

BÜTÇE AÇIKLARININ HIPERENFLASYONİST ETKİLERİ

Yrd.Doç.Dr. F. Nuray ALTUĞ
M.Ü. İktisadi İdari Bilimler
Fakültesi Öğretim Üyesi

Bu çalışmanın amacı, çeşitli ülkelerde görülen enflasyon türleri arasında özel bir yere sahip "hiperenflasyon" olgusunu, hiperenflasyonun yaşanmasının nedenlerini ve hiperenflasyonun durdurulması için uygulanan istikrar tedbirleri yanında "paradan sıfır atılması" uygulamasını kısaca incelemektir.

Çalışma kısa bir girişin ardından hiperenflasyon olgusunun tarihsel gelişimini ortaya koymakta, bunun ardından hiperenflasyonun oluşumunu sağlayan anahtar koşulları belirledikten sonra bu koşulların sonucu gerçekleşen geniş bütçe açıklarının hiperenflasyona neden oluşu ve hiperenflasyon üzerindeki etkilerini vurgulamaktadır. Çalışma, çeşitli ülkelerde oluşan bu aşırı yüksek enflasyona karşı geliştirilen ve uygulamaya konulan önlemler üzerinde durularak sonuçlanmaktadır.

1. GİRİŞ

Fiyatlar genel seviyesinde sürekli yüzde artışlar olarak tanımlanan enflasyon, ekonomilerde ciddi bir hastalık haline gelebilir ve ekonomik yapıda şiddetli bozulmalara neden olabilir. Fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen bir kerelik artışla, fiyatların devamlı yükselmesi arasındaki fark önemlidir. Dünya petrol fiyatlarındaki bir kerelik yükselme gibi özel şoktan sonuçlanan fiyat artışları ve bu artışların devamlılık kazanması daha sonra bazı kronik-ekonomik problemlere dönüşebilmektedir. Bu tür fiyat artışları kontrol edilmeksezin başıboş bırakıldıklarında kendi kendilerini besleyerek yüksek enflasyona, daha da sonra hiperenflasyona dönüşebilirler. 1970'li yıllarda ABD ve bir çok Avrupa ülkesi enflasyonu yaşamış ve 1980'lerin ortasında da bu ülkelerin çoğu enflasyonu frenlemiştir. Ne yazık ki, özellikle Lâtin Amerika'da olmak üzere bazı ülkeler enflasyonu kontrol edememiş ve hiperenflasyon olgusunu yaşamaya başlamışlardır. 1985-1986 ile birlikte hiperenflasyon korkusu, I. Dünya Savaşı sonrası, fiyatların saatle değiştiği, ücretlerin günlük ödendiği, paranın değerini tamamen yitirdiği Alman hiperenflasyonunu anımsatmış, hiperenflasyonu yaşayan ülkeler, hiperenflasyonu durdurmak için şiddetli tedbirler almak zorunda kalmışlardır.⁽¹⁾

Tarihte yaşanan ilk yüksek enflasyon olaylarında yıllık enflasyon oranı bugünün standartlarına göre çok düşüktür. Bu yüzyıldan önce gerçekten yüksek enflasyon olarak bilinen üç olay vardır ve hiç biri hiperenflasyon olarak nitelendirilmez. Bu üç olay vardır ve hiç biri hiperenflasyon olarak nitelendirilmez. Bu üç olay sivil savaş ve devrim ile ilgilidir. Birinci olay ABD Bağımsızlık Savaşı'dır (1775-83). Yeni bağımsızlaşan Amerikan kolonilerinde vergilemedüşük olduğundan savaş giderleri dış borçlanma ile karşılanmıştır. Diğer Fransız Devrimi ile gelen yüksek enflasyondur. Fransa 1789'da Devrim Hükümeti kurulduğunda, kolay finansman aracı olarak yeni para basımına başvurmuştur. Yeni kağıt para "assignats" sirkülasyona girdiğinde fiyatların yükselmesine nedeni olmuş ve 1794'te enflasyon yüzdeyüzlere ulaşmıştır. Daha sonraki yıl, fiyatlar yüzde 3000'den fazlaya ulaşmıştır. Şüksek enflasyonun üçüncü olayı 20.yy.'dan önce (1861-65) ABD Sivil Savaşı sırasında yaşanmıştır. Kuzey ve güney parçasına başvurmuş, fakat güneydeki Konfedere Hükümeti, daha az vergi, kamu tahvili satışı ve daha fazla para emisyonuna dayandığından en yüksek aylık enflasyon oranı

yüzdekirkları bulmuştur. Kuzey daha az dramatik rakamlarla yıllık yüzde 20 enflasyon oranına ulaşmıştır. Güney Konfedere parasının geçerliliğini yitirmemesi, para arzındaki artış enflasyonu körüklemiştir.(2)

2. Hiperenflasyon'un 20.yy'da Ortaya Çıkışı

Hiperenflasyonun 20.yy dan önce ortaya çıkmaması, paranın tarihine bakıldığında büyük bir sürpriz teşkil etmemektedir. Yüksek enflasyon para arzındaki büyük artışlardan oluştuğundan ve para arzındaki bu kadar büyük artışlar ancak fiyat-para sisteminde oluştuğundan, yüksek enflasyon-hiperenflasyon ancak bu yüzyılda görülmektedir. metal para sisteminde, metal arzı istenildiği oranda artırılmadığından veya değerli maden standardında, kağıt para rezerv tutulan kıymetli madene dayanılarak tamamen veya kısmen artırılabilirdiğinden yüksek enflasyon veya hiperenflasyon ancak paranın kıymetli maden satandardından çıkarılarak fiyat-para, yani kağıt para standardına geçildiğinde mümkün olabilmektedir. Çünkü ihrac edilen kağıt para doğrudan ekonomi tarafından desteklenir. Para satınalma gücünü devletten alır, insanların inanç ve itimatına dayanır. Bir ulusun para arzının ekonominin yaşam kanı olması, ekonomideki para miktarının ekonominin kendi gereksinim ve koşullarına bağlılığını gerektirir. Bu nedenle kağıt para standardında karşılaşılan en muhtemel problem para arzının yönetimidir.

20.yy'dan önce kağıt para standardının nadir olması nedeniyle yüksek enflasyon veya hiperenflasyonun ancak, sivil savaş veya devrim gibi sıradan olmayan koşullarda ortaya çıkması sözkonusu olmuştur. 20.yy'da fiyat-para sisteminin yerleşmesiyle yüksek enflasyon-hiperenflasyon olayının, soyutlanmamış bir şekilde global ekonomik ve politik etkileşim içinde oluştuğu görülür.

Kesin bir tanım olmamakla birlikte bir yüksek oranlı enflasyonun hiperenflasyon sayılabilmesi için kullanılmakta olan tanımlama, yıllık yüzde bin yükselme göstermesidir. Enflasyon yüksek hale geldiğinde yıllık değil aylık oranlarla tanımlanır. Bileşik faizin gücü aylık oranlara tekabül eden yıllık rakama bakıldığında açıkça görülebilir. Aylık yüzde yirmilik bir enflasyonun yıllık oranı yüzde 791 olarak hesaplanmıştır.(3)

Hiperenflasyon yaşayan ülkelerin açıkça tanımlanabilen üç zaman dönemi içinde yer aldığı gözlemlenmektedir. I.Dünya Savaşı'nın kötü sonuçlarını içeren dönem, II.Dünya Savaşı'nın kötü sonuçlarını içeren dönem ve 1980 borç krizinin yolaçtığı hiperenflasyon dönemi. İzlelen bütün hiperenflasyon olaylarında ortaya çıkan enteresan bir karakteristik, fiyatlardaki yükselmenin para arzındaki yükselmeden fazla olduğudur.

I.Dünya Savaşı sonrası, merkezi Avrupa'dan ve Asya'dan beş ülke hiperenflasyon yaşadı. Avusturya, Almanya, Macaristan, Polonya ve Sovyetler Birliği. Bütün bu hiperenflasyonlar 1921'den 1924'e kadar olan kısa bir zaman dilimi içinde sürdü ve savaş izleyen karmaşık koşullar içinde ortaya çıktı. 1921'den 1923'e kadar olan dönem boyunca sifıra yakın rakamlardan yüzde 500'lere ulaşan aylık enflasyon oranları yaşanırken mevcut verilerle toplam çıktı ve istihdam gibi reel değişkenlerde çok küçük değişimler oluşmuştur. Ve enflasyonun umulmayan kısmı, özellikle nominal büyük borçlarla başlayanların lehine gelirin yeniden dağılımı olmuştur.(4) Enflasyon oranı değişken olduğunda, nominal faiz oranıyla verilen borçlar üzerindeki reel faiz oranının kesin olarak hesaplanması mümkün değildir. Bu nedenle bu tip ödüncüler hiperenflasyon dönemlerinde görülmemeye eğilimindedir, bir örneği Almanya'dır. 1920'lerde Almanya vadelerine göre endekslenmiş ödüncülerin olduğu organize kredi piyasalarına sahip değildi. Bununla beraber aktif bir sermaye piyasası vardı, ve varlıkların büyük çoğunluğunda dövizle ifade

mevcuttu. Bu nedenle Alman hiperenflasyonunda nominal faiz oranının ölçülmesi faydalı bir ölçü değildir. Bu çerçevede, elde tutulan paranın maliyetinin en iyi göstergesi umulan enflasyon oranından gelir. Bu oran insanlara, reel terimlerle, elde tutulan dayanıklı mallar veya tüketilenlerden çok, ellerinde tuttıkları nakdin ne kadarını kayb ettiklerini söyler⁽⁵⁾.

"Inexing", faktör, transfer veya diğer ödemelerde fiyat yükselmeleri oranında bir artışın olmasını ve gelirin enflasyonla barışık olmasını sağlayan bir ölçümlemedir. Endeksleme, bir enflasyon tedavi aracı değildir, fakat gelir sahiplerinin alım gücü üzerinde enflasyonunu etkilerini azaltan bir gelir sahiplerinin alım gücü üzerinde enflasyonun etkilerini azaltan bir program-uygulamadır. Endeksleme ödemeleri genellikle aylık veya daha az sıklıkta periyodik olarak düzenlenir ve fiyat endeksindeki değişimleri yansıtır.⁽⁶⁾

Avusturya ve Macaristan, I. Dünya Savaşı sonrası çökmüş Habsburg İmparatorluğu'ndan ayrıldılar. Her iki ülkede geleneksel topraklarının bir kısmını kaybettiler. I. Dünya Savaşı'nın kaybedenleri olarak muzaffer hükümeti güçlere tazminat ödemeleriyle karşı karşıya kaldılar. İlave olarak, Avusturya hükümeti işsizlik gereksinimiyle büyük transfer ödemeleri yükledi. Macar hükümeti, özel sektör için sübvans kredileri genişletti. Her iki ülkede de kamu bütçesi ağır baskı altındaydı ve sonuçta bu baskı hiperenflasyon olarak ortaya çıktı. Polonya'da yeni bir devletti. 18 yy.'ın sonunda da Polonya'nın bölüştürülmesinden sonra, parçaları Habsburg, Rusya ve Alman İmparatorluğu tarafından absorbe edildi, ve Polonya bu parçaların dışında, I. Dünya Savaşı sonrası yeniden yaratıldı. Polonya, sadece yeni küçük ve zayıf ülkesinin doğan sancıklarına maruz kalmadı, aynı zamanda Sovyetler Birliği ile savaşın ağır yükünün sıkıcılığına da maruz kaldı. Almanya ise yeni bir devlet olmamasına rağmen savaş öncesi rejim yokedildi. Weimar Republic olarak bilinen yeni ve güçsüz demokrasi, savaştan sonuçlanan yük altında kaldı. Versailles Anlaşma'sıyla empoze edilen büyük onarım yüküyle, yeni devlet mali yük altında ezilmeye başladı. 1923'de Fransızlar, ülkenin endüstriyel işgale pasif direnme ve yaygın işçi grevleriyle karşılık verdiler. Hükümet grevcilere, o zamanın merkez bankası Reichsbank'tan borç alarak ödemede bulundu. Ve sonuçta hiperenflasyon patladı. 15 aylık dönemde fiyatlar yaklaşık %1 Trilyon yükseldi.⁽⁷⁾ Diğer bir anlatımla eğer insanlar 1920'de 2 haftalık para miktarını ellerinde tutuyorlarsa 1923 Ekiminde ellerinde tuttıkları bu para yarım günlüktü. Bu gelişmeler sonucu 1923 Kasımında Almanya'da büyük bir parasal reform gerçekleştirildi.⁽⁸⁾

Hiperenflasyonun daha sonra ortaya çıkışı, II. Dünya Savaşı sonrası Çin, Yunanistan ve Macaristan'ın parasal kaosa kaymalarıyla gerçekleşti. Yaklaşık Japonlar on yıllık bir savaşın ortasından, Çin'de, 1945'te, Chiang Kaishek'in önderliğinde Milliyetçi (Nationalist) partiler ve Mao Tse Tung'un önderliğinde komünistler arasında sivil savaş başladı. Savaş sırasında bütçe üzerindeki zorlama daha sonraki dönemde şiddetlendi ve hiperenflasyonla sonuçlandı. Japon işgali sırasında sirkülasyona çıkan üç ayrı para 1947 ve 1949'ların başları arasında ayrı hiperenflasyonlara dönüştü. Milliyetçilerin 1949'da Taiwan'a çekilmesinden sora astronomik düzeyinden aşağılara düştü, fakat halâ zaman zaman yüksek olarak devam etti. II. Dünya Savaşı sonrası bir sivil savaş da Yunanistan'da izlendi. Ülkenin 1940'dan 1949'a kadar Alman işgalinde olduğu dönemde, hükümetten bulunulan şiddetli talepler para basımını arttırarak karşılandığından 1944'te Almanların İngilizler tarafından ülkeden çıkarılmasından sonra, iki direniş grubu, monarşistler ve komünistler arasında çıkan sivil savaş sırasında hiperenflasyon patlak verdi.

1946 Macar enflasyonu, 20 yıllık kısa bir dönemde iki hiperenflasyonu yaşayan ve yine dünya tarihindeki en yüksek hiperenflasyonu yaşayan ülkenin Macaristan olması nedeniyle dikkatleri üstüne çeker. Fiyatların bir yılda 3.8×10^{27} kere yükseldiği ve aylık

enflasyon oranının %19800 olduğu Macaristan'ın 1940'ların başında girdiği savaş fizik sermayesinin %40'ını kaybettirmiş, Savaşın kaybedeni olarak müttefiklere tazminat ödemek zorunda kalmıştır. Özellikle Sovyetler Birliği'ne ödenen, 1945-46 döneminde hükümet harcamalarının %25-50'sini temsil etmekteydi. Macaristan'ın alışılmamış enflasyon oranı için daha ileri bir açıklama, yaygın olarak endekslenmiş tasarrufların daha sonra da endekslenmiş nakdin kullanılmasdır. Bu uygulama, enflasyon vergisine taban teşkil eden endekslenmemiş paraya olana talebi kısı ve belli bir mikta gelirin elde edilmesi için enflasyon oranının artırılmasını gerektirdi.(9) Aşağıda gösterilen tabloda ülkelerin yaşadıkları hiperenflasyon, dönemleri ve oranları itibariyle izlenebilmektedir.

Ülkeler	Tarihler	Ortalama enflasyon oranı (aylık %)	Reel para dengesi minimum/başlangıç
Avusturya	Oct. 1921-Aug. 1922	47.1	0.35
Almanya	Aug. 1922-Nov. 1923	322.	0.030
Yunanistan	Nov. 1943-Nov. 1944	365.	0.007
Macaristanı	Mar. 1923-Feb. 1924	46.	0.39
Macaristan	Aug. 1945-July 1946	10800.	0.003
Polonya	Jan. 1923-Jan. 1924	81.1	0.34
Rusya	Dec. 1921-Jan. 1924	57.0	0.27

Cagan'ın hiperenflasyon tanımı, enflasyon oranının en azından bir kaç ay için aylık %50'yi aşmasını gerektirir. Bu, geçici olmakla birlikte amacı için tatmin edicidir.

Hiperenflasyonun üçüncü defa ortaya çıkışı, 1980'lerde arjantin, Bolivya, Brezilya, Nikaragua Peru, Polonya ve Yugoslavya'nın içine düştüğü hiperenflasyon olaylarında görüldü. Kısmen Nikaragua'nın sınıflandırma dışı kaldığı bu olayda savaş etken olmaktan çıkmış ve bütün ülkeler dış borç krizlerinin içine düşmelerine yardım ettiği mali bir kaosa sürüklenmişlerdir. Bütçe harcamalarının büyük bir kısmını teşkil eden dış borç ödemelerinin yükü ve aynı zamanda bu ülkelerin uyguladığı popüler politikalar Lâtin Amerika ülkelerinde hiperenflasyonun oluşumuna neden olmuşlardır. Sonuç olarak hiperenflasyon Polonya ve Yugoslavya'da planlı ekonomiden piyasa sistemine geçişte ekonomik reformların zorlamalarının yansımasıdır. 1985'te Arjantin'de, enflasyon oranı yıllık %2000-3000'lere yükseldi. Enflasyonunu durdurulması ümidiyle cesur bir plan uygulamasına geçildi. 1986'da Brezilya enflasyonla mücadele için benzer bir planı uygulamaya koydu. 1985'te Bolivya fiyat indeksi 8000'den daha fazlaya yükseldi. 1986'nın baharıyla birlikte enflasyon oranı %25.000 olmuştur. Bir çukolata alabilmek için 2 inch kalınlığında kağıt paraya ihtiyaç olmuş. Hızla büyüyen devlet harcamalarını yapabilmek için yeterli verginin toplanmasını sağlamak için Bolivya para basımına gitmiş, günlük 1 milyon, 5 milyon, 10 milyon peso'luk banknot basmıştır. Daha da kötü olma korkusuyla Bolivya sonuçta enflasyonu durdurmak için kesin adımlar atmıştır.(10)

3. Hiperenflasyonu Oluşturan Anahtar Koşullar

Hiperenflasyon olgusu, ortaya çıkışı ülkenin bazı özelliklerine, ortaya çıkış zamanına ve dışsal koşullara bağlı olmakla birlikte ekonomistlerce izlenen bu hiperenflasyon olayları sonucu, hiperenflasyonun oluşum teorisi formüle edilebilmiştir.

Hiperenflasyonların ortaya çıkabilmesi için temel koşul fiyat-para sistemidir. Çünkü para arzının bu kadar çok artırılabilirdiği ve fiyatların paralel olarak yükselebileceği sistem, paranın kıymetli madene dayandırılmaksızın artırılabilirdiği fiyat-para sistemidir.

Fiyat-para sisteminin yürürlükte olduğu ekonomilerde hiperenflasyon savaşlar, devrimler ve sivilsavaşlar sonrası ve 1980'li yıllarda da dış borç krizlerinin yarattığı bütçe açıklarının büyük fiyat artışlarına neden olması sonucu ortaya çıkmışlardır. Savaşlar, devrimler ve sivil savaşlar sırasında hiperenflasyonların patlar vermesinin nedeni bütçe gelirlerinin belirlenen olayların finansmanına yetmemesi sonucu devletlerin para basarak gelir elde etmeye çalışıp fiyat artışlarına ve de hada arzı artışına neden olmalarıdır. Son hiperenflasyon olaylarında ise bütçe açıklarının nedeni aşırı dış borçların servislerinin yapılmaması sonucu ödemelerin gerçekleştirilebilmesi için para basılmasının ekonomi üzerindeki etkileri görülmektedir. Hiperenflasyonun oluşumuna neden olan koşullar arasında zayıf hükümet yönetimlerine de dikkati çekmek gerekir. Devrimler ve sivil savaşlar hiperenflasyonu uyarmakla birlikte, bütün devrim ve sivil savaşların arkasından hiperenflasyonlar yaşanmamıştır. Bununla birlikte bütün hiperenflasyonlar savaş, sivil savaş, devrim gibi olayların arkasından yaşanmıştır. Burada üzerinde durulması gereken nokta yönetimlerin zayıflığıdır. Bu olgu tanımlanması ve ölçülmesi güç bir olaydır.

Hiperenflasyonu hazırlayan koşullar arasında dış şoklar üzerinde de durmak gerekir. Savaşlar sonrası yaşanan hiperenflasyonlar, savaş harcamalarından kaynaklandığı gibi savaş sonrası yüklenen tazminatların yarattığı dış şoklarla da olmuştur. 1980'lerde yaşayan hiperenflasyonlar ise borç yüklerinin bütçeler üzerinde yarattığı baskılardan kaynaklanmaktadır. Dış borçlanma bir çok ülkede olmakla birlikte, dış borç krizine giren ülkeler dış borç servislerinde zorlanan, ihracatları doğal kaynaklarına dayalı olan ve ithal ikâmesi uygulayarak dışa kapalı büyüme çabaları içindeki ekonomiler olmuşlardır. 1970'li yıllarda petrol fiyatlarında yaşanan yükselmenin fiyatlar genel seviyesini ve faiz oranlarını yükseltmesi, dış ticaret hadleri aleyhlerine dönen bu ülkelerin faiz oranlarını yükseltmesi sonucu ağırlaşan dış borç servislerini yerine getirememelerine neden olmuştur. Bunun yanında, dış borçlanmaya sahip olduğu halde uyguladıkları dışa açık büyüme politikaları nedeniyle dış borç servislerini yerine getirebilen güneydoğu asya ülkeleri de mevcuttur.

Sonuç olarak, kağıt-para sisteminin varlığı hiperenflasyon oluşumu için temel koşuldur. Belirtilen diğer olaylar, hiperenflasyonun başlaması için genellikle tetikleyici rolü oynarlar.

4. Bütçe Açıkları ve Hiperenflasyon

Bütün hiperenflasyonist ekonomiler büyük bütçe açıklarından ve para basımındaki hızlı artıştan muzdariptirler. Kamu sektörü harcamalarından kaynaklanan açıklar üç yolla kapatılır. Kamudan (halk) borçlanılabilir, döviz rezervleri azaltılabilir veya para basılabilir. Bir hükümet geçmişte zaten borçlanmışsa ağır borç yüküne sahiptir, ve daha fazla harcanmakta (iç veya dış), borçları servis edebilme kapasitesinden şüphelenildiğinden güçlüklerle karşılaşılır. Bir devlet, uzun bir dönem büyük bütçe açıklarından sonra döviz rezerv stoklarını tüketmişse kendisini bu açıkları kapatmak için para basıyor bulabilir. Yüksek enflasyonla karşılaşan bir hükümet neden uzun zaman açıklarını kapatamaz. Prensip, harcamaları kesme-vergileri artırma kombinasyonu içinde açıklardan sakınabilir. Problem bu tür politikaların yürürlüğe sokulabilme zorluğudur, millet meclisinin büyük çoğunluğunu oynayabilen, güçlü organize gruplar, lobi grupları, ticaret birlikleri, politik partilerin koalisyonu bu politikaların uygulanmasını temsil ettikleri gruplar açısından sakıncalı bulabilirler.

Bütçe açıklarıyla enflasyon arasındaki etkileşim; geniş bütçe açıkları, hükümetlerin açıkları finanse etmek için para basmasına bu nedenle de enflasyonun hızlanmasına yol açarken, hızlanan enflasyonun harcama rakamlarının daha da büyümesine yol açması

yanında yüksek enflasyon vergi hasılatının reel değerinde aşınmalar yaparak bütçe açığının daha da büyümesine yolaçmasıdır. Bütçe açıklarındaki artış, kamu harcamalarında bütçe zararları seviyesinde bir azalmayı gerektirir. Eğer devlet çok zayıfsa, hem bütçe açıklarını kapatmaya hem de bütçe açıklarının daha da büyümesine neden olan vergi hasılatının zayıflığını gidermeye muktedir olmayacaktır.(11)

Bütçe açıklarının parasal finansmanındaki büyük artış hiperenflasyonun özünü teşkil eder. Bir dışsal veya içsel şok devleti mali açıklara iter. Bir kere büyük bir açık oluştuğunda, devlet, eğer olanak dahilindeyse yabancı kredilerle veya olanaklı değilse iç piyasadan, sermaye piyasasından veya özel bankalardan borçlanmayı deneyecektir. Devlet hazine açıklarını kamudan borçlanarak finanse ettiğinde, borç finansmanını üstlenmiş olur. Hazine açıklarının finansmanı için merkez bankasından borçlanıldığında parasal finansman üstlenilmez olur.(12) para ve borç finansmanı arasındaki fark; hazinenin merkez bankasına tahvil satışları; "monetizing the debt" (borçların parasallaştırılması)'e tekabül eder, ve merkez bankasının borç alımlarını finanse etmesi için "high-powered money" (baz para) yaratmasıdır. "High-powered money stoku" önemli bir makro ekonomik değişken olduğundan, kamuya borç satışı ile merkez bankasına borç satışı arasında önemli bir fark vardır. Tersi olduğunda, yani, devletin açık yerine fazlaya sahip olması durumunda, tahvil satışı veya high-powered money'in artırılması yerine borçlar azaltılır yani önemli miktardaki tahvil stoklarını veya high-powered money arzını azaltır. Eğer bütçe açığı geçici karakter taşıyorsa, devlet parasal politikaları kontrol altında tuttuğu/tutabildiği sürece yüksek enflasyonun başlamasından sakınabilir.

"reel bütçe açığı x fiyatlar genel seviyesi =
merkez bankası devlet tahvili satışları değerindeki artış +
özel sektöre devlet tahvili satışları değerindeki artış =
"high-powered money" değerindeki artış + özel sektöre devlet tahvili
satışlarındaki artış + devlet varlıkları satışlarındaki artış"

olarak ifade edilen "government's budget constraint" (devlet bütçe kısıtı), nominal bütçe açıklarının; merkez bankasından veya özel sektörden borçlanma veya varlıkların satışı yoluyla finanse edildiğini göstermektedir.(13)

Merkez bankasının elinde tuttuğu hazine borçlarında bir değişim "high-powered money" de bir değişmeye neden olduğundan, biz bütçe açıklarının ya halka borç satışı yoluyla veya high-powered money stoklarını artırma yoluyla finanse edildiğini söyleyebiliriz. Borçlanma veya para basma yoluyla finansman, açıkların finansmanının genel yolu, varlıkların satışı çok daha az kullanılan bir finansman yoludur. Fakat 1980'lerde the U.S.'te, Avrupa'da ve gelişen ülkelerde önemli bir finansman aracı olmuştur. Hükümetler kamu sahaları veya kamu sektörü teşebbüsleri sattığında (bir ulusal hava yolları veya telefon şirketi satışı gibi) satıştan elde edilen geliri, açıkların finansmanında veya kamu borçlarının azaltılmasında kullanılmıştır. Tabii ki hükümetlerin kamusal varlıkların satışı yoluyla finansman sağlaması, sonuçta satmak için varlık bulunamayacağından geçici olmalıdır.(14)

Borç stoku oluşurken veya oluşuktan sonra, kreditorler devlet borçlarını finanse etmeğe devam son derece gönülsüz olurlar. Dış finansman olaylarında ihmal edilen riskin farkında olurlar veya iç finansman yapıyorsa enflasyon riskinin farkına varırlar. Bu gibi durumlarda hükümetler diğer kaynakları kurduğunda parasal finansmana dönerler. Eğer enflasyonun oluşumunu mümkün olduğunca geciktirmeye gayret ederlerse para finansmanı başladıktan sonra bile sabit kur sistemini sürdüreceklerdir. Sonuçta sabit kur rejiminin sonunu getiren, paraya spekülasyon saldırı oluncaya kadar döviz rezervlerinde bir

düşme olacaktır.

4 . 0. Sabit Kur Rejiminde ve Tam Sermaye Alışkanlığında Bütçe Açıklarının

Ekonominin bütçe açıklarının devam ettiği ve sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu koşullarda devletin daha fazla borçlanamaması, uzun zaman devam eden bütçe açıkları nedeniyle de döviz rezervlerinin tükenmiş olduğu bir durumda merkez bankasından borçlanılabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan bir dünyada devletler kendilerini sınırlı finansman kaynağı ile birlikte bulurlar. Devletler iç finansman kaynaklarından borçlanamadıklarında ve kredi değerlilikleri şiddetle örselendiğinde açtığı finanse etmek için tek imkana sahiptirler, merkez bankalarından borçlanabilirler. Sabit döviz kurunda ve tam sermaye akışkanlığında dolaylı olarak sanki bütçe açıkları direkt olarak dış rezervlerin azaltılmasıyla ödenmiş gibi kayıtlara yol açar⁽¹⁵⁾

Bu olaya örnek olarak 1970-73 dönemi için Şili incelendiğinde, bu dönem için kamu sektörü açıkları GSYİH'sinin %6'sının az yukarısından %30'unun az üstüne kadar artırılmış ve çoğunlukla Merkez bankasının parasal emisyonuyla finanse edilmiştir. Uluslararası rezervlerin ortalama düzeyinin bir aylık ithalatı kapatabilmesi süpriz sayılmamaktadır. Bu ihtiyatlı bir standard için ekstrem bir düşüklüktedir. Mali açığın büyük bir bölümü uluslararası rezervlerin harcanmasıyla finanse edilmiştir. Olayın benzeri Peru için 1985-1988 dönemi için gerçekleşmiştir.⁽¹⁶⁾

Bütün bu gelişmelerin enflasyon açısından ifade ettiği; yabancı rezervlerin mevcut olmaya devam etmesi durumunda ülkenin enflasyondan sakınabilmesidir. Açıkların merkez bankasından borçlanılarak kapatılmasına karar verilmesi dolaylı olarak uluslararası rezerv kayıplarıyla finanse edilmesidir. Bu tür finansmanın devamında sonuç olarak devlet rezervsiz kalır. Ve vatandaş ulusal parasını dövize çevirmeye teşebbüs ederse, hükümet piyasaya müdahale etmeye devam edemez. Merkez bankasının başka şansı olmadığından döviz kuru depresyona olmaya bırakır, hem yerel paranın devalüasyonunun sonucu olarak ve de ulusal parayı dalgalanmaya başlamaya bırakacağından, tespit edilmiş sabit döviz kuru rejiminin çökmesi, merkez bankası rezervlerinin bitmesi, ödemeler dengesi krizi olarak adlandırılır. Döviz kuru sisteminin çökmesine bir kriz duygusu ve politik bir drama eşlik eder.

4.1. Dalgalı Döviz Kuru Sisteminde Bütçe Açıkları

Bütçe açıkları ve döviz kuru sisteminin seçimi arasında önemli bir ilişki vardır. Kronik ve büyük bütçe açıklarıyla devletlerin sabit kur sistemini sürdürmeleri zorlaşacağından ya dalgalanan döviz kuru sistemine geçmelidirler ya da en azından sık sık ulusal paralarının paritesini düzenlemelidirler. Ödemeler dengesi krizine giren ekonomilerin merkez bankalarının uluslararası rezervleri tükendiğinden en büyük mali açıklara sahip olduklarından sabit döviz kuru paritesini terk etmeye zorlanırlar. Borçlanma kredibilitelerini kaybettiklerinden ve döviz rezervleri tükendiğinden bu ekonomilerin açıklarının finansmanını yapabilmelerinin tek yolu para yaratmalarıdır.

Para paratılması yoluyla açıklar finanse edildiğinde, açıkları reel değeri para arzındaki değişmeye eşit olacaktır. Para arzındaki bu değişim enflasyonun nedenidir. Bu ilişkiden görüldüğü gibi bütçe açıklarının büyüklüğü ve enflasyon oranı arasında kesin bir bağlantı vardır. Her açık bir enflasyon oranına yolaçmakta, büyük enflasyon oranları eşlik etmektedir.⁽¹⁷⁾

Bütçe açıkları enflasyon vergisiyle finanse edilebilir. Temel olarak devlet, harcama-

larının ödemelerini para basımı yoluyla yapabiliir. Para arzındaki artış yani para basımı, devletin enflasyon vergisi toplamasının kesin yoludur. Enflasyon vergisi özel bir vergidir. bu verginin hasılatı ne herhangi bir kanunun uygulanmasını ne de bir vergi toplama idaresinin yönetimini gerektirir. Her dönemde fiyat seviyelerinin yükselmesiyle, hanehalkı ellerinde tuttuğu paranın değerindeki kayıplara otomatik olarak bu vergiyi öder. Devletin para yaratma hakkıyla gelirlerini yükseltme kabiliyetlerini ifade eden enflasyon vergisi "seigniorage" olarak isimlendirilir.(18)

Eğer açığın yeterli derecede büyük parayla kapanması gerekiyorsa, arkadan gelen enflasyon hiperenflasyona dönüşebilir. Tarihi olaylardan elde edilen sonuçlara göre GSMH'nın yaklaşık %10-12'si arasında süreklilik arzeden (persistent) para finansmanları hiperenflasyon doğurmaktadır. Hiperenflasyon parasal finansmana kaymakla hemen başlamaz, pek çok önemli olayın da bu olgunun gelişmesinde katkısı vardır.

Hiperenflasyonu 1980'lerde yaşayan ve bu tarihlerde stabilize eden bir ülke olarak Bolivya, 1982 ortalarından 1985 sonlarına doğru olan sürede enflasyonu devlet gelir olarak GSMH'nin %12'si dolaylarında kullanmıştır. "Seigniorage" gelirlerindeki bu yükselme önemli oranda borç servis maliyetlerindeki yükselmeden kaynaklanır. Bolivya 1982'lerden önce de büyük açıklara sahip olmasına rağmen ancak dış borçlara ulaşamaması, 1980'lerin başında gerçekleşmiştir. Bolivya'nın askeri yönetimden çıkıp demokratik yönetime geçtiği dönemlerde uyguladığı ekstra ordiner iç politikalar ve dış borçlanmaya ulaşamaması nedeniyle Bolivya merkez bankası ve parasal finansmana dönmüştür. Enflasyon yükselmeye 1981'den sonra başlamış ve hiperenflasyonist orana 1984'te ulaşmıştır. Bu dönemde yükselen enflasyon da, enflasyonun devlet geliri olarak kullanılması yıllık %12'ler civarında yeni düzeyine yerleşmiştir.

5. Enflasyon Vergisi-Seigniorage Gelirleri

Devletlerin para yaratma haklarını kullanarak para basımı yoluyla (high-powered money arttırılması) gelirlerini yükseltme kabiliyeti "seigniorage" olarak isimlendirilir. Normal zamanlarda pek çok ülke gelirlerinin küçük bir bölümünü para basımından elde ederler. Örneğin son yıllarda Federal Reserv. Bank yaklaşık 10-15 milyar bu kaynaktan sağlamıştır. Bu miktar, toplam ABD devlet gelirlerinin %1-3'üne ve GSMH'sının %1'inden daha azına tekabül eder. Çok genel olarak, 1960-78 periyodunda 14 endüstrilemiş ülkenin para yaratarak elde ettikleri gelir ortalama GSMH'larının %1'i civarındadır.

Bir kaç yüksek enflasyon ekonomisinde, para yaratmaktan elde edilen gelir çok önemli boyutlardadır. Arjantin için 1960-75 döneminde para yaratma yoluyla elde ettiği gelirin, devlet gelirlerinin yaklaşık yarısı kadar ve GSMH'sının %5'i, Libya için 1960-77 döneminde GSMH'sının %3'ü ve Brezilya için 1960-78 döneminde GSMH'sının %3'ü civarında seigniorage geliri elde ettikleri hesaplanmıştır.

Alman hiperenflasyonu ve Avusturya, Macaristan, Polonya ve Rusya hiperenflasyonlarında para basımı devlet gelirlerinin başlıca kaynağı haline gelmiştir. Sonuç olarak bu rakam para basımından elde edilen kaynak GSMH'larının :10'u-15'ini bulmuştur.(19)

Devletler para yaratarak açıklarını finanse ettiklerinde, para basımını etkin tutarak satın aldıkları mal ve hizmetlerin bedellerini ödemekte kullanırlar. Bu para halk tarafından emilir. Niçin halk elinde tuttuğu para dengesini arttırmak ister? Tek nedeni ise gelir dengesinin sürdürülebilmesinde enflasyonun etkilerini dengeleyen miktarın halkın elinde tuttuğu nominal para dengesine ilavesidir. Enflasyon tam bir vergi gibi hareket

eder. Çünkü, insanlar daha az harcamaya zorlanırlar. Devletler ilave harcamaları finanse etmek için vergileri yükseltmiş gibi daha fazla gelir elde ederler.(20)

enflasyon vergisi geliri = enflasyon oranı x reel para bazı

Enflasyon oranı sıfır olduğunda devletler enflasyondan gelir elde edemezler. Enflasyon oranı yükseldikçe devletlerin enflasyon vergisi olarak elde ettikleri gelir de yükselecektir. Fakat, enflasyon oranı yükseldikçe, insanlar ellerinde tuttukları para bazını azaltacaklardır. Enflasyon oranı yüksek olduğunda, elde tutulan paranın maliyeti çok yüksek olduğundan hanehalkı çok düşük bir para dengesini elinde tutmak isteyecektir.(21) Sonunda reel para bazı hükümetlerin aldığı enflasyon vergisi toplam miktarı kadar düşer.

Banka sisteminin az geliştiği ekonomilerde halk elinde büyük miktarda para tuttuğundan devletlerin enflasyondan elde ettiği gelir daha fazladır.

Seigniorage, tam aynı olmamakla birlikte enflasyon vergisi kavramıyla yakın ilişkilidir. Enflasyon vergisi, enflasyonun neden olduğu reel para dengesi değerindeki azalmayla ölçülür. Seigniorage, para basılarak ele geçirilebilen reel devlet kaynakları miktarını ölçer.(22)

Enflasyon olduğunda, para devamlı olarak reel değerini kaybeder. Hanehalkı reel para dengesini sabit tutabilmek için elinde tuttuğu nominal para miktarını arttırmalıdır. Hanehalkı elinde tuttuğu nominal para miktarını tam devletin topladığı seigniorage gelirleri oranında arttıracaktır. Seigniorage düzeyi paranın büyüme yüzdesine eşittir. Bu reel para dengesindeki çökme bütün hiperenflasyonların tipik özelliğidir. İnsanlar ulusal paralarını ellernide tutmalarının çok maliyetli olduğunu, gündün güne paranın değer kaybetmesi nedeniyle keşfederler. Ve ulusal paralarından kurtulmak ve gelecekteki fiyat artışlarından sakınmak isterler. Bu hızla artan fiyat dinamiği nakit ikamesine yol açar. Ulusal parasını elinde tutmak istemeyen halk bir diğer istikrarlı para arar. Bu gelişme dollarization olarak bilinir.(23) Lâtin Amerika'da yaşanan son hiperenflasyonlar sırasında ve Polonya'da, U.S. doları, Yugoslavya'da DM alternatif para olarak tercih edilmiş, ekonomiler artan bir hızla dolarize edilmişlerdir.

6. Hiperenflasyonun Sona erdirilmesi için Uygulanan İstikrar Politikaları

Bütün hiperenflasyonlar son bulur. Ekonominin kontrolden çıkması kamu için büyük bir yük haline gelebilir ve devletlerin bütçelerini düzenlemelerinin bir yolunu bulmaları gerekir. Hiperenflasyon yaşayan ekonomilerin bazı istikrar tedbirleri uygulayarak enflasyonist etkiyi çok azaltabildikleri veya durdurabildikleri izlenir. Bu örnekleri incelediğimizde yüksek enflasyonun durdurulabilmesinin; döviz kurunu, kamu bütçesini, para arzını etkileyen ve bazı durumlarda ücret ve fiyatlar üzerinde direkt tedbirleri amaçlayan ekonomik politikaların özel bir bileşimini gerektirdiği görülür. Herhangi bir istikrar programının başarısı insanların bu programdan ne kadar olumlu etkilendiğiyle ilgilidir. Politikalarda önemli olan, programa güven duyulmasının sağlanmasıdır.

Hiperenflasyonlar çoğunlukla ilk denemede sona erdirilemeyebilirler. Bolivya'da 1985 Ağustos'unda yeni hükümetin başarılı denemesinden önce yapılan altı istikrar programı uygulaması başarılı olmamıştır. İlk denenen iki programda, 1982 ve 1985'te, alınan pek çok tedbire rağmen hükümetler politik olarak farklı çıkar gruplarının baskılarına karşı çok zayıftı. 1982-1985 döneminde ticaret birliklerinin baskılarına dayanılmayarak büyük ücret artışları kabul edilmiştir.(24)

İstikrar programlarının başarılı olmaları durumunda hiperenflasyonların aniden durabildiği görülmüştür. Örneğin, Almanya'da 1923'de, Polonya'da 1924'te ve Macaristan'da 1924'te olduğu gibi. 1985'te Arjantin'in yıllık enflasyon oranı %200-3000'lere yükseldiğinde halkta yerleşen bu kronik aşırı enflasyon fikrinin yokedilmesi için cesur bir plan uygulanmıştır. Peso'dan üç sıfır aularak yaratılan yeni bir para birimi "Austral" dolaşıma sokulmuştur. Fiyatlar, ücretler ve resmi döviz kurları dondurulmuştur. Para basılmamasına yani emisyon artışı sağlanmayacağına söz verilmiştir. Devlet harcamaları azaltılmış, denk bütçe uygulamasına önem verilmiştir. Ücretler ve bunun benzeri, kontrata bağlı uygulamalarda endeksleme uygulanmamıştır. Ayrıca 350 devlet mülkiyeti ve /veya yönetimli kuruluşların bazılarının özelleştirilme imkanları araştırılmıştır. Uygulanan bu plan bir yıl içinde enflasyonu iki rakamlı düzeye indirmekte başarılı olmuştur.⁽²⁵⁾ Arjantin örneğinde olduğu gibi hiperenflasyonla mücadele eden istikrar programları uygulamalarında bazı ekonomik birimlerin kontrol altında tutulmasında yarar görülmektedir.

6 . 0. Döviz Kuru İstikrarının Sağlanması

Hiperenflasyonist ekonomilerde dolarlaşma süreci görülür. Bu sürece giren bir ekonomide ise fiyatlar dolar olarak ifade edilip ödemeleri ulusal paraya çevrilerek yapılır. Bu nedenle döviz kuru bir çok mal ve hizmetlerin dolar fiyatlarıyla ulusal para arasında önemli bir bağ oluşturur. Hiperenflasyon süresince döviz kuru, yaklaşık olarak iç fiyat artışlarıyla aynı oranda değer kaybına uğrar. Eğer döviz kuruna istikrar kazandırılabilirse, iç fiyatlara da istikrar kazandırılmış olur. Birçok hiperenflasyon olayında iki döviz kuru mevcuttur. Başarılı bir stabilizasyon programı, öncelikle resmi kur ve resmi kurun çok üstünde oluşan serbest piyasa kuru arasındaki açığın kapatılabilmesi için resmi döviz kurunun devalüasyonunu içerir. Tipik bir stabilizasyon programı, döviz rezervlerini eriten spekülasyon saldırılar olmaksızın merkez bankasının korunabilen düzeyde bir döviz kurunu tespit etmeyi amaçlar. Devletin para basmaya devam ederek belirlenen döviz kurunu sürdürmeye devam etmesi halinde, bu, döviz rezervlerinin tükenmesiyle sonuçlanacak, ekonomi ödemeler dengesi krizi yaşayacak ve spekülasyon saldırılara maruz kalacak, devalüasyon tek başına döviz kuruna istikrar kazandırmaya yeterli olamayacaktır.⁽²⁶⁾ Bu nedenle sıkı bir maliye politikasının da uygulanması gerekir. Kısa dönemde devlet gerektiğinde müdahale edebilmek için bir kısım döviz rezervlerine sahip olabilmeleri veya bunu borçla temin edebilmelidir. Uzun dönemde döviz kurunu istikrarlı tutabilmenin tek yolu, devletin seigniorage gelirlerine gereksinimini hafifleten sıkı bir maliye politikası uygulamasıdır. İç fiyatlar, doların alıngücü politikasına dayandırıldığından döviz kuruna istikrar kazandırılması halinde iç fiyatlar da istikrar kazanacağından enflasyonun durdurulması mümkün olur.

6.1. Etkin Bir Bütçe Politikasının Uygulanması

Hiperenflasyona neden olan, seigniorage gelirlerine gereksinim sağlayan bütçe bütçe açıkları kontrol altına alınmadıkça istikrar programının başarısı söz konusu olmaz. Bütün mali politikaların etkinliğini kaybetmesine neden olan vergi sisteminin tahribi, "Olivea-tanzi etkisi" olarak adlandırılan enflasyon hızlandıkça reel vergi hasılatının düşme eğilimi hiperenflasyonların tipik özelliğidir.⁽²⁷⁾ Bütçe açığının büyüklüğü ve nasıl finansmanının yapılabileceği mali politikayı oluşturur. Devlet harcamalarının kesilmesi yoluyla bütçe açıklarının daha da artması ve dolayısıyla enflasyonun hız kazanması önlenmeye çalışılır. Mali politikalarda üstünde durulması gereken konulardan biri de devletin bütçe açıklarının finansmanını para basımı yoluyla yapmak isteyen hükümetin baskılarına karşı koyacak bağımsız bir merkez bankasının varlığıdır. Merkez bankasının devlet açıklarının finansmanını yapmayı durdurması yeterli değildir. Bütçe

koşullarının iyileştirilmesi gerekir. Kamu teşebbüsleri tarafından üretilen mal ve hizmet fiyatlarında enflasyonun yarattığı aşınma, fiyatların artırılması yoluyla karşılandığında hem devlet teşebbüslerinin açıkları ve dolayısıyla da bütçe üzerindeki yük hafifler ve de aynı zamanda da bu bir gelir sağlama yoludur.⁽²⁸⁾ Bir diğer üstünde durulması gereken konu vergi gelirlerinin yükseltilmesidir. Döviz kurunun istikrarı sağlandığında iç fiyatlar da istikrara kavuşacağından bu otomatik olarak gerçekleşecektir. Diğer bir deyişle "OliveraTanzi etkisi" tersine işlemeye başlar. Yani yüksek enflasyon vergi glirlerini azalttığı gibi yüksek enflasyonun sona ermesi de daima vergi hasılatının artmasına neden olur.

Hiperenflasyon dönemleride reel vergi hasılatındaki azalma vergi yönetimi sistemini zayıflattığından istikrar programının başlamasından hemen sonra kapsamlı bir vergi reformuna da gerek duyulur.

6.2. Kredi ve Parasal Politikalar

Sürekli enflasyon beklentisi ile elde tutulan para miktarı azaltılırken döviz kuruna ve fiyatlara istikrar sağlanması durumunda, halk elinde tutmak istediği para dengesini arttırmak ister. Para talebindeki bu artışın karşılanabilmesi için devlet, enflasyona neden olmaksızın para artışı sağlar.⁽²⁹⁾ Bunu kamu sektörüne kredi sağlamak yoluyla yapabilir (Merkez bankası hazineden tahvil alır) veya özel sektöre sağlanan kredi olanakları artırılır. (Merkez bankası özel bankalara daha fazla kredi verir) ya da merkez bankası sabit kurdan döviz alır. Örneğin Boliviya'da hükümet hiperenflasyonun sona erdirilmesinin arkasından halkın elindeki yabancı varlıkları satın alarak halkın eline para geçmesini sağlanmıştır.⁽³⁰⁾

6.3. Yeni Bir Paranın Tanıtım

Genellikle başarılı bir istikrar politikasına yeni bir para birimine geçiş eşlik eder. Bunu yapmanın en iyi yolu, çok değer kaybeden paradan sıfır atılmasıdır. 1924'te Almanya'da bir yeni rentenmark, (10)¹² eski kağıt marka eşitti. Aynı şekilde Arjantin'de Peso'dan üç sıfır atılarak yeni bir para birimi, Austral uygulamaya sokulmuştur. Yine Brezilya'da hiperenflasyonla mücadele 1000 cruzeiros değerinde cruzado yaratılmıştır⁽³¹⁾.

Parasal reform tipinin en basitinde yeni bir para birimi tanıtılır. paradan sıfır atılması, ekonomide bütün fiyatlar, ücretler vefinansal varlıklara uygulanır. Bu maliyetlerde; mürekkepte, kağıtta, zamanda, hesap makinaları alanlarında bazı tasarruflara yol açar. Boliviya'da yeni bir para "bolivianos" stabilizasyon programının uygulanmaya başlanmasından bir kaç ay sonra dolaşıma sokulmuştur. Bir milyon eski pesos bir yeni bolivianos'a çevrilmiştir.

6.4. Dış Zorlamaların Azaltılması ve Güven Problemi

Hperenflasyonu yaşayan bütün ülkeler uluslararası rezervleri çok düşük düzeyde olduğundan fiyat istikrarının sağlanmasında güçlüğü düşerler. Bu nedenle, bir hükümet için dış finansman yükünün bütçe üzerinden kaldırılması temel amaçtır. Örneğin 1980'de Boliviya yeni ödünçler programıyla IMF, The World Bank ve diğer uluslararası kuruluşlardan aldığı borçlarla bu baskıları azaltmıştır. Hiperenflasyon deneyimlerinde reel faiz oranı stabilizasyon başarılıdıktan sonra bile kesinlikle çok yüksek dünya faiz oranları düzeyinin çok üstünde olmuştur. Bunun temel nedeni, halkın sürdürülmekte olan programa duyduğu kuşkuudur. İstikrar programlarında güvenin mümkün olduğunca çabuk restore edilmesi önemlidir. İç faiz oranlarının düşürülmesi gereklidir. Çünkü yüksek faiz oranları

kendi kendine stabilizasyon programının ayağını kaydırır. Yüksek faiz oranları, para arzının hızlı büyümesi için baskıya yol açığından ve devletin yüksek düzeyde iç borca sahip olması durumunda bütçe koşullarını kötüleştireceğinden ve de yüksek faiz oranı müteşebbisi yatırımlardan caydırarak işsizliğe, politik kargaşaya ve iflaslara neden olduğundan mümkün olduğunca çabuk kontrol altına alınmalıdır.(1)

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Barro Robert J., *Macroeconomics, Second Edition 1987, John Wiley and Sons Inc., Canada*

Dornbusch Rudiger and Stanley Fischer, *Macroeconomics, Fifth Edition 1990, McGraw-Hill Publishing Company.*

Fisher Stanley, *Indexing, Inflation and Economic Policy-Seigniorage and the Case for the National Money, 1986 by the Massachusetts Institute of Technology.*

Hailstones Thomas J., and Frank V. Matrianna, *Basic Economics, 8th Edition 1988 South-Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio.*

McCallum, Bennet T., *Monetary Economics - Theory and Policy, Maxwell Macmillan International Editions, 1989.*

Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain B., *Macroeconomics In The Global Economy, 1993, Harvester and Wheatsheaf, New Jersey.*

Tanzi Vito, *External Debt Management Edited by Hassanali Meh:an-Fiscal Management and External Debt Problem.*

Welch Patrick J. and Gerry F. Welch, *Economics-Theory and Practice, Third Edition, 1989, The Dryden Press.*

V.U.K.'nun 177. Maddesi

Mc Callum Bennett, T., *Monetary Economics-Theory and Policy, Maxwell Macmillan International Editions, 1989, p.135.*

DİPNOT

- (1) Hailstones Thomas J. and Frank V. Matrianna, *Basic Economics, 8th Edition, 1988 South- Western Publishing Co. Cincinnati, Ohio, P. 359.*
- (2) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain B., *Macroeconomics In The Global Economy, 1993, Harvester and Wheatsheaf, New Jersey, p.728.*
- (3) Dornbusch, Rediger and Stanley Fischer, *Macroeconomics, Fifth Edition 1990, McGraw Hill Publishing Company, p.663.*
- (4) Barro Robet J., *Macroeconomics, Second Edition, 1987, John Wiley and Sons Inc., Canada, p.205.*
- (5) Barro Robert, J., a.g.e., p. 205.
- (6) Welch Patrick J. and Gerry F. Welch, *Economics-Theory and Practice, Third Edition, The Dryden Press, p. 303.*
- (7) Sachs Jeffrey, D., and Felipe Larrain, B., a.g.e., p. 731.
- (8) Barro Robert, J., a.g.e., p.207.

- (9) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain, B., a.g.e., p. 732.
- (10) Hailstones Thomas, J., and Frank V. Mastrianna, a.g.e., p.359.
- (11) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain, B., a.g.e., p. 737
- (12) Dornbusch Rudiger and Stanley Fisher, a.g.e., p. 591-592.
- (13) Dornbusch Rudiger and Stanley Fisher, a.g.e., p.592.
- (14) Dornbusch Rudiger and Stanley Fisher, a.g.e., p. 592.
- (15) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain B., a.g.e., p. 331
- (16) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain B., a.g.e., p. 331.
- (17) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain B., a.g.e., p. 334.
- (18) Oornbusch Rudiger and Standley Fischer, a.g.e., p. 657.
- (19) Barro Robert J., a.g.e., p.209.
- (20) Dornbusch Rudiger and Stanley Fisher, a.g.e., p. 657.
- (21) Tanzi Vito, External Debt Problem-International Monetary Fund-Washington, DC, 19/85, p.82.
- (22) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain, B., a.g.e., p.340.
- (23) Fisher Stanley- Indexing, Inflation and Economic Policy (Seigniorage and the case for a National Money) 1986 by The Massachusetts Institute of Technology, p. 431.
- (24) Sachs Jeffrey D. and Felipe Larrain B., a.g.e., p. 745.
- (25) Hailstones Thomas J., and Frank V. Mastrianna, a.g.e., p. 359.
- (26) Dornbacsh Rudiger and Stanley Fischer, a.g.e., p. 658, p. 667.
- (27) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain, B., a.g.e., p.748.
- (28) Dornbusch Rudiger and Stanley Fisher, a.g.e., p. 665
- (29) Sachs Jeffrey D. and Felipe Larrain B., a.g.e., p. 748.
- (30) Dornbusch Rudiger and Stanley Fisher, a.g.e., p. 668
- (31) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain B., a.g.e., p. 750
- (32) Hailstones Thomes T., and Frank V.Mastrianna, a.g.e., p. 359
- (33) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain, B., a.g.e., p. 750.
- (34) Sachs Jeffrey D., and Felipe Larrain B., a.g.e., p. 750-752.