

# Die Deregulierung der Zentralbanken: Ein internationaler Markt für gute Geldpolitik

REINER EICHENBERGER und SERGIO ROSSI\*

Keywords: monetary policy, deregulation, open markets, protectionism  
JEL classification: E58, F13

## 1. Einleitung

Die Geldpolitik vieler Länder ist wenig stabilitätsorientiert oder erreicht Geldwertstabilität nur zu hohen gesellschaftlichen Kosten. Eine wichtige Ursache dafür ist, dass Regierungen und Interessengruppen die Geldpolitik zu beeinflussen versuchen. Beispielsweise profitieren Regierungen kurzfristig von erhöhter Geldschöpfung und tiefen Zinsen sowie guten makroökonomischen Daten vor den Wahlen. Exportierende und importkonkurrierende Produzenten verlangen tiefe Wechselkurse, während Akteure mit Schulden in Inland- und Guthaben in Auslandswährung sinkende Wechselkurse wünschen. Immer wichtiger werden auch die Ansprüche der Finanzmarktteilnehmer. Eine Geldpolitik, die solchen Partikularinteressen dient, ist zumeist kurzfristig orientiert, expansiv und volatil. Damit gefährdet sie die längerfristige Geldwertstabilität und das Wirtschaftswachstum. Weil diese Grössen aber den Wählern wichtig sind, ist es im demokratischen Wettbewerb für die Regierungen und politischen Parteien wichtig, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik versprechen zu können. Ihr Problem besteht aber darin, das in glaubwürdiger Weise zu tun. Denn rationale Wähler erwarten, dass die Regierungen nach den Wahlen wieder eine eigennützige, kurzfristig

\* Universität Freiburg, Schweiz. Eine frühere Version dieses Papiers wurde an der Jahrestagung der Schweizerischen Gesellschaft für Volkswirtschaft und Statistik 2004 in Basel, 18–19 März 2004 präsentiert. Wir danken den Konferenzteilnehmern, insbesondere Johannes BINSWANGER, Michael GUMUCHDJIAN und Matthias PAUSTIAN, sowie Peter KUGLER und einem anonymen Gutachter für ihre konstruktiven Kommentare. Wir danken auch Alex CUKIERMAN, David MAYES, Paul MOSER-BÖHM, Guido TABELLINI und Carl WALSH für ihre hilfreichen Vorschläge, sowie Dante CAPRARA, Szymon KLIMASZEWSKI und Mark SCHELKER für die Unterstützung bei der Erarbeitung dieses Beitrags.

orientierte Geldpolitik betreiben. Deshalb wollen auch Regierungen und Parteien Regeln finden, die die Geldpolitik verstetigen und vor kurzfristiger Einflussnahme durch Partikularinteressen schützen.

Viele Länder konnten bisher aber keine eigenen glaubwürdigen geldpolitische Institutionen entwickeln, die die langfristigen Interessen der Bevölkerung verfolgen und gegenüber Beeinflussungsversuchen immun sind. Deshalb greifen sie zu Institutionen wie festen Wechselkursen, *currency boards* oder gar Dollarisierung. Diese Mechanismen funktionieren jedoch oft nur in „normalen“ Zeiten gut; unter manchen makroökonomischen Bedingungen sind sie aber mit hohen Kosten verbunden, wie etwa Argentinien eindrücklich illustriert.

In diesem Beitrag wird ein neuer Vorschlag vorgebracht, wie die Anreize und Möglichkeiten der Zentralbank-Handlungsträger gestärkt werden können, eine auf langfristige Stabilität ausgerichtete Geldpolitik zu betreiben. Es wird vorgeschlagen, dass erstens auch ausländische Individuen in die leitenden Funktionen der Zentralbank gewählt werden können, zweitens nicht nur natürliche Personen (Individuen), sondern auch juristische Personen (Unternehmungen, Parteien, Organisationen, etc.) leitende Aufgaben übernehmen können, und drittens die Bezahlung der Entscheidungsträger flexibilisiert wird.

Durch diese Massnahmen entsteht ein „internationaler Markt für gute Geldpolitik“, in dem sich natürliche und juristische Personen für leitende Positionen in einzelnen oder mehreren Zentralbanken bewerben können. In einem solchen offenen Markt sind die Anreize zu stabilitätsorientierter Geldpolitik grösser als in den heutigen geschlossenen Märkten. Erstens nimmt der Wettbewerb zwischen den verschiedenen Anbietern zu. Zweitens kann ein Mangel an fähigen inländischen Kandidaten für geldpolitische Führungspositionen durch internationale Rekrutierung einfach kompensiert werden. Drittens lohnt es sich für die Anbieter von Geldpolitik vermehrt, kurzfristigen Druckversuchen zu widerstehen, weil sie so eine Reputation als unabhängige Währungshüter aufbauen können, die es ihnen erlaubt, sich auch in anderen Zentralbanken erfolgreich zu bewerben. Viertens wird es für die Regierung und die Bevölkerung einfacher, die geldpolitischen Kompetenzen einer natürlichen oder juristischen Person zu beurteilen, wenn diese in mehreren Zentralbanken tätig war.

Darüber hinaus wäre es in einem internationalen Markt – anders als in einem geschlossenen Markt – auch möglich und aus politisch-ökonomischer Sicht auch wünschenswert, wenn die Bürger direkt die Verantwortlichen für die Geldpolitik wählen könnten. Damit würden deren Anreize, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu verfolgen, weiter gestärkt.

Das weitere Vorgehen ist wie folgt: Der zweite Abschnitt diskutiert die bisherigen theoretischen und praktischen Ansätze, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik

sowie deren Orientierung auf allgemeine Interessen zu erhöhen. Im dritten Abschnitt werden die heutigen Regulierungen identifiziert, die die Anreize und Möglichkeiten der Regierungen sowie Zentralbanken mindern, stabilitätsorientierte und glaubwürdige Geldpolitik zu verfolgen. Darauf aufbauend wird unser Vorschlag zur Deregulierung der Geldpolitik entwickelt und im vierten Abschnitt seine Vorteile diskutiert. Der fünfte Abschnitt befasst sich mit den möglichen Einwänden. Im sechsten Abschnitt argumentieren wir, dass die Geldpolitik dank der Deregulierung auch demokratisiert werden kann. Der siebte Abschnitt bietet einige abschliessende Überlegungen.

## 2. Glaubwürdigkeit aus traditioneller Perspektive

Das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik wurde schon früh in der „rules-versus-discretion Debatte“ thematisiert, insbesondere von KYDLAND und PRESCOTT (1977) sowie BARRO und GORDON (1983). Ihnen zufolge sind geldpolitische Regeln vorteilhaft, weil ansonsten Zentralbanken versuchen, mit einer lockeren Geldpolitik die Produktion über das Produktionspotential hinaus auszuweiten, was vom privaten Sektor antizipiert wird und deshalb erfolglos bleibt und nur inflationäre Konsequenzen hat. Zudem sind geldpolitische Regeln auch produktiv, weil sie die Spielräume der Entscheidungsträger zur Verfolgung eigener oder gut organisierter Interessen einschränken, weil die wirtschaftlichen Entscheidungsträger nur unvollständig informiert sind und deshalb durch eine ungebundene Geldpolitik verunsichert werden, und weil aktive Geldpolitik nur mit grosser, variabler Zeitverzögerung wirkt (z. B. FRIEDMAN, 1960, Kap. 4).<sup>1</sup>

Ein Ansatz zur Regelbindung zielt darauf, Zentralbank-Entscheidungsträger mit besonderen Eigenschaften zu selektionieren. So haben unter anderen ROGOFF (1985), LOHMANN (1992), und WALLER (1992) Modelle entwickelt, in denen *ex ante* Verpflichtungen auf Inflationsziele durch die Wahl sogenannt konservativer Zentralbank-Entscheidungsträger, d. h. besonders inflationsaverser Personen, eingegangen werden können. Ein anderer Ansatz will die Anreize der Agenten stärken, tatsächlich im Interesse der Prinzipale zu handeln (FISCHER, 1994, S. 291). Dazu müssen die kurzfristigen Vorteile instabiler Geldpolitik für

1 Dabei darf nicht vergessen werden, dass nicht nur in vielen Entwicklungsländern, sondern auch in manchen OECD Ländern die Grundlinien der Geldpolitik von der Regierung oder einzelnen Regierungsmitgliedern (insbesondere dem Finanzminister, oder in Grossbritannien dem Schatzminister) geprägt wurde, wohingegen die Zentralbank praktisch nur für das Tagesgeschäft verantwortlich war.

die Zentralbank-Entscheidungsträger durch Nachteile aus allfälligen Sanktionen kompensiert werden. Damit also *ex ante* Versprechen für stabilitätsorientierte Geldpolitik glaubwürdig werden, müssen *ex post* wirksame Sanktionierungsmechanismus entwickelt werden (dazu WALSH, 1995).

Doch das ist nicht einfach. Wie die politisch-ökonomische Literatur zeigt, wird die Wirkung von Anreizen auf die Zentralbank-Entscheidungsträger auch durch die Mehrstufigkeit der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Wählern, Politikern und Zentralbank sowie der schwachen Verantwortlichkeit (*accountability*) der Zentralbank-Entscheidungsträger geschwächt (dazu FISCHER, 1994; DIXIT, 1996; MUSCATELLI, 1998; und RIPOLL, 2002). Das Konzept der Verantwortlichkeit verlangt, dass Zentralbank-Entscheidungsträger negativ sanktioniert werden, wenn sie geldpolitische Ziele verfehlen. Zentralbank-Entscheidungsträger, die gegen die Interessen der Prinzipale handeln, können jedoch nicht einfach und schnell mit der Entlassung bestraft werden. Zumeist bleibt ihr Versagen – wegen asymmetrischer Information – lange unentdeckt oder nicht nachweisbar. Zudem erfordern die Entlassung und Neueinstellung besserer Agenten längere administrative Verfahren. Die resultierende Verunsicherung hätte schwerwiegende Konsequenzen. Deshalb verfügen Zentralbank-Entscheidungsträger während ihrer Amtszeit über grosse diskretionäre Entscheidungsspielräume und können eigene oder fremde Interessen verfolgen (dazu DE HAAN, 2000).

Überdies ist völlig unklar, welche Instanzen darüber entscheiden sollen, ob und in welchem Ausmass die Ziele verfehlt wurden, und wie die Zentralbank-Entscheidungsträger zu sanktionieren sind. Denn diese sind zuallererst gegenüber der Regierung oder dem Parlament verantwortlich, und diese wiederum gegenüber der Bevölkerung. Typischerweise werden also Zentralbank-Entscheidungsträger von den gleichen politischen Gremien gewählt, die sie danach auch kontrollieren und sanktionieren. Dadurch verlieren die Zentralbank-Entscheidungsträger ihre Unabhängigkeit und werden zunehmend in die kurzfristig orientierte Interessenpolitik hineingezogen. Hier droht ein eigentlicher Teufelskreis. Solange der Zentralbank-Entscheidungsträger den Interessen seines Wahlgremiums dient, wird er im Amt belassen, obwohl er die offiziellen Ziele der Geldpolitik nicht erreicht.<sup>2</sup> Deshalb dürfte eine durch den politischen Prozess kontrollierte

2 So ist beispielsweise im Falle der Neuseeländischen Zentralbank die Entlassung des Gouverneurs kein Automatismus (Artikel 49.3 des RBNZ Act), sondern muss von der Regierung oder dem Finanzminister beschlossen werden. Wie BERNANKE ET AL. (1999, S. 109) feststellen, wurde in den 1990er Jahren das Inflationsziel zweimal (1995 und 1996) verfehlt, aber die Sanktion der Entlassung wurde nicht eingesetzt. Vielmehr erweiterte die Regierung das Inflationsziel von 0–2 auf 0–3 Prozent.

Zentralbankpolitik weniger auf Geldwertstabilität als auf kurzfristige politische Interessen ausgerichtet sein.

In der neueren geldpolitischen Diskussion wurden verschiedene alternative Vorschläge zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit und Konsistenz der Geldpolitik entwickelt. Alle diese Mechanismen weisen jedoch theoretische und empirische Mängel auf, die im Folgenden diskutiert werden.

### 2.1. Unabhängige Zentralbanken

Der in Wissenschaft und Praxis wohl erfolgreichste Vorschlag zur Minderung interessenorientierten und opportunistischen Verhaltens der Zentralbank ist, ihr volle Unabhängigkeit zu gewähren. Dabei unterscheidet die Literatur zwischen Ziel-, Instrumenten- und persönlicher Unabhängigkeit (eine Übersicht gibt BOFINGER, 2001, S. 207–216).

Verschiedene Autoren (z. B. PERSSON und TABELLINI, 1993; FRATIANNI ET AL., 1997), argumentieren, dass unter repräsentativer Demokratie die Unabhängigkeit der Zentralbank geldpolitische Stabilität garantiere und die Inflation reduziere. Die Unabhängigkeit der Zentralbank von Regierung und Parlament erlaubt es ihr jedoch auch, eigene Interessen oder diejenigen gut organisierter Interessengruppen zu verfolgen. Deshalb kann die Unabhängigkeit der Zentralbank leicht zu neuen Ineffizienzen führen. Tatsächlich haben verschiedene Autoren mit dem Konzept der Opferrate (*sacrifice ratio*) den Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und realer wirtschaftlicher Aktivität neu thematisiert (siehe BALL 1994, 1995). Sie interpretieren die positive Korrelation zwischen der Unabhängigkeit der Zentralbank und den makroökonomischen Kosten einer inflationssenkenden Politik als Nachteil der Unabhängigkeit der Zentralbank (DEBELLE und FISCHER, 1997; GÄRTNER, 1997; und JORDAN, 1999).<sup>3</sup> Zudem kann auch eine formell unabhängige Zentralbank von der Regierung beeinflusst werden. So kann die Regierung geldpolitische Entscheidungen indirekt durch ihre Fiskalpolitik beeinflussen, während die Zentralbank mittels Offenmarkttransaktionen Staatspapiere kaufen und so deren Kurs und Rendite stützen kann. Darunter leidet die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, mit entsprechenden Konsequenzen für die wirtschaftliche Stabilität. Überdies können Zentralbank-

3 Allerdings leidet das Konzept der *sacrifice ratio* daran, dass es auf die Zeit des Inflationsrückgangs fokussiert statt auf den gesamten Konjunkturzyklus inkl. Inflationszunahme, und dass die Identifizierung und Zurechnung der Einkommensverluste auf die Geldpolitik und den Inflationsrückgang zumindest problematisch sind (dazu BALTENSPERGER und KUGLER, 2000).

Entscheidungsträger trotz Unabhängigkeit unter Druck der Regierung geraten, da erstere der Regierungspartei oft in der einen oder anderen Weise nahe stehen. Da die Zentralbank-Entscheidungsträger ja auch von der Regierung oder vom Parlament ernannt werden, sind gegenseitig gute Beziehungen für die Wahl zumindest nicht schädlich.

## 2.2. *Feste Wechselkurse*

Zur Steigerung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit insbesondere in Entwicklungsländern optieren viele Ökonomen für ein System fester Wechselkurse oder fester Bindung an eine stabile Währung oder einen Währungskorb. Dadurch wird die Geldpolitik der ausländischen Ankerwährung importiert, wodurch die eigene Geldpolitik gebunden und damit besser vorhersehbar wird. Gleichzeitig geht jedoch die geldpolitische Autonomie verloren. Deshalb kann nicht mehr situativ auf exogene Schocks reagiert werden, was mit grossen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden sein kann. Obwohl sich feste Wechselkurse oder feste Bindungen für eine gewisse Zeit und unter günstigen Bedingungen bewähren können, bergen sie grosse Risiken, insbesondere wenn sich die Volkswirtschaften der beiden aneinander gebundenen Währungsräume unterschiedlich entwickeln oder von asymmetrischen Schocks getroffen werden (EICHENGREEN und BAYOUMI, 1999; ROSSI, 2004).

Deshalb kann die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht kostenlos dadurch erhöht werden, indem den geldpolitischen Entscheidungsträgern die Hände gebunden und die Wechselkursrisiken ausgeschaltet werden. Zudem krankt das Bankensystem dieser Länder zumeist unter einer schlechten Einschätzbarkeit der Kreditwürdigkeit der Schuldner, was die Wahrscheinlichkeit von Schuldenkrisen erhöht. Insbesondere Transformationsländer leiden an der eingeschränkten Fähigkeit ihrer Zentralbanken, die Geschäftsbanken zu überwachen und internationale Standards zur Buchführung, Kapitalisierung und Insolvenzverfahren durchzusetzen (z. B. MISHKIN, 2001; SBRACIA und ZAGHINI, 2001; und BANK OF ITALY, 2002). Zudem steht die Transformation des Finanzsystems der meisten Länder noch aus. Ihre Finanzmärkte sind im Vergleich zu den Währungsgebieten, an die sie angebunden werden, weiterhin unterentwickelt (für empirische Evidenz zu den EU-Beitrittsländern, siehe EUROPEAN COMMISSION, 2002; HERRMANN und JOCHEN, 2003). Wie beispielsweise die Mexiko-Krise von 1994–95 und die Asien-Krise von 1997–98 zeigen, erhöht die unterschiedliche Entwicklung der Finanzmärkte die mit gebundenen Wechselkursen verbundenen Risiken beträchtlich. Die Schwäche des Bankensektors macht es den Zentralbanken fast unmöglich, durch erhöhte Kreditschöpfung die Wechselkurse zu stützen, was

natürlich von den Devisenmarktteilnehmern antizipiert und ausgenutzt wird (dazu EICHENGREEN und BAYOUMI, 1999, S. 355).

### 2.3. *Currency Boards und Dollarisierung*

Als Alternative zu festen Wechselkursen empfehlen manche Autoren Währungsbehörden oder sogenannte *currency boards*, die die gesamte durch sie emittierte inländische Währung mit ausländischen Devisen zu 100 Prozent decken und zu einem festen Wechselkurs umzutauschen garantieren (dazu HANKE und SCHULER, 1999). So war der Hong Kong Dollar seit 1983 und der Argentinische Peso von 1991 bis 2002 durch eine Währungsbehörde an den US-Dollar gebunden, genau so wie die Währungen Estlands (seit 1992), Litauens (seit 1994) und Bulgariens (seit 1997) heute an den Euro gebunden sind. Gemäss ihren Befürwortern fördern Währungsbehörden durch die 100 prozentige Deckung mit ausländischen Devisen die Preisstabilität und Glaubwürdigkeit der einheimischen Währung, was zu gesamtwirtschaftlicher Stabilität, Wachstum und Wohlstand führt. Während die empirische Evidenz für die kurzfristige Steigerung der Preisstabilität spricht (siehe BENNETT, 1994; ENOCH und GULDE, 1998; GULDE ET AL., 2000), sind die Auswirkungen auf die Wechselkursstabilität und die Stabilität der Finanzmärkte und damit die längerfristige Zielerreichung der Geldpolitik wenig vorteilhaft. Beispielsweise konnten auch die riesigen offiziellen Reserven der Hong Konger Währungsbehörden (die deutlich über der 100 Prozent Regel lagen) die Wechselkursinstabilität während der 1998er Krise nicht verhindern. Zudem leidet auch dieses System an den für feste Wechselkurse so problematischen asymmetrischen Schocks. Ein typisches Beispiel ist Argentinien. Auf Grund der starken Aufwertung des US-Dollars von 1999 bis Anfangs 2002 erfuhr auch der Argentinische Peso eine Aufwertung, wodurch die Nachfrage nach Argentinischen Exporten stark zurückging. Die Argentinische Währungsbehörde konnte aber durch das rigide Währungssystem keine expansive Politik betreiben. Vielmehr kamen Spekulationen darüber auf, ob die Parität von Peso und Dollar wegen ihrer nachteiligen Wirkung auf die Argentinische Wirtschaft aufgegeben werden muss, weshalb grosse Mengen Peso in Dollar umgetauscht wurden. Dadurch aber sank die Geldmenge in Argentinien, was die Krise noch vertiefte.

Aufgrund der Nachteile von Währungsbehörden fordern nun manche ihrer früheren Befürworter ganz direkt die Dollarisierung oder Euroisierung, d. h. den Ersatz der lokalen Währung durch den US-Dollar oder den Euro (dazu CALVO, 2001). Puerto Rico (1899) und Panama (1904) haben den Weg der Dollarisierung schon früh, Ecuador (2000) und El Salvador (2001) erst kürzlich gewählt. Die

Dollarisierung hat – gleich ob sie offiziell, halb-offiziell oder inoffiziell erfolgt – für die betroffenen Länder verschiedene Vorteile. Als wichtigste sind tiefere Inflationsraten, tiefere Zinsen, besser integrierte Finanzmärkte, weniger volatile Wechselkurse sowie den erhöhten Zwang zur fiskalischen Disziplin der Regierung zu nennen (siehe NISKANEN, 2000; ANTINOLFI und KEISTER, 2001). Andererseits ist die Dollarisierung auch mit verschiedenen Nachteilen verbunden, insbesondere dem Verlust der geldpolitischen Autonomie sowie der Seigniorage, dem Verlust des Wechselkurses als flexiblen Anpassungsmechanismus bei asymmetrischen Schocks, sowie der Verlust eines *lender of last resort*, was die Eindämmung von Banken Krisen erschweren kann. Da die monetären Anpassungsmechanismen ausgeschaltet werden, erfordern Schocks umso grössere reale Anpassungen. Deshalb ist die Dollarisierung keinesfalls immer vorteilhaft, insbesondere wenn berücksichtigt wird, dass sie hauptsächlich als Rezept für Entwicklungsländer empfohlen wird. Deren wirtschaftliche Strukturen unterscheiden sich aber schon fast definitionsgemäss stark von den amerikanischen, weshalb asymmetrische Schocks häufig sind.

#### 2.4. Währungswettbewerb

Verschiedene Ökonomen forderten Wettbewerb zwischen verschiedenen Währungen und *free banking*. Davon erwarten sie analog zum Wettbewerb in Güter- und Dienstleistungsmärkten vorteilhafte Resultate, insbesondere weil Wettbewerb zwischen Währungen ihre Anbieter zwingt, auf Preisstabilität zu achten (siehe KLEIN, 1974; HAYEK, 1978/1990; SELGIN und WHITE, 1994; DOWD, 2000). Doch die Realisierungschancen dieses Vorschlags dürften trotz seiner inflationssenkenden Wirkung klein sein. Denn schon einer seiner ersten Befürworter hielt treffend fest, dass „[i]f there are many monies and many sets of prices, the unit of account and medium of exchange functions of money are hampered. Money exchange rates are now necessary to determine relative values, and there are now the added transactions costs involved in currency conversions. These computational-conversion costs increase with the number of independent monies within a market“ (KLEIN, 1974, S. 443). In der geldpolitischen Praxis wurde der Ansatz deshalb kaum genutzt.

Die bisherige Diskussion zeigt, dass die bislang in der Theorie diskutierten und praktisch umgesetzten institutionellen Ansätze zur Erhöhung der Stabilitätsorientierung und der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik immer mit verschiedenen Nachteilen verbunden sind. Deshalb gilt es, nach Ansätzen zu suchen, die keine solchen Nachteile aufweisen. Unser Vorschlag ist, den Markt für Zentralbank-Entscheidungsträger international zu öffnen.



### 3. Das Konzept der Deregulierung der Geldpolitik

In der Literatur wurde eine besonders ökonomische Alternative zu den bisherigen Lösungsversuchen für das Glaubwürdigkeitsproblem vernachlässigt: die Schaffung eines internationalen, wettbewerblichen Marktes für gute Geldpolitik. Heute wird die Entstehung internationaler Märkte für gute Politik jedoch in allen Bereichen verhindert (dazu EICHENBERGER, 2001, 2003), auch in der Geldpolitik. Bedeutsam sind vor allem drei Vorschriften:

Erstens müssen in fast allen Ländern die wichtigsten politischen Entscheidungsträger Staatsbürger des betreffenden Landes sein.<sup>4</sup> Ausländische Spezialisten dürfen nicht mit den einheimischen konkurrieren. Dadurch wird sowohl die Auswahl an hinreichend qualifizierten Kandidaten eingeengt, als auch deren Anreize zu stabilitätsorientierter Politik geschwächt. Zudem können die Entscheidungsträger kaum international Erfahrungen sammeln. Folglich ist es für die Wahlgremien auch sehr schwierig, die Fähigkeiten der lokalen Kandidaten einzuschätzen. Überdies stehen viele einheimische Kandidaten einer lokalen Interessengruppen nahe, wodurch der Einfluss von Partikularinteressen auf die Geldpolitik zunehmen kann.

Zweitens können nur natürliche Personen als Zentralbank-Entscheidungsträger gewählt werden. Politische Parteien können manchmal Kandidaten vorschlagen, aber weder sie noch spezialisierte Unternehmungen können selbst ein Amt übernehmen (und dann die für die anstehenden Probleme besonders geeigneten Personen delegieren und wieder abberufen). Dies erschwert es der Regierung und den Bürgern, das Verhalten der Zentralbank-Entscheidungsträger voraussehen. Über die Fähigkeiten und Ziele einheimischer Kandidaten ist zumeist weit weniger bekannt als über ausländische Unternehmungen oder Organisationen. Zudem können heute die Parteien, die einmal einen Kandidaten erfolgreich

4 Eine der wenigen Ausnahmen war die junge Zentralbank von Bosnien und Herzegowina. Artikel 8.1 der neuen Verfassung (einem Ergebnis des 1995 geschlossenen Dayton-Paris Abkommens) besagt, dass „[d]uring the first six years of operation of the Central Bank, the Governing Board shall be composed of a Governor appointed by the International Monetary Fund, after consultation with the Presidency of Bosnia and Herzegovina, and three members appointed by the Presidency of Bosnia and Herzegovina. The Governor appointed by the International Monetary Fund shall not be a citizen of Bosnia and Herzegovina or any neighboring state. The three members appointed by the Presidency of Bosnia and Herzegovina shall be one Bosniac and one Croat from the Federation of Bosnia and Herzegovina and one Serb from the Republika Srpska“. Artikel 8.2 besagt jedoch, dass nach sechs Jahren alle Mitglieder des Governing Board Bürger von Bosnien und Herzegowina sein müssen.

vorgeschlagen haben, diesen kaum mehr kontrollieren, weil sie ihm das Amt nicht mehr entziehen können.

Drittens wird heute die Bezahlung von Zentralbank-Entscheidungsträgern durch Gesetze und Verordnungen festgelegt. Die Kandidaten können ihre Dienste nicht zu höheren oder tieferen Preisen anbieten. Die expliziten Gehälter der Zentralbank-Entscheidungsträger liegen zumeist deutlich unter dem, was ähnlich qualifizierte Personen in Geschäftsbanken verdienen. Dadurch wird die Auswahl möglicher Kandidaten weiter eingeschränkt. Zudem wächst die Gefahr, dass Zentralbank-Entscheidungsträger implizite Entschädigungen beziehen, indem sie z. B. Zuwendungen von Interessengruppen erhalten oder ihr Insiderwissen oder ihren Handlungsspielraum zur Einkommenserzielung einsetzen. In der einschlägigen Literatur ist der substitutive Zusammenhang von expliziten und impliziten Entschädigungen heute gut nachgewiesen (z. B. WORLD BANK, 1997).

Insgesamt schränken diese drei Regulierungen die Angebotsseite des Marktes für Geldpolitik stark ein. Sie schwächen den Wettbewerb und erschweren den Markteintritt neuer Anbieter. Dadurch werden die Anreize der Entscheidungsträger weiter geschwächt, eine stabilitätsorientierte Politik zu verfolgen, die sich an den Präferenzen der Bürgern orientiert,<sup>5</sup> oder wie es BOFINGER (2001, S. 166–167) kürzlich formuliert hat: „[t]he content of monetary policy decisions will bear the imprint of those interest groups which are in a better position than others to influence the political process.“

Im Weiteren wird deshalb argumentiert, dass die drei genannten Regulierungen aufgehoben, in gewisser Weise also das Zentralbankwesen dereguliert werden sollte. Dadurch wird die Wohlfahrt der Bevölkerung durch zwei Mechanismen erhöht: Erstens lohnt es sich in einem internationalen Markt für Zentralbank-Entscheidungsträger, eine Reputation für stabilitätsorientierte Politik aufzubauen. Zweitens wird der Einfluss gut organisierter Interessengruppen zugunsten der schlechter organisierten Gruppen vermindert. Im Folgenden werden die Wirkungsmechanismen dargestellt.

5 Ein Beispiel wäre ein konservativer Zentralbank-Präsident, der aufgrund seiner sehr grossen Inflationsaversion wenig um Vollbeschäftigung kümmert, obwohl dies ein zentrales Anliegen der Bevölkerung ist. Dabei wird er noch von einigen einflussreichen Interessengruppen unterstützt, z. B. den Rentnern, die ihr Vermögen vor überraschender Inflation schützen wollen.

### *3.1. Abbau des Protektionismus im Zentralbankwesen*

Die heute üblichen Verbote zur Einstellung ausländischer Zentralbank-Entscheidungsträger werden aufgehoben. Ausländer werden unabhängig von ihrem Wohnsitz wählbar, wodurch der Wettbewerb um die führenden Stellen in Zentralbanken gestärkt wird. Die Auswahl an hinreichend qualifizierten Kandidaten nimmt zu, wobei sich zugleich ihre Anreize grundsätzlich verändern. In geschlossenen Märkten haben Zentralbank-Entscheidungsträger nur wenige Anreize, den kurzfristigen Druckversuchen der Regierung und gut organisierten Interessengruppen zu widerstehen. Ihr Verhalten hängt stark von ihrer intrinsischen Motivation ab, weshalb es um so wichtiger ist, die Personen sehr sorgfältig zu selektionieren, was aber durch die protektionistisch eingeschränkte Marktgröße erschwert wird. In offenen Märkten hingegen haben die Zentralbank-Entscheidungsträger sehr wohl starke Anreize, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu verfolgen. Dank guter Arbeit im langfristigen Interesse der Bevölkerung und der Regierung in einem Land erhöhen sie ihre Chancen, auch in die Zentralbanken anderer Länder gewählt zu werden. Somit lohnt es sich für sie, eine starke Reputation für stabilitätsorientierte Geldpolitik aufzubauen. Die Wirkung der Deregulierung des Zentralbankwesens ist analog zur Wirkung von Freihandel in Güter- und Dienstleistungsmärkten und der vier Freiheiten im EU-Binnenmarkt. Zentralbanken profitieren ganz ähnlich wie private Unternehmungen, Universitäten oder sogar Sportnationalmannschaften davon, dass sie ihre obersten Entscheidungsträger (CEOs, Verwaltungsräte, Professoren und Nationaltrainer) im Ausland rekrutieren können. Dabei bleibt stets zu betonen, dass die Deregulierung des Zentralbankwesens die Wahl eines Ausländers erlaubt, aber keineswegs einen Zwang darstellt.

### *3.2. Deregulierung des Produktionsprozesses*

Neu können nicht nur natürliche Personen, sondern auch juristische Personen, also z. B. Unternehmungen, Parteien, NGOs oder internationale Organisationen, direkt für Stellen als Zentralbank-Entscheidungsträger kandidieren. Einmal gewählt, können solche Anbieter nach ihrem Belieben Personen für die mit dem Amt zusammenhängenden Aufgaben delegieren, also auch Delegierte austauschen. Kandidaturen von natürlichen Personen bleiben selbstverständlich weiterhin möglich. Diese Deregulierungsmassnahme erlaubt es in- und ausländischen Geldpolitikanbietern, ihre Politik glaubwürdig umzusetzen und eine entsprechende Reputation aufzubauen. Sie öffnet den Markt für internationale Geldpolitikanbieter, deren Erfolg auf fachlicher Reputation ihrer Organisation und

nicht auf der persönlichen Bekanntheit ihrer Experten beruht. So könnten dann beispielsweise international bekannte Politikberatungsfirmen oder Ableger von internationalen Finanzinstitutionen direkt als Geldpolitikanbieter auftreten.

### *3.3. Liberalisierung der Preise von geldpolitischen Leistungen*

Die heutigen durch Gesetz, Verordnung oder Bankstatuten geregelten festen Löhne werden wenigstens auf ein der Privatwirtschaft vergleichbares Niveau erhöht, so dass die Stellen auch für ausländische Kandidaten attraktiv werden. Durch diese Erhöhung der expliziten Entschädigungen sinkt die Bedeutung der impliziten Entschädigungen und dadurch die Asymmetrie zwischen gut und schlecht organisierten Interessengruppen, die den Zentralbank-Entscheidungssträgern unterschiedlich gut implizite Entschädigungen zukommen lassen können. Zudem ist die Anhebung der expliziten Entschädigungen eine Vorbedingung für die Kandidatur von gewinn- und auch nicht-gewinnorientierten Unternehmungen, da implizite Entschädigungen innerhalb von Unternehmungen nur schlecht transferiert werden können.

Die Löhne könnten auch durch einen Marktmechanismus bestimmt werden. Dann dürften die kandidierenden Geldpolitiker ähnlich wie bei öffentlichen Ausschreibungen Entschädigungsforderungen stellen, wobei die Regierungen dann die Angebote prüfen und eine für sie attraktive Preis-Leistungs-Kombination wählen könnten.

Die Deregulierungsschritte zielen nicht auf „mehr Markt und weniger Staat“. Die heutigen Strukturen der Zentralbanken und die Beziehungen zur Regierung sollen nicht revolutioniert werden. Unser Vorschlag ist prozessorientiert. Die Regeln des geldpolitischen Prozesses sollen so geändert werden, dass die Anreize zunehmen, Geldpolitik im Sinne der Bürger zu betreiben. Der Vorschlag ist deshalb eher evolutionär denn revolutionär. Alle Regulierungen, die hier nicht direkt angesprochen werden, bestehen weiterhin. Insgesamt ist der hier präsentierte Vorschlag eine Ergänzung, kein Substitut zu anderen Bemühungen zur Steigerung der Effizienz von Zentralbanken. Insgesamt bringt er der Bevölkerung eine Vielzahl von Vorteilen.

#### 4. Die wichtigsten Vorteile

Die Deregulierung des Zentralbankwesens lässt einen internationalen Markt für gute Geldpolitik entstehen. Durch die Zulassung auswärtiger Anbieter und juristischer Personen sowie die Erhöhung der Entschädigungen wird es für Individuen und Organisationen interessant, sich auf die „Produktion“ stabiler Geldpolitik zu spezialisieren und ihre Dienste international anzubieten. Die Wirkungen sind ganz analog zur Deregulierung im Bereich der Geschäftsbanken.

In einem internationalen Markt für gute Geldpolitik verändern sich die Handlungsbedingungen für alle wichtigen Akteure. In einem offenen Markt können international aktive Anbieter ihre Dienste jeder Zentralbank anbieten. Dadurch nehmen die Verfügbarkeit von geldpolitischen Fähigkeiten und die Wettbewerbsintensität zu. Die Zentralbank-Entscheidungsträger werden damit gezwungen, ihr Angebot vermehrt auf ihre Wahlgremien auszurichten. Aufgrund ihrer Wiederwahlrestriktion und der zugrunde liegenden Nachfrage der Bürger nach Stabilität sind die Regierungen sehr wohl daran interessiert, den Bürgern eine stabilitätsorientierte Politik anbieten zu können. Dadurch erhalten die Zentralbank-Entscheidungsträger Anreize, an einer stabilitätsorientierten Geldpolitik festzuhalten und kurzfristigen Einflussversuchen der Regierungen und Interessengruppen zu widerstehen und so eine internationale Reputation für glaubwürdige, stabilitätsorientierte Geldpolitik aufzubauen. Weil ihre Leistungen in einem Land die Wiederwahlchancen in anderen Ländern erhöhen, lohnt es sich für sie vermehrt, ihre Versprechen einzuhalten. Gleichzeitig wird es für die Wahlgremien einfacher, das Potential der verschiedenen Kandidaten einzuschätzen. Weil heute die Kandidaten oft keine ernsthaften geldpolitischen Erfahrungen mitbringen, sind sie nur sehr schwer zu beurteilen. In einem offenen Markt hingegen werden Spitzenpositionen zumeist an Personen vergeben werden, die bereits in verschiedenen Ländern geldpolitische Erfahrungen sammeln konnten. Natürliche oder juristische Personen, die bereits in mehreren Ländern wichtige Stellen einnahmen oder gleichzeitig einnehmen, sind leichter zu beurteilen, da für sie mehrere Leistungs-Beobachtungen vorliegen. Anderenfalls bleibt oft unklar, ob allfällige Erfolge und Misserfolge durch gute Arbeit oder unglückliche Umstände verursacht wurden. Auch dadurch wird wiederum der Einfluss der schlecht organisierten Gruppen gestärkt, die ansonsten besonders grosse Schwierigkeiten haben, die Leistung der Zentralbank korrekt zu beurteilen. Die vorteilhaften makroökonomischen Wirkungen werden durch den Erwartungsmechanismus vervielfacht. Die erwartete Stabilität wirkt sich nicht nur in vielfältiger und vorteilhafter Weise auf das Wirtschaftsgeschehen, sondern auch auf die Politik im Allgemeinen aus (dazu EICHENBERGER, 2004).

Heute gibt es bereits wettbewerbliche internationale Märkte für einzelne Leistungen von Zentralbanken. Beispiele sind Beratung für verschiedene Fragen der Geldpolitik, die Ausbildung von Zentralbankmitarbeitern und die Ausführung einzelner Teilaufgaben (z. B. Liquiditätsmanagement, Banknotendruck, Vermögensverwaltung). In diesen Märkten spielen private Unternehmungen eine wichtige Rolle. Mit der Deregulierung des Zentralbankwesens wird diese fruchtbare Entwicklung auf den Kernbereich der Geldpolitik erweitert. Obwohl aus dieser Perspektive die Deregulierung der Zentralbankwesens ein kleiner Schritt ist, ist er absolut entscheidend. Neu werden die internationalen Anbieter die Verantwortung für die Geldpolitik tragen und müssen nicht mehr nur die Ziele der einheimischen Zentralbank-Entscheidungsträger umsetzen.

## 5. Mögliche Probleme

Bisher haben wir die Vorteile der Deregulierung des Zentralbankwesens betont. Bisher hat jedoch kein Land seine Zentralbank dereguliert.<sup>6</sup> Gibt es also bislang nicht erwähnte Probleme mit dem Konzept? Im Folgenden diskutieren wir einige Einwände, die regelmässig gegen unseren Vorschlag vorgebracht werden. Sie erweisen sich alle als nicht stichhaltig (eine breitere Diskussion möglicher Einwände gegen die Deregulierung der Politik im Allgemeinen bietet EICHENBERGER, 2001). Sodann versuchen wir politisch-ökonomisch zu erklären, weshalb sich die Deregulierung bisher nicht durchgesetzt hat.

### 5.1. Traditionelle Einwände

(a) „Die Bevölkerung ist gegen ausländische Zentralbank-Entscheidungsträger“. Dieses Argument ist inkonsistent mit der empirischen Evidenz. Heute importieren viele Ländern grosse Teile ihrer Politik, insbesondere auch der Währungspolitik, und unterstellen sich damit ausländischen Politikern. Besonders augenfällige Beispiele sind die vielen Beitritte zur EU sowie der Europäischen Währungsunion, über die in den meisten Beitrittsländern durch Volksabstimmungen entschieden wurde. In schon fast unzähligen Ländern trat somit die Mehrheit der Bevölkerung dafür ein, die Wirtschafts- und Geldpolitik aus Brüssel und Frankfurt zu importieren bzw. sich einer durch ausländische Entscheidungsträger dominierten

6 In einigen Ländern (z. B. Finnland, Israel, Japan, Neuseeland und Norwegen) können zwar Ausländer auf Dauerstellen eingestellt werden, aber nicht in leitende Positionen.

Wirtschafts- und Geldpolitik zu unterstellen. Genau so zeigen auch die Entscheidungen vieler Länder, ihre Währungen an eine ausländische zu binden oder gar zu Dollarisieren, eine ausgesprochen grosse Bereitschaft, ausländische Politiken zu importieren und ausländische Politiker und Institutionen den eigenen überzuordnen. In die gleiche Richtung weisen auch die vielen internationalen Abkommen, in denen sich Länder auswärtigen Entscheidungen unterziehen. Interessant ist, dass durch diese Fälle von Politikimport die nationale Autonomie viel stärker eingeschränkt wird als durch unseren Vorschlag. Denn sie führen zu einer vollständigen oder weitgehenden Aufgabe der Entscheidungsautonomie. In unserem Vorschlag bleibt die nationale Autonomie hingegen vollständig bewahrt.

(b) *„Deregulierung bringt neue Risiken“*. Oft wird befürchtet, die Deregulierung des Zentralbankwesens könnte die Anreizstrukturen zerstören, die heute Fehlverhalten der Zentralbank-Entscheidungsträger mindern. Insbesondere wird argumentiert, die Nationalitätensvorschriften und das persönliche Mandat erleichterten es, Zentralbank-Entscheidungsträger im Falle schwerwiegenden Fehlverhaltens vor Gericht einzuklagen. Dieses Argument ist jedoch wenig überzeugend. Während es zumeist nicht schwieriger ist, flüchtige Ausländer vor Gericht zu bringen als flüchtige Inländer, ist es einfacher, juristische als natürliche Personen einzuklagen, weil sie weniger gut untertauchen können. Wichtig ist natürlich, dass die Verträge richtig abgefasst werden, so dass allfälliges Fehlverhalten auch im Heimatland des vertragsbrüchigen Entscheidungsträgers als Vergehen gelten. Offensichtlich sind allfällige Probleme leicht lösbar. Ansonsten würden private Unternehmungen nicht so viele Ausländer in Führungspositionen einstellen.

(c) *„Deregulierung ist teuer“*. Regelmässig wird eingewendet, in einem internationalen Markt wären die Gehälter der Zentralbank-Entscheidungsträger viel höher als heute. Als erstes gilt es zu bedenken, dass die höhere explizite Entlohnung wenigstens zum Teil die implizite Entlohnung ersetzt. Insbesondere in Entwicklungsländern sind die impliziten Entlohnungen durch Insider- und Devisentransaktionen beträchtlich und wohl oft grösser, als die expliziten Entschädigungen der teuersten internationalen Spezialisten, die aufgrund ihrer Reputation keine oder bedeutend weniger implizite Entschädigungen annehmen. Zudem müssen die allfälligen höheren Kosten mit den Nutzen der Deregulierung verglichen werden. Tatsächlich wäre aber schon der Nutzen auch nur einer minimalen Verbesserung der Geldpolitik wesentlich grösser als die Kosten für sehr hohe Löhne.

(d) *„Regierungen wählen besonders fügsame Kandidaten“*. Die bisherige Argumentation baut darauf auf, dass Regierungen ein Interesse an einer langfristig

stabilitätsorientierten Geldpolitik haben, und deshalb auch entsprechend reputierte Kandidaten wählen, was wiederum den Geldpolitik-Anbietern Anreize gibt, eine solche Reputation aufzubauen. Falls aber Regierungen möglichst füg-same Kandidaten bevorzugen, geht ein Hauptvorteil der Deregulierung verloren. Schlimmer noch: Es könnte argumentiert werden, dass es sich dann für internationale Anbieter sogar lohnt, eine Reputation dafür aufzubauen, der Regierung jeden kurzfristigen Wunsch zu erfüllen. Diese Gefahr besteht aber nicht. Um solche Erfüllungsgehilfen zu finden, muss die Regierung nicht auf dem internationalen Markt suchen, denn sie gibt es in jedem einzelnen Land heute schon in genügend grosser Zahl. Vielmehr würde die Deregulierung des Zentralbankwesens sogar einer ganz kurzfristig orientierten Regierung stärkere Anreize geben, ihre Geldpolitik längerfristig auszurichten. Im internationalen Markt werden sich Anbieter mit einer Reputation für eine stabilitätsorientierte Politik etablieren, auch wenn nur ein Teil der Regierungen an einer solchen Politik interessiert sind. Sobald es aber ein solches Angebot gibt, wird es für die anderen Regierungen schwieriger, weiterhin gefügsame Zentralbank-Entscheidungsträger zu wählen, weil dies für die Bevölkerung und die internationale Gemeinschaft ein Zeichen dafür ist, dass die Regierung nicht stabilitätsorientiert ist. Gleichwohl könnte die Wirksamkeit der Deregulierung erhöht werden, wenn sie mit einer Volkswahl der Zentralbank-Entscheidungsträger gekoppelt würde (siehe dazu Abschnitt 6).

Schliesslich ist unser Vorschlag keinesfalls utopisch. Immerhin gibt es schon eine ganz kleine Zahl international mobiler Zentralbank-Entscheidungsträger. Ein besonders interessanter Fall ist der Neuseeländer Peter Nicholl. Nachdem er fünf Jahre (1990–95) Vize-Gouverneur der *Reserve Bank of New Zealand* war, wurde er 1997 zum Gouverneur der Zentralbank von Bosnien und Herzegowina ernannt. Dort wurde er Nachfolger von Serge Robert, der das Amt ein Jahr hielt und zuvor zwanzig Jahre bei der Banque de France tätig war. Obwohl dieses Beispiel mit der sehr speziellen Situation Bosnien und Herzegowinas und dem Dayton-Paris Friedensabkommen zusammenhängen, zeigen sie doch, dass mobile Zentralbank-Entscheidungsträger erfolgreiche Geldpolitik betreiben können. Das spiegelt sich auch darin, dass Peter Nicholl nach Ablauf der sechs jährigen Übergangsperiode, in der Ausländer zugelassen waren (dazu Fussnote 4), die Bosnische Bürgerschaft erhielt, so dass er am 20. Mai 2003 ordnungsgemäss als Inländer für eine neue Amtszeit bis am 31. Dezember 2004 wiedergewählt werden konnte.



## 5.2. Eine politisch-ökonomische Erklärung

Die oben diskutierten Einwände sind wenig überzeugend. Offensichtlich sind andere Gründe dafür verantwortlich, dass sich die Deregulierung des Zentralbankenwesens nicht spontan ergeben hat. Drei erscheinen uns besonders wichtig.

(a) *Nicht alles Vorteilhaftes entwickelt sich spontan.* Deregulierung erfolgt selten schnell und umfassend. Auch viele andere Wirtschaftsbereiche werden viel langsamer dereguliert, als es Ökonomen empfehlen würden. Der Grund dafür ist, dass Deregulierung nicht nur die Effizienz erhöht, sondern immer auch eine Umverteilung von Verfügungsrechten und Einkommen bewirkt. In Bereichen, in denen die negativ Betroffenen besonders gut organisiert sind oder einen besonders guten Zugang zu den letztendlichen Entscheidungsträgern haben, hat es Deregulierung besonders schwer. Augenfälligstes Beispiel ist die Deregulierung der Politik im Allgemeinen (EICHENBERGER, 2001, 2003). Die Bereitschaft der Politiker aller staatlichen Ebenen ist sehr klein, ihre Märkte (z. B. ihre Gemeinden, Kantone oder gar Nationalstaaten) für auswärtige Spezialisten zu öffnen. Da die Zentralbanken dem Bereich der Politik aus verschiedenen Gründen sehr nahe stehen, spielt die protektionistische Haltung der heutigen Zentralbank-Entscheidungsträger eine bedeutende Rolle. Dabei ist nur zu gut verständlich, wenn sie gegenüber der Öffnung „ihrer Bank“ für ausländische Konkurrenten um führende Stellen wenig Begeisterung zeigen.

(b) *Interessen der gegenwärtigen Regierungen.* Wir haben verschiedentlich argumentiert, dass demokratisch gewählte Regierungen aus langfristiger Perspektive an einer stabilitätsorientierten Geldpolitik interessiert sind und deshalb nach der Deregulierung sehr wohl besonders stabilitätsorientierte Anbieter wählen würden. Das bedeutet aber noch nicht, dass die heutigen Regierungen für die Deregulierung des Zentralbankenwesens eintreten. Denn es sind zwei völlig verschiedene Entscheidungen, unter Wettbewerbsdruck einen durch Regeln gegebenen Spielraum zu nutzen oder die Regeln zu ändern. Immerhin sind die gegenwärtigen Regierungen diejenigen politischen Gruppierungen, die unter den heutigen Regeln am meisten Wählerstimmen erhielten. Gewissermassen sind sie also die Spezialisten für Politik unter den heutigen Regeln, d. h. sie haben unter anderem das Glaubwürdigkeitsproblem besser bewältigt als ihre Konkurrenten. Deshalb sind sie zumeist auch wenig daran interessiert, die Entscheidungsregeln zu ändern.

(c) *Deregulierung ist ein internationales öffentliches Gut.* Konsistent mit den obigen Ausführungen kann argumentiert werden, dass die bisherigen Oppositionsparteien an einer Deregulierung der Geldpolitik besonders interessiert sein sollten.

Oppositionsparteien leiden verglichen mit der Regierung oft unter Glaubwürdigkeitsdefiziten und sollten sich deshalb besonders für Mechanismen zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit stabilitätsorientierter Geldpolitik einsetzen. Sie stehen jedoch vor dem Problem, dass die Deregulierung des Zentralbankwesens in nur einem Land noch nicht die vollen Vorteile einbringt. Vielmehr nehmen die Vorteile der Deregulierung für jedes Land mit der Anzahl deregulierter Zentralbankssysteme zu. Der Aufbau einer Reputation für stabilitätsorientierte Geldpolitik lohnt sich umso mehr, je mehr Nachfrager für eine solche Politik vorhanden sind. Deshalb ist insbesondere die frühe Deregulierung des Zentralbankwesens mit grossen positiven Externalitäten für andere Länder verbunden und in diesem Sinne ein internationales öffentliches Gut.

## 6. Chance zur Demokratisierung der Geldpolitik

Die Bürger haben heute nur einen sehr indirekten Einfluss auf die Geldpolitik. In keinem Land können sie die wichtigsten Zentralbank-Entscheidungsträger selbst wählen (dazu WALSH, 1995, S. 150). Diese werden überall von den Regierungen oder Parlamenten gewählt. Falls die Zentralbank-Entscheidungsträger nach Ablauf ihrer Amtszeit wieder wählbar sind, führt dies zu einer offensichtlichen Abhängigkeit. Wenn sie auf Lebzeiten gewählt werden, sind sie niemandem gegenüber verantwortlich, was aus demokratischer Perspektive ebenfalls wenig befriedigend ist. Können sie hingegen nur für eine Amtszeit gewählt werden, kommen sie auch in eine gewisse Abhängigkeit zu Regierung oder Parlamentsmehrheit, weil sie nach ihrer Amtszeit oft an einer anderen Stelle im öffentlichen Dienst interessiert sind. Zwar kann für die beiden letzten Fälle argumentiert werden, dass der Regierungseinfluss so weniger direkt ist. Gleichzeitig droht jedoch die Wahl der Zentralbank-Entscheidungsträger noch stärker politisiert zu werden, weil die Regierung und Interessengruppen vor allem mit der gezielten Selektion der Kandidaten einen Einfluss auf die Geldpolitik erlangen können. Eine Direktwahl der Zentralbank-Entscheidungsträger durch die Bürger hätte deshalb bedeutende Vorteile. Die Zentralbank würde dadurch wirklich unabhängig von kurzfristigen Regierungs- und Parteiinteressen, bliebe aber trotzdem demokratisch kontrolliert.

Gegen die Direktwahl können jedoch wenigstens zwei Argumente angeführt werden: Erstens kann die Bevölkerung unter den heutigen Regulierungen des Zentralbankwesens kaum wirklich unabhängige Zentralbank-Entscheidungsträger wählen. Zwar bevorzugen rationale Wähler unabhängige Kandidaten. In geschlossenen Märkten für Geldpolitik ist die Auswahl an hinreichend

qualifizierten Kandidaten aber zumeist sehr klein. Deshalb besteht die Gefahr, dass die Gewählten der Regierung oder der Parlamentsmehrheit noch näher stehen, als wenn sie z. B. durch eine qualifizierte Parlamentsmehrheit gewählt werden.

Zweitens ist es in einem geschlossenen Markt für die Bürger fast unmöglich, die Qualität der Kandidaten zu beurteilen, die sich für ein leitendes Amt in der Zentralbank bewerben. Abgesehen vom Amtsinhaber können Kandidaten kaum eine Reputation für langfristig orientierte Geldpolitik aufbauen. Deshalb ist das Argument, die Kandidaten sollten von einem Expertenkomitee sorgfältig selektioniert und dann von der Regierung oder dem Parlament gewählt werden, nicht unbegründet.

Diese beiden Argumente gegen eine Direktwahl der Zentralbank-Entscheidungsträger werden mit der Deregulierung des Zentralbankwesens jedoch hinfällig. In einem internationalen Markt für gute Geldpolitik gibt es eine grosse Auswahl an wirklich unabhängigen Kandidaten. Gleichzeitig wird es für die Bürger einfacher, die Kandidaten zu beurteilen, weil sie sich im internationalen Markt eine Reputation aufbauen und international Erfahrung sammeln können. Beide Mechanismen funktionieren besonders gut, wenn sich auch juristische Personen für die einzelnen Stellen bewerben können. Denn für die Bürger dürfte es oft einfacher sein, die Qualität und Reputation juristischer Personen zu beurteilen als diejenige von natürlichen Personen.

Die Einführung der Direktwahl der Zentralbank-Entscheidungsträger und die Deregulierung des Zentralbankwesens stehen in einer positiven Wechselwirkung. Die Deregulierung macht die Direktwahl möglich, und die Direktwahl steigert die Wirksamkeit der Deregulierung zusätzlich, weil in manchen Ländern die Regierungen weniger bereit wären als die Bürger, natürliche und juristische Personen mit einer besonders starken Reputation für eine langfristig orientierte Geldpolitik zu wählen.

## 7. Folgerungen

Das Konzept der Deregulierung wurde bisher ausschliesslich auf den wirtschaftlichen Bereich angewendet. Der Bereich der Politik hingegen blieb von den reinigenden Kräften von Markt, Wettbewerb und Freihandel verschont. Dieser Beitrag überträgt deshalb das Konzept der Deregulierung auf die Geldpolitik. Es wird vorgeschlagen, den im Zentralbankwesen vorherrschenden Protektionismus abzubauen, d. h. die Nationalitäts- und Wohnsitzvoraussetzungen für die Wahl von Zentralbank-Entscheidungsträger aufzuheben, Vorschriften zum

Produktionsprozess zu lockern und juristische Personen zur Wahl als Zentralbank-Entscheidungsträger zuzulassen, und die Entschädigung der Entscheidungsträger marktlichen Bedingungen anzupassen. Sodann wird argumentiert, dass dieses Massnahmenpaket die Anreize der Zentralbank-Entscheidungsträger sowie der Regierung stärkt, für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik einzutreten.

Die Deregulierung des Zentralbankwesens ist für jedes Land vorteilhaft. Sie hat allerdings den Charakter eines internationalen öffentlichen Gutes, weil die Vorteile für jedes einzelne Land umso grösser werden, je mehr Länder den Weg der Deregulierung wählen. Die Deregulierung des Zentralbankwesens sollte deshalb auch Gegenstand internationaler Abkommen und das Anliegen internationaler Organisationen sein. Besonders fruchtbar kann das Konzept in zwei Ländergruppen umgesetzt werden: in Entwicklungs- und Schwellenländer und in Währungsunionen.

Die neuere Literatur zu Währungskrisen betont den engen Zusammenhang von Krisen, Kompetenzen der Zentralbank und der Geschäftsbankenstruktur (dazu SBRACIA und ZAGHINI, 2001; MISHKIN, 2001; BANK OF ITALY, 2002). Insbesondere in Entwicklungs- und Schwellenländern fehlen den Zentralbanken oft die für die Einhaltung internationaler Standards zur Überwachung der Geschäftsbanken notwendigen Kompetenzen. Dies gilt hinsichtlich der Buchführung, Kapitalkontrolle, Insolvenzverfahren, Geschäftsgebaren und der Vermeidung von Moral Hazard. Zugleich sind die Anreize und Möglichkeiten der Zentralbank-Entscheidungsträger klein, eine von kurzfristigen Regierungsinteressen unabhängige Geldpolitik zu betreiben. Die Deregulierung des Zentralbankwesens ist deshalb insbesondere für Entwicklungsländer eine fruchtbare Option. Der Mangel an Fachkompetenz und Anreizen würde mit einem Schlag gelöst. In Ländern, die bisher besonders unter kurzfristig orientierter Politik gelitten haben, sind die potentiellen Gewinne und damit die Verdienstmöglichkeiten durch eine langfristig orientierte Geldpolitik besonders gross. Deshalb wird es für internationale Geldpolitikanbieter besonders interessant, sich in solchen Ländern um Stellen zu bewerben und danach wie *turnaround manager* die Reformen genau dort durchführen, wo sie am meisten gebraucht werden.

In Währungsunionen droht die Geldpolitik, übermässig von regionalen Interessen gezeichnet zu werden. Ein Beispiel ist der Euro-Raum. Während der EZB-Rat (das höchste geldpolitische Entscheidungsgremium) insbesondere die Preisstabilität auf Ebene des gesamten Euro-Raumes verfolgen soll, müssen gemäss Art. 112 des EU-Vertrags alle Mitglieder Bürger eines Euro-Landes sein. Tatsächlich bleiben die Gouverneure der verschiedenen nationalen Zentralbanken, die auch Mitglieder des EZB-Rats sind, weiterhin fest in ihre nationalen

Institutionen eingebettet (RIPOLL, 2002, S. 11). Dadurch entsteht die Gefahr, dass partikuläre nationale Interessen die Entscheidungen auf Ebene des Euro-Raumes übermäßig beeinflussen, worauf z. B. der *Economist* schon früh hinwies.<sup>7</sup> Artikel 108 des EU Vertrags hält zwar fest, dass auch die EZB-Ratsmitglieder ohne jede Instruktion und Beeinflussung durch nationale Institutionen handeln sollen,<sup>8</sup> genau so wie auch die EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (1999, S. 59) feststellt, „[b]ei geldpolitischen Entscheidungen agieren die Mitglieder des EZB-Rats nicht als Vertreter ihres jeweiligen Landes, sondern vollkommen unabhängig in persönlicher Funktion.“ Wie aber schon DORNBUSCH ET AL. (1998, S. 15) betont haben, reichen solche Moralappelle natürlich nicht aus: „[t]he issue is not that bank presidents take or solicit direct instructions from their patrons, but whether they are cloned and then sent on their mission. When an issue of difference arises, a French appointee would vote in the style of France, and a German, as predictably, in the way of the Bundesbank“. Aufgrund neuer empirischer Evidenz halten denn auch MEADE und SHEETS (2002, S. 15) fest, dass „the majority of ECB Council members typically voted on monetary policy changes in a manner that can be justified by the differential between their national inflation rate and the EMU average“.<sup>9</sup> Tatsächlich ist ja auch die Herkunftsregel der EU ein Versuch, allfällige nationale Einflussnahme durch möglichst grosse Streuung der Herkunft der EZB-Ratsmitglieder zu neutralisieren. Entgegen den in den Europäischen Verträgen festgehaltenen Grundsätzen beeinflusst also die nationale Konjunktur das Wahlverhalten der EZB-Ratsmitglieder, was nach der Osterweiterung noch problematischer werden dürfte (dazu ROSSI, 2004). Die Deregulierung des Zentralbankwesens in der EU könnte auch hier Abhilfe

7 So bemerkte der *Economist* (31. Oktober 1998, S. 85), „there is a risk that national governors will be unduly influenced by conditions in their home country“.

8 Artikel 108 erklärt dass „[b]ei der Wahrnehmung der ihnen durch diesen Vertrag und die Satzung des ESZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten verpflichten sich, diesen Grundsatz zu beachten und nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen.“ (EUROPÄISCHE KOMMISSION, 1999, 25). Siehe auch Artikel 7 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (EUROPÄISCHE KOMMISSION, 1999, S. 37).

9 Das gleiche Ergebnis finden MEADE und SHEETS (2002) bezüglich regionaler Einflüsse in den geldpolitischen Entscheidungen des US Federal Open Market Committee. BERGER und DE HAAN (2002) finden einen starken Einfluss regionaler Inflations- und Wachstumsunterschiede auf das Wahlverhalten der Mitglieder des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank.

schaffen. In einem internationalen Markt für gute Geldpolitik gäbe es für nationale Herkunftsvorschriften keine Notwendigkeit mehr. Ein EZB-Rat, dessen Mitglieder aufgrund ihrer guten Reputation für stabilitätsorientierte Geldpolitik und ohne Rücksicht auf ihre Staatsbürgerschaft vom internationalen Markt rekrutiert würden, wäre sicherlich gegenüber den divergierenden nationalen Interessen weniger anfällig.

## Literatur

- ANTINOLFI, G. und KEISTER, T. (2001), "Dollarization as a Monetary Arrangement for Emerging Market Economies", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83(6), S. 29–39.
- BALL, L. (1994), "What Determines the Sacrifice Ratio?", in: N. G. Mankiw (Hrsg.) *Monetary Policy*, S. 155–182 (Chicago und London, University of Chicago Press).
- BALL, L. (1995), "Time-Consistent Policy and Persistent Changes in Inflation", *Journal of Monetary Economics*, 36(2), S. 329–350.
- BALTENSPERGER, E. und KUGLER, P. (2000), "Central Bank Independence and Sacrifice Ratios: Some Further Considerations", *Open Economies Review*, 11(2), S. 111–125.
- BANK OF ITALY (2002), *The Banking and Financial Sector in the Countries of South-Eastern Europe* (Rome, Bank of Italy).
- BARRO, R. J. und GORDON, D. B. (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91(4), S. 589–610.
- BENNETT, A. (1994), "Currency Boards: Issues and Experience", *International Monetary Fund Papers on Policy Analysis and Assessment*, PPAA/94/18.
- BERGER, H. und DE HAAN, J. (2002), "Are Small Countries Too Powerful within The ECB?", *Atlantic Economic Journal*, 30(3), S. 1–20.
- BERNANKE, B. S., LAUBACH, T., MISHKIN, F. und POSEN, A. (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton, Princeton University Press).
- BOFINGER, P. (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments* (Oxford, Oxford University Press).
- CALVO, G. A. (2001), "Capital Markets and the Exchange Rate with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33(2), S. 312–334.
- DE HAAN, J. (Hrsg.) (2000), *The History of the Bundesbank: Lessons for the European Central Bank* (London und New York, Routledge).

- DEBELLE, G. und FISCHER, S. (1997), "How Independent Should a Central Bank Be?", in: S. C. W. Eijffinger (Hrsg.) *Independent Central Banks and Economic Performance*, S. 462–488 (Cheltenham und Lyme, Edward Elgar).
- DIXIT, A. K. (1996), *The Making of Economic Policy: A Transaction-Cost Politics Perspective* (Cambridge und London, The MIT Press).
- DORNBUSCH, R., FAVERO, C. und GIAVAZZI, F. (1998), "Immediate Challenges for the European Central Bank", *Economic Policy*, 13(26), S. 15–64.
- DOWD, K. (2000), "The Invisible Hand and the Evolution of the Monetary System", in: J. Smithin (Hrsg.) *What is Money?*, S. 139–156 (London und New York, Routledge).
- EICHENBERGER, R. (2001), „Bessere Politik dank Deregulierung des politischen Prozesses“, *Analyse und Kritik*, 23(1), S. 43–60.
- EICHENBERGER, R. (2003), "Towards a European Market for Good Politics. A Politico-Economic Reform Proposal", *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie* 22, S. 221–237.
- EICHENBERGER, R. (2004), „Wirtschaftspolitische Beratung wirkt auch bei rationalen Erwartungen: Eine Skizze der Einflussmechanismen“, in: Ch. A. Schaltegger und St. C. Schaltegger (Hrsg.) *Perspektiven der Wirtschaftspolitik. Festschrift zum 65. Geburtstag von Prof. Dr. René L. Frey*, S. 37–45.
- EICHENGREEN, B. und BAYOUMI, T. (1999), "Is Asia an Optimum Currency Area? Can It Become One? Regional, Global, and Historical Perspectives on Asian Monetary Relations", in: S. Collignon, J. Pisani-Ferry und Y.-C. Park (Hrsg.) *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, S. 347–366 (London und New York, Routledge).
- ENOCH, C. und GULDE, A.-M. (1998), "Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems?", *Finance and Development*, 35(4), S. 40–43.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (1999), *Wirtschafts- und Währungsunion: Kompendium des Gemeinschaftsrechts* (Luxemburg, Amt für amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften).
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (1999), Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken, *Monatsbericht*, 1(7), S. 59–67.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (2003), Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, *Monatsbericht*, 5(6), S. 87–102.
- EUROPEAN COMMISSION (2002), "Report on Macroeconomic and Financial Sector Stability Developments in Candidate Countries", *European Commission Enlargement Paper*, no. 8.
- FISCHER, S. (1994), "Modern Central Banking", in: F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer und N. Schnadt (Hrsg.) *The Future of Central Banking: The*

- Tercenary Symposium of the Bank of England*, S. 262–308 (Cambridge, Cambridge University Press).
- FRATIANNI, M., VON HAGEN, J. und WALLER, C. J. (1997), “Central Banking as a Political Principal-Agent Problem”, *Economic Inquiry*, 35(2), S. 378–393.
- FRIEDMAN, M. (1960), *A Program for Monetary Stability* (New York, Fordham University Press).
- GÄRTNER, M. (1997), “Central Bank Independence and the Sacrifice Ratio: The Dark Side of the Force”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 133(3), S. 513–538.
- GULDE, A.-M., KÄHKÖNEN, J. und KELLER, P. (2000), “Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone”, *International Monetary Fund Policy Discussion Papers*, PDP/00/1.
- HANKE, S. H. und SCHULER, K. (1999), “A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization”, *Cato Journal*, 18(3), S. 405–419.
- HAYEK, F. A. (1978/1990), *Denationalisation of Money: The Argument Refined: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, 3. Auflage (London, Institute of Economic Affairs).
- HERRMANN, S. und JOCHEM, A. (2003), “The International Integration of Money Markets in the Central and East European Accession Countries: Deviations from Covered Interest Parity, Capital Controls and Inefficiencies in the Financial Sector”, *Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank Discussion Papers*, no. 07/03.
- JORDAN, T. J. (1999), “Central Bank Independence and the Sacrifice Ratio”, *European Journal of Political Economy*, 15(2), S. 229–255.
- KLEIN, B. (1974), The Competitive Supply of Money, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 6(4), S. 423–453.
- KYDLAND, F. W. und PRESCOTT, E. C. (1977), “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, 85(3), S. 473–491.
- LOHMANN, S. (1992), “Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility”, *American Economic Review*, 82(1), S. 273–286.
- MEADE, E. E. und SHEETS, D. N. (2002), “Regional Influences on U. S. Monetary Policy: Some Implications for Europe”, *International Finance Discussion Papers*, no. 721 (Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System).
- MISHKIN, F. S. (2001), “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no. 8087.



- MUSCATELLI, A. (1998), "Optimal Inflation Contracts and Inflation Targets with Uncertain Central Bank Preferences: Accountability through Independence?", *Economic Journal*, 108(447), S. 529–542.
- NISKANEN, W. A. (2000), "Dollarization for Latin America?", *Cato Journal*, 20(1), S. 43–47.
- PERSSON, T. und TABELLINI, G. (1993), "Designing Institutions for Monetary Stability", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, S. 53–84.
- RIPOLL, J. (2002), "National Appointments to Multinational Monetary Policy-making: A Role Conflict?", Mimeo.
- ROGOFF, K. (1985), "The Optimal Degree Of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 100(4), S. 1169–1189.
- ROSSI, S. (2004), "The Enlargement of the Euro Area: What Lessons Can Be Learned from EMU?", *Journal of Asian Economics*, 14(6), S. 947–970.
- SBRACIA, M. und ZAGHINI, A. (2001), "The Role of the Banking System in the International Transmission of Shocks", *Temi di discussione*, no. 409 (Rome, Bank of Italy).
- SELGIN, G. A. und WHITE, L. H. (1994), "How Would the Invisible Hand Handle Money?", *Journal of Economic Literature*, 32(4), S. 1718–1749.
- WALLER, C. J. (1992), "The Choice of a Conservative Central Banker in a Multi-Sector Economy", *American Economic Review*, 82(4), S. 1006–1012.
- WALSH, C. E. (1995), "Optimal Contracts for Central Bankers", *American Economic Review*, 85(1), S. 150–167.
- WALSH, C. E. (2000), "Market Discipline and Monetary Policy", *Oxford Economic Papers*, 52(3), S. 249–271.
- WORLD BANK (1997), *World Development Report 1997: The State in a Changing World* (Washington, World Bank).

## SUMMARY

The effectiveness of a central bank's monetary policy depends on the incentives of its head and board members to pursue an efficient policy in the citizens' interest. Today, however, these incentives are weakened by three kinds of regulations. First, in almost all countries, only nationals may be elected as head or board members. Secondly, only individuals may be appointed to such offices, but not monetary policy firms or political parties. Thirdly, the compensations for central bank governors and board members are regulated by law. In general, these compensations are far below the amount potential candidates may earn in the private sector.

This paper proposes to abolish these regulations. This enables monetary policy suppliers to become active in several countries and currency areas, to gain an international reputation for pursuing credible, stability-oriented monetary policies, and to cater for the interests of the citizens. Thus, an international market for good monetary policy could arise, allowing countries to import stability-oriented policy makers, thus benefiting the general public and, in particular, the weakly-organized social groups.

### ZUSAMMENFASSUNG

Die Geldpolitik vieler Länder ist wenig stabilitätsorientiert oder erreicht Stabilität nur zu hohen gesellschaftlichen Kosten. In diesem Beitrag wird ein neuer Vorschlag diskutiert, wie die Anreize der Handlungsträger in den Zentralbanken gestärkt werden können, eine auf langfristige Stabilität ausgerichtete Geldpolitik zu betreiben und eine entsprechende Reputation aufzubauen. Es wird vorgeschlagen, dass erstens ausländische Individuen in die leitenden Funktionen der Zentralbank gewählt werden können, zweitens nicht nur Individuen, sondern auch Firmen leitende Funktionen übernehmen können, und drittens die Bezahlung der Entscheidungsträger flexibilisiert wird, so dass es sich auch für Firmen lohnt, sich um Leitungsfunktionen zu bewerben. Durch diese Deregulierung des Zentralbankwesens entsteht ein „internationaler Markt für gute Geldpolitik“.

### RÉSUMÉ

Dans bien des pays, la conduite de la politique monétaire pose problème, dans la mesure où elle n'est pas suffisamment orientée vers la stabilité macroéconomique, ou alors elle assure la stabilité du niveau général des prix, mais à des coûts trop élevés pour la société. Cet article propose une solution alternative, afin d'induire les décideurs au sein des banques centrales à s'intéresser davantage à la poursuite d'une politique monétaire orientée vers la stabilité macroéconomique à long terme, ainsi à ne pas donner suite aux pressions politiques ou aux intérêts particuliers. Nous proposons, premièrement, que des étrangers puissent être choisis pour la conduite de la politique monétaire dans n'importe quel pays, deuxièmement, que non seulement des individus, mais aussi des entreprises nationales ou étrangères puissent accéder à la conduite de la politique monétaire et, troisièmement, que la rétribution de ces services soit libéralisée, de telle sorte que, même pour les entreprises, l'offre de ces services devienne rentable. La mise en œuvre

de ces mesures engendre l'apparition d'un marché international pour la politique monétaire, au sein duquel tant les individus que les entreprises peuvent se porter candidat à la conduite de la politique monétaire dans une (voire dans plusieurs) banque(s) centrale(s) nationale(s).

