

اصلاح نظام پولی اروپا

نویسنده: آلفرد جی. م. نوبل

ترجمه: سید جواد صالحی

اقتصادهای اروپایی تا سال ۱۹۹۵ رشد عادی خود را از سر خواهند گرفت*. ولی برای اکثریت کشورها رشد عادی جهت نیل به ملاکهای همگرایی تعیین شده در پیمان «ماستریخت» و شروع آخرین مرحله «اتحاد اروپا» کافی نیست. طی سالهای اخیر وضعیت ساختار مالی، تقریباً همه جا به وخامت گرائیده است. براساس آخرین شماره نشریه «چشم‌انداز اقتصادی دنیا» که از سوی صندوق بین‌المللی پول منتشر می‌شود، از میان کشورهای بزرگ اروپا فقط آلمان ممکن است تا سال ۱۹۹۵ به ملاک کسر بودجه حداکثر تا ۳ درصد محصول ناخالص داخلی نائل شود. بنابراین از نقطه نظر اقتصادی، تاریخ ۱۹۹۷ برای اتحاد پولی اروپا یک شق واقع‌بینانه نیست. این امری تواند مبین این نکته باشد که چرا در برخی از کشورها (بخصوص اسپانیا) سیاستمداران در فکر تضعیف ملاکهای همگرایی هستند. با این حال تضعیف ملاکها، موافقت آلمان یا در واقع موافقت مجلس این کشور را لازم دارد. (۱)

چنین می‌نماید که بر اروپا نوعی شک اروپایی حاکم است. موفقیت‌های ناشی از یکسپارچگی، همچون: حذف کنترل‌های سرمایه‌ای، اجرای بخش اعظم برنامه «بازار واحد» و بسط یکسپارچگی به چهار عضو اتحادیه تجارت آزاد اروپا (EFTA) با تأسیس «ناحیه اقتصادی اروپا» دست کم گرفته می‌شود. ناکامی دولتهای اروپایی در برقراری یک صلح پایدار در یوگسلاوی سابق، روند فرساینده تصویب «پیمان ماستریخت»، حرکت به سوی یک رکود و بالاخره از هم پاشیدگی «مکانیسم نرخ ارز اروپایی» اشتیاق وافر اوایل ۱۹۹۰ و اراده سیاسی حرکت هرچه سریعتر به سوی «اتحادیه پولی اروپا» را کم رنگ نموده است. گفته می‌شود در حال حاضر تاریخهای تعیین شده در پیمان ماستریخت (یعنی ۱۹۹۷ و نهایتاً ۱۹۹۹) در مراکز سیاسی نادیده گرفته می‌شوند. به طور قطع همراه با ادوار تجاری، احساسات، نسبت به آینده یکسپارچگی اروپا نیز تغییر خواهد کرد. چشم‌انداز، این است که بیشتر

فقدان یک مفهوم روشن

کوچک عضو اتحادیه تجارت آزاد اروپا بایستی متعهد به ایجاد یک اتحادیه سیاسی باشند، دشوار است.

خلاصه، به نظر می‌رسد مرحله دوم اتحاد اروپا نه یک دوره انتقالی کوتاه به سوی اتحاد پولی، بلکه دوره‌ای طولانی خواهد بود. در حالی که اقتصادهای اروپایی می‌توانند بدون عضویت در اتحادیه‌ای که با برداشت واحدی از خط‌مشیهای پولی و مالی اداره می‌شود رونق یابند در صورت توقف کامل روند یکپارچگی اروپا خطر بازگشت به عقب وجود دارد(۳). نمی‌توان به آسانی این نگرانی را از خود دور کرد که دولتهای عضو ممکن است با اقدامات حمایتی تجاری یا برقراری مجدد کنترل‌های سرمایه‌ای که تفرقه را بیشتر می‌کند، نسبت به مشکلات اقتصادی، واکنش نشان دهند. این به خودی خود نامطلوب است و در آینده شق حرکت به سوی اتحادیه پولی اروپا را به مخاطره خواهد انداخت.

از میان کشورهای بزرگ اروپا فقط آلمان ممکن است تا سال ۱۹۹۵ به ملاک کسری بودجه حداکثر تا ۳ درصد محصول ناخالص داخلی نائل شود

این ملاحظات به این نتیجه‌گیری منجر می‌شود که تعویق اصلاحات نظام پولی اروپا به

در ارزیابی چشم‌اندازهای حرکت به سوی اتحاد پولی اروپا طی دهه ۱۹۹۰، همچنین باید این واقعیت را در نظر گرفت که خط‌مشی یکپارچگی اروپا نسبت به مقوله بنیادی «گسترش» (*Widening*) در مقابل «تعمیق» (*deepening*) فاقد یک مفهوم روشن است. آنها که به دنبال الگوی اتحاد فدرالی هستند، ابتدا به ساکن، خط‌مشی تعمیق را ترجیح می‌دهند؛ چون بدین طریق می‌توان نسبت به خط‌مشیهای کلان و انتقالی که اعضاء تازه، مجبور به پذیرش آن هستند استانداردهایی برقرار نمود. با توجه به صرف نظر کردن از تعمیق در آینده قابل پیش‌بینی، طبیعی به نظر می‌رسد که فرایند گسترش اتحادیه اروپا به تعویق نیفتد، اما پذیرش اعضاء جدید احتمالاً توازن قوا در داخل اتحادیه اروپا را برهم خواهد زد؛(۲) مثلاً چهار کشور نسبتاً ثروتمند عضو اتحادیه تجارت آزاد اروپا احتمالاً به زبان کشورهای مثل: یونان، ایرلند، اسپانیا و پرتغال با افزایش بیشتر انتقالها مخالف اند. این امر مذاکرات مربوط به تعمیق را مشکل‌تر خواهد کرد. این کشورها، همچنین با تضعیف ملاکهای همگرایی، مخالفت خواهند ورزید که این می‌تواند علت اصلی تقاضای اسپانیا به خارج نگه داشتن اعضاء جدید از تصمیم‌گیری درخصوص شروع اتحادیه پولی باشد. و بالاخره ملاحظه اینکه چرا کشورهای

صلاح نیست. در سطوری که می آید ابتدا وضع کنونی نظام پولی اروپا تشریح و سپس معایب عمده آن تبیین و در پایان تصویری از اصلاحات، عرضه خواهد شد.

وضع کنونی نظام پولی اروپا

گسترش بی اندازه محدوده نوسان نرخ ارز از $2/25 \pm$ درصد به $15 \pm$ درصد، نظام پولی اروپا را از یک نظام چندجانبه نرخ ارز به یک نظام ثبیت یک جانبه نرخ ارز تبدیل کرده است. در حالی که «برابری» (*PARITY*) پولها با واحد پول اروپایی (*ECU*) حفظ شده اما کارکرد آن به عنوان یک قید الزامی در تعیین خط مشیهای داخلی از دست رفته است.

در این شرایط، بانک مرکزی آلمان، به شرط آنکه پولهای کشورها به محدوده نوسان نزدیک نشوند دیگر برای پشتیبانی از پولی که در مکانیسم نرخ ارز شرکت می کند ناگزیر به مداخله نیست. از این رو بانک مرکزی آلمان جهت تمرکز روی هدف تثبیت سطح قیمتها در آلمان، دیگر مانعی بر سر راه ندارد. این امر در کاهش اخیر هدف پولی از $4/5$ تا $6/5$ درصد $M3$ به 4 تا 6 درصد $M3$ در سال ۱۹۹۴، منعکس شده است.

از آنجا که مارک آلمان دارای وسیعترین حوزه نفوذ و بیشترین حیثیت است، نرخهای دوجانبه ارز در برابر مارک آلمان کانون توجه

خط مشی پولی برای دیگر بانکهای مرکزی است. تثبیت نرخ ارز دوجانبه، تعدیل خودکار خط مشی پولی داخلی را اجباری می نماید. رعایت این قاعده قابلیت اعتبار لازم جهت جلوگیری از سودجوییهای کلان از تنزل ارزش پول را تأمین می کند. شایان توجه است که بیشتر پولهای عضو مکانیسم نرخ ارز که ارزش آنها در اوت ۱۹۹۳ تنزل یافت به محدوده نوسان سابق خود برگشته اند. این امر می تواند مؤید این باشد که شرکای ذی ربط در نظام پولی اروپا قواعد جدید بازی را پذیرفته اند.

مع هذا کارکرد پسندیده چندماهه، ناپستی گواه این امر به حساب آید که ترتیبات جدید می تواند یک نظم پایدار بوجود آورد. بایستی توجه کرد که وضعیت فعلی، فاقد ثبات منظم است چون قواعد رفتار با موافقتنامه های الزام آور، تقویت نمی شود. وضعیت فعلی می تواند به آسانی به شناوری زشت و غریب تبدیل شود. در صورت فقدان قواعد رفتار اعلام شده، نمی توان با کاهش ارزش موقتی پول از طریق کاهش شدید نرخ بهره، هیچ کشوری را از سیاست فقیر کردن همسایه بازداشت. هرگاه یک کشور با وجود یک روتق آهسته به کاهش نرخ ارز مبادرت نماید، دیگران هم ممکن است تبعیت کرده و صحنه را برای یک موج جدید تورم در کشورهای عضو نظام پولی اروپا آماده نمایند.

معایب نظام

می شد موضوع اقدامات تعدیلی یا تعیین مجدد نرخ ارز واقع شود. فقدان یک لنگر، تورم تفاضلی را طی سالهای اولیه نظام پولی اروپا افزایش داد. از ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۳ میانگین تورم در کشورهای عضو نظام پولی اروپا ۱۰/۳ و در آلمان ۵/۳ درصد بود که اختلاف حاصله با تعیین مجدد نرخ ارز جبران می شد.

از آنجا که بانک مرکزی آلمان مفهوم تقارن را نپذیرفته ولی جنگ با تورم را رهبری می کرد، لذا نظام پولی اروپا به تدریج به یک نظام غیرمقارن تبدیل شد که در آن یک پیش آهنگ، خط مشی پولی را تعیین می کرد و پیروان، بر حفظ نرخ ارز در مقابل پول پیشرو در محدوده نرخ ارز مورد قبول، تأکید می ورزیدند. در راستای این مفهوم غیر رسمی، بانک مرکزی آلمان به تجدید ساختار "پورتفوی" خود به نفع عملیات بازار آزاد کوتاه مدت، با استفاده از موافقتنامه های باز خرید، اقدام کرد تا برای خنثی کردن مداخله گسترده به منظور حمایت از پولهای عضو نظام پولی اروپا آماده شود. در عین حال دیگر بانکهای مرکزی، شروع به ذخیره دارائیهها به مارک کرده و به مداخله درون محدوده نرخهای ارز تاسی کردند. در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰ رایج شده بود که مارک آلمان به عنوان لنگر نظام پولی اروپا تلقی، و باور گردد که نظام پولی اروپا به اعضا اجازه می دهد از اعتبار بانک مرکزی آلمان که همانند

هرگونه نظمی در نرخ ثابت ارز تنها هنگامی پایدار است که سیاستهای پولی اعضا همگام بوده و جلوی ضربات ویرانگر بوجود آمده در یک کشور عضو با تعیین مجدد نرخ ارز گرفته شود. در اصل، هردو راه چاره را می توان با یک رویه الزام آور، یعنی نوعی هماهنگی اجباری خط مشی که استقلال تصمیم گیری را به یک نهاد فراملیتی تفویض می نماید، اعمال کرد. در صورتی که هماهنگی شدید فوق ملی وجود نداشته باشد یک نظام نرخ ارز، تنها هنگامی باقی می ماند که انگیزه ها و محدودیتهای قوی جهت تعدیل خط مشی در حرکت به سوی یک هدف پذیرفته شده عمومی را که ثباتی برای خط مشی ملی است بوجود آورد.

به نظر می رسد مرحله دوم اتحاد اروپا نه یک دوره انتقالی کوتاه به سوی اتحاد پولی، بلکه دوره ای طولانی خواهد بود.

نظام پولی اروپا از ابتدا فاقد یک لنگر بود و بین هدف اعلام شده ثبات قیمت و نرخ ارز و خط مشی های پولی کشور، ارتباطی برقرار نبود. مفهوم ستایش شده تقارن (*Symmetry*) ایجاب می کرد یک پول ملی از دیگر پولها فاصله زیادی پیدا نکند. فرض براین بود پولی که نسبت به عملکرد گروهی، قویتر یا ضعیفتر

ترمزی بر انتظارات تورمی ملی عمل می‌کرد
استفاده کنند. (۴)

پذیرش موقت

ولی قابل توجه است که یک پول، هنگامی می‌تواند نقش لنگر را ایفا کند که مأموریت محوله با هدایت سازگار، پشتیبانی گردد. ناشر پول اصلی بایستی از سیاست تکیه بر بیاد پرهیز نماید. اما بانک مرکزی آلمان، برعکس، نسبت به افزایش ارزش پول واکنش با انبساط پولی نشان داده است. (۵) کشورهای پیرو بایستی برابریهای نرخ ارز را با توسط خط‌مشی‌های تعدیل‌کننده داخلی حفظ کنند و یا، در صورتی که موارد استثنایی مانع این کار است، آماده تعیین مجدد و زودهنگام نرخ ارز باشند. این اعتقاد که اعتبار را می‌توان بدون رعایت ملاکهای آن قرض کرد، گمراه‌کننده است.

هرگونه نظمی در نرخ ثابت ارز تنها هنگامی پایدار است که سیاست‌های پولی اعضاء همگام بوده و جلو ضربات ویرانگر بوجود آمده در یک کشور عضو با تعیین مجدد نرخ ارز گرفته شود

در واقع نقش لنگری مارک آلمان به طور موقت پذیرفته شده است. ظاهراً این اعتقاد وجود داشت که با وجود حمایت‌های جزئی کنترل‌های سرمایه‌ای در سطح ملی (تا سال

۱۹۹۱) و امکان مداخله (به برکت موافقتنامه بال - نیبورگ که تسهیل مالی جهت مداخله درون محدوده نرخ ارز را افزایش می‌داد) و بالاخره تعهد متقارن به مداخله درون محدوده، تعدیل ناکافی خط‌مشی پول داخلی قابل تحمل است. با اینکه تورم در سطح کشورهای عضو نظام پولی اروپا تا سال ۱۹۹۱ دو برابر آلمان باقی ماند، اما تنظیم مجدد نرخ ارز، پس از سال ۱۹۸۷ تحریم شد. رد تنگ نظرانه افزایش ارزش مارک در سال ۱۹۹۱ صحنه را برای فرو ریختن نهایی مکانیسم نرخ ارز اروپایی آماده کرد. در غیاب یک تنظیم مجدد آرام‌کننده ضربه وحدت آلمان، یک افزایش ارزش (پول) به آلمان تحمیل کرد که در یک تنزل ارزش برای بقیه کشورهای عضو مکانیسم پولی اروپا، انعکاس یافت. در نتیجه نرخ تورم آلمان ۰/۶ درصد اضافه شد و حال آنکه نرخ موزون تورم شرکای نظام پولی اروپا ۰/۸ درصد در ۱۹۹۲ پائین آمد. (۶) مشکل است به راحتی دریافت شرکای نظام پولی اروپا ظاهراً پیش‌بینی نکردند که بانک مرکزی آلمان چاره‌ای جز انقباضی کردن خط‌مشی خود نداشت. همچنین معماست که چرا بازارهای ارز مدت درازی صبور ماندند و از قرار معلوم توهم عدم ضرورت هیچ‌گونه تعیین مجدد نرخ ارز، قبل از شروع اتحاد پولی اروپا را پذیرفته و به اجرا درآوردند.

اقدامات اصلاحی

هرگونه اصلاح نظام پولی اروپا بایستی با هدفهای زیر هدایت شود:

□ حاکمیت بر خطمشی پولی در قلمرو ملی باقی می ماند،

□ خطمشی پولی به طور یقین مشمول هدف عام حفظ ثبات قیمتها قرار دارد و

□ تعیین مجدد اولیه نرخ ارز مانع واگرایی خطمشی است.

با اصلاح پولی که بانکهای مرکزی را حکمرانان نظام پولی اروپا خواهد ساخت، می توان به این هدفها نائل شد.

مهمترین جزء سازنده، تأمین استقلال کامل بانک مرکزی در مقابل دولت، در همه کشورهای عضو است. به هر حال پیمان ماستریخت این

اقدام را می طلبد و برخی کشورها (بخصوص فرانسه) از پیش این قدمها را برداشته اند، هرچند باید دید آیا مقررات واقعی با آنچه به نظر

می رسد نسبت به استقلال نهادی و شخصی واجب الرعایه است، برابری می کند یا نه (۷).

مسئولان مستقل بانک مرکزی علاقه شخصی و ابزار ثبات دائمی سطح قیمت را در اختیار دارند.

در نتیجه علت اصلی برای تعیین مجدد نرخ ارز نمی تواند در فواصل منظم، اجرای نقش نماید.

سازگاری بنیادی علائق به مسئولان بانکهای مرکزی اجازه خواهد داد موضع دائمی

خطمشی ها را هماهنگ نمایند، اما نیازی به

هماهنگی توافق شده نیست، چون هر پول اصالتاً لنگری برای تثبیت قیمت خواهد بود.

عنصر دوم اصلاح، اعطاء قدرت تام مذاکره در باب برابریهای نرخ ارز به بانکهای مرکزی

است. دریغ کردن حق تصمیم گیری در مورد مداخله و موضوعات مربوط به نرخ ارز،

استقلال بانک مرکزی را جداً ناتمام می گذارد. حفظ ثبات قیمت، مستلزم برابریهای سازگار

نرخ ارز بوده و ممکن است گاهی تعدیل برابری را ایجاب کند. هرگاه دولتها اختیار خود را در

مورد خطمشی نرخ ارز حفظ کنند، می توانند حتی اگر شده با تأخیر در تعیین مجدد نرخ ارز

مانع خطمشیهای پولی ایجادکننده ثبات شوند. لازمه اعتبار نظام پولی اروپا تبعیت نرخ ارز از

خطمشی پولی است.

به عنوان آخرین اقدام، مقتضی است قید مداخله اجباری دو جانبه در محدوده نوسان را

دور انداخت. این تدبیر، میراث دید اولیه نظام پولی متقارن اروپا و عامل عدم ثبات بیشتر

است. این امر دولتها را برآن داشته تا خطمشیهای واگرا را امتحان کرده و به این اعتقاد

میدان دهند که تهدید مداخله گسترده مانع خواهد شد تا بازارهای ارز تصحیح برابری را

برای سفته بازی مورد استفاده قرار دهند و درست به همین دلیل دوره های تعیین غلط با

تأخیر در سفته بازی اصلاحی واقعاً طولانی شده است. در غیاب این قید، سفته بازی گسترده و

بی سابقه و بدون خطر - که طی آن مداخله به $\frac{1}{3}$ پایه پولی آلمان بالغ شد - در سپتامبر ۱۹۹۲ و از کف رفتن ذخایر ارزی فرانسه در ژوئیه ۱۹۹۳ را نمی‌داشتیم.

سه اقدام پیشنهادی، اجازه برقراری مجدد نظام پولی اروپا (به مثابه نظامی از نرخهای ثابت ولی قابل تعدیل با محدوده‌های باریک نرخ ارز) را خواهد داد. نظام اصلاحی، نظامی منعطف‌تر و در عین حال محکم‌تر خواهد بود. برای درک این مطلب باید منابع ایجاد تنشهای نرخ ارز را ملاحظه نمود: یک منبع، تورم تفاضلی است. این را می‌توان حذف نمود، چون بانکهای مرکزی مستقل، راه افتاده و به عوامل خصوصی همچون مقامات عمومی علامت خواهند داد که هدف تثبیت قیمت، جدی است. بانکهای مرکزی نسبت به ضربات جهانی که با همه اقتصادها یکسان برخورد می‌کند به نحو مشابهی واکنش نشان می‌دهند و در داخل مکانیسم نرخ ارز، انتظار تنش نمی‌رود. قضیه در مورد روندهای واقعی و اگر با ضربات واقعی مربوط به یک کشور خاص متفاوت است. در این موارد تعیین مجدد نرخ ارز توصیه می‌شود تا از تعدیل قیمت کند و پرهزینه در بازار کالاها و خدمات جلوگیری شود. با توجه به علاقه بانکهای مرکزی به ثبات قیمت‌های داخلی، مشکل است ملاحظه کرد چرا باید از تعیین مجدد و بموقع نرخ ارز بپرهیزند.

مع‌هذا بایستی توجه کرد که تحدید کسری بخش عمومی - با تحکیم زودهنگام حد ۳ درصد نسبت به تولید ناخالص داخلی در پیمان ماستریخت - به ثبات نظام پولی اروپا کمک خواهد کرد. روی هم رفته تاریخ نشان می‌دهد که ضربات خاص، در یک کشور، به علت انبساط مالی استقراضی، ایجاد شده است؛ مثالها عبارت‌اند از: اقتصاد ریگانی در اوایل دهه ۱۹۸۰ در آمریکا، در حوزه راین در ابتدای دهه ۱۹۹۰ و در ایتالیا به طور دائم.

بیشتر پولهای عضو مکانیسم نرخ ارز که ارزش آنها در اوت ۱۹۹۳ تسنزل یافت به محدوده نوسان سابق خود برگشته‌اند. این امر می‌تواند مؤید این باشد که شرکای ذی‌ربط در نظام پولی اروپا قواحد جدیدی بازی را پذیرفته‌اند

آن‌گاه که امور به شایستگی برقرار شوند، نیازی به دخالت در محدوده‌های باریک قبلی نیست. از یک نقطه نظر فنی، بانکهای مرکزی قادر خواهند بود، گروه کوچکتري از ضربات در یک کشور خاص را دفع کنند، به گونه‌ای که محدوده‌های نرخ ارز نقض نشود. ولی حتی اگر چنین اتفاقی بیفتد، نادر بوده و سفته‌بازی را به دنبال نخواهد آورد؛ چون بازارها می‌دانند که تعادل بنیادی باثباتی برقرار است.

همه در این مورد که نظام پولی اروپا محتاج به اصلاح است، هم عقیده نیستند. از یک طرف کسانی وجود دارند که معتقدند محدوده‌های باریک نرخ ارز، می‌تواند رسماً از نو برقرار شوند و این هنگامی است که بازارها دریاوند دولتهای عضو نظام پولی اروپا قصد ندارند از حاشیه وسیع محدوده جاری بهره‌برداری کنند. این را نویسنده در گزارش سالیانه اخیر «شورای کارشناسان اقتصادی آلمان» خوانده است. (۸) مشکل این طرح آن است که مقوله بنیادی، فقدان قیود مؤثر بر تعیین خط‌مشی پولی در سطح ملی را نادیده می‌گیرد. بنابراین چه چیز مانع بروز مجدد واگرایی خط‌مشی می‌شود؟

از طرف دیگر، طرفداران نرخ ارز قابل انعطاف وجود دارند که از نظر ایشان لازم نیست کاری صورت پذیرد. این به عهده شرکای نظام پولی اروپاست که تصمیم بگیرند، آیا مایل به راه حل اتریشی تثبیت مارک آلمان هستند یا نه. هرگاه خط‌مشی تحریک پولی را انتخاب کنند، محدوده گسترده آلمان را از ورود تورم حفظ خواهند کرد. مشکل این موضع‌گیری این است که از مزایای بالقوه یک نظام منعطف، از نرخ ارزهای ثابت که ثبات قیمت‌ها را حفظ می‌کند غافل است؛ یعنی تعمیق یکپارچگی بازار اروپا و تمایل عظیمتر به آزادسازی بازارها به جای حمایت از آنها در مقابل رقابت بیرونی.



* - این مقاله در سال ۱۹۹۴ به چاپ رسیده است

1 - Bundesuer Farsunggericht: Couit Rulings 2 BVR 2134/42 and 2 BvR 2154/ 42/ Karlsruhe 1993.

2 - R.Baldwin et al: Is Bigger Better? The Economics of Enlargment, Monitoring European Integration 3, CEPRA Annual Report, London 1992.

3 - CF R. Jochimsen: Whither Europe? - Maastricht and EMU, A view From The Bundesbank, Paper Presented at The 4th meeting of The Germany United State Economic Policy Group, Washington D.C. 1993.

4- Cf. F. Giavazzi, and A. Giovannini: Models of the EMS: Is Europea Greater Deutsche Mark Area? in: R. Bryant and R. Portes (eds): Global Macroeconomics, New York 1987, PP 237 - 265.

5- Cf. M.J.M. Neumann and j. von Hagen: Monetary Policy in Germany, in: M. Frathanu. and D. Salvatore (eds): Economic Policies 3, Amsterdam 1993, PP 299 - 334.

6- R. Vauhel: The Breakdown of ERM and the future of EMU: Explanations Prediction and Simulations From a Public - Choice Perspective Paper Presented at the Conference of Money, Macro and Finance Research Group, london Business School 1995.

7- M. J . M. Neumann: Precommitment by Control Bank Independence. in: Open Economic Review 2/42/ PP. 45 - 112.

8- Sachuerstandgenart zur Begutachtungder gesamt Wirtchoafflehen Entuichlung: Annual Rerort Stuttgart 1993.