

# Fokus

## Volkswirtschaft

Nr. 70, 12. September 2014

### Geldpolitische Koordinierung oder nicht – ist das hier die Frage?

Autorin: Dr. Katrin Ullrich, Telefon 069 7431-9791, [research@kfw.de](mailto:research@kfw.de)

Die Finanz- und Wirtschaftskrise stellte und stellt die Zentralbanken weltweit vor Herausforderungen. Die internationale Dimension der Krise und der geldpolitischen Maßnahmen legen eine Koordinierung der Geldpolitiken zwischen Industrieländern und den BRICS zunächst nahe.

Als eine Begründung für eine Abstimmung geldpolitischer Maßnahmen auch in normalen Zeiten kann sie jedoch kaum dienen. Denn die länderspezifischen Vorteile aus einer Koordination müssen hinreichend groß und sicher sein. Dies festzustellen scheidet allein schon daran, dass sich die internationalen Übertragungseffekte geldpolitischer Maßnahmen erst zeitverzögert hinreichend genau bestimmen lassen.

Daher sollte ein internationales System der Geldpolitiken, welches die Schwellenländer einbezieht, sukzessive aufgebaut werden. In einem ersten Schritt könnte der systematische Informationsaustausch intensiviert und die Kenntnis der internationalen Verflechtungen vertieft werden.

Die Notenbanken der USA (Fed), des Eurogebiets (EZB), des UK (BoE) und Japans (BoJ) haben zur Bekämpfung der Wirtschafts- und Finanzkrise außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen ergriffen. Da die USA eine zentrale Rolle an den internationalen Finanzmärkten und in der Weltwirtschaft spielen, werden von den Handlungen der Fed die stärksten Effekte auf andere Volkswirtschaften erwartet.

Zum ersten Maßnahmenpaket, quantitativer Lockerung durch die Fed, als die

Stabilität des internationalen Finanzsystems akut in Gefahr war, bestand weitgehende Zustimmung auch der Schwellenländer. Ab dem zweiten Maßnahmenbündel zur quantitativen Lockerung setzten hingegen Diskussionen über den Nutzen dieser außergewöhnlichen Fed-Geldpolitik ein; denn die Weltwirtschaft stand nicht mehr kurz vor dem Zusammenbruch und die auf die nationale Wirtschaft zugeschnittenen Maßnahmen der Fed waren nicht mehr ebenso vorteilhaft für andere Länder.

Vor allem größere Schwellenländer wie Indien oder Brasilien äußerten sich in der Debatte kritisch über eine mangelnde Berücksichtigung der unvorteilhaften Auswirkungen auf ihre Volkswirtschaften und beklagten eine fehlende geldpolitische Koordination. Dies verwundert nicht, sind es doch gerade die großen Schwellenländer, die stark in die internationalen Handels- und / oder Finanzströme eingebunden sind. Dadurch können die geldpolitischen Maßnahmen in

den Industrieländern auf sie potenziell am stärksten wirken, auch wenn sie nach den vorangegangenen Krisen Maßnahmen getroffen hatten, um exzessive Übertragungseffekte zu reduzieren. Insbesondere verringerten Entwicklungs- und Schwellenländer ihre Verschuldung in ausländischer Währung, bauten Währungsreserven auf und gaben den Wechselkurs frei.

Eine geldpolitische Koordination mit Schwellenländern könnte jedoch auch für die Industrieländer von Interesse sein. Denn die BRICS als die größten Schwellenländer (Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika) sind mittlerweile stark genug in internationale Waren- und Kapitalströme eingebunden, dass sich Rückwirkungen auf die Industrieländer ergeben können. Gleichzeitig haben diese fünf Staaten so unterschiedliche geldpolitische Regime, dass sich unterschiedliche Wirkungszusammenhänge erwarten lassen.

#### Voraussetzung für Koordination: hinreichend große und sichere Vorteile

Zentralbanken sind damit beauftragt, für das Wohlergehen der eigenen Volkswirtschaft zu sorgen. Andere Volkswirtschaften gehen in ihre Überlegungen normalerweise nur ein, wenn Rückwirkungen auf die eigene Wirtschaft zu erwarten

#### Kasten 1: Stimmen zur internationalen Koordination der Geldpolitik<sup>a)</sup>

Internationale Politikkoordination ist wie das Monster von Loch Ness. Es wird viel darüber geredet, aber selten gesichtet.“ (Blanchard und Ostry)<sup>b)</sup>

„Keine Zentralbank wird in größerem Ausmaß gegen das Selbstinteresse des eigenen Landes zugunsten des Gemeinutzes handeln, denn sie hat kein Mandat dafür.“ (Stevens)<sup>c)</sup>

„Die Bewegung hin zu einem stärker kooperativen Ansatz ist sinnvoller als die Internationalisierung der Märkte umzukehren und diese in der Hoffnung zu segmentieren, sie vor Übertragungseffekten zu schützen.“ (Cuarana)<sup>d)</sup>

„Kooperation im 21. Jh. ist nicht einfach. Sie wird ggf. noch schwerer, wenn Zeit vergeht, die Krise nicht mehr präsent ist und Wohlbehagen einsetzt, selbst wenn die Saat für die nächste Krise schon gesät ist.“ (Lagarde)<sup>e)</sup>

„Die internationale Koordination der Geldpolitik ist zusammengebrochen. Die Industrieländer müssen ihren Teil dazu beitragen, diese wieder herzustellen. Zu diesem Zeitpunkt können sie sich der Verantwortung nicht entziehen und sagen, ‘Wir tun, was wir tun müssen und ihr habt euch anzupassen.’“ (Rajan)<sup>f)</sup>

**Kasten 2: Internationale Übertragungseffekte der Geldpolitik**

Wenn eine Zentralbank ihre geldpolitischen Maßnahmen allein an der nationalen Wirtschaft ausrichtet und hier das angestrebte Ausmaß an Stabilisierung erreicht und die Wechselwirkungen mit anderen Ländern über den Wechselkurs und reale Handelsströme klein sind, dann kann auf eine internationale Politikkoordination verzichtet werden. Erst wenn Übertragungseffekte im Ausland externe Effekte erzeugen und ggf. dort zu geldpolitischen Gegenreaktionen führen, sind Wohlfahrtsgewinne durch Politikkoordination möglich.

Ob solche Externalitäten nationaler Geldpolitik auftreten, ist von einer Vielzahl von Faktoren abhängig. Das Wechselkursregime, die Trägheit der Preise und Löhne im In- und Ausland und das Preissetzungsverhalten der Exporteure bestimmen grundsätzlich die Übertragungseffekte. Hinzu kommen die Möglichkeit zur Risikoteilung über die Finanzmärkte, die asymmetrische Wirkung von Schocks auf die einzelnen Sektoren einer Volkswirtschaft, die Substitutionsmöglichkeiten zwischen heimischen und ausländischen Gütern, die Nutzung von Importen als Vorleistungen und nicht nur für den Konsum sowie der unterschiedliche Anteil der produzierten handelbaren Güter.

Unter der Annahme mehrerer Ineffizienzen lassen sich zumindest theoretisch Wohlfahrtsgewinne durch die Koordination der Geldpolitik sowohl bei länderspezifischen als auch globalen Schocks zeigen (z. B. Tchakarov 2004).<sup>9)</sup>

zeigt sich seit 1992 im Prinzip unverändert, die von Brasilien nimmt sogar ab. Ein sehr ähnliches Bild ergibt sich, wenn grenzüberschreitende Dienstleistungen einbezogen werden (siehe Grafik 1, rechte Abbildung).

Die Bedeutung des Handels zwischen Schwellen- und Industrieländern entwickelt sich für die BRICS und die vier betrachteten Volkswirtschaften im Prinzip gegenläufig. Während für die Industrieländer (mit Ausnahme UKs) der Handel mit den BRICS im Zeitablauf deutlich wichtiger geworden ist, ist der Anteil der Industrieländer an den Handelsbeziehungen der BRICS seit Beginn der 2000er-Jahre rückläufig. Letzteres ist auch ein Ausdruck des zunehmenden Süd-Süd-Handels zwischen den Entwicklungs- und Schwellenländern.

Das Gegenstück zu den Güter- und Dienstleistungsströmen bilden bekanntermaßen die Kapitalströme. Das Volumen und die Volatilität der Bruttokapitalströme haben seit den 1970er-Jahren ebenfalls deutlich zugenommen. Dies wird verdeckt, wenn die Zu- und Abflüsse gegeneinander aufgerechnet werden; denn die Nettoströme zeigen sich im Vergleich zu den Bruttoströmen relativ stabil.<sup>3,4)</sup>

**Ausmaß der Koordinationsgewinne nur empirisch zu bestimmen**

Letztendlich muss das Ausmaß der Übertragungseffekte zwischen Volkswirtschaften empirisch bestimmt werden. Bis

oder explizit ein Wechselkursziel zu verfolgen sind.

Eine internationale Koordination der Geldpolitik – verstanden als international koordinierte, gegenseitige Anpassung von Politiken<sup>1)</sup> – ist unter diesen Voraussetzungen nur dann gerechtfertigt, wenn dies netto Vorteile für die eigene Volkswirtschaft bringt. Dies setzt voraus, dass

- das Verfolgen von nationalen Interessen auf Kosten anderer Volkswirtschaften – z. B. unter Schlagworten wie Währungskriege, beggar thy neighbour-Politiken oder Protektionismus – alle Beteiligten letztendlich schlechter dastehen lässt als eine abgestimmte Geldpolitik.
- die Vorteile hinreichend groß sind, um den Aufwand der Koordination und eine ggf. geringere Stabilisierung der heimischen Wirtschaft zu rechtfertigen. Oder umgekehrt: Wenn die nationale Geldpolitik in der Lage ist, das angestrebte Ausmaß an Stabilisierung für die eigene Volkswirtschaft allein zu erreichen, ist eine internationale Abstimmung nicht notwendig.

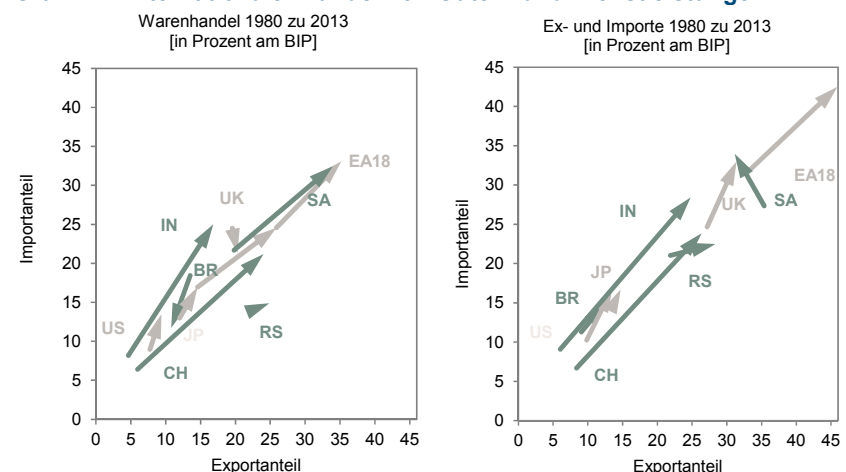
**Integrierte Finanzmärkte und grenzüberschreitende Handelsströme sorgen für die internationale Übertragung geldpolitischer Impulse**

Geldpolitik kann sich nur dann auf andere Länder auswirken, wenn ihre Impulse

durch Handels- und Kapitalströme international übertragen werden (zum grundlegenden Mechanismus siehe Kasten 2). Die Übertragungseffekte zwischen Ländern haben im Zeitablauf – nicht überraschend – zugenommen.<sup>2)</sup>

Die BRICS sind zunehmend mit der Weltwirtschaft verflochten. Die Anteile von Wareneinfuhr und -ausfuhr am Bruttoinlandsprodukt (BIP) haben für China, Indien und Südafrika zwischen 1980 und 2013 stärker zugenommen als für die USA, UK, Japan und den Euroraum (siehe Grafik 1, linke Abbildung). Die Offenheit Russlands für den Welthandel

**Grafik 1: Internationaler Handel von Gütern und Dienstleistungen**



Anmerkungen: EA18 ab 1999, RS ab 1992, SA ab 1998.

Quelle: Thomsons Reuters Datastream; IWF (DOTS); Weltbank (WDI); Eurostat ; eigene Berechnungen.

Ende der 1990er-Jahre wurden die Übertragungseffekte als so gering eingestuft, dass keine Politikkoordination notwendig erschien. Schätzungen gingen von Wohlfahrtsgewinnen von einem halben bis einem Prozent des BIP pro Jahr aus. Die Untersuchungen konzentrierten sich jedoch oft auf Industrieländer. Noch vor der letzten Krise wurden beispielsweise die Spillover zwischen den USA und dem Eurogebiet als gering eingestuft.<sup>5</sup> Für die Koordinationsgewinne der Geldpolitik mit Entwicklungsländern wurden hingegen schon frühzeitig – z. B. im Jahr 1985 – größere Wohlfahrtsgewinne vermutet.<sup>6</sup>

### **Fed-Geldpolitik führt zu internationalen Kapitalbewegungen und Wechselkursreaktionen**

Seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 ist die Geldpolitik stark gefordert. Die amerikanische Geldpolitik durchlief von Mitte 2007 bis Ende 2008 einen Zinssenkungszyklus, dem die EZB, die BoJ und die BoE kurzfristig folgten. Am Ende standen die geldpolitischen Zinsen nahe der Null. Damit wurden insbesondere zur Stützung der heimischen Wirtschaft außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen notwendig. Die Vorreiterrolle hatte auch hier die Fed.

Die Rettung der internationalen Finanzmärkte und Bekämpfung der globalen Rezession hatte auch für die BRICS Vorrang und überlagerte alle anderen Ziele. Daher haben die ersten außergewöhnlichen Maßnahmen der Fed eine recht einhellige internationale Anerkennung erfahren, auch wenn schon diese zu prozyklischen Kapitalströmen für die BRICS führten.

Die nachfolgenden expansiven Maßnahmen wurden hingegen zunehmend kritisiert, da die Finanzmärkte nicht mehr akut bedroht waren und die internationale Dimension der Fed-Geldpolitik in den Hintergrund trat.<sup>7</sup> Gleichzeitig wurde die Geldpolitik für die BRICS mit jedem neuen Maßnahmenpaket komplizierter (siehe Anhang). Denn sie mussten Maßnahmen zur Stützung der heimischen Konjunktur und Inflationssteuerung mit Maßnahmen zur Steuerung der Kapitalzuflüsse und des Wechselkurses aus-

balancieren.

Teilweise konnten sich die Schwellenländer tatsächlich durch eine aktive Geldpolitik und funktionierende Institutionen von den Auswirkungen der Fed-Politik abschirmen. Insgesamt wurde durch die internationalen Übertragungseffekte der Fed-Geldpolitik die makroökonomische Stabilisierung in den Schwellenländern zwar nicht unmöglich gemacht, jedoch erschwert.

Aus Sicht der Schwellenländer wäre eine weniger expansive Geldpolitik der Fed zumindest ab dem zweiten Maßnahmenpaket vorteilhafter gewesen, da sie ihre Aufgabe zur Stabilisierung der heimischen Wirtschaft erleichtert hätte. Allerdings haben sich die internationalen Übertragungseffekte vom ersten zum zweiten Maßnahmenpaket über die Finanzmärkte geändert. A priori wäre extrem schwierig abzuschätzen gewesen, wie viel weniger expansiv die Fed und wie viel schwächer die BRICS hätten agieren müssen, ohne der jeweiligen heimischen Wirtschaft zu schaden. Dies wäre schon in einem stabilen wirtschaftlichen Umfeld mit relativ gesicherten Kenntnissen über die Wirkungszusammenhänge der Geldpolitik eine kaum zu lösende Aufgabe. Hinzu kommt, dass sich die Übertragungseffekte zwischen den Schwellenländern unterscheiden.

### **Die Finanz- und Wirtschaftskrise liefert keine Blaupause für Politikkoordination in normalen Zeiten**

Eine potenzielle geldpolitische Koordination mit den Schwellenländern und insbesondere den BRICS setzt zunächst voraus, dass nationale geldpolitische Maßnahmen überhaupt wirksam sind. In der Tat haben sich die geldpolitischen Transmissionskanäle in den Schwellenländern verändert. Sie haben den nationalen Zentralbanken den benötigten Spielraum gegeben, auf die Geldpolitik der Fed und der anderen drei Zentralbanken zu reagieren.<sup>8</sup>

Die Diskussion geldpolitischer Koordination zwischen Industrie- und Schwellenländern während und nach der Finanz- und Wirtschaftskrise ist allerdings durch Besonderheiten gekennzeichnet:

- Es werden mittlerweile größere Übertragungseffekte der Geldpolitik als vor der großen Moderation ermittelt,<sup>9</sup> sodass grundsätzlich die Vorteile einer Koordination zunehmen.
- Unter Unsicherheit – wie in einer Krise – erhöhen sich die Gewinne aus einer Koordination<sup>10</sup>.
- Die Schwellenländer fordern explizit, in die Koordination einbezogen zu werden.<sup>11</sup>

Ob Geldpolitik international koordiniert werden könnte und sollte, wird schon lange diskutiert.<sup>12</sup> Die aktuelle Episode außergewöhnlicher Geldpolitik weist jedoch zwei Besonderheiten auf.<sup>13</sup>

- Die Maßnahmen zur quantitativen Lockerung sind ungewöhnlich langandauernd und umfangreich.
- Es fehlen Erfahrungen mit der quantitativen Lockerung, sodass unbekannt ist, wie umfangreich sie sein müssen um zu wirken.

Entsprechend schwer war und ist es, die Auswirkungen der Maßnahmen zeitnah zu prognostizieren und einzuschätzen. Eine Koordination setzt jedoch genau dies voraus: eine Einigung über die Wirkungsmechanismen und zu erwartenden Effekte. Denn wenn dies nicht möglich ist, kann Nichtstun sinnvoller sein als letztendlich kontraproduktive Aktionen durchzuführen. Außerdem können Übertragungseffekte in Krisenzeiten und unter Unsicherheit größer ausfallen als in normalen Zeiten. Von den Auswirkungen der außergewöhnlichen Geldpolitik auf eine generelle Notwendigkeit zur Koordination zu schließen, wäre dann verfrüht.

Selbst wenn sich die Industrie- und großen Schwellenländer darauf einigen könnten, dass eine Koordination sinnvoll ist, bleibt die konkrete Ausgestaltung schwierig.<sup>14</sup> Denn konkret müssten die Länder die individuelle ökonomische Situation und die Übertragungseffekte in Ausmaß und Richtung gleich bewerten. Und die Entscheidungsträger müssten die notwendigen Kompromisse zwischen verschiedenen Zielen erkennen.

Daher erscheint es realistischer, die Schwellenländer sukzessive in ein neu

zu bestimmendes internationales System der Geldpolitiken einzubeziehen. Die Abstimmung von Politikmaßnahmen ist dabei nur die letzte Stufe möglicher Koordinationsmaßnahmen zwischen Zentralbanken. Weniger weit reichend und auch weniger invasiv für die heimische Geldpolitik ist der Austausch von Informationen zwischen Zentralbanken, wie

dies schon geschieht.<sup>15</sup> Hieran würde eine Intensivierung der Zusammenarbeit ansetzen. Die Auswirkungen nationaler Geldpolitik auf das Ausland systematisch zur Kenntnis zu nehmen, ist die nächste Stufe. Dazu können bestehende internationale Institutionen wie die Bank für Internationale Zusammenarbeit oder der IWF genutzt und weiterentwickelt wer-

den, wie z. B. die *spillover reports* des IMF zeigen. Eine multilaterale und gleichberechtigte Berücksichtigung dieser Wirkungen in den Entscheidungen der nationalen Geldpolitik, die über die bloßen Rückwirkungen auf die eigene Wirtschaft hinausgeht, wäre der nächste große Schritt. ■

Anhang

Wirkungen der Fed-Geldpolitik in Entwicklungs- und Schwellenländern

• **Maßnahmenpaket 1** der außergewöhnlichen Geldpolitik (QE1; 25. November 2008–31. März 2010; Bereitstellung von Liquidität, Kauf von Staatsanleihen, Agency-Anleihen und mortgage-backed securities MBS) führte zu einer Aufwertung des Dollar und zu Portfoliumschichtungen zu Gunsten von US-amerikanischen Wertpapieren. Entspre-

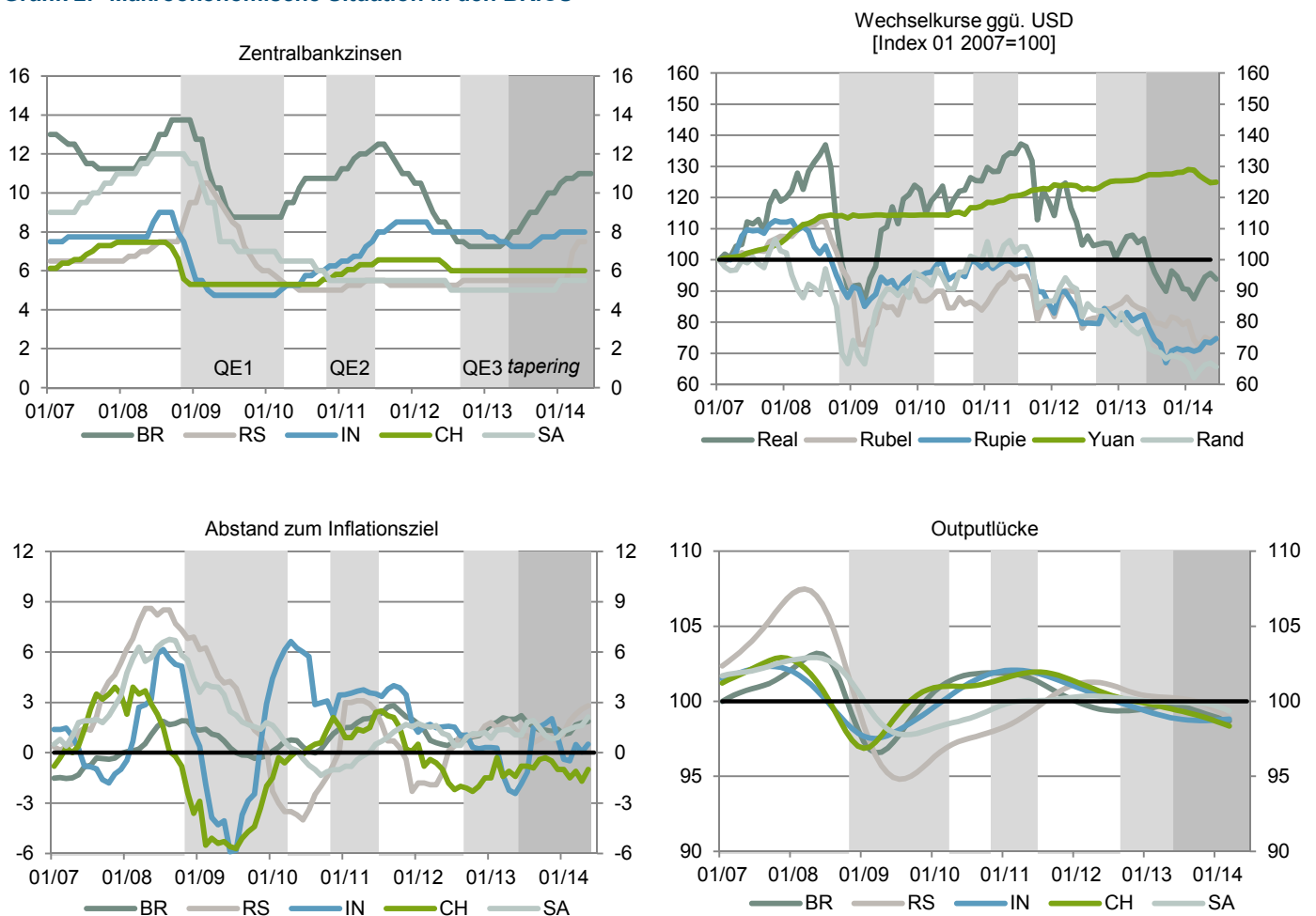
chend wurde Kapital aus den Entwicklungs- und Schwellenländern abgezogen.

Die Notenbanken der BRICS verfolgten infolge der Zinssenkungen in den Industrieländern und wegen der Übertragungseffekte aus der internationalen Finanzkrise ebenfalls eine expansive Geldpolitik. Die Zinssenkungen der BRICS waren

auch für die Situation in den eigenen Volkswirtschaften im Großen und Ganzen gerechtfertigt. Denn die Produktionsleistung fiel unter Potenzial und die Inflationsraten waren rückläufig (siehe auch Grafik 2).

• **Maßnahmenpaket 2** der außergewöhnlichen Geldpolitik (QE2; November 2010–30. Juni 2011; v. a. Kauf von US-

Grafik 2: Makroökonomische Situation in den BRICS



Quelle: Thomson Reuters Datastream; FERI ; OECD, eigene Berechnungen.



Staatsanleihen) führte zu Währungsaufwertungen in den Entwicklungs- und Schwellenländern sowie zu Portfolioumschichtungen. Für letztere wurden sowohl Kapitalzuflüsse (insbes. Fremdkapital), als auch -abflüsse (v. a. Eigenkapital) in Schwellenländer identifiziert.<sup>16</sup>

• **Maßnahmenpaket 3** der außergewöhnlichen Geldpolitik (QE3; September 2012 – unbefristet; Kauf von Staatsanleihen und MBS) kam es zu weiteren Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer.

Sowohl die Ankündigungen, als auch in noch stärkerem Ausmaß die tatsächliche Umsetzung der Maßnahmen haben den Zufluss von Kapital in die Schwellenländer verstärkt.<sup>17</sup> Die gleichzeitige Aufwertung der Währungen dürfte das Wachstum der Schwellenländer belastet haben.<sup>18</sup>

Zusätzlich zu den geldpolitischen Maßnahmen haben die Länder in unterschiedlichem Ausmaß versucht, die Kapitalflüsse zu steuern.<sup>19</sup> Diese reichten von Beeinflussung der Wechselkurse wie in Brasilien über die Abschaffung von

Restriktionen zur Förderung der FDI-Zuflüsse bis zur Liberalisierung der Kapitalabflüsse in Südafrika.

Die Outputlücken der BRICS zeigen, dass sich die realwirtschaftliche Situation in den jeweiligen Zeiträumen nicht weiter verbesserte. Gleichzeitig baute sich zumindest während der QE2-Laufzeit ein gewisser Inflationsdruck auf. Entsprechend haben mit Ausnahme Südafrikas alle Zentralbanken die Zinsen angehoben. Zu Beginn von QE3 hingegen lagen die Inflationsraten relativ nahe an oder unter den Zielwerten und die Zentralbanken der BRICS hatten teilweise zuvor – zwischen QE2 und QE3 – die Zinsen gesenkt.

• **Auslaufen von QE3** (*Tapering*; Ankündigung im Mai 2013 – geplantes Ende im Oktober 2014; Reduzierung der Anleihekäufe): Das Auslaufen der außergewöhnlichen Maßnahmen kann zwar nicht mit einem Ende der expansiven Geldpolitik gleich gesetzt werden. Trotzdem hat allein die Ankündigung des *Tapering* durch die Fed zumindest kurzfristig zu starken Reaktionen der Fi-

nanzmärkte geführt.

Schon im Jahr 2011 warnte der IMF, dass die zukünftige Umkehr der außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen die Kapitalflüsse in die Schwellenländer umkehren könnte. Allerdings kommen die bisherigen Untersuchungen zu unterschiedlichen Ergebnissen hinsichtlich des Umfangs der ausgelösten Kapitalströme. So ist nicht gesichert, ob Länder mit stärkeren Fundamentaldaten tatsächlich weniger von den Marktunruhen (Wechselkursbewegungen und Kapitalabflüsse) betroffen waren.<sup>20</sup> Schließlich hatten diese zuvor auch die stärksten Kapitalzuflüsse erhalten.

Ein abschließendes Verdikt über die genauen Auswirkungen fehlt zwar noch. Aber schon jetzt ist klar, dass sich das *Tapering* nicht mit den Interessen der Schwellenländer deckte. Denn diese mussten ihre Geldpolitik eher restriktiv ausrichten, um der Währungsabwertung und den Kapitalabflüssen zu begegnen, auch wenn die konjunkturelle Situation eher expansive Maßnahmen erfordert hätte.

a) Eigene Übersetzungen.

b) Blanchard, O., Ostry, J. D. und A. R. Gosh (2013), International Policy Coordination: The Loch Ness Monster, IMFdirect, 15. Dezember 2013.

c) Stevens, G. (2013), Challenges for Central Banks, in: BIS (ed.) Navigating the Great Recession: what role for monetary policy? BIS Papers No. 74.

d) Cuarana, J. (2012), Policymaking in an interconnected world, Luncheon speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th Economic Policy Symposium on "The changing policy landscape", 31. August 2012.

e) Lagarde, C. (2014), A New Multilateralism for the 21st Century, Richard Dimbleby Lecture, 3. Februar 2014.

f) Rajan, R. (2014), Why the world is unprepared for rising interest rates, Australian Financial Review, 12. Februar 2014, [http://www.afr.com/p/world/why\\_the\\_world\\_is\\_unprepared\\_for\\_rising\\_interest\\_rates](http://www.afr.com/p/world/why_the_world_is_unprepared_for_rising_interest_rates)

g) Tchakarov, I. (2004), The Gains from International Monetary Cooperation Revisited, IMF Working Paper No. 1.

<sup>1</sup> Eichengreen, B. (2013), Currency War or International Policy Coordination?, White Paper, Januar 2013, [http://eml.berkeley.edu/~eichengr/curr\\_war\\_JPM\\_2013.pdf](http://eml.berkeley.edu/~eichengr/curr_war_JPM_2013.pdf).

<sup>2</sup> Ostry, J. D. und A. R. Gosh (2013), Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them, IMF Staff Discussion Note No. 11.

<sup>3</sup> Broner, F., Didier, T., Erce, A. und S. L. Schmukler (2013), Gross capital flows: Dynamics and crises, Journal of Monetary Economics 60 (1): 113–133.

<sup>4</sup> Die plötzliche Umkehr oder das Wegbrechen von Kapitalströmen aus dem Ausland begleiten oft Krisen in Schwellenländern. Solch ein Einbruch betrifft dann alle Arten von Kapitalströmen.

<sup>5</sup> Coenen, G., Lombardo, G., Smets, F. und R. Straub (2008), International Transmission and Monetary Policy Cooperation, ECB Working Paper No. 858.

<sup>6</sup> Sachs, J. und W. J. McKibbin (1985), Macroeconomic Policies in the OECD and LDC External Adjustment, NBER Working Paper 1534.

<sup>7</sup> IMF (2012), 2012 Spillover Report, IMF Policy Paper.

<sup>8</sup> Mohanty, M. S. und P. Turner (2008), Monetary policy transmission in emerging market economies: What is new?, BIS Paper No. 35.

<sup>9</sup> McKibbin, W. J. (1997), Empirical Evidence on International Economic Policy Coordination, in: Fratianni, M., D. Salvatore und J. von Hagen, Macroeconomic Policy in Open Economies, Chapter 6; Lui, Z. und E. Pappa (2005), Gains from international monetary policy coordination: does it pay to be different?, ECB Working Paper No. 514.

<sup>10</sup> Ghosh, A., und P. Masson (1988), International Policy Coordination in a World with Model Uncertainty, IMF Staff Papers No. 35: 230–58.

<sup>11</sup> Rajan, R. (2014), Why the world is unprepared for rising interest rates, Australian Financial Review, 12. Februar 2014, [http://www.afr.com/p/world/why\\_the\\_world\\_is\\_unprepared\\_for\\_rising\\_interest\\_rates](http://www.afr.com/p/world/why_the_world_is_unprepared_for_rising_interest_rates)

<sup>12</sup> Cooper erkannte schon 1968, dass gegenseitige Abhängigkeiten bei der internationalen Politikanalyse zu berücksichtigen sind Cooper, R. (1968), The Economics of Interdependence (New York: McGraw-Hill): 157–58.

<sup>13</sup> Cecchetti, S. G., Kydland, F. E., Caruana, J., Aziz, Z. A., Jordan, T. und G. Stevens (2013), Navigating the Great Recession: what role for monetary policy?, BIS Paper No. 74.

<sup>14</sup> Ostry, J. D. und A. R. Ghosh (2013), Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them, IMF Staff Discussion Note SDN/13/11.

<sup>15</sup> Cooper, R. N. (2006), Almost a century of central bank cooperation, BIS Working Paper No. 198.

<sup>16</sup> IMF (2013), Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies, IMF Policy Paper.

<sup>17</sup> Neely, C. J. (2010), The large scale asset purchases had large international effects, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2010-018; Fratzscher, M., Lo Duca, M und R. Straub (2013), On the International Spillovers of US Quantitative Easing, ECB Working Paper No. 1557.

Eine Ausnahme bildet Russland, welches relative stabile Kapitalzuflüsse, jedoch starke Kapitalabflüsse zu verzeichnen hatte (IMF(2013), Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies, IMF Policy Paper, Background Paper).

<sup>18</sup> Denn diese ging nicht mit Produktivitätsgewinnen, sondern mit Kapitalzuflüssen einher (Bussière, M., Lopez, C. und C. Tille (2014), Do Real Exchange Rate Appreciations Matter for Growth?, MPRA Paper No. 54892.)

<sup>19</sup> IMF (2013), Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies, IMF Policy Paper.

<sup>20</sup> Siehe Literaturüberblick in Mishra, P., Moriyama, K., N'Diaye, P. und L. Ngyen (2014), Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets, IMF Working Paper No. 109.