

BÜTÇESEL SINIRLAMALARIN EKONOMİK ETKİLERİ (*)

Çev : Mustafa SAKAL (**) by Stanley Fischer
William Easterly

Makale kamu bütçe açıklarının makro ekonomik etkilerinin basit analizini yapmaktadır. Konu üç temel ilişki çerçevesinde incelenmiştir. Bunlar; Bütçe açıkları-Milli Gelir hesapları, bütçe açıklarının finansmanı ve GSMH'ya kamu borçlarının oranının değişimine yönelik dinamik denklem ilişkileridir. Milli Gelir hesapları iç tasarruflar, yatırımlar ve cari hesaplar üzerinde açıkların etkilerini de açık bir şekilde göstermektedir. Açıkların finansmanının incelenmesi, birçok farklı makro ekonomik dengesizliği açıklığa kavuşturmaktadır. Bunlar, öncelikle yoğun bir şekilde para basılmasına ve enflasyonun yükselmesine, yoğun olarak yabancı rezervlerin kullanılmasına ve ödemeler dengesinde krize yüksek borçlanmada borç krizine düşülmesine ve aşırı iç borçlanmaya gitmeye, reel faiz oranlarının yükselmesine, özel yatırımların finansmanının zorlaşması ve crowding-out etkisinin yaratılmasına neden olmaktadır. Burada dinamik denge modeli, maliye politikası üzerinde uzun dönemde yapılacak sınırlamaları göstermede kullanılmaktadır.

Artan bir şekilde devamlı ekonomik büyümeyi sağlama, sadece sağlam bir makro ekonomik çatı altında mümkün olmakta, böyle bir çatı altında maliye politikası anahtar bir rol oynamaktadır. Bu makalede açıkların finansmanının analiz edilmesinde yakın yıllara kadar gelişmelerin makro ekonomik istikrarın sağlanmasındaki başarıda, sağlam bir politikanın nasıl ve ne kadar önemli olduğu gösterilmeye çalışılmıştır.

Çalışmada kaynak tahsisinde maliye politikasının etkileri incelenmeyecektir. Şüphesiz bu politikalar çok önemlidir.(Kamu gelir ve harcamalarına ilişkin karşılaştırmalı veriler ve maliye politikasının modern hesaplarına ilişkin rolü için bkz Dünya Bankası 1988 Raporu). Bu çerçevede makalede açıkların farklı metodlarla finansmanı, bütçe açıkları ve enflasyon arasındaki bağlantının sonuçları, kamu bütçe açıklarının makro ekonomik etkileri üzerinde yoğun olarak durul-

(*) Makale; The World Bank Research Observer, Volume: 5, Number: 2, July 1990, s.127- 42'den alınmıştır.

(**) Arş.Gör. D.E.Ü.İ.I.B.F. Maliye Bölümü.

muştur. Makale üç basit ilişki üzerine inşaa edilmiştir: Milli gelir hesapları, bütçe açığı ilişkisi, bütçe açıklarının finansmanı konusu, GSMH ve borç rasyosundaki değişmelere yönelik dinamik denge modelidir.

Açıkların Makro Ekonomik Etkileri: Standart Analiz

Keynezyen devrim makro ekonomik değişken olarak analizlere bütçe açıklarını getirmiştir. Hükümetler Keynezyen teorinin yardımı olmaksızın bütçe açıklarına başvurmuş olmasına rağmen, ilk olarak Keynezyen varsayım, barış döneminde bütçelerin genelde dengeli olması gerektiği ve hatta fazla vermesi gerektiği, savaş döneminde yapılan açıklardan kaynaklanan kamu borçlarının ödenmesi gerektiği üzerinde durmaktaydı. Dengeli bir bütçeye bağlılık, politikacılar tarafından ve hatta büyük depresyon döneminde bile kamu bütçesinin dengeli olması gerektiği savunuluyordu. Her ne kadar bütçe dengesinde birçok başarı sağlanmışsa da bu durum hükümetin o dönemlerde vergi oranlarını artırmasına neden olmuştur.

Keynezyen çatı altında açıkların nasıl finanse edileceği sorununun analiz etmeyi gerektiren açıklamalar yapmak mümkündür. Daha öncede üzerinde durulan konu, toplam talebin unsuru olan açıklar ve maliye politikası üzerindedir. Bu yaklaşımda, Keynezyenler resesyon dönemlerinde bütçe dengesine ihtiyaç olmadığı görüşündeydiler. Üstelik bütçenin konjunktürel dengesi düşüncesini, bütçenin bir konjunktür döneminde dengeye gelmesi (konjunktürün boom döneminde fazlalık ve resesyon döneminde açığın olması) mali davranışlara yönelik bir norm olarak geliştirmişlerdir.

Şüphesiz bu düşünceyi çok iyi bulanlar olmuştur. Öncelikle dengeli bir bütçe çarpanı, açıkların toplam talep üzerinde maliye politikasının etkilerinin ölçüsünün belirli olmadığını göstermektedir ve kamu harcama ve gelirlerinde denk bir artış toplam talebi artırır. İkinci olarak, bütçe açıkları endojen bir değişkendir. Diğer ekonomik değişkenlerden etkilendiği kadar onları da etkileyebilir. Tam istihdam halinde açık düşüncesi ya da aşırı istihdamdaki yapısal açıklar orjinal düşüncenin bu özelliklerinden gelmiştir. Yapısal açıklar eğer tam istihdam halinde bir veri olacaksa bütçe açıklarının hacmini gösterecektir.

Savaş sonrası büyük ölçüde işsizlik geri çekilmek istenmişti. Toplam talep üzerinde maliye politikasının etkisinden talep unsurları üzerindeki etkisiyle yer değiştirmiştir. Burada tasarruf-yatırım eşitliği ya da bir bütün olarak ekonominin

karşılaştığı kaynakların sınırlanması analize faydalı bir rehber olacaktır.

$$(1) \text{ Bütçe açıkları} = (\text{Özel tasarruf-özel yatırımlar}) + (\text{cari hesap açıkları})$$

Bu eşitlikte gerekli olan çok şey tartışılmamaktadır. 1 nolu denklemde bütçe açıkları konsolide kamu sektörü açıklarıdır. Eşitliğin kullanımı, tahminen ekonomi tam istihdam halinde ve veri olarak tasarruf oranına bağlıdır. Tasarruf yatırım eşitliği crowding-out sorunu eşitlikte ifade edildiği şekilde, bütçe açıklarında bir artış ya yatırımlarda aynı miktarda bir azalmaya neden olacak yada cari hesaplardaki açıkta bir artışla sonuçlanacaktır. Son on yıla kadar yatırımlarda crowding-out etkisinin ortaya çıkmış olduğu görülmektedir. Bu on yılda Birleşik devletlerde bütçe açıkları ve dış ticaret açıkları arasındaki açık ilişki değişik boyutlarda ortaya çıkmıştır.

Bu çerçevede bütçe açıkları ile dış ticaret açıkları arasında tam manasıyla bir bağıntının olduğu açıktır (Blassa 1988). Örneğin sadece gelişmekte olan ülkelerde değil, gelişmiş sanayi ülkelerinde bile bu bağıntının olduğu görülmektedir. Diğer bir örnekte ise, Birleşik Krallık güçlü bir mali duruma sahip iken, 1988-1989 yıllarında geniş bir ticaret açığına sahip olmuştur. Bütçe açıklarındaki bir indirimin dış ticaret açığı üzerindeki etkisi, para politikasıyla desteklenmesine, döviz kurundaki değişmelerin etkisine ve reel faiz oranlarına bağlıdır. Mali bağıntı para politikasıyla birlikte düşünüldüğü takdirde faiz oranları düşerek döviz kurunun düşmesine önder olur. Bundan dolayı ticaret açıkları azalırken yatırımı artırma eğilimide ortaya çıkar.

Maliye politikasının etkileri Keynezyen analizde iki önemli teorik gelişmeyi tanımlamıştır. Bunlardan birincisi konjonktürel dalgalanmalardan ortaya çıkan çok karmaşık tasarruf davranışları modeli ve Franco Modigliani ve Milton Friedman'ın gelir-tüketim teorisi ile açıklanmaktadır. Bunun ötesinde bu çalışma bütçe açıkları ile tasarruf arasındaki bağlantı üzerinde odaklanmış ve kullanılabilir gelir düzeyiyle sınırlandırılmış olarak tasarruf oranı tamamı ile ele alınmıştır. Konjonktür veya sürekli gelir teorileri hem cari tüketimin sürekli ölçüsüne ya da kullanılabilir gelirin hayat süresine ilişkindir. Bununla beraber vergilerde cari bir değişme, mevcut vergi değerini değiştirmeyi gerektirmeyeceği gibi, denk olan diğer şeyler cari tüketimin düşmesini gerektirmez. Bundan dolayı geçici vergisel değişme sürekli vergisel bir değişmeden tüketim üzerinde daha küçük bir etkiye sahip olacaktır. Bu durum şüphesiz bütçe açıklarında harcamaların değişmesinin etkisini ifade ettiği diğer açıkların süreklilik kazanması hakkındaki beklentiler ta-

rafından etkilenir.

Mantıki sonuçların tartışılması takip edildiği takdirde, Barro(1974), birçok spesifik varsayımlar altında vergilerde dayanılabilir değişmelerin tüketim harcamaları üzerinde hiçbir etkiye sahip olmayacağını ifade etmiştir. Bunun ötesinde daha fazlasının ne olduğu, vergilerdeki bir kesinti kullanılabilir geliri, otomatik olarak aynı oranda birbirine benzer şekilde tasarruflarda bir artış meydana getirir. Bu durum Ricardocu Denklik Teorisi olarak kabul edilmiş, açıkların ve vergilerin tüketim harcamaları üzerinde bu değişmelere denk olduğunu ifade etmiştir.

Sözkonusu bu yaklaşım oldukça basittir: Geniş bir bakış açısıyla tüketici kamu borçlarının açıkların finansmanı vasıtasıyla ortaya çıktığını ve vergilerin artırılması yoluyla tamamen ödeneceğini vergilerdeki mevcut azalışın değerine denk-olacağını tahmin eder. Gelecekte vergilerde bir artış sağlanırsa, kişi ona ödeyeceği gerekli miktarı tasarruf eder.

Ricardian denklik teoreminin potansiyel ampirik öneminin abartılmaması gerekmektedir. Eğer hipotez bu şekilde kabul edilirse, bütçe açıkları milli tasarrufları, faiz oranlarını yada ödemeler dengesini etkilemediği gibi, sosyal sektörün finansmanını da etkilemez. Ancak sermaye birikimini etkiler. 1 nolu eşitliğe bakılırsa, hipotez bütçe açıklarındaki bir artışın belli şartlar altında özel tasarruflarda artışla beraber hem yatırımlarda hem de dış ticaret dengesinde bundan dolayı etkilenmeyeceği ifade etmektedir.

Daha önceden tahminlerin kesinliğine rağmen, Ricardian denklik teoremini bu bakış açısından değiştirmek, teoriyi savunanları yeter derecede kararlı bir şekilde ikna etmeyi gerektirir. Bernheim(1987)'in incelemeleri bu teorinin genişlemesini ve delilleri Ricardian denklik teorisine karşı ciddi tartışmaları getirmiştir. Haque ve Montiel(1987) 15-16 geliştirmekte olan ülkeye yönelik incelemelerine dayanarak teoriyi reddetmektedirler. Ricardian denklik teorisi dışında diğer yaklaşımlar yeter derecede delil getirmekte ilginç bir şekilde teorik ihtimallerden daha fazla şeyleri ortaya koymaktadırlar. Burada açıkça görülmektedir ki, bu on yılda Birleşik Devletleri de içeren bu durum vergi kesintilerinin toplam talebi arttırdığı görüşünü desteklemekte, bununla beraber beklentiler üzerindeki devamlı değişmelerin buna bağlı olduğu görüşüne inanılmaktadır.

İkinci teorik gelişme Keynezyen modeldeki maliye politikasına yönelik analizlerin kısa dönemde aşırı derecede sonuçsuz kaldığını göstermektedir. Çünkü

aktif stokları modelde sabit varsayılmıştır. Bütçe açığının finansmanı ile ilgili metodların sonuçları takip edilemez.

Bütçe Açıklarının Finansmanı

Kamu sektörü bütçe açıklarının finansmanının genelde dört şekli vardır. Bunlar; para basma, dış rezervlerin kullanımı, dış borçlanma ve iç borçlanma¹.

$$(2) \text{ Bütçe Açığı} = \text{Para Basma} + (\text{Dış Rezerv Kullanımı} + \text{Dış Borçlanma}) + \text{İç Borçlanma}$$

Bu durumda kamu sektörü Merkez Bankasının dışında tanımlanmıştır. Para basımından sağlanan faydalar bir finansman kaynağı olarak açıklanmıştır. Her iki eşitlikte 1 ve 2 nolu eşitliklerde para basımından elde edilen kamu gelirleri bir finansman kaynağı olarak kabul edilmektedir. 1 nolu eşitlikte özel tasarruflar para elde tutulmasına ilave edilerek tanımlanmıştır.

Örneğin parantezde bütçe açıkları ve cari hesaplar arasındaki bağıntı yabancı unsurlar çerçevesinde önem taşımaktadır. Alternatif olarak, parantez (para basma+dışrezervlerin kullanımı) çerçevesinde yerleştirilebilir. Bu durum Merkez Bankası tarafından kredi yaratmaya denktir. Bunun önemi, iç kredi yaratılması borçlanmaya alternatiftir.

İlk yaklaşımın bir faydası olarak 2 nolu eşitlikte her iki finansman şeklini birleştirebiliriz. Enflasyona ilişkin para basımı, dış rezervlerin dış ticaretteki krizle ilişkisi, dış borçlanmanın dış borçlar kriziyle ilişkisi ve iç borçlanmanın yüksek reel faiz oranları ve daha geniş bir açığın borçlar üzerinde daha yüksek faiz maliyeti getirmesi itibariyle borçlanma dinamikleri üzerinde yoğunlaşır. Fakat ilk yaklaşım sadece konunun başlangıcıdır ve bu problemler arasında bağıntuları ifade etmektedir. Örneğin problem iç borçlanma ve enflasyon arasında (gelecek bölümde tartışılmıştır) dış ticaret kullanımı dış borç krizi arasındadır.

Para Basımı

Buradaki yaklaşım, moneterist bakış açısıyla, enflasyona parasal tabanın genişletilmesinin sebep olduğuna ilişkindir. Aşırı oranda para basımı kamu kesiminin elinde nakit dengelerinin toplam talep düzeyini artırmasıdır. Burada esaslı bir şekilde üzerinde durulması gereken konu cari fiyat seviyesini ve aşırı nakit

miktartını azaltmak ve ekonominin dengesini sağlamaktır. Şüphesiz burada sebep ve etkileri tam olarak açık değildir. Başlangıçta, örneğin reel para stoklarında bir artış özellikle düşük enflasyonlu ekonomide faiz oranlarını azaltabilir.

Para basmadan elde edilmesi beklenen hükümetin gelir miktarı, talep ya da ekonomide güçlü para tarafından sınırlanabilir. Ekonominin reel büyüme oranı ve enflasyon gelire ilişkin reel dengelere yönelik talebin elastikiyeti, para tabanına yönelik talebin gelire uygun olması için tektir. Pakistan'da olduğu gibi para basma oranı GSMH'nin % 13'ü seviyesindedir. Bu uluslararası standartlara göre yüksektir.

Şu halde her ülke için GSMH'nin yüzde oranı artar, hükümetin para basma vasıtasıyla elde ettiği geliri reel dengelere yönelik artan talebi karşılayabilmek için GSMH'nin % 13'ü olarak elde edebilir. Yıllık % 6.5 ekonomik büyümeyle hükümet bütçe açığının finansmanı enflasyonsuz para basma vasıtasıyla GSMH'nin % 9'u elde edilebilmesi gerekir. Güçlü para stoklarının artışı yıllık % 6.5 oranında olmasıyla sağlanır.

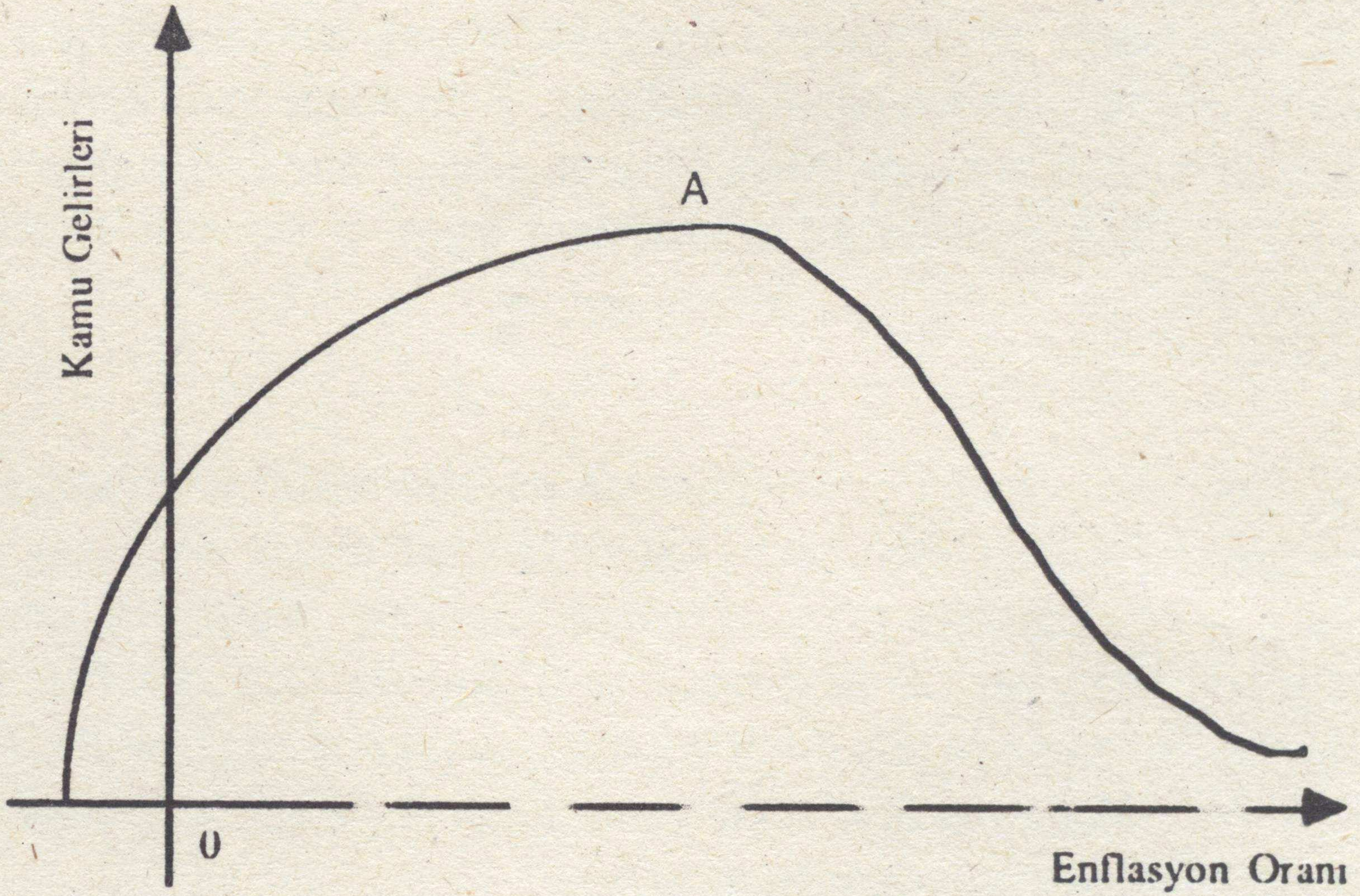
Bunun ötesinde büyüme oranı stabil iken cari talep fonksiyonunun yükselmesi enflasyona sebebiyet verecektir. Eğer GSMH'ya dayalı oran enflasyon oranıyla değişmez şekilde ilişkilirse farklı enflasyon oranlarında toplanan gelir miktarının tahmin etmek kolay olacaktır. En azından hükümet enflasyon oranının % 10 olmasıyla para basarak bütçe açıklarının GSMH'nin % 1.3'ünü aşmasını finanse edebilir.

Fakat enflasyon oranı artarken güçlü paraya yönelik talep düşer. Hatta şekil 1'de görüldüğü gibi hükümetin salma olarak aldığı gelirler bir maksimuma ulaşır. Bundan dolayı, paranın büyüme oranındaki artışlar daha yüksek enflasyona ve daha düşük gelire neden olur. Bu durumda Laffer eğrisi doğrudur. Şekilde A noktasının ötesinde, hükümet daha düşük hızla para basarak daha fazla gelir elde edebilir.

Para basımının maksimizasyonunda hükümetin geliri ve enflasyon oranı nedir? Tarihi kayıtlar endüstriyel ülkeler için yaklaşık GSMH'nin % 1'i, gelişmekte olan ülkeler için GSMH'nin % 2,5'dan daha az oranın ortalamasını gösterir. Fisher (1982). Hükümetin alabileceği maksimum değerler ve enflasyon oranını % 30'dan % 100'e kadar çıkarabilir. Bu tahminler, bununla beraber enflasyona yönelik para talebine uyum sürecindeki boşluklardan dolayı hatalı bilgiler olabilir ve yanlış yönlendirilebilir.

Birkaç günlük, ay da haftalık çok kısa dönemde hükümet hemen hemen daima daha hızlı para basarak gelirini arttırabilir. Fakat yüksek enflasyon taşıyan daha uzun bir dönemde herhangi veri enflasyon oranında reel dengelere yönelik daha yüksek talep azalır. Halk iş yapmanın diğer yollarını bulur, bilhassa yabancı paralarla parasını değiştirir (Yüksek enflasyon sorununun açıklaması için bkz Bleyer ve Liviatan 1987, Kiguel ve Liviatan 1988).

Şekil 1 : Para Basımından Elde Edilen Kamu Gelirleri



Yüksek enflasyona ilişkin dinamik süreç iki boyutlu bir konudur ve bu konunun tabiatında vardır. Hükümet öncelikle para stoklarını arttırarak belki GSMH'nin % 7 veya 8'i oranında arttırarak daha fazla gelir elde edebilir. Fakat enflasyon süreci ile ilgili olarak bireyler ellerinde tasarruf ettikleri nakit değerleri farklı değerlendirme yoluna giderek azaltma yolunu bulur. Hükümet aynı geliri elde etmek için daha hızlı para basma zorunda kalır. Bundan dolayı GSMH'nin % 2.5'undan fazla para basımı yoluyla gelir elde etmek emniyetli görünsede sürekli olmaz ve hatta bu oran sadece daha hızlı bir ekonomik büyümede mümkün olabilir.

Bu şekildeki ekstrem durumda açıkların finansmanı için para basımı yoluyla elde edilen gelire güvenme hiper enflasyona neden olur. Yakın bir örnek Bolivya'da 1984-1985 yıllarında görülmüştür. Bolivya'da enflasyon para basımının 1984'te GSMH'nin % 14'ten 1985'te GSMH'nin % 8'ine düşmesine

rağmen 1985'te % 11.000'in üzerine çıkmıştır. Bu yapıda Bolivya yalnız değildir. Birçok hükümetler -Nikaragua ve Peru- gibi büyük hiper enflasyon döneminde olduğu kadar yakın yıllarda aynı fenomenden etkilenmiştir. Ekonomik süreçteki bu kararsızlık, enflasyon oranını arttırdığı gibi vergi sisteminin etkinliğini azaltıp ki buna Keynes-Olivera-Tanzi etkisi denilmektedir (Tanzi 1977).

Dış Rezervlerin Kullanımı

Hükümetin bütçe açıklarının ikinci finansman aracı yabancı rezerv kullanımudur. Para basma yerine yabancı rezerv kullanarak, hükümet bütçe açıklarının enflasyonist etkisini azaltmayı ümit etmektedir. Bu politika döviz kurunun fiyatını yükseltir. Enflasyonu azaltmak döviz kurunun artış oranını azaltmak yoluyla olur (sadece rezerv kullanımıyla değil, dış borçların artışıyla da ortaya çıkar) Bunlar olmadıkça enflasyonist etkisi azaltılamaz. Mali politikaların enflasyonist etkisi azaltılamaz.

Açıkları finanse etmek için uluslararası rezervlerin kullanımının bir sınırı olması gereklidir. Özel sektörün beklentisi ve yaklaşık olarak ulaşılabilecek sınır sermaye akışını ve ödemeler dengesi krizini harekete geçirebilir, rezervlerin tüketilmesinden beri paranın devalüasyonu söz konusu olacaktır. Para üzerinde yapılacak devalüasyon spekülasyonları olumsuz bir şekilde etkileyebilir. Fakat kararsız kamu politikalarına özel sektör tarafından başlangıçta rasyonel karşılık gösterilmesi gerekmektedir (Krugman 1979).

Özel sektörün karşılaştığı borç krizine daha önceden yaşanan bir olay makul bir açıklamadır. 1982 Ağustosunda Meksika'da rezervlerin tükenmesinde olduğu gibi. Mali kontrolün unutulması 1981'de GSMH'nin % 14'ü, 1982'de % 18'i oranında açıkla sonuçlanmıştır. Sermaye kaçışı 1979'dan 1982'ye 7 milyar 2 dolara ulaşmıştır.

Sonuç olarak 1982 Ağustos'unda mevcut rezervler üzerinde spekülasyon baskı ödemeleri yavaşlatmış ve borçlanmada yeniden yapılanma sürecinin başlamasına neden olmuştur.

Dış Borçlanma

Kamu sektörü açıklarını finansmanını yabancı borçlanma yoluyla yapmaktadır.

Dış borçlanma dış rezervlerin kullanımında olduğu gibi döviz kurunu yükseltme eğilimi gösterir, ihracatı azaltırken ithalatı arttırır. Bütçe açıklarını finanse etmek için dış borçlanmaya aşırı güvenmenin tehlikesi, borç kriziyle açıkça yaşanmıştır (bkz. Dış borç krizi ve mali davranışlar arasındaki bağlantının tartışılması için Sachs 1989, Mali Açıklar ve Sermaye Kaçışı arasındaki ilişkinin analizi için Ize ve Ortiz 1987). Bunların çoğu, hepsiyle değil gelişmekte olan ülkelerin dış borç servisi güçlüklerini ve geniş kamu açıklarının oluşmasına neden olmaktadır. Çoğu, çok borçlu ülkeler aşırı borçlanma ve onların kredi şartlarına sahip olmadıklarını anlamış olsalarda mevcut durum onlar için finansman kaynakları açısından çoğu kez sınırlı kalmıştır.

Burada bütçe açıklarının dış ticaret açıklarıyla bağlantısının gerekli olmadığına işaret edilmiştir. Bütçe açıkları ya iç borçlanmayla ya da para basımı yoluyla finanse edilebilir. Fakat bazı gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ülkenin kendi sermaye piyasaları küçüktür ve iç borçlanma imkanları sınırlıdır. Bütçe açıkları ile dış borçlanma arasındaki bağlantı çok fazla bağlantılı olması kuvvetle muhtemeldir. Örneğin, Bangladeş'te 1980'li yıllarda büyük mali açıklar GSMH'nin % 7-11'i arasında cari hesap açıklarına yansımıştır. Harcamalardaki kesinti yoluyla son yıllardaki mali uygulamalar bilhassa cari hesaplarda da görülmüştür. Eğer bu ilişkiye aksi bir görüşle bakılırsa, dış finansman kolaylığındaki azalmalar bazı borçlu ülkelerde olduğu gibi ya mali kısıntılar yoluyla ya da enflasyonu zorlar.

İç Borçlanma

Bütçe açıkları finansmanının enson fakat en çok başvurulan şekli iç borçlanmadır. Bazı gelişmekte olan ülkeler için bu durum büyük ölçüde sorun teşkil etmektedir. Bu durum genellikle banka sisteminde orta seviyede bir sorun teşkil eder. Bir kaç sorun olmasına rağmen Brezilya ve Meksika gibi ülkelerde, devlet bônoları doğrudan özel sektöre satılmıştır. Parasız borçlanmaya dikkat edilirse, banka sisteminden borçlanma daha sonra Merkez Bankası tarafından rees-kontla finanse edilmemelidir. Hükümet iç borçlanmaya hem enflasyondan hemde dış borç krizinden sakınmanın bir yolu olarak başvurmasına rağmen, eğer iç borçlanma aşırı bir şekilde kullanırsa bazı tehlikeleri beraberinde getirmesi mümkündür. Belirli bir şekilde kamu borçlanması yapılmazsa, aksi takdirde özel sektöre cazip gelen kredi azalır ve iç faiz oranları üzerindeki baskı artar.

Kolombiya ve Türkiye gibi ülkelerde iç borçlanmaya güven gerçekten reel

olarak ülke içinde yüksek faiz oranını beraberinde getirmiştir. Türkiye'de reel iç borçlanma oranı 1987'de % 50'ye ulaşmıştır. Kolombiya'da daha ılımlı bir iç borçlanma 1983-1986 döneminde yüksek reel faizlere neden olmuştur.

Hatta faiz oranları kontrol altına bile alınmıştır. İç borçlanma özel sektör yatırımlarının üzerinde crowding-out etkisi yaratmıştır. Eğer ekonomi uluslararası sermaye piyasalarıyla entegre olmuşsa kamunun iç borçlanması özel sektörü yurt dışından daha fazla borçlanmaya itecektir. Bu durumda iç ve dış kaynaklar arasında kamu borçlanmasının kompozisyonunu daha çok makro ekonomik etki taşıyacaktır. Mali ve dış açık arasındaki bağıntı şüphesiz sermaye hesaplarının yüksek açık olmasıyla kapanacaktır.

Borçlanmanın Dinamiği

Bütçe açıklarının uzun dönem sonuçları incelendiğinde, burada kamu borçlarındaki değişmelerin gösterdiği determinantlar incelenmiştir (3). Ekonominin genişliğinin ölçülmesinde borç rasyosu üzerinde ısrarla durmak yerinde olacaktır. Böylelikle GSMH'ya kamu borçlarının oranı üzerinde özellikle durulması gerekir. Bu oran d harfi ile gösterilmiştir. Borçlanma burada hem net dış borçlanmayı hem de iç borçlanmayı içine alarak tanımlanmıştır. 2 nolu eşitlikte denge fonksiyonu açısından, iç borçlanma, dış borçlanma net dış borçlanmaya denk olarak dış rezervlerdeki değişmelerle birleştirilmiştir.

$$(3) \text{ Borç rasyosundaki değişme}(d) = (\text{Dönem başı bütçe açığı/ GSMH}) - (\text{Para Basarak Finansman/ GSMH}) + (\text{Reel Faiz Oranı} - \text{Büyüme Oranı}).$$

Cari Borç Rasyosundaki Değişme

Bu eşitlik, borçlanmanın hareket noktasını anlamak için anahtardır ve basit bir sezgiye dayalı açıklamadır. Faizsiz açık Merkez Bankası tarafından yaratılan para miktarı bu açıkları aşığı sınırdaki yeni borçlanmayla finanse edilmek zorundadır. Üstelik nominal faiz harcamaları yeni borçlanmayla finanse edilmek zorundadır. Fakat borç rasyosunun paydası nominal GSMH'dır. Borç rasyosu ya enflasyonla ya da yeni borçlanma olmadığında GSMH'nın reel büyümesiyle azalır.

Borçlanmanın dinamiği, açıkların ve borçların devamlılığı, özellikle reel faiz oranları ve GSMH'nın büyüme oranı arasındaki farktan etkilenmektedir (Carbo, Goldstein and Khan 1987; Anand ve van Wijnbergen 1989; Marley ve Fishlow 1987; Buiters 1985). Büyüme hızı borçlanma üzerinde reel faizleri artırır.

Böyle bir durumda borçlanma dinamiği kararsızdır ve para basarak elde edilebilen kamu gelirlerinin miktarı aşırı bir şekilde genişlemesiyle başlangıçtaki açıkların tutturulması mümkün olamamakta ve açıklar süreklilik kazanmaktadır. Konunun burada vurgulanmasının önemi ve sonuçları; eğer hükümetin dönem başı açığı, para basarak elde edilen gelir miktarından daha genişse reel faiz oranları ekonominin büyüme hızından daha fazla artar. GSMH'ya borçların rasyosu sınırsız artan bir şekilde artarak devam edecektir. Bazı noktalarda borç senetlerini satmak hükümet için imkansız olacaktır ve bu süreç bütçe açıklarına bir son verilmesini zorunlu hale getirecektir. Sözkonusu sürecin kamusal beklentiler üzerine de etkileri olduğunda borçlanmaya son verilmesi zorunda kalınacaktır. Kamu kesimi, devletin maliye politikasının bu şekilde devam etmesinin mümkün olmayacağını anlarsa, borç senetleri satmayı kesecek ve bundan dolayı politikalarda kendini bir değiştirmeye zorlayacaktır. 3 nolu eşitlikte borçlanma dinamik dengesi ilginç bir emplikasyon taşır. Bu Sargent ve Wallace (1981) tarafından ortaya konmuştur. Varsayalım ki, hükümet para basma oranını ve artan borçlanmayı azaltarak para politikasını sıkı tutar. Borç artışları, ya açıklar gelecekte daha yüksek olacak ya da hükümet sürekli açık karşısında gelecekte daha para basmak zorunda kalacaktır. Eğer gelecekteki açıklar süreklilik kazanırsa gelecekteki enflasyon beklentisi cari enflasyonu arttırır. Sargent ve Wallace gibi yazarlar bu bağıntıyı ortaya koymuş hatta kesinlikle bu şekilde gerçekleştiğini ifade etmişlerdir. Gelecekteki enflasyonda beklenen artışın etkisi bugün daha düşük oranda para basılarak daha ağırlaşabilir. Bu nedenle günümüzde sıkı para politikasıyla cari enflasyon oranını düşürmek mümkün olabilir.

Burada devamlı artan bir şekilde para basımıyla bütçe açıklarının finanse edilmesi tartışılmıştır. Özetlenirse; hükümetler enflasyona neden olmaksızın GSMH'nın yüzdesi olarak aşırı oranda dönem başı açığını finanse etmek için devamlı olarak para basımını kullanamaz. Fakat hızlı bir büyümede ve güçlü hükümetlerin ekonomilerinde enflasyonsuz bir şekilde para basarak açıkların finansmanı ancak GSMH'nın % 2,5'una kadar arttırılabilir.

Eğer faiz oranları büyüme oranından daha düşük olursa ne olur? Bu durum dünyada böyle üzücü durumların değişiminin sadece tartışılmasının mevcudiyeti değildir. Borçlanma ancak büyümeyle azaltılır. Bu nedenle aşırı para basılarak elde edilen gelirlerle finanse edilen bütçe açıklarının düşmesine engel olur. Ponzi etkisi diye anılan borçlanmanın faizini ödeme planı daima mümkündür. Bu durumun şüphesiz 1970'lerin sonlarında böyle olduğu görülmüştür. Bunun sonucu olarak yüksek enflasyon oranları negatif dönem sonu reel faiz oranlarını meydana

getirmiştir. Reel faiz oranlarının hızlı bir şekilde büyüyen ekonomilerde büyüme oranının altında olduğu da doğrudur. Yeni endüstrileşen Asya ekonomilerinde durum böyledir.

Reel faiz oranlarının normal olarak büyüme oranını aşağıya düşürmesi gerektiğine inananlar vardır ve bu durum borç krizinden bir kaçış sağlayacaktır. Fakat, bir ekonomistin görüşünü, bu şekilde kabul etmek mümkün değildir. Reel faiz oranları geçici olarak büyüme oranının altında olabilir ve hızlı bir ekonomik büyüme uzun bir dönem için büyüme oranını düşürebilir. Fakat piyasa güçleri sürekli olarak reel faiz oranlarının reel büyüme oranından düşük kalmasını sağlar. Daha fazla borçlar yığılırsa bonoların piyasası üzerindeki baskı faiz oranlarını yükseltir ve büyüme düşer. Eğer hızlı bir şekilde büyüyen ekonomi aşırı bir şekilde borçlanarak görünür bir şekilde uygun borçlanma fonksiyonundan istifade etmek amacındadır. Büyüme oranı sonuç olarak reel faiz oranını aşağıya düşürecektir. Dünya ekonomisi düzeyinde normal durum reel faiz oranlarının büyüme oranının altında olduğu anlamında.

Hükümetler faiz oranlarını kontrol ederek Ponzi gibi bir ödeme planı yapabilir. Fakat oranların kontrol edilecek miktarlarda bono sahipleri üzerinde bir vergi tesiri yapması şüphesizdir. Bu uzun dönem denge oranının altındadır. Tasarrufçular bu durumda başka alanlara yatırım yaparak bu duruma cevap verirler ve hükümetin ne kadar borçlanabileceğiyle ilgili bir sınırla karşılaşılır. Örneğin Arjantin, Meksika ve Venezüela gibi ülkelerin deneyimleri faizlerin kontrolü ve belirli sınırlarda sermaye kaçışıyla ilgilidir (Cuddington 1986).

Sürekli Açıklar

Açıkların devamlılığı onun hacmine ve ekonominin ne kadar hızlı büyüdüğüne bağlıdır. Bu durum 3 nolu eşitlikte görülebilir. Bu eşitlikte daha fazla para basarak daha yüksek bir büyüme sağlamayı uman hükümet, son eşitlikte daha düşük para basarak daha düşük büyüme sağlayabilir. Dolayısıyla daha geniş açıklarla hızlı büyümeye izin verilir.

Bu argüman Malezya, Tayland ve Hindistan gibi ülkelerde niçin bu yola başvurulduğunu açıklamaya yardım eder. Arjantin ve Brezilya gibi ülkelerde enflasyonlu bir büyüme 1980-1985 döneminde daha büyük bir iç açıkla % 5 sağlanabilmiştir. Hemen hemen devamlı açıklarla mukayese edilebilir yeterli bir büyüme sağlanabilen diğer ülkeler 1980-1985 döneminde dönmeye bir enflasyonla

uğraşmak zorunda kalmışlardır. Bu fenomenin sadece kamu açıkları ve daha yüksek büyümeden olduğu söylenemez. Bu büyümenin devam ettirilmesinden olduğu kadar daha büyük para basımından kaynaklanabilir.

Yeni bir maliye politikasının devam etmesi, borçlanma GSMH rasyosunun gelecekteki ayrıntılı projeksiyonunun yapılarak uygulanmasına bağlıdır. 3 nolu eşitlikte köklü analitik araçlar sağlamaktadır. Analize paraya yönelik talep fonksiyonu hakkında reel büyüme oranına ve ekonomik büyüme oranına yardımcı tahminler sağlar. Arzu edilir enflasyon oranı ve reel faiz oranları ekonomik büyümeye yardım eder. Eğer analizler, borçların GSMH'ya oranının devamlı arttığını gösterirse maliye politikası değişmek zorundadır.

Bazen yüksek kamu yatırımlarından kaynaklanan açıkların devamlı olacağı tartışılmıştır. Fakat bu argüman kolayca fazla önemsenmeyebilir. İlk örnekte sık sık kamu yatırım harcamalarının çok yüksek olduğu ifade edilmesine rağmen, bunlar uzun dönemde getiriye sahip yatırımlardır. Çoğu düşük getirili kalemler bu sınıflandırma içine alınabilir. (Bu konuda petrol ihraç eden ülkelerin ekonomik krizinde etkin olmayan kamu yatırımlarının rolü incelenmiştir. Gelb 1988).

Önemli olan kamu yatırımlarının yüksek bir getiriye sahip olmasıdır. Hükümet kendi devamlılığını sağlamak için yatırımlardan ilave getiriler elde etmelidir. Varsayalımki reel getiri oranı % 15 olan bir proje vardır. Marjinal vergi oranı % 20 olsun ve bu proje finansmanı için hükümet % 7 oranında borçlansın. Hükümet vergi gelirinde projenin maliyeti sadece % 3 olacaktır. hatta onun sosyal getirisi % 15'tir. (Projeyle yüksek düzeyde üretim elde edilmesi varsayılarak sosyal alan bir gösterge olarak alınırsa enflasyonsuz para basma ya da borçla finansman mümkün olacaktır. Bu önemsiz nisbi bir etkidir). Bundan dolayı yatırım projesi hala gelecekteki açıklara ilave edilecektir. Yüksek sosyal getiri sağlamasına rağmen emin olmak için gelecekte açıklar üzerindeki etkisi cari kamu harcamalarından kaynaklanan açıkların finansmanından daha küçüktür.

Ekonomiler İtalya'da olduğu gibi geniş açıklarla da uzun dönemde gelişebilirler. Eğer yurtiçi tasarruf oranı yüksekse bu fenomen kalıcı olur. Bu nedenle kişiler kendi portföylerinde kamu borçlanma senetlerinden büyük miktarda tutar ve gelir elde eder. Fakat borçlanmanın GSMH'ya oranında aşırı bir artış olursa İtalya örneğinde bile maliye politikası değişmek zorundadır.

Açıklar ve Enflasyon

Analizde açıkça gösterilmektedir ki, bütçe açıkları ile enflasyon arasında otomatik bir bağıntı yoktur. Yüksek enflasyonlu bütçe açığının, büyük ekonomilere bakanlar tarafından açıkların bu iki gösterge arasındaki bağıntının düşük olması nedeniyle enflasyona neden olmadığını söylemişlerdir. Özellikle sık sık uygulamaya konulan sıkı kamu politikalarıyla kamu kurumlarının fiyatları kontrolü artarak devam eder, kamu malları fiyat seviyesi hem artar, hem de bundan dolayı enflasyon oranı (bazı zamanlar) ve açıklar azalır. Birleşik Devletlerde ve İtalya'da olduğu gibi bu on yılda büyük bütçe açıkları enflasyonda bir düşmeyle birlikte bir arada olmuştur.

Herşeye rağmen, bütçe açıkları kısa dönemde ya da daha sonra enflasyon yaratma eğilimi gösterebilir. Çok yüksek bütçe açıklarının olduğu ülkelerde aşırı bir şekilde yüksek enflasyon oranıyla karşılaşıldığı şüphesizdir.

Hiper enflasyonunun olduğu bütün ülkelerde bütçe açıkları çok büyük olmuştur. Enflasyonlu süreç ve bütçe açığı her ikisinin birlikte olduğu olgu Keynez-Olivera-Tanzi etkisi olarak bilinmektedir. Yüksek enflasyon vergi gelirlerini azaltır ve para basmadan elde edilen gelirler düşer, yüksek enflasyon paradan kaçışa neden olur.

Enflasyonla bütçe açığı arasındaki korelasyon açıklandığı şekliyle enflasyonun ilk aşamalarında düşüktür. Enflasyonu azaltma programları sık sık enflasyona neden olur. İstikrarlı ekonomilerde enflasyonist baskılar düşüktür ve dolayısıyla bağıntı düşük olabilir. Yüksek bütçe açığına sahip ülkelerde farklı dönemlerde açıkların nasıl kapanacağına dair değişik beklentiler vardır. Örneğin kişiler inanır ki, hükümet kamu borçlarını aşındıran ve gelecekte beklentilere yansıyan enflasyonu azaltacaktır. Bir müddet sonra hükümetin etkili bir paketle açıkları azaltmayı girişeceğine inanır. Beklenen enflasyon oranı ve cari enflasyon oranı azaltılabilir ve bu yine gelecekte beklenen enflasyona yansır veya onu düşürebilir (Bu argüman Helpman tarafından geliştirilmiştir Helpman 1986).

Milton Friedman'ın meşhur ifadesinde yerini bulan enflasyonun, daima her dönemde parasal bir fenomen olduğu doğrudur. Bununla beraber hükümetlerin hızlı bir oranda para basmadığı açık değildir. Hükümetler genellikle bütçe açıklarını kapatmak için para basarlar. Hızlı bir şekilde paranın büyümesi mali bir denge olmaksızın mantıklı değildir, fakat yine de basılması mümkündür. Bu ne-

denle hızlı enflasyonla hemen hemen daima mali bir olgu olarak karşılaşıldığı da bir gerçektir.

Sonuç

Bu makalede özetlenen makro ekonomik analizler bütçe açıklarının ekonomik etkilerinin incelenmesine yönelik olarak yararlı bir başlangıç olmuştur. Fakat bu durum mali politikaya hükmetmek için tek bir gösterge değildir. Önemli olan mali açıkların hem mikro ekonomik etkilere hem de açıkların makro ekonomik etkilere sahip olmasıdır. Bütçe açıkları ile ilgili politikalarda vergiler ve harcamaların daha fazla etkin olduğu gerçeğinin bilinmesine rağmen devamlı büyümenin olduğu yerde bütçe açıkları yüksektir.

Hükümetin bütçeye yönelik sınırlamalarının makro ekonomik etkileri, aşırı bütçe açıklarının artan tehlikelerine işaret etmektedir. Bunlar, enflasyon, dış ticaret dengesinde kriz, dış borç krizi ve yüksek faiz oranlarıdır. Bağlantıların hiçbirinde doğrudan bir bağıntı yoktur. Bu nedenle finansman kaynakları olarak tercih edilmektedirler. Para basımının etkisiyle borçlanma ve faiz oranlarının yükü artmaktadır.

Bu nedenle bütün maliyetlerden sakınmak için ılımlı bir bütçe yapmak gerekmektedir. Küçük açıklar aşırı enflasyon yada aşırı borç artışı yaratmaksızın finanse edilebilirler. Eğer reel faiz oranları GSMH'nin büyüme oranını aşarsa, dönem başı bütçe açıkları para basımı yoluyla elde edilen gelirlerden daha küçüktür ve devamlıdır. Maliye politikasının özel yollarından biri de devamlı olarak GSMH'ya borç oranını bir projeksiyonla kontrol etmek zorunluluğudur. Veri bir açığın azalması büyüme hızının daha yüksek olmasının devamlılığıyla mümkündür.

Aslında devletin maliye politikası yoluyla devamlı olarak mali açıklarla özel yatırımları mali piyasalarda dışlandığı bir mana ifade etmediği gibi borçların GSMH'ya oranını azaltmayı da arzu edebilir. Benzer bir şekilde bu optimal olmayabilir. Ancak para basımı yoluyla elde edilebilecek maksimum miktarı toplamak, daha düşük miktarda para basımı ve daha düşük bir enflasyonla mümkün olur. Hem teorik hem de pratik bulgular bizi bir noktada uyarmaktadır. Geniş bütçe açıklarının makro ekonomik istikrarı reel olarak tehdit ettiğinden dolayı ekonomik gelişmeyi ve büyümeyi de tehdit etmektedir.

Çalışmaya Ek Ölçütler

Uluslararası mali verilere yönelik mukayeseler kamu sektörünün etkili uygulamalarının önemli bir sorun teşkil ettiğini göstermektedir. Ülkeden ülkeye açıkların aynı ülkede aynı zamanda farklılık göstermesi doğaldır. Bir ülkede kamu gelirleri yardımları da içerebilir. Öyleki, diğer açıkların finansmanı itibariyle sıkını teşkil eder. Bazı ülkeler sadece ulusal hükümetin, değişik ölçülerde mahalli idarelerin, devlet kurumlarının ve diğer merkezi olmayan büroların verilerine sahiptir.

Bazı ülkelerde Merkez Bankasının faaliyetleri ya da kamunun finansal kuruluşları belli başlı kayıpları yaratır fakat bu durum bütün kamu sektöründe açıklara yansır. Aslında verilerin sağlıklı ve yeterli olması gerekmektedir. Sosyal sektör bazı ülkelerde kamu hesaplarıyla birleştirilmiştir. Fakat bazı ülkelerde durum böyle değildir. Birçok örnek böyle hesabi zorlukları ortaya çıkarmaktadır. (Uluslararası mali veriler IMF'in farklı yıllarda yayınlarına aittir. Dünya Bankası 1988, s.45. Bu konuda geniş açıklamalar için bkz, Blejer ve Chu 1988). Teknik muhasebe problemleri bir yana, ekonomik olarak anlaşılabilir bir şekilde açıkların nasıl tanımlanacağına ait görüşler vardır. Çoğu farklı görüşler (Bu konunun tartışması için bkz, Dünya Bankası 1988, s.56-57) açıklara yönelik yaklaşımlar olup kısa dönemde açıkları kontrol etmeyi önermektedir. Çoğu zaman faiz ödemeleri enflasyona yönelik açıkları yaratmaktadır. Mevcut enflasyon ortamında yada bütçeye ait uygulamalar açıkların düzenli olarak kontrolünü (enflasyon oranı x borç stoğu) ve operasyonel açıkları sadece reel faiz tutarını içermektedir. Örneğin 1987 için Meksika'da mali açıklar tahmini olarak GSYİH'nin % 15'ini aşkın oranda bir açık ortaya çıkmıştır.

Bazı ekonomistler toplantılarında hükümetin reel faiz uygulamalarının açıklar üzerindeki etkilerini azaltmanın bir yolunu bulmayı tartışmışlardır. Bütçe uygulaması sonundaki açıkları düşürmenin faydalı bir şekli, hükümetlerin açıkların nasıl finanse edileceğini enflasyonla birlikte başarılı olarak alınması gerektirmektedir. Bu nedenle aslında 1987'de Meksika'da uygulamada bir fazlalık olmasına rağmen hükümetin isteği sıfır ya da düşük bir enflasyon dengesinde uyuşmayan önemli mali problem varlığıydı. (Uygulama sonunda açığın ideal olarak beklenen enflasyon oranıyla değerlendirilmesi gerekir. Cari enflasyon oranı geçici bir şekilde daha düşük olup, uygulama sonucu açığın bir parçasıdır).

Enflasyona ilişkin açıklara yönelik açıklamalara ilave olarak, enflasyonun

fiyat akımlarından ya da iç üretimin yukarı yada aşağı eğimlerinden etkilendiği, bazen de yapısal açıklarının taşınmasından etkilendiği görülmektedir. Açıklar faizler üzerindeki yada fiyatlar üzerindeki kontrollerden dolayı eksik değerlendirilebilir. Örneğin negatif faiz oranları hükümet bonolarına ödenirse bu durum açıklık kazanabilir. Suni düşük bir döviz kuru, çok yönlü bir döviz kuru sisteminde hükümetin dış borçlarına uygulanırsa benzer bir şekilde gerçek açıkların hacminin ne olduğu bilinmeyecektir. Bu şekildeki sapmalar uzun dönem denge değerlerinde; kamu açıkları, faiz oranlarına, döviz kurunu ve diğer faktörlerin nisbi fiyatlarını etkileyebilir.

Notlar

Stanley Fisher Dünya Bankası ekonomik kalkınma başkan yardımcısı ve ekonomist şefidir. William Easterly ise Dünya Bankası Ülke Ekonomileri personeli.

1. Buitter(1988), Anand ve van Wijnbergen(1989). "Kamu açıklarının makro ekonomik finansmanının iyi bir özetini açıklar. Tanzi'nin daha önceki çalışmaları da (1984, 1985) çok faydalıdır. Kamu açıklarının finansmanının ampirik analizleri Easterly tarafından yapılmıştır(1989).

2. Bir milyar bin milyona denktir.

3. 1920'lerde Boston eyaleti valisi olan Charles Ponzi pramit şemasıyla zengin olmuş fakat daha sonra hapse düşmüş ve beş parasız kalmıştır.

KAYNAKÇA

Anand, Ritu and Sweder van Wijnbergen.; "Inflation and the Financing of Government Expenditure: An Introductory Analysis with an Application to Turkey. **World Bank Ekonomik Review** 3, no: 1 (January), 17-38. 1989.

Blassa, Bela.; "Public Finance and Ekonomik Development", **PPR Working Paper World Bank**, Washington D.C. 1988.

Barro, Robert J. "Are Government Bonds Net Wealth?", **Journal of Political Economy** (December), 1095-1117. 1974.

Bernheim, Douglas., "Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidennce"

NBER Macroeconomics Annual, vol:2,pp. 263-303. 1987.

Blejer, Mario I., and K. Chu, eds.; **Measurement of Fiscal Impact: Methodological Issue**, **International Monetary Fund Occasional Paper 59**. Washington D.C. 1988.

Blejer, Mario I., and Nisan Liviatan.; "Fighting Hyperinflation: Stabilization Strategy Argentina and Israel, 1985-86", **IMF Staff Papers 34** (September) 409-38. 1987.

Buiter, William H.; "A Guide to Public Sector Debt and Deficits", **Economic Policy**, (November) 14-61. 1985.

Some Thoughts on the Role of Fiscal Policy in Stabilization and Structural Adjustment in Developing Countries. **NBER Working Paper 2603**, Cambridge, Mass. National Bureau of Economic Research. 1988.

Corbo, Vittorio, Morris Goldstein, and Mohsin Khan, eds. **Growth-Oriented Adjustment Programs**. Washington D.C. International Monetary Fund and World Bank. 1988.

Cuddington, John T.; **Capital Flight: Estimates, Issues and Explanation**. **Princeton Structure in International Finance 58**, Princeton, N.J. Princeton University Press. 1986.

Drazen, Allen, and Elhanan Helpman **Inflationary Consequences of Anticipated Economic Policies**, **NBER Working Paper 2006**. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research. 1986.

Easterly, William R.; **Fiscal Adjustment and Deficit Financing During the Debt Crisis**, Israhah Husain and Ishac Diwan, eds, **Dealing with the Debt Crisis**. Washington D.C. World Bank. 1989.

Fisher, Stanley.; "Seignorage and the Case for a National Money", **Journal of Political Economy 90**, no:2 (April): 295A-313. Reprinted in Stanley Fisher, **Indexing, Inflation Economic Policy** (Cambridge, Mass: MIT Press, 1987). 1982.

Gelb, Alan.; **Oil Windfalls: Blessing or Curse?** New York: Oxford University Press. 1988.