die Multiplikatoreffekte der inländischen Politikmaßnahmen auf Grund von Importverlusten entsprechend schwächer sind, wohingegen die globalen Effekte der Zinssätze je Dollar, der für Stimulierungsmaßnahmen ausgegeben wird, angesichts der integrierten Kapitalmärkte in kleineren und größeren Ländern ähnlich sein dürften. Das mögliche Ausmaß positiver handelsbedingter Spillover-Effekte auf Grund der bisher angekündigten bzw. umgesetzten diskretionären Fiskalpakete kann anhand von Simulationen des Global Model der OECD ermittelt werden (Herve et al., 2009): Die Zahlen auf den Diagonalen von Tabelle 3.7 entsprechen einer Schätzung der Effekte der eigenen Konjunkturpakete in den jeweiligen Ländern, wohingegen die anderen Zahlen eine Schätzung der Spillover-Effekte darstellen. Die größten Spillover-Effekte resultieren aus dem US-Konjunkturpaket, die sich auf rd. ¼% des BIP der OECD-Länder von 2010 belaufen (Vergleich der letzten beiden Spalten von Tabelle 3.7), was in erster Linie durch den großen absoluten Umfang des US-Konjunkturpakets bedingt ist. Indessen führt in relativer Rechnung ein größerer Anteil der Konjunkturpakete des Euroraums und anderer OECD-Länder – rund ein Drittel bzw. die Hälfte – zu Spillover-Effekten anstatt zu Impulsen in den jeweiligen Ländern. Die Effekte auf das Niveau des BIP sind 2010 größer als 2009, z.T. weil das Modell darauf hindeutet, dass die Multiplikatoren in der Regel im zweiten Jahr höher sind.

#### ***... dabei sind jedoch einige Einschränkungen zu beachten***

Im Hinblick auf diese Simulationsergebnisse gilt es jedoch, eine Reihe wichtiger Einschränkungen zu beachten. Erstens sind die implizierten Multiplikatoren etwas höher als diejenigen, die verwendet wurden, um die Pakete in Abbildung 3.4 zu bewerten, insbesondere weil im Global Model der OECD keine spezifische Anpassung vorgenommen wurde, um die derzeitigen Umstände widerzuspiegeln, die tendenziell die Sparneigung erhöhen könnten<sup>15</sup>. Zweitens wird unterstellt, dass es im Zeitraum 2009-2010 zu keinem durch die fiskalischen Impulse bedingten Anstieg der Zinssätze kommt, wohingegen dies, wenn die Zinssätze steigen würden, in der Tendenz auch die Multiplikator-

15. Die typischen BIP-Effekte eigener Konjunkturpakete auf die jeweiligen Länder sind in der Modellsimulation 0,1-0,2% höher, als wenn sie anhand der in Abbildung 3.4 gezeigten Referenzmultiplikatoren evaluiert werden, wobei allerdings ein größerer Unterschied für den eigenen BIP-Effekt im zweiten Jahr in den Vereinigten Staaten besteht, der entsprechend der Modellsimulation ¾ Prozentpunkte höher ist, als wenn er anhand des Referenzmultiplikators evaluiert wird.

Table 3.7. **Own-country/region and spillover effects from fiscal packages**

	US	Japan	Euro area	Other OECD	Total OECD	Of which <sup>1</sup> "own country"
<b>Shock to:</b>						
GDP effects, % differences from baseline: 2009						
United States	<b>1.41</b>	0.24	0.12	0.31	<b>0.68</b>	<b>0.56</b>
Japan	0.01	<b>0.39</b>	0.01	0.02	<b>0.09</b>	<b>0.07</b>
Euro area	0.05	0.06	<b>0.52</b>	0.11	<b>0.18</b>	<b>0.13</b>
Other OECD	0.08	0.10	0.14	<b>0.53</b>	<b>0.18</b>	<b>0.09</b>
Total OECD	<b>1.55</b>	<b>0.78</b>	<b>0.76</b>	<b>0.95</b>	<b>1.11</b>	
GDP effects, % differences from baseline : 2010						
United States	<b>2.36</b>	0.37	0.26	0.54	<b>1.15</b>	<b>0.93</b>
Japan	0.02	<b>0.45</b>	0.01	0.02	<b>0.10</b>	<b>0.07</b>
Euro	0.08	0.08	<b>0.53</b>	0.16	<b>0.20</b>	<b>0.13</b>
Other OECD	0.13	0.11	0.12	<b>0.65</b>	<b>0.26</b>	<b>0.11</b>
Total OECD	<b>2.60</b>	<b>1.03</b>	<b>0.99</b>	<b>1.32</b>	<b>1.70</b>	

Notes: The table reports the effect of simulating the fiscal packages summarised in table 3.1 using the OECD's global model. Interest rates are held constant at baseline values in all simulations.

1. "Own country" effect corresponds to the "own country" multiplier weighted by its share in OECD GDP.

Source: OECD.

effekte sowohl im Inland als auch im Ausland dämpfen würde, was einen partiellen Ausgleich der negativen Spillover-Effekte implizieren würde. Weitere fiskalische Aktionen würden die positiven Spillover-Effekte des Handels erhöhen, aber auch die Wahrscheinlichkeit einer negativen Reaktion der Zinssätze steigern.

### **Die Koordination bringt potenzielle Vorteile**

Trotz dieser Einschränkungen veranschaulichen die Simulationen die Bedeutung der Spillover-Effekte. Koordinierte fiskalische Aktionen könnten dazu beitragen, die Spillover-Effekte zu internationalisieren und auf diesem Weg zu einer potenziell besseren globalen Reaktion führen, als wenn jedes Land allein handelt. In der Praxis ist es u.U. schwierig, eine explizite Koordination mit der erforderlichen Dringlichkeit zu erzielen, z.T. weil die Spillover-Effekte, insbesondere von Zinssätzen, schwer zu identifizieren sind. Folglich dürften koordinierte Aktionen in dem Maße, wie sie stattfinden, implizite Merkmale aufweisen, indem z.B. Richtwerte für wünschenswerte Impulse festgesetzt werden. Die Einschränkungen, die für fiskalische Aktionen in den Ländern gelten, die von einer schwachen Haushaltsposition aus starten, würden jedoch durch eine Koordination nicht geringer.



### ANHANG 3.1

## METHODISCHE GRUNDSÄTZE FÜR DIE ERMITTLUNG DES UMFANGS VON FISKALPAKETEN

#### *Die Fiskalpakete beinhalten ...*

Bei der Verarbeitung der im Haupttext angegebenen Daten zu den Fiskalpaketen<sup>16</sup> wurde für alle OECD-Länder eine einheitliche Methode verwendet. Da diese sich von der gemeinhin in den einzelnen Ländern jeweils verwendeten Methode unterscheiden kann, weichen die der OECD-Dokumentation zu Grunde liegenden Daten u.U. von denen ab, die von den nationalen Regierungen und den Medien in der Öffentlichkeit verbreitet werden. Die wichtigsten Grundsätze für die Definition und Ermittlung des Umfangs der Fiskalpakete in diesem Kapitel lauten folgendermaßen:

#### *... diskretionäre krisen- bezogene Maßnahmen ...*

- Die Fiskalpakete umfassen diskretionäre Maßnahmen, die bis zum 24. März 2009 in Reaktion auf die Krise umgesetzt und/oder angekündigt wurden. Die Fiskalpakete sind in den meisten OECD-Ländern zwar expansiv, es wurden jedoch in Reaktion auf die Krise auch restriktive diskretionäre Maßnahmen ergriffen und entsprechend berücksichtigt. In einigen Ländern ist das Gesamtpaket restriktiv (insbesondere in Irland, Island und Ungarn). Veränderungen der Haushaltssalden auf Grund der automatischen Stabilisatoren wurden nicht berücksichtigt. Diskretionäre Maßnahmen, die nicht als Reaktion auf die Krise zu verstehen sind, sind ebenfalls nicht in die Definition der Fiskalpakete eingegangen, selbst wenn sie im Zeitraum 2008-2010 umgesetzt werden. Zur Veranschaulichung: Steuersenkungen, die 2006 oder 2007 in Dänemark, Frankreich, Polen und Spanien beschlossen wurden, aber im Zeitraum 2008-2010 umgesetzt werden, wurden nicht berücksichtigt, obwohl sie einen Beitrag zur Abfederung des Wirtschaftsabschwungs geleistet haben. Ebenso sind diskretionäre Maßnahmen auf Grund der Entscheidung eines Verfassungsgerichts (z.B. in Deutschland) nicht berücksichtigt worden. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die Wertung, ob eine diskretionäre Maßnahme als Reaktion auf die Krise eingeführt wurde, manchmal einen gewissen Grad an Subjektivität beinhaltet.

#### *... im Vergleich zu einem Szenario ohne krisenbezogene Aktionen ...*

- Der Gesamtumfang der Fiskalpakete wird als Abweichung der Haushaltssalden gegenüber einem „Szenario ohne krisenbezogene Maßnahmen“ für den Zeitraum 2008-2010 ermittelt. Wäre beispielsweise 2009 eine befristete Steuersenkung umzusetzen, würden die aus dieser Maßnahme resultierenden Steuermindereinnahmen 2009 erfasst werden. Wenn dieselbe Steuererleichterung als dauerhaft betrachtet wird oder die Regierung nicht vorab angekündigt hat, ob und wann die Maßnahme zurückgenommen wird, dann werden die Mindereinnahmen sowohl für 2009 als

16. Einzelheiten zu den fiskalischen Reaktionen der einzelnen OECD-Länder sind ferner auf der Internetseite zum *Wirtschaftsausblick* auf der OECD-Website verfügbar ([www.oecd.org/oecdEconomicOutlook](http://www.oecd.org/oecdEconomicOutlook)).

auch für 2010 erfasst. Der Gesamtumfang des Fiskalpakets für den Zeitraum 2008-2010 spiegelt wiederum die entgangenen Einnahmen für 2009 und 2010 insgesamt wider.

**... erfasst nach den Grundsätzen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ...**

- Im Hinblick auf den Umfang eines Fiskalpakets sind nur die Maßnahmen berücksichtigt, die nach den Grundsätzen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung direkte und unmittelbare Auswirkungen auf die Salden der Staatshaushalte haben. Dies hat insbesondere zur Folge, dass die Fiskalpakete keine Veränderungen bei den Investitionen öffentlicher Unternehmen (z.B. in Frankreich) oder durch die Zentralbanken initiierte Maßnahmen widerspiegeln, da die öffentlichen Unternehmen und Zentralbanken nicht dem Sektor Staat zugerechnet werden. Veränderungen des Zeitpunkts für die Zahlung von Steuerverbindlichkeiten und/oder Verbindlichkeiten des Staates sind insofern nicht berücksichtigt, als sie die periodengerecht abgegrenzt (d.h. auf der für die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung verwendeten Grundlage) ermittelten Ausgaben und Einkünfte nicht beeinflussen<sup>17</sup>. Ebenso haben auch die Vergabe von Krediten und Bürgschaften durch den Staat und die Übernahme von Aktien sowie Schuldverschreibungen und Krediten des Unternehmenssektors keine unmittelbaren Auswirkungen auf den Haushaltssaldo<sup>18</sup>.

**... für Kalenderjahre ...**

- Die Daten werden so weit wie möglich auf der Grundlage von Kalenderjahren und periodengerechter Abgrenzung berücksichtigt.

**... und den Sektor Staat ...**

- Die Daten betreffen so weit wie möglich den konsolidierten Staatssektor, d.h. die Zentralregierung, die nachgeordneten Regierungsebenen und die Sozialversicherung. Daten über die Reaktion der nachgeordneten Regierungsebenen auf die Krise sind jedoch schwer zu erheben bzw. für mehrere Länder noch nicht verfügbar. Insbesondere die für Belgien, Kanada und die Vereinigten Staaten zur Verfügung gestellten Daten umfassen keine Maßnahmen der nachgeordneten Regierungsebenen.

**... aufgeschlüsselt nach den Haupteinnahme- und -ausgabenkategorien**

- Maßnahmen auf der Ausgaben- und Einnahmeseite wurden so weit wie möglich nach Hauptkategorien aufgeschlüsselt, um konsistente Ländervergleiche der Zusammensetzung der Fiskalpakete zu ermöglichen. Auf der Einnahmeseite handelt es sich hierbei um folgende Kategorien: Besteuerung von Privatpersonen, Unternehmensteuern, Verbrauchsteuern, Sozialversicherungsbeiträge und sonstige (positive Zahlen stehen für Steuersenkungen). Auf der Ausgabenseite handelt es sich um folgende Kategorien: Verbrauch und Investitionen des Sektors Staat, Transferleistungen an die privaten Haushalte, Transferleistungen an Unternehmen, Transferleistungen an die nachgeordneten Regierungsebenen und sonstige Ausgabenmaßnahmen (positive Zahlen stehen für Ausgabenerhöhungen). In den konsolidierten Konten des Sektors Staat sollten keine „Transfer-

17. Mehrere Länder (darunter Belgien, Frankreich und Spanien) haben Anstrengungen unternommen, um die Zahlungsfristen im öffentlichen Beschaffungswesen zu verkürzen, oder haben den Zeitplan für Steuerverbindlichkeiten geändert. Diese Maßnahmen wurden bei der Beurteilung des Umfangs der Fiskalpakete nicht berücksichtigt.

18. Durch den Sektor Staat vergebene Kredite und die Übernahme von Aktien und Schuldverschreibungen werden in der öffentlichen Finanzrechnung ausgewiesen (als Erhöhung sowohl der Vermögenswerte als auch der Bruttoverschuldung), obgleich dies keine Auswirkungen auf die Nettoverschuldung hat. Bürgschaften werden nicht in den Bilanzen ausgewiesen, solange sie nicht in Anspruch genommen werden. Vgl. Kasten 1.4 des *OECD-Wirtschaftsausblicks 84* wegen weiterer Einzelheiten zur Erfassung dieser Operationen in den OECD-Projektionen.

leistungen an die nachgeordneten Regierungsebenen“ erfasst werden. Allerdings war es für einige Länder schwierig, konsolidierte Daten zu beschaffen, weshalb derartige Transferleistungen anerkannt werden mussten. Es ist jedoch zu beachten, dass ein solcher Ansatz bei der Prüfung der Zusammensetzung der Fiskalpakete zu Verzerrungen zu führen droht. Da Anpassungen bei den Transferleistungen an die nachgeordneten Regierungsebenen letztlich zur Finanzierung von Ausgabenprojekten verwendet werden und/oder auf die Vermeidung prozyklischer Steuererhöhungen abzielen könnten, würde sich die Zusammensetzung der Fiskalpakete auf konsolidierter Basis für einige Länder von der hier angegebenen unterscheiden.

**APPENDIX 3.2:**  
**DETAILED MULTIPLIERS BY COUNTRY AND BY INSTRUMENT**

Table 3.8 shows the multipliers by country and by instrument used to evaluate the fiscal packages. High estimates are based on the survey of results described in Box 3.1 adjusted only for openness, as measured by the ratio of imports to GDP plus imports. Reference estimates are further judgementally adjusted for the effect that the current conjuncture is likely to have on increasing saving propensities. For further details, see Box 3.1.

**Table 3.8. Multipliers used to evaluate the fiscal packages**

	Openness in 2008 <sup>1</sup>	Spending increases												Tax cuts							
		Government consumption				Government investment				Transfers to household				Personal Income tax				Indirect tax			
		Year 1		Year 2		Year 1		Year 2		Year 1		Year 2		Year 1		Year 2		Year 1		Year 2	
		Ref.	High	Ref.	High	Ref.	High	Ref.	High	Ref.	High	Ref.	High	Ref.	High	Ref.	High	Ref.	High	Ref.	High
USA	15.4	0.7	0.7	0.8	1.1	0.9	0.9	1.1	1.3	0.5	0.5	0.8	0.9	0.3	0.5	0.5	0.9	0.2	0.3	0.3	0.5
JPN	14.7	0.7	0.7	0.8	1.1	0.9	0.9	1.1	1.3	0.5	0.5	0.8	0.9	0.3	0.5	0.5	0.9	0.2	0.3	0.3	0.5
DEU	29.5	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
FRA	22.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.7	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
ITA	22.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.7	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
GBR	23.9	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
CAN	25.2	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
AUS	19.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.9	0.9	1.1	1.3	0.4	0.4	0.7	0.8	0.3	0.4	0.4	0.8	0.2	0.3	0.3	0.5
AUT	35.2	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.3	0.6	0.1	0.1	0.2	0.3
BEL	47.9	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
CZE	41.8	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
DNK	34.8	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.3	0.6	0.1	0.1	0.2	0.3
FIN	28.9	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
GRC	25.1	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
HUN	44.7	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
ISL	32.6	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	0.3	0.3	0.5	0.6	0.2	0.3	0.3	0.6	0.1	0.2	0.2	0.3
IRL	41.4	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
KOR	36.4	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
LUX	59.0	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
MEX	23.1	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
NLD	41.1	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
NZL	25.1	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
NOR	23.0	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4
POL	30.0	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
PRT	29.3	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.3	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
SVK	45.7	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	0.2	0.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3
ESP	24.8	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4
SWE	31.7	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	0.3	0.3	0.5	0.6	0.2	0.3	0.3	0.6	0.1	0.2	0.2	0.4
CHE	31.8	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	0.3	0.3	0.5	0.6	0.2	0.3	0.3	0.6	0.1	0.2	0.2	0.4
TUR	22.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8	1.0	1.2	0.4	0.4	0.7	0.8	0.2	0.4	0.4	0.8	0.2	0.2	0.2	0.4

Note: High estimates are based on survey results adjusted only for openness. Low estimates are further judgementally adjusted for the effect of the current conjuncture.

1. Openness is measured as ratio of imports to GDP plus imports.

Source: OECD.

**APPENDIX 3.3:  
SIMULATION MODEL TO ILLUSTRATE THE STIMULUS -- INTEREST RATE NEXUS**

This appendix describes the model used to generate the model simulations described in the main paper. The model is based on a reduced form equation for the output gap where real short-term and long-term interest rates enter separately as explanatory variables, based on the work by Guichard *et al.* (2009). This equation is augmented with a calibrated effect from fiscal policy, using the same multipliers that are used to evaluate current fiscal packages based on a review of the literature regarding fiscal multipliers summarised in Appendix 3.2. The other key equation is that for long-term interest rates which are determined as a forward sum of model-consistent expectations of short-term nominal interest rates over the future 10 years plus a risk premium which is related to the average expected fiscal deficit over the next five years. The model is completed with a Taylor-rule for short-term policy rates, a Phillips curve for inflation, and various identities to complete the government accounts.

A reduced form output gap equation

$$(1) \text{ GAP} = -\alpha_1(L) (r^s - r^{s*}) - \alpha_2(L) (r^l - r^{l*}) + \text{FSHK} + \text{fiscal}$$

where GAP = output gap

$r^s$  =  $i^s - \pi$  = real short-term policy interest rate, where  $i^s$  is the nominal policy interest rate and  $\pi$  is the inflation rate.

$r^{s*}$  = steady state equilibrium real short-term policy interest rate.

$r^l$  =  $i^l - \sum \pi^e$  = real long-term interest rate on government bonds, where  $i^l$  is the nominal interest rate on 10-year government bonds and  $\sum \pi^e$  is the forward sum of model-consistent expectations of inflation over the future 10 years.

$r^{l*}$  = steady state equilibrium real long-term interest rate.

FSHK= other components of financial conditions, treated as exogenous and to which a negative shock is applied to simulate the effect of the financial crisis.

fiscal = multiplier effect of fiscal policy on the output gap.

The effect of interest rates on the output gap is calibrated according to Guichard *et al.* (2009) which suggests that the effect of a given change in long-term rates is about three times the size of an effect on short-term rates and that interest rate effects are larger in the United States and United Kingdom than the euro area and Japan.

Multiplier effects from fiscal policy

$$(2) \text{ fiscal} = \gamma_1(L) \Delta g + \gamma_2(L) \Delta \text{tax} + \gamma_2(L) \mu \Delta \text{GAP}$$

where  $g$  = government spending as a share of GDP.

$\text{tax}$  = taxes as a share of GDP.

$\gamma_1(L)$ ,  $\gamma_2(L)$  are lag polynomials which over the first two years reflect the effects of fiscal multipliers surveyed in Appendix 3.2. Beyond the second year they are assumed to decay at an annual rate of 10% per annum. The  $\mu \text{GAP}$  term reflects the operation of automatic stabilisers. The coefficient reflecting the magnitude of automatic stabilisers,  $\mu$ , is based on Girouard and André (2004) and for the average OECD country is 0.44.

A Phillips curve inflation equation

$$(3) \pi = \theta_1 \pi^* + (1 - \theta_1) \pi_{-1} + \theta_2(L) \text{GAP}$$

where  $\pi$  = inflation

$\pi^*$  = long-term expected inflation, set equal to the implicit/explicit inflation target of the central bank.

If  $\theta_1 = 0$ , then inflation expectations are entirely backward looking, but if  $\theta_1 > 0$  then the central bank's inflation target provides some anchor for inflation expectations. For the simulations reported here  $\theta_1 = 0.2$ .  $\theta_2(1) = 1/6$ , implying a sacrifice ratio of 6 if expectations are backward-looking.

A Taylor rule for policy interest rates

$$(4) i^s = \pi + r^{s*} + 1.0 (\pi - \pi^*) + 1.0 \text{GAP}$$

Term structure of interest rates

$$(5) i^l = \Sigma i^s + \text{term} + \text{risk}$$

where  $\Sigma i^s$  = the forward sum of model-consistent expectations of short-term nominal interest rates over the future 10 years.

$\text{term}$  = term premium, assumed exogenous.

$\text{risk}$  = risk premium, assumed to be a function of the expected fiscal position (see below).

Risk premium on interest rates

$$(6) \text{risk} = \lambda (b_{+5} - b)^e / 5$$

where  $(b_{+5} - b)^e / 5$  is the average (model-consistent) expected change in government debt (as a share of GDP) which proxies for the average expected fiscal balance over the next 5 years. The parameter  $\lambda$  is set equal to 0.25 in the base simulation based on Laubach (2005), and doubled in a variant simulation.

Government primary fiscal balance (as % of GDP)

$$(7) \text{pbal} = \text{tax} - g + \mu \text{GAP}$$

Net interest payments on government debt (as % of GDP)

$$(8) \quad \text{ipay} = \psi \text{ipay}_{-1} + (1 - \psi) i^l \cdot b$$

where  $\psi$  is the proportion of the government debt stock that is re-financed each year.

Government fiscal balance (as % of GDP)

$$(7) \quad \text{fbal} = \text{pbal} - \text{ipay}$$

Government bond stock (as % of GDP)

$$(9) \quad b = [(1 + \text{ib}^l) / (1 + \pi + g)] \cdot b_{-1} - \text{pbal}$$

where  $g = \Delta \text{GAP} + \rho =$  real GDP growth rate, where  $\rho$  is the potential growth rate, assumed exogenous.

$\text{ib}^l = \text{ipay}/b =$  effective average long-term interest rate paid on government debt.

In the simulations, after about 30 years (*i.e.* well beyond the simulation discussed) the bond stock as a share of GDP is stabilised using a simple rule for taxes, which at this point are assumed to be lump-sum and to not affect activity.

***Variant simulations***

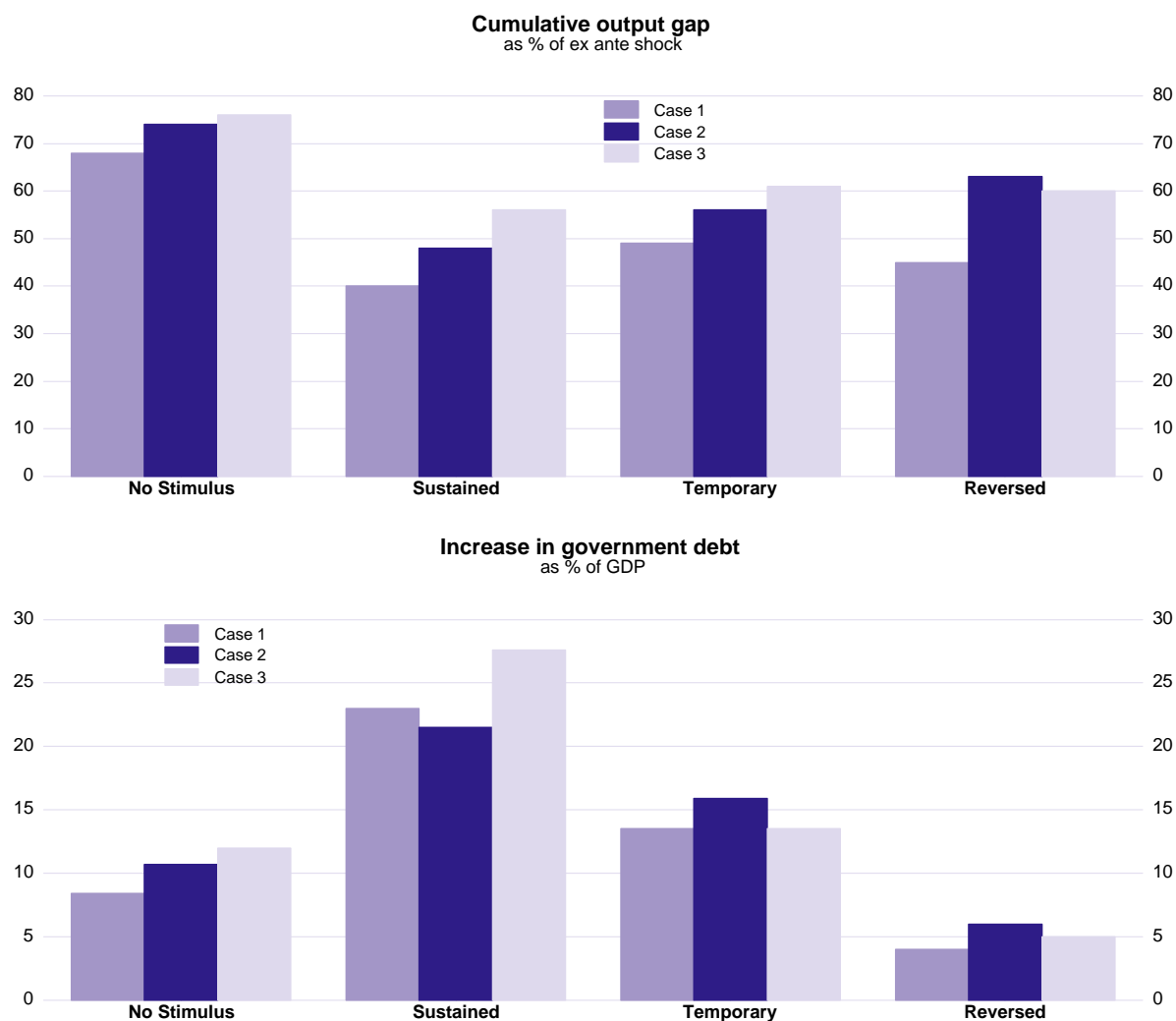
Figure 3.10 and Table 3.9 summarise the results of variant simulations discussed in the main text. The same set of fiscal shocks are simulated for three different model parameterisations characterising three different OECD economies.

Table 3.9. **Variant simulation details**

	Case 1	Case 2	Case 3
Interest rate sensitivity	High	Average	Average
Automatic stabilisers	Low	Average	Average
Multiplier	High	Average	Average
Risk premium sensitivity	Moderate	Moderate	High
Initial level of debt	Moderate	Moderate	High

Source: OECD.

Figure 3.10. Model simulation results for alternative fiscal stimulus profiles



Note: The charts summarise the results of the simulated responses to a large negative shock for four different profiles of the fiscal stimulus (none, sustained, temporary and reversed) for three different country cases with the characteristics outlined in Table 3.9.

Source: OECD.



**APPENDIX 3.4:  
FISCAL POLICY EFFECTS IN A DSGE MODEL**

***Model description***

The model is characterised by monopolistic product markets and encompasses a heterogeneous household sector (with Ricardian and liquidity-constrained households), and employment and investment adjustment costs.<sup>19</sup> As such, the model draws extensively on pre-existing DSGE models (Smets and Wouters, 2003; Ratto *et al.*, 2009). However, contrary to previous models the feed-back effects of public finance variables (deficit and/or public debt) on government bond rates are explicitly modelled, allowing an examination of effects of a fiscal package on the debt pattern through interest rate movements. This mechanism is important to capture the trade-off between the short-term effectiveness of fiscal policy to counter the downturn and the long-term sustainability risks it entails.

***Multiplier values***

Fiscal multipliers have been calculated by simulating a 1% of GDP increase in different spending measures and a 1% rate cut in wage, capital and consumption taxes. The simulations have been undertaken, under the assumption that monetary policy cannot be used to support demand and a fiscal rule is imposed to ensure long-term sustainability of public debt. Although these assumptions alter the pattern of public debt, their effect on the size of fiscal multipliers is limited.

A stronger short-term GDP impact is found for an increase in public investment, as the latter also have also a marked positive supply-side effect (Table 3.10). An increase in public consumption would also sustain activity

Table 3.10. **Short-term multipliers based on a DSGE model**

	Effect on activity the first year (per cent)
<b>1% of GDP increase in :</b>	
Government consumption	0.6
Government investment	1.0
Transfer to liquidity-constrained households	0.3
<b>1% increase in :</b>	
Consumption tax rate	0.2
Wage tax rate	0.7
Capital tax rate	0.05
<i>Source:</i> Furceri and Mourougane (2009)	

19. See Furceri and Mourougane (2009) for more details on the model specifications and calibration.

by a significant amount, while a transfer to liquidity-constrained households would have a more limited aggregate impact. Tax cuts would be on average less effective to sustain demand than spending measures, with the strongest effect found for a tax cut on wage income. Indeed the latter would lead to a more pronounced fall in real wage and thus more employment creation than other tax cuts.

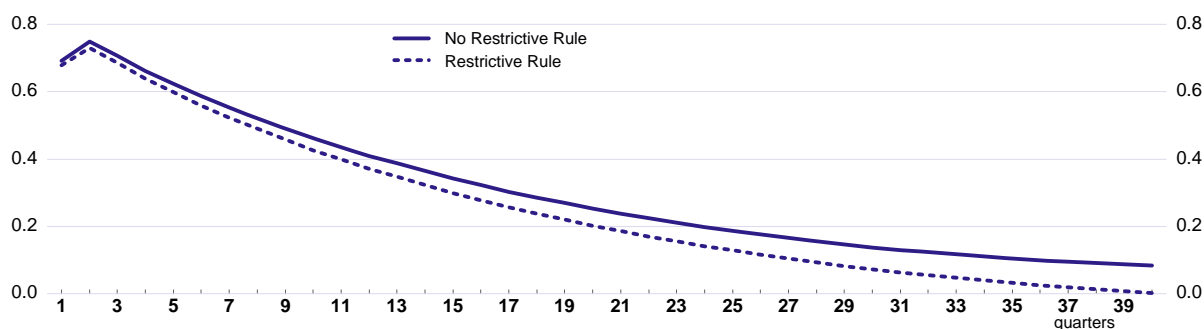
These results are robust to a change in calibration of the structural parameters. Although the results are qualitatively robust and can provide insights on the relative effectiveness of each fiscal instrument, point estimates of short-term multipliers should be interpreted with caution given the stylised features of the model.

***The trade-off between short-term stimulus and long-term fiscal sustainability***

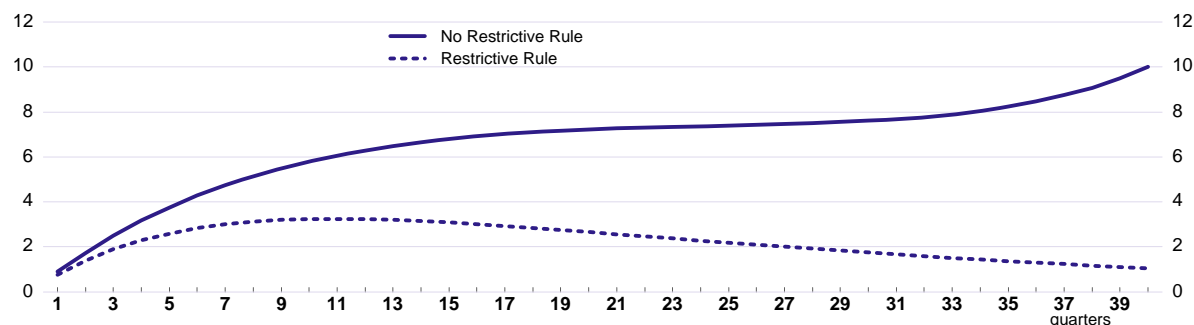
Although fiscal policy is an effective tool to counter economic downturns, its use also entails risks regarding the long-term sustainability of public finances. Indeed, the financing of discretionary policy measures is likely to increase the risk premium associated with government bonds and in turn augment debt refinancing costs. The rise in the risk premium will also impinge negatively on activity, though to a small extent.

As an illustration, a DSGE-based simulation of a temporary 1% of GDP increase in government consumption leads to a continuous increase in public debt in the absence of a stringent fiscal rule (Figure 3.11). In this scenario,

**Figure 3.11. Impact of 1% of GDP increase in public consumption**  
%, compared to baseline  
**Effect on activity**



**Effect on public debt (as a percent of GDP)**



Source: Furceri and Mourougane (2009).

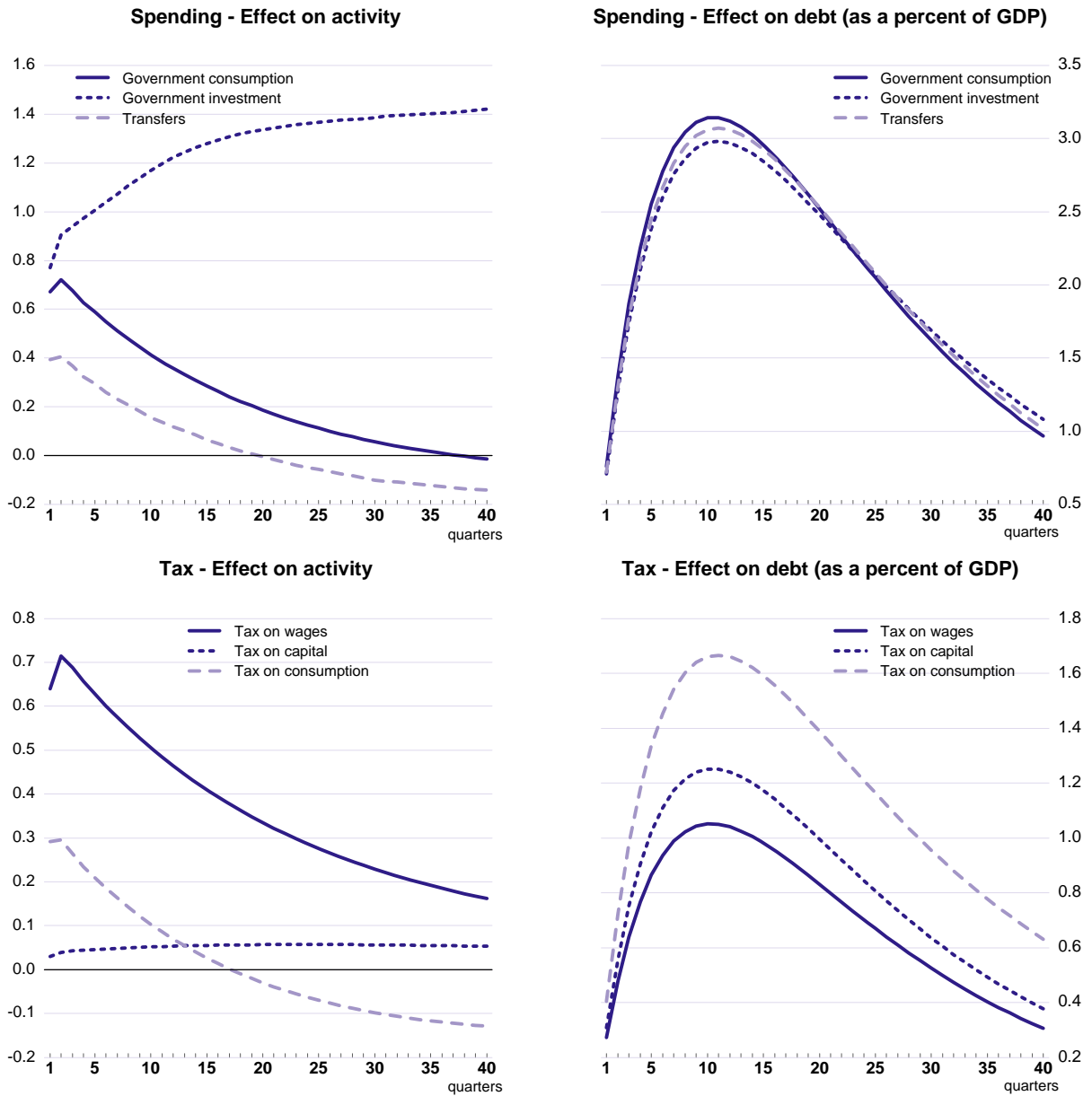
fiscal policy sustains demand through a hefty rise in liquidity-constrained household consumption in the short-term. The monetary policy interest rate increases, as the output gap rises and inflation edges up, mitigating the initial effect of fiscal policy and the public deficit gradually deteriorates. The risk premium on government bonds rises, contributing to a steady creeping up in debt.

Imposing a stringent fiscal rule is found to be relatively costless in terms of foregone activity to ensure that debt returns to a sustainable path over the medium term. This could be achieved for instance through an increase in lump sum taxes, which lowers the fiscal stimulus, but limits the extent of the deficit deterioration. As a result, the rise in debt would be muted, with a debt increase amounting to half its level in the baseline scenario after a year. The introduction of such a rule would have a limited effect on the size of the short-term fiscal impulse on activity.

The debt implication of a fiscal impulse varies with the instrument used. To illustrate this point, a 1% of GDP increase in government consumption, investment and transfers and a 1% rate cut in wage, consumption and capital taxes have been simulated, under the assumption of an ineffective monetary policy and the imposition of a stringent fiscal rule. Amongst the revenue instruments, the largest debt increase is associated with a consumption tax cut (Figure 3.12). By contrast, a wage tax cut would lead to a subdued rise in debt. On the spending side, the rise in net debt following an increase in government investment would be less pronounced than in the case of a government consumption increase.

Figure 3.12. Impact of selected fiscal policy shocks on activity and public debt

%, compared to baseline



Source: OECD.

**LITERATURVERZEICHNIS**

- Adams, F.G. und L.R. Klein (1991), "Performance of quarterly econometric models of the United States: A new round of model comparisons", in L.R. Klein (Hrsg.), *Comparative performance of U.S. econometric models*, Oxford University Press.
- Ahrend, R., P. Catte und R. Price (2006), "Factors behind low long-term interest rates", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 490.
- Ardagna, S. (2009), "Financial Markets' Behavior Around Episodes of Large Changes in the Fiscal Stance", *European Economic Review*, Vol. 53.
- Auerbach, A.J. und W.G. Gale (2009), "The Economic Crisis and the Fiscal Crisis: 2009 and Beyond", Tax Policy Center, Brookings Institution.
- Bayoumi, T., M. Goldstein, G. Woglom (1995), "Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from U.S. States", *Journal of Money, Credit & Banking*, Vol. 27.
- Bernanke, B. (2005), "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit", Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, März.
- Berben, R.P. und T. Brosens (2007), "The Impact of Government Debt on Private Consumption in OECD Countries", *Economics Letters*, Vol. 94.
- Bernoth, K., J. von Hagen und L. Schuknecht (2004), "Sovereign Risk Premiums in the European Government Bond Market", *Working Paper Series*, No. 369, Europäische Zentralbank.
- Bernoth, K., J. von Hagen und L. Schuknecht (2006), "Sovereign Risk Premiums in the European Government Bond Market", *Discussion Paper*, No. 151, *Governance and the Efficiency of Economic Systems*.
- Bryant, R.C. (1988), *Empirical Macroeconomics for Interdependent Economies*, Washington, D.C: The Brookings Institution.
- Canzoneri, M., R. Cumby und B. Diba (2002), "Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?", in *Rethinking Stabilisation Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Claessens, S. und D. Klingebiel (2000), "Fiscal Risks of the Banking System: Approaches to Measuring and Managing Contingent Government Liabilities in the Banking Sector", in *Government Contingent Liabilities and Fiscal Vulnerability*.
- Chinn, M. und J. Frankel (2005), "The Euro Area and World Interest Rates", *Working Paper Series*, No. 1031, Department of Economics, University of California, Santa Cruz.
- Church, K.B., J.E. Sault, S. Sgherri und K.F. Wallis (2000), "Comparative Properties of Models of the UK Economy", *National Institute Economic Review*, No. 171.
- Codogno, L., C. Favero und A. Missale (2003), "EMU and Government Bond Spreads", *Economic Policy*.
- Conway, P. und A. Orr (2002) "The GIRM: A global interest rate model", Wellington, Westpac Institutional Bank, *Westpac Institutional Bank Occasional Paper*.
- Cournède, B. (2008), "The Political Economy of Delaying Fiscal Consolidation", *Public Finance and Management*, Vol. 8.
- Dai, Q. und T. Philippon (2005), "Fiscal Policy and the Term Structure of Interest Rates", *NBER Working Paper*, No. 11754.
- Engen, E. und R.G. Hubbard (2004), "Federal Government Debts and Interest Rates", *NBER Working Paper*, No. 10681.
- Fatás, A. (2005), "Is There a Case for Sophisticated Balanced-budget Rules", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 466.
- Ford, R. und D. Laxton (1995), "World Public Debt and Real Interest Rates", *IMF Working Paper*, WP95/30.
- Fromm, G. und L.R. Klein (1976), "The NBER/NSF Model Comparison Seminar: An Analysis of Results", *Annals of Economic and Social Measurement*, Vol. 5.
- Furceri, D. und A. Mourougane (2009), "The Effects of Fiscal Policy on Output and Debt Sustainability: A DSGE Analysis", *OECD Economics Department Working Paper*, erscheint demnächst.
- Gale, W.G. und P.R. Orszag (2002), "The Economic Effects of Long-term Fiscal Discipline", *Under-Brookings Tax Policy Center Discussion Paper*, The Brookings Institution.
- Gale, W.G. und P.R. Orszag (2003), "Economic Effects on Sustained Budget Deficits", *National Tax Journal*.
- Girouard, N. und C. André (2005), "Measuring Cyclically-Adjusted Budget Balances for OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 434.

- Guichard, S., D. Haugh und D. Turner (2009), "Quantifying the effect of financial conditions in the euro area, Japan, United Kingdom and United States", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 677.
- Guichard, S., M. Kennedy, E. Wurzel und C. André (2007), "What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 553.
- Haugh, D. und D. Turner (2009), "What drives sovereign risk premiums?: An analysis of recent evidence from the Euro Area", *OECD Economics Department Working Papers*, erscheint demnächst.
- Haugh, D., P. Ollivaud und D. Turner (2009), "The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 683.
- Henry, J., P. Hernández de Cos und S. Momigliano (2004), "The Short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models", *Temi di discussione*, Banca d'Italia.
- Laubach, T. (2003), "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, Vol. 12.
- Lindé, J. (2001), "Fiscal policy and interest rates in a small open economy", *Finnish Economic Paper*, Vol. 14.
- O'Donovan, B., A. Orr und D. Rae (1996), "A world interest rate model", National Bank of New Zealand Ltd, *Financial Research Paper*, No. 7.
- OECD (2008), *OECD-Wirtschaftsausblick 84*, Paris.
- OECD (2009), *Going for Growth*, Paris.
- Oliveira Martins, J. und C. de la Maisonnette (2006), "The Drivers of Public Expenditure on Health and Long-Term Care: an Integrated Approach", *OECD Economic Studies*, No. 43.
- Orr, A., M. Edey und M. Kennedy (1995), "Real long-term interest rates: the evidence from pooled time-series", *OECD Economic Studies*, No. 25.
- Perotti, R. (2005), "Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD countries", *CEPR Discussion Papers*, No. 4842.
- Ratto, M., W. Roeger und J. in't Veld (2009), "Quest III: An estimated open-economy DSGE model of the euro area with fiscal and monetary policy", *Economic Modelling*, Vol. 26.
- Reinhart, V. und B. Sack (2000), "The Economic Consequences of Disappearing Government Debt", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2.

Reoger, W. und J. in't Veld (2009), "Fiscal Policy with Credit Constrained Households", Europäische Kommission, *Economic Papers*, No. 357.

Smets, F. und R. Wouters (2003), "An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 1.

Thomas, L.B. und D.Wu (2009), "Long-term Interest Rates and Expected Future Deficits: Evidence from the Term Structure", *Applied Economics Letters*, No. 16.