

# YENİ AÇIK EKONOMİ MAKROİKTİSAT TEORİSİ VE PARA POLİTİKASININ ULUSLARARASI BOYUTLARI

Alpaslan AKÇORAĞLU\*

8 Eylül 2013 tarihinde alındı; 11 Aralık 2013 tarihinde revize edildi;  
18 Aralık 2013 tarihinde kabul edildi.

## Özet

*Bu makelenin amacı, Yeni Açık Ekonomi Makroiktisadı (New Open Economy Macroeconomics) (NOEM)) teorik literatürü bağlamında para politikasının uluslararası boyutlarını incelemektir. Para politikası bakımından dışa açıklığın etkileri, uluslararası parasal işbirliğinin sonuçları ve küreselleşmenin optimal para politikası üzerindeki etkileri NOEM literatürü çerçevesinde analiz edilmektedir. Eksik rekabet ve nominal katılımları içeren genel denge modelleri üzerine kurulan NOEM literatürü, parasal ve döviz kuru şoklarının aktarma mekanizmasını yeniden analiz etmektedir. Bu yeni literatür para politikası otoritelerinin açık ekonomide hangi uluslararası değişkenlere tepki vermesi gerektiği ve uluslararası parasal işbirliğinin yararlı olup olmadığı gibi normatif sorulara yanıt vermek için önemli bir teorik çerçeve sunmaktadır. NOEM literatürü, artan reel ve finansal küresel entegrasyonun para politikasının aktarma mekanizması üzerindeki etkilerini Yeni Keynesyen açık ekonomi modelleri çerçevesinde inceleyen teorik çalışmalarla genişlemektedir.*

**Anahtar Kelimeler:** *Yeni Açık Ekonomi Makroiktisadı, Para Politikası, Küreselleşme.*

**JEL Sınıflandırması:** *F41, F42, F62, F68*

---

\* Doç. Dr., Gazi Üniversitesi, İ.İ.B.F., Ekonometri Bölümü.

## ***New Open Economy Macroeconomics and International Dimensions of Monetary Policy***

Received 8 September 2013; revised 11 December 2013;  
accepted 18 December 2013.

### ***Abstract***

*The aim of this paper is to review the international dimensions of monetary policy within the theoretical framework of New Open Economy Macroeconomics (NOEM) literature. This paper analyzes implications of openness for monetary policy, gains from international monetary policy cooperation, and impact of globalization on optimal monetary policy within the context of NOEM. Building on general equilibrium models with imperfect competition and nominal rigidities, NOEM literature reconsidered the conventional views on transmission of monetary and exchange rate shocks. The NOEM literature provides an important framework for answering normative questions such as what international variables monetary policy makers should react to in an open economy, and whether there exist gains to international monetary coordination. Employing the framework of open economy New Keynesian models, the NOEM literature expands with the recent theoretical papers on the impact of financial and real globalization on monetary policy transmission mechanism.*

***Keywords:*** *New Open Economy Macroeconomics, Monetary Policy, Globalization*

***JEL Classification:*** *F41, F42, F62, F68*

### **1. Giriş**

Yeni Açık Ekonomi Makroiktisadı (New Open Economy Macroeconomics) (NOEM) uluslararası makroiktisat alanında Mundell-Fleming modelinin sınırlılıklarını aşan yeni bir teorik çerçeve ve buna bağlı politika önermeleri geliştirmiştir. Bu makale, NOEM literatürü bağlamında optimal para politikasının uluslararası boyutlarını incelemektedir. Para politikası bakımından dışa açıklığın etkileri, uluslararası parasal işbirliğinin sonuçları ve küreselleşmenin optimal para politikası üzerindeki etkileri NOEM literatürü çerçevesinde analiz edilecektir.

Eksik rekabet ve nominal katılıkları içeren genel denge modelleri üzerine kurulan NOEM literatürü, parasal ve döviz kuru şoklarının aktarma mekanizmasını yeniden analiz etmektedir. Bu yeni literatür, para politikası otoritelerinin açık ekonomide hangi uluslararası değişkenlere tepki vermesi gerektiği ve uluslararası

parasal işbirliğinin yararlı olup olmadığı gibi normatif sorulara yanıt vermek için önemli bir çerçeve temin etmektedir. NOEM modellerinin açık ekonomilerde optimal para politikalarının araştırılması konusunda geleneksel modellere göre önemli üstünlükleri vardır.

NOEM modelleri bütün karar birimlerinin amaç fonksiyonları çerçevesinde optimizasyon davranışında bulunduğu mikroiktisadi temellere sahiptirler ve bu karar birimlerinin gelecek dönemleri gözönüne alarak dönemlerarası seçim yaptıkları varsayılmaktadır. NOEM modellerinin bu özellikleri sayesinde karşılaştırmalı durağanlık analizinin ötesinde para politikasının dinamik etkilerini incelemek mümkün olmaktadır. Açık ekonomide çok dönemli optimizasyon varsayımına dayanan cari işlemler bilançosuna dönemlerarası yaklaşımdan farklı olarak, NOEM modelleri nominal katılıklar ve piyasa aksaklıkları olgularını analizlerine eklemiştir. Ayrıca, fayda maksimizasyonu problemlerinin açık biçimde sunulması, araştırmacının refah analizini analitik olarak daha kesin biçimde yapabilmesine olanak sağlayarak, güvenilir politika analizi yapabilmesini kolaylaştırır.

NOEM literatürü zaman içinde önemli bir gelişme göstermiş ve küresel olarak bağlantılı ekonomilerde, iktisat biliminin makroiktisadi değişkenleri öngörme yeteneğine sahip olan önemli teorik yapılarından biri olmuştur. Yeni NOEM çalışmaları para politikasının aktarımı için yeni kanalları ortaya koymakta, karar birimlerinin ileri dönük davranışları ile beklentilerin rolünü vurgulamakta ve dış şokların ulusal ekonomiye aktarımının ayrıntılı analizini yapmaktadırlar (Svensson, 2000).

Yeni Keynesyen açık ekonomi modelleri, artan küresel entegrasyon bağlamında para ve maliye politikalarının formüle edilmesi konusunda da katkılarda bulunmuşlardır. Küreselleşmenin para politikası üzerindeki etkilerini inceleyerek genişleyen NOEM literatürü, ulusal merkez bankalarının artan biçimde bütünleşen küresel bir ekonomik çevre içinde, geleneksel içe-dönük politikalarını, küresel etkilere yanıt verecek şekilde yeniden revize edip etmemeleri konusunu da incelemektedir. Ulusal şokların dünya ekonomisinin geri kalan bölümüne nasıl yayıldığı ve hızla küreselleşen bir dünyada merkez bankaları arasında bir işbirliğinin gerekli olup olmadığı gibi konular teorik ve ampirik NOEM çalışmalarının yanıtlamaya çalıştığı sorulardır.

Bu makalenin organizasyonu şu şekildedir. İkinci bölüm de NOEM'in temelleri ve gelişimi kısaca özetlenmektedir. Üçüncü bölüm de NOEM literatüründe, para politikası açısından dışa açıklığın etkileri ele alınmaktadır. Dördüncü bölüm, NOEM literatüründe uluslararası para politikası işbirliğinin yararları konusuna ayrılmıştır. Beşinci bölüm, NOEM literatüründe küreselleşme,

enflasyon ve para politikası ilişkilerini gözden geçirmektedir. Altıncı bölüm, NOEM literatürüne ilişkin teori ve politika sonuçlarını özetlemektedir.

## 2. NOEM'in Temelleri

### 2.1. Redux Modeli

Yeni Keynesyen açık ekonomi modelleri olarak da nitelenen bu yeni literatür, açık ekonomi konularını mikroiktisadi temeller çerçevesinde analiz etmektedir. Bu modellerin iki temel varsayımı vardır: nominal katılıklar durumunda optimizasyon yapan iktisadi karar birimleri ve piyasa aksaklıkları (Lane, 2001). Ürün veya faktör piyasalarında eksik rekabetin bu yeni modellerin temel unsurlarından biri olmasının önemli bir nedeni, iktisadi karar birimlerinin fiyat-alıcısı konumunda olduğu tam rekabet koşullarının tersine, tekelci gücün fiyatlama kararlarını etkilediği bir analize olanak tanımasıdır. Dolayısıyla, tekelci güç denge üretim düzeyinin, sosyal optimumun altına düşmesine neden olur ve bu durumda bir sapma (distortion) aktivist para politikası aracılığıyla potansiyel olarak düzeltilebilir.

Redux modeli NOEM literatürünün temel (baseline) modeli sayılmaktadır. Dolayısıyla, makalede ilk olarak Redux modeli kısaca incelenecektir. Redux modelinin temel varsayımları şunlardır: (i) tek fiyat yasası ve satınalma gücü paritesi (PPP) geçerlidir, (ii) yerli ve yabancı malların tüketimi arasında ayırım yapmayan basit bir fayda (tercih) fonksiyonu varsayılmaktadır, (iii) para talebinin tüketim esnekliği döviz kurunun oynaklığını etkilemez, (iv) tüketim ve boş zaman, fayda fonksiyonunda birbirinden ayrılmıştır, (v) dış ticarete konu olmayan mallar tercihler setinde yer almaz, (vi) işgücü tek üretim faktörüdür, (vii) fiyat katılığı basit biçimde formüle edilmiştir (firmaların bir dönem öncesinden eşanlı olarak fiyatlarını ayarlaması) (viii) eksik finansal piyasalar varsayımı yapılmıştır, (ix) ulusal ve yabancı para politikaları birbirinden bağımsızdır (karşılıklı bağımlılık yoktur), (x) piyasalarda tekelci rekabet geçerlidir, (xi) model analizi iki-ülkeli küresel çapta büyük ekonomi için yapılmaktadır (küçük açık ekonomiler ele alınmamaktadır), (xii) bütün iktisadi birimler tam öngörü (perfect foresight) olanağına sahiptir ve şoklar bütünüyle beklenmedik niteliktedir. Buna karşın, Redux modelinin çok sayıda varsayımı daha sonraki çalışmalarda değiştirilmiştir (bakınız alt bölüm 2.2).

Obstfeld ve Rogoff (1995)'un Redux modeli, tüketicilerin yerli ve yabancı malların tüketiminden fayda sağladığı iki ülkeli basit bir modeldir. Redux modeli varsayımlarına göre yerli ve yabancı hanehalklarının tercihleri denktir ve tek fiyat yasası geçerlidir. Dolayısıyla, satınalma gücü paritesi geçerli olur ve tüketime dayalı reel döviz kuru sabit kalır. Buna karşın, modelin daha yeni ve geliştirilmiş versiyonlarında bu varsayımlar terk edilmiştir. Redux modelinin dayandığı

varsayımların değiştirilmesi teorik modelin öngörülerinin de değişmesine neden olmaktadır (bakınız alt bölüm 2.2).

Fiyatların bir dönem öncesinden belirlendiği varsayımı ise modele nominal katılık unsurunu eklemektedir. Redux modelinde çözüm tekniği ilk aşamada modelin durağan durum çözümünü bulmayı hedefler. Fiyatlar bir dönem boyunca katı olduğu için, çözüm herhangi bir şokun ilk-dönem etkisi ile uzun dönem durağan durum etkisini ayırt etmek amacını taşır. Dolayısıyla, bir şokun refah etkisi, fayda düzeyinde kısa-dönemdeki değişme ile durağan-durum fayda düzeyindeki değişimin iskonto edilmiş şimdiki değerinin toplamı olarak hesaplanır.

Modelin teorik öngörüsüne göre, bir yerli para politikası şoku, yerli üretim(çıkıtı) düzeyini ve tüketimi arttıracaktır. Dünya faiz oranı düşecek ve yerli paranın nominal olarak değer kaybetmesi, dış ticaret hadlerinin ülke aleyhine gelişmesine neden olacaktır. Yukarıda belirtilen bu iki etki nedeniyle yabancı ülke tüketimi artacaktır. Modele göre, para arzı artışının yabancı ülke üretim düzeyi üzerindeki etkisi belirsizdir çünkü toplam tüketimdeki artış ve göreceli fiyatlardaki değişim birbirine karşıt yönde etkiler yaratır. Dolayısıyla, bir parasal genişleme durumunda ülkenin cari işlemler hesabının fazla vermesi öngörülmektedir.

Redux modelinin en tartışmalı sonucu, paranın uzun-dönemde bile “yanlı” (non-neutral) olmasıdır. Bu sonuç esas olarak modelde tek fiyat yasası ve sermayenin bulunmaması gibi aşırı kısıtlayıcı varsayımların kullanılmasına bağlanmaktadır (Paudel, 2011). Durağan durumda sürekli bir dış ticaret açığı bulunmalıdır, çünkü pozitif bir net dış yatırım geliri akımı ülke tüketiminin sürekli biçimde üretim düzeyinin üzerinde bulunmasına olanak vermektedir. Ülkenin pozitif net yabancı varlık pozisyonunun yarattığı servet etkisi işgücü arzını (boş zaman normal maldır) ve iç üretim düzeyini azaltır. Sonuç olarak, ülkenin dış ticaret hadlerinde kısa ve uzun dönemde bir iyileşme meydana gelir.

Redux modelinin bir diğer ilginç sonucu ise döviz kurunun hedefi aşması (overshooting) olgusunun gerçekleşmemesidir. Bu sonuç Dornbusch’un (1976) dinamik Mundell-Fleming modelinin öngörüsü ile uyuşmamaktadır. Bilindiği gibi, Dornbusch beklenmeyen bir parasal genişlemeyi takiben nominal döviz kurunun kısa dönemde uzun dönem denge düzeyini aşacağını (hedefi aşma) öngörmektedir.

PPP koşulu sağlandığından, yerli ve yabancı karar birimleri için aynı reel faiz oranı geçerli olacak ve dolayısıyla yerli ve yabancı tüketim artış oranları aynı olacaktır. Bu durumda, para stokundaki değişme sürekli olduğundan, kısa-dönem nispi reel balanslardaki değişme uzun-dönem değişmeye eşit olmalıdır ve bundan dolayı nominal döviz kurundaki sürekli bir artışın bütünüyle başlangıçtaki sıçramaya eşit olması gerekir.

Redux modelinde refah etkisini incelemek için, parasal bir şokun, tüketimin kısa ve uzun dönem değerleri, reel balanslar ve boş zaman üzerindeki farklı etkileri, fayda fonksiyonunda yer alan ağırlıklara göre toplulaştırılmalıdır. Sonuç olarak, parasal şokun asimetrik üretim etkilerine karşın, yerli ve yabancı ülkede refahın aynı miktarda arttığı ortaya çıkmaktadır. Parasal bir şokun birincil etkisi dünya talebinde başlangıçta yarattığı genel artıştır.

Eksik rekabetin etkinlikten uzaklaştırıcı etkisi nedeniyle başlangıç üretim düzeyinin çok düşük olması gerektiğinden, dünya üretim düzeyinde talepten kaynaklanan bir artış, her iki ülkede de refah düzeyini yükseltecektir. Parasal şokun harcama-kaydırıcı etkisi ile dış ticaret hadleri üzerindeki etkisi ise sadece ikinci derecede öneme sahiptir, çünkü optimize eden karar birimleri başlangıçta fazladan gelirin marjinal faydasını, fazladan çalışmanın marjinal negatif faydasına (disutility) eşitlemiş olacaktırlar.

Parasal şokların refah düzeyi ve uluslararası aktarma mekanizması üzerindeki etkileri fiyat katılığının, tercihlerin ve finansal yapının kesin biçimde nasıl tanımlandığına (spesifikasyon) bağlıdır. Literatür nominal katılık varsayımını dışsal bir olgu olarak ele almaktadır. Bu durumun bir istinası ise Beaudry ve Devereux (1995)'nin ölçeğe göre artan getiriler modeli dengesinde içsel fiyat katılığının meydana gelmesidir. Ayrıca, NOEM literatürü nominal katılıkların kaynağı olarak ağırlıklı biçimde fiyat katılıkları üzerinde yoğunlaşmaktadır.

## 2.2 NOEM'e Yapılan Diğer Katkılar

Redux modeli tek fiyat yasanının sürekli olarak geçerli olduğunu varsaymaktadır ancak bu yasanın ampirik geçerliğine ilişkin bulgular çok zayıftır (Feenstra vd. (1996), Engle (1999)). Betts ve Devereux (2000a) uluslararası piyasaların birbirinden ayrıldığı (segmentasyon) ve reel döviz kurunun dalgalanmasına imkan veren daha gerçekçi bir model geliştirmişlerdir. Piyasaların ayrılması, en azından bazı firmaların aynı mal için yerli ve yabancı piyasalarda farklı fiyatlar belirleyebilmesi anlamına gelir.

Mundell-Fleming modeli ve Keynesyen yaklaşım ile tutarlı biçimde, Redux modeli ihracat fiyatlarının üretici parası cinsinden yapışkan (katı) olduğunu varsaymaktadır. Dolayısıyla, yerel para cinsinden nominal ithalat fiyatları döviz kuru ile aynı oranda hareket eder. Firmaların fiyatları, üreticilerin parası cinsinden belirledikleri varsayımına dayanan bu hipotez "üretici parası fiyatlaması" (Prucer Currency Pricing) (PCP) olarak adlandırılmaktadır.

Buna karşın, Betts ve Devereux (1996, 2000a ve 2000b) analizlerinde, firmaların bir bölümünün mallarını sattıkları piyasaların (alıcıların) parası cinsinden

fiyatları ayarladıkları varsayımını benimsemişlerdir. Döviz kurlarının ithalat fiyatları bakımından eksik geçiş etkisine sahip olduğu yönündeki ampirik çalışmaların bulgularından esinlenen bu varsayım “yerel para fiyatlaması” (Local Currency Pricing) (LCP) olarak adlandırılmaktadır. İthalat fiyatları yerel para cinsinden yapışkansa, yerel paranın değer kaybetmesi nihai malların fiyatlarını etkilemeyecek ve bir harcama-kaydırıcı etki yaratmayacaktır (Corsetti, 2007). LCP varsayımı altında yerli paranın nominal olarak değer kaybetmesi, ihracat mallarında dönem sonu kar marjlarını arttırarak, ülkenin dış ticaret hadlerini iyileştirir. LCP varsayımı NOEM literatürüne ilişkin çok sayıda teorik çalışmada kullanılmıştır (Devereux ve Engel (1998, 2003), Kollmann (2001), Chari vd. (1998) ve Bergin ve Feenstra (2001)).

Betts and Devereux (2000a)’nın “piyasaya göre fiyatlandırma” (pricing-to-market) (PTM) modelinde ülkelerde yerli para cinsinden fiyatlar katıdır ve ülkelerin denk CES tercihlerine sahip olduğu varsayımı altında, firmalar optimal biçimde yerli ve yabancı para cinsinden fiyatları marjinal maliyetin üzerine bir sabit kar marjı ekleyerek belirleyebilirler. Dolayısıyla, tek fiyat yasası dönem başında (ex ante) sağlanırken, bir şok durumunda döviz kuru hareketleri tek fiyat yasasından dönem sonu itibarıyla (ex post) sapmalar yaratacaktır.

PTM modelinde, döviz kuru hareketlerinin harcama kaydırıcı etkisi ortadan kalktığı için döviz kurundaki değişmelerin tüketim üzerinde sınırlı bir etkisi olabilir ve dolayısıyla parasal denge koşulunu sağlamak için gerekli döviz kuru hareketinin büyüklüğü artacaktır. Bu durumda, Redux modelinin öngörmediği kısa dönem döviz kurunun hedefi aşması olgusu PTM modelinde yeniden tesis edilmiş olur.

Ayrıca, yerli ve yabancı fiyat düzeyleri katı olduğu için nominal döviz kurundaki hareket reel döviz kurunu değiştirir ve dolayısıyla yerli ve yabancı tüketim büyüme oranlarını birbirinden farklılaştırır. Buna karşın, yerli ve yabancı üretim düzeyleri arasındaki korelasyon yükselir çünkü yerli para cinsinden ithalatın görelî fiyatı sabitken yerli talep genişlemesi ithalat talebini arttırır. Dolayısıyla, piyasaya göre fiyatlama modeli, uluslararası iktisadi dalgalanmalara ilişkin ampirik kanıtların öngördüğü biçimde, uluslararası tüketimin ve üretimin ortak hareketlere sahip olduğunu göstermektedir. Diğer yandan, Redux modelinin cari işlemler fazlası öngörüsüne karşılık, piyasaya göre fiyatlamamanın tam olması durumunda cari işlemler bilançosu dengede kalmaktadır.

PTM modelinin bir önemli diğer sonucu ise ulusal paranın değer kaybetmesinin ülkenin dış ticaret hadlerini olumlu biçimde etkilemesidir. Bunun nedeni, ihracat fiyatlarının yabancı para cinsinden sabit olması dolayısıyla döviz kurundaki bir yükselmenin ihracatın yerli para cinsinden fiyatını arttırması ve yerli para cinsinden ithal malları fiyatlarını değiştirmemesidir. Redux modelinden farklı

olarak, beklenmedik bir iç parasal genişleme yabancı ülkenin dış ticaret hadlerini olumsuz biçimde etkiler ve dolayısıyla bir “komşuyu yoksullaştırma” etkisi yaratabilir. Ayrıca, Betts ve Devereux (1997) kademeli fiyatlandırmayı (staggering) ve sermaye birikimini de içeren PTM modelinin, döviz kuru hareketlerini saptamakta ve yüksek uluslararası üretim korelasyonları yaratmakta Redux modeline göre ampirik olarak çok daha başarılı olduğunu göstermektedirler.

Redux modeli öngörülerini gerçek gözlemlere uygun hale getirmek amacıyla model spesifikasyonlarında bazı değişimler yapılmıştır. Fiyat katılığı, tüketici tercihleri ve üretim teknolojisi ile finansal piyasa yapıları hakkındaki varsayımlar bu değişiklikler arasında yer alır. Para politikasının refah ve uluslararası aktarma mekanizması üzerindeki etkileri, yapılan bu değişiklikler sonucu değişmektedir.

Para politikasının reel etkiler yaratması için fiyat katılığı temel bir unsurdur. Redux modelinde firmaların bir dönem öncesinden fiyatlarını ayarladıkları basit bir mekanizma öngörülmüştür. Bu tip bir fiyat ayarlaması, gerçek olgularla çelişecek biçimde, fiyatlarda ani ve kesikli sıçramalara neden olabilir. Alternatif olarak, Calvo (1983) fiyatların kademeli biçimde belirlendiği bir mekanizma önermiştir. Kademeli fiyat belirlemesi mekanizmasına göre, firmalar optimal olarak fiyatlarını belirlerken diğer firmaların geçmiş ve geleceğe ilişkin fiyatlama davranışlarını dikkate alırlar. Calvo fiyatlama varsayımına göre her bir firma fiyatlarını her dönem optimize etmek konusunda tesadüfi bir olasılığa sahiptir. Bireysel firmanın optimal koşullarına bağlı olarak, bazı firmalar uygun buldukları zaman fiyatlarını değiştirirken, diğerleri değiştirmeyebilir. Taylor (1980) ve Blanchard (1983) bir şok karşısında intibakın anında sağlanamamasından dolayı kademeli fiyatlamının potansiyel bir kalıcılık mekanizmasına neden olduğunu göstermişlerdir.

Redux modeli tercihlerin belirlenmesinde yerli ve yabancı mallar arasında bir ayırım yapmamaktadır. Bazı yazarlar, yerli ve yabancı mallar arasındaki ikame esnekliğinin, farklı yerli mallar arasındaki ikame esnekliğine eşit olduğuna ilişkin Redux varsayımını değiştirmişlerdir (Corsetti ve Pesenti (2001), Chari vd. (1998) ve Tille (2001)). Tille (2001) iki esneklik arasındaki fark yeterince büyük olduğunda beklenmedik bir iç parasal genişlemenin, yabancı ülkenin refah düzeyini düşüreceğini göstermiştir. Sadece bu iki esnekliğin eşit olduğu durumda Redux modelinde olduğu gibi yerli ve yabancı ülke parasal genişlemenin refah etkilerinden eşit biçimde yararlanacaktır.

Corsetti ve Pesenti (1997) Cobb-Douglas tipinde bir toplam tüketim fonksiyonu ve ayrıca yerli ve yabancı mallar arasında birim ikame esnekliğinin bulunduğunu varsaymaktadırlar. Bu durumda, cari işlemler bilançosu bakiyesi daima sifıra eşittir ve para politikası şokları uzun-dönem etkiye sahip değildir. Redux modelinden farklı olarak, parasal genişleme sonucu meydana gelen üretim



artışının yarattığı pozitif refah etkisi, dış ticaret hadlerindeki düşme nedeniyle büyük miktarda azalabilir. Ayrıca, parasal şoklar ülkeler arasında simetrik refah etkileri yaratmaz ve potansiyel bir uluslararası çatışma kaynağı olabilir.

Warnock (1998) yerli malların yerli karar birimlerinin tüketim endekslerinde daha büyük ağırlığa sahip olduklarını varsayarak, yerli sapmasını (home bias) Redux modeline dahil etmiştir. Yerli sapması ulusal bir parasal şokun ekonomide gerçekleşen refah düzeyi üzerinde daha büyük etki yaratmasına neden olmaktadır. Bunun nedeni, yerli karar birimlerinin iç üretim düzeyinin artışından daha büyük yarar sağlamalarıdır. Warnock (1998) modelinin bir alternatifi olarak, Redux modelinin genişletilmiş versiyonlarında Hau (2000) ve Obstfeld ve Rogoff (2000, 2002) dış ticarete konu olmayan malları analize dahil etmektedirler.

Redux modeli işgücünün tek üretim faktörü olduğunu varsaymaktadır. Chari vd. (1998) sermayenin modele eklenmesinin önemli olduğunu çünkü pozitif parasal şokların kısa dönem faiz oranlarını düşürerek yatırımları arttıracaklarını belirtmişlerdir. Bu durumda parasal bir şok, Redux modelinin cari işlemler fazlası öngörüsünün tersine cari işlemler açığı yaratacaktır.

NOEM modellerinin teorik öngörülleri, bu modellerin tam veya tam olmayan (eksik) finansal piyasalar varsayımlarından hangisini kullandıklarına bağlı olarak değişmektedir. Orijinal Redux modeli eksik finansal piyasalar varsayımı yapmakta ve hanehalklarının sahip olabileceği finansal varlıkların sadece para ve risksiz tahviller olduğunu varsaymaktadır. Tam finansal piyasalar varsayımı ise hanehalklarının bütün finansal varlık tiplerine sahip olabileceğini ifade etmektedir.

Eksik finansal piyasa varsayımından dolayı, Redux modeli parasal şokların cari işlemler bilançosundaki hareketler aracılığıyla ülkeler arasında servetin yeniden dağılımına neden olacağını ve bununda model dengesi ve refah üzerinde sürekli etkilere yol açacağını ileri sürmektedir. Finansal piyasaların tam olduğu ve tek fiyat yasası varsayımlarının geçerli olduğu durumda, servet dağılımında parasal şoklardan kaynaklanan bir değişim olmaz. Finansal piyasaların tam olduğu varsayımının cari işlemler bilançosunun dinamik bir yayılma mekanizması yaratmasını engellemesi ve analizi basitleştirmesi nedeniyle, daha sonraki teorik çalışmalarda pek çok yazar finansal piyasaların tam olduğu varsayımını benimsemiştir (Chari vd. (1998), Devereux ve Engel (2003); ve Engel (2002)).

Redux modelinde parasal şokların tüketim düzleştirmesi nedeniyle sürekli etkiler yaratabileceği vurgulanmaktadır. Bu nedenle, modelin durağan durum dengesi şoklara tepki vererek değişecektir ancak bu durumda sabit durağan duruma dayalı olarak modelin doğrusallaştırılması mümkün olmayacaktır. Obstfeld ve Rogoff (1995) fiyatların sadece bir dönem sabit olduğu ve beklenmedik şoklar

varsayımları ile bu sorunu aşmış ancak modelin dinamik yapısı yetersiz kalmıştır. Bazı çalışmalar ise Redux modelinin tam (mükemmel) öngörü varsayımını değiştirmiş ve daha ileri dinamik yapılar kullanmışlardır (Bowman ve Doyle, 2003). Bu çalışmaların pek çoğu tüketim düzleştirmesinin yaratacağı servet etkileri kanalını, finansal piyasaların tamlığı veya tercihlerin uygun biçimde tanımlanmasıyla aşmaya çalışmıştır.

Çok sayıda yazar parasal şokları stokastik bir çerçevede analiz etmiştir (Obstfeld ve Rogoff (1998, 2000), Bacchetta ve van Wincoop (2000) ve Devereux ve Engel (1998)). Stokastik çerçeve ve nominal katılıklar durumunda, para politikası şokları (düzey) ve varyansı ekonomideki değişkenleri ve daha önemlisi dönem içi refah düzeyini etkilemektedir (Bowman ve Doyle, 2002). Dalgalı döviz kuru rejimi ve diğer şokların bulunmaması durumunda, para politikası değişkenliğinin artması nominal döviz kurunun ve tüketimin değişkenliğini artırarak refah düzeyinin düşmesine neden olmaktadır. Yüksek parasal oynaklık önceden belirlenmiş ücretleri yükselterek refahı daha da düşürmekte ve ekonominin rekabetçi düzeyden daha fazla uzaklaşmasına neden olmaktadır.

Parasal oynaklık döviz kuru üzerinde de etkili olmakta ancak beklenmedik biçimde risk primini düşürmektedir. Obstfeld ve Rogoff (1998) bu sonucun kısmen “vadeli primi bulmacasını” açıklamaya yardımcı olabileceğini ileri sürmüşlerdir. Bacchetta ve van Wincoop (1998, 2000) ise LCP ve tüketim ile boş zaman arasındaki ayrılmaz tercihler varsayımları altında, nominal döviz kuru oynaklığının uluslararası ticaret akımları üzerinde her zaman negatif etkisinin olmayabileceğini ve buna karşılık sermaye akımları üzerinde muhtemelen negatif etkisinin olacağını ileri sürmektedirler. İktisadi değişkenler ve oynaklık arasındaki doğrudan ilişkiyi inceleyen ampirik çalışmalar istatistiksel olarak önemli bir ilişki saptayamamışlardır (Cote (1994) ve McKenzie (1999)).

### 3. Para Politikası Bakımından Dışa Açıklığın Etkileri

Artan küreselleşme ile birlikte merkez bankalarının dışa açık ekonomilerde nasıl politikalar izlemesi gerektiği büyük önem kazanmıştır. Ekonomilerin artan dışa açıklığı gözönüne alındığında, para politikasının nasıl formüle edilmesi gerektiği konusu NOEM literatüründe yoğun biçimde tartışılmıştır.

Çok sayıda çalışmanın sonuçlarına göre, PCP varsayımı altında açık-ekonomi bağlamında dahi optimal para politikası ulusal ekonomide belirlenen değişkenleri hedeflemeye devam etmelidir (Gali ve Monacelli (2002), Clarida vd. (2001) ve Engel (2002)). Bu çalışmaların tümü uluslararası finansal piyasaların tam olduğunu varsaymaktadır. Ayrıca, Corsetti ve Pesenti (2001) ve Sutherland (2000, 2002) tam

uluslararası finansal piyasalar varsayımı yanında yerli ve yabancı mallar arasında birim talep esnekliği ve dış ticarete konu mallar tüketiminin ayrılabilirliği (separability) varsayımlarını kullanmaktadırlar.

Clarida vd. (2001)'e göre, dışa açıklık, ülke içi enflasyon ve tüketici fiyat endeksi (CPI) enflasyonu arasında ayırım yapılmasını zorunlu hale getirmektedir. Optimal politika durumunda CPI enflasyonu, iç enflasyondan daha oynaktır. Bir pozitif maliyet-itışli şoku takiben parasal daralma dış ticaret hadlerini olumlu biçimde etkiler. Buna karşın zaman içinde dış ticaret hadlerinde bozulma meydana gelecek ve CPI enflasyonunun iç enflasyon üzerine çıkmasına neden olacaktır. Ayrıca, merkez bankasının optimal para politikasını reel şoklara intibak ettirmesi de dış ticaret hadlerini etkiler ve CPI'ın ülke içi fiyat endeksine göre daha değişken olmasına neden olur. Açık ekonomi durumunda optimal geri besleme (feedback) kuralı kapalı ekonomideki ile aynı olmasına karşın, merkez bankasının enflasyonist baskılara karşı faiz oranında ne kadar büyük bir ayarlama yapacağı dışa açıklığın derecesine bağlıdır. Clarida vd. (2001)'e göre döviz kuru değişkenliği CPI enflasyonunu etkilemesine karşın, eğer geçiş etkisi tam ise, merkez bankası iç enflasyonu hedeflemeli ve döviz kurunun dalgalanmasına izin vermelidir.

Dinamik Yeni Keynesyen bir model bağlamında Clarida vd. (2002), enflasyon ve üretim arasında kısa dönemde bir seçim yapmak durumunda olan iki ekonomiyi ele almaktadırlar. Bu iki ülkeli teorik modelde para politikası problemi merkez bankaları arasındaki stratejik etkileşmenin yapısına bağlı olacaktır. İşbirliğinin olmaması halinde (Nash dengesi) merkez bankaları para politikalarını kapalı ekonomi durumundakine benzer biçimde optimize edebilirler. Dolayısıyla, her iki ülke de kapalı ekonomi durumundaki ile niteliksel olarak aynı politika problemiyle karşı karşıyadır (isomorphism).

Buna karşın, uluslararası parasal işbirliği durumunda her iki ülkenin merkez bankaları, geleneksel literatürde vurgulandığının aksine, arz yönlü gelişmeler nedeniyle bu durumdan yarar sağlayabilirler. Ülkenin marjinal üretim maliyeti ve potansiyel üretim düzeyi dış ticaret hadlerinden etkilenirken, dış ticaret hadleri de dış iktisadi faaliyetlerden etkilenmektedir. Uluslararası para politikasının eşgüdümü (coordination) Nash dengesini değiştirecek ve ülkelerin refah düzeylerini arttıracaktır. Buna karşılık, her iki durumda da (yani, uluslararası parasal işbirliği yapılması veya yapılmaması durumlarında) esnek kur rejimi tercih edilmelidir. Ayrıca, uluslararası işbirliği durumunda Taylor tipi politika kuralını izleyerek optimal para politikasını uygulamak mümkündür, ancak bu kural iç enflasyon ile birlikte dış enflasyona tepki verecek biçimde genişletilmelidir.

Çok sayıda çalışmanın teorik sonuçlarına göre, döviz kurlarının eksik geçiş etkisi parasal otoriteyi döviz kurlarına müdahale etme konusunda özendirir.

(Devereux ve Engel (2000); Corsetti ve Pesenti (2001); Sutherland (2002); Engel (2002); ve Smets ve Wouters (2002)). Corsetti ve Pesenti (2001)'nin teorik analizinde, üreticilerin iç piyasada fiyatları belirlerken marjinal maliyetin üzerine sabit bir kar marjı ekleyecekleri varsayılmaktadır. İhracat fiyatlarını belirleyen firmalar ise döviz kuru hareketlerinin ulusal para cinsinden gelir üzerindeki etkisini dikkate alırlar. Eksik geçiş etkisi durumunda, firmalar iki piyasada farklı fiyatlar belirlemek isteyeceklerdir.

Eksik geçiş etkisi ihracat fiyatlarını arttırabilir çünkü yabancı firmaların döviz kuru riskini telafi etmek için bir risk primi uygulamasına neden olabilir (Bacchetta ve van Wincoop (2000) ve Corsetti ve Pesenti (2001)). Eğer döviz kuru ile dış marjinal maliyetler pozitif biçimde ilişkili ise yabancı firmalar ihracatları için daha yüksek bir fiyat belirleyecekler ve bu durumda ithalat yapan ülke yerleşiklerinin refah düzeyi düşecektir. Yerel para otoritesi döviz kuru değişkenliğini etkileyerek, ithalata ilişkin risk primini potansiyel olarak düşürebilir ve bu durumda da otoritenin sadece iç fiyat düzeyini hedeflememesi gerekir. Corsetti ve Pesenti (2001) eksik geçiş etkisi ne kadar büyükse, para otoritesinin döviz kurunun istikrarına (stabilizasyon) o kadar ağırlık vereceğini göstermektedir.

Corsetti ve Pesenti (2007) reel ve parasal şokların uluslararası aktarma mekanizmasını analiz etmişlerdir. Yazarlar optimal para politikası bakımından döviz kurunun geçiş etkisini incelemektedir. Ayrıca, makroekonomik stabilizasyonun ve bağımsız ekonomiler arasında gerçekleşecek bir parasal eşgüdümün yaratacağı refah kazançlarını araştırmaktadırlar. Uluslararası makroekonomik aktarma mekanizması, esnek fiyat ve nominal katılıklar varsayımları altında ayrı ayrı incelenmiştir. Ayrıca, Corsetti ve Pesenti (2007) modellerinde üç farklı fiyatlama varsayımını ele almışlardır: yerel para fiyatlaması (LCP), üretici parası fiyatlaması (PCP) ve dolar fiyatlaması (Dollar Pricing) (DP).

Yazarların teorik sonuçlarına göre, PCP modelinde döviz kuru hareketleri stabilizasyona katkıda bulunup, refah düzeyini arttırdığı için esnek döviz kuru tercih edilmelidir. Uzun dönemde ulusal enflasyon oranları politika belirleyicilerin planladıkları oranlara eşittir ve döviz kuru değişme oranı da enflasyon farkına eşit olacaktır. Kısa dönemde döviz kuru uzun-dönem trend etrafında stokastik olarak dalgalanır ve para otoritesi bir pozitif üretkenlik şoku durumunda yerli paranın değer kaybetmesine izin vermektedir. LCP modelinde ise döviz kuru hareketleri etkin görelî fiyat intibakına katkıda bulunmamaktadır. Tersine, döviz kuru hareketleri refah düzeyini maksimize eden politika belirleyicilerin kaçınması gereken negatif yayılma etkileri yaratmaktadır. Buna karşın, bu sonuç LCP modelinde sabit kur rejiminin optimal olduğu anlamına gelmez. İstenilen ulusal enflasyon oranlarından sapmalar, yerli paranın değerinde öngörülebilir düşme trendi yaratarak, politika

belirleyiciler tarafından optimal biçimde ortadan kaldırılabılır. Refah düzeyinin düşmesine neden olan döviz kurunun oynaklığının yükselmesi veya trendin etrafındaki stokastik değişkenliğin artmasıdır.

Corsetti ve Pesenti (2007)'nin teorik bulgularına göre üretkenlik şoklarının dışsal bir dağılımı veri alındığında, LCP ile tutarlı sabit kur rejimi altında uluslararası çıktı korelasyonu, PCP ile tutarlı bir esnek kur rejimindekine göre daha yüksektir. DP ekonomisi ise PCP ve LCP durumları arasında yer almaktadır. Optimal para politikası kuralları bakımından, PCP durumunda refah düzeyi diğer iki durumdan (LCP ve DP) daha yüksektir. Diğer yandan, açık bir ekonomide fiyat istikrarının (stabilizasyon) yetersiz olması reel döviz kurunu yükseltecektir.

#### **4. Uluslararası Para Politikası İşbirliği**

Ulusal merkez bankaları yalnızca iç ve dış şoklara karşı nasıl tepki gösterecekleri ile değil, aynı zamanda dünyadaki diğer politika otoritelerinin aynı şoklara karşı nasıl tepki verecekleri ile de ilgilenirler. Bir ülkedeki para politikası çoğu zaman diğer ülkelerde yayılma etkileri yaratabilir. Örneğin, bir ülkenin para politikası döviz kuru aracılığıyla “komşuyu yoksullaştırıcı” harcama-kaydırıcı etkiler yaratıyorsa, o ülkenin para politikası kendisi açısından yararlı görülebilir, fakat diğer ülkeler üzerinde negatif yayılma etkileri ortaya çıkacaktır.

Uluslararası parasal eşgüdüm konusundaki literatür de bazı noktalarda iktisatçılar arasında uzlaşma sağlanmıştır<sup>1</sup>. Birincisi, para politikalarının eşgüdümü ekonomiler için potansiyel yararlar sağlamaktadır. İşbirliği durumunda ülkelerin refah düzeyi, her ülkenin kendi refahını maksimize ettiği Nash dengesi durumundaki refah düzeyini aşmaktadır. Bu sonuç simetrik şoklar (küresel şoklar) ve tam asimetrik şoklar durumlarında da değişmemektedir (Meyer vd., 2002). İkinci uzlaşım noktası ise, ampirik çalışmaların tahmin sonuçlarına göre işbirliğinden kaynaklanan kazançların büyüklüğünün az olmasıdır (yıllık GSYH'nin yüzde 0.5'i ile yüzde 1'i arasında) (McKibben, 1997). Üçüncüsü, işbirliğinden doğan kazançların küçük olması, ekonomiler arasındaki entegrasyonun görece olarak düşük olmasından kaynaklanıyor olabilir. Mallar piyasalarının ve finansal piyasaların entegrasyonu arttıkça, ülkelerarası yayılma etkileri yükselecek ve işbirliğinden doğan kazançlara ilişkin ampirik tahmin sonuçları değişebilecektir.

Redux modeli uluslararası parasal işbirliği konusunda ayrıntılı bir analiz içermemektedir. Redux modeli sadece para politikasının pozitif yayılma etkilerine

---

<sup>1</sup> NOEM literatüründe uluslararası parasal işbirliği (cooperation) ve eşgüdüm (coordination) genellikle aynı anlamda kullanılmaktadır.

sahip olduğunu öngörmekte, bir ülkenin para politikasının diğer bir ülkenin para politikası ile ilişkisi üzerinde durulmamaktadır. Benigno (2000) işbirliği yapmaktan kaynaklanan bir “daraltıcı sapmanın” ortaya çıkabileceğini ileri sürmektedir. Daraltıcı sapma, beklenmedik bir parasal genişlemeden elde edilen kazancın uluslararasılaşmaması (non-internationalization) dolayısıyla meydana gelmektedir. İki ülke optimal işbirliği sayesinde, para arzını birlikte yeteri kadar artırarak rekabetçi çıktı düzeylerine ulaşabilir. Benigno (2000) uluslararası bir otoritenin ortak para politikası uygulaması yoluyla, karşılıklı kazançların azamileştirilmesinin mümkün olduğunu ileri sürmektedir.

Corsetti ve Pesenti (2001) beklenmedik bir parasal genişlemenin dünya faiz oranını düşürerek ve dış ticaret hadlerini olumlu yönde değiştirerek, diğer ülkenin refah düzeyi üzerinde daima pozitif bir yayılma etkisi yaratacağını öngörmektedir. Buna karşın, politika tepki fonksiyonunun işareti, yerli ve yabancı mallar arasındaki dönemlerarası ve dönemiçi ikame esnekliklerinin göreceli büyüklüğüne bağlı olacaktır.

Eğer dönemlerarası esneklik dönemiçi esneklikten büyükse, ulusal merkez bankası bir dış parasal genişleme karşısında iç para arzını daraltır. Yabancı parasal genişleme, yerli çıktı düzeyini artırır ancak vazgeçilen boş zaman bakımından aşırı bir maliyet yaratır. Dolayısıyla, optimal tepki iç para arzının daraltılarak çıktı düzeyindeki genişlemenin telafi edilmesidir. Tersine, eğer dönemlerarası esneklik dönemiçi esneklikten küçükse, yabancı parasal genişleme yerli çıktı düzeyini düşürür ve bu durumda yerli merkez bankası için optimal politika para arzını genişletmektir. Eğer iki esneklik eşitse, bir parasal dış politika şokuna verilebilecek en iyi tepki iç politika pozisyonunun değiştirilmemesidir.

Obstfeld ve Rogoff (2002) ve diğer NOEM çalışmaları, refah analizini bir *ad hoc* kayıp fonksiyonuna değil, politika belirleyicilerin hanehalklarının faydasını maksimize etmeye çalıştıkları bir mikro-temelli modele dayandırmaktadırlar. Obstfeld ve Rogoff’a göre belirli varsayımlar altında eşgüdümünden kaynaklanan bir kazanç olmamasına karşın, daha geniş bir varsayımlar seti altında ise sınırlı düzeyde kazanç söz konusu olabilecektir. Obstfeld ve Rogoff’un kullandığı iki temel varsayım para politikası işbirliğinin yarattığı refah kazançlarını belirlemek açısından çok önemlidir (Sutherland, 2002). Birincisi, yerli ve yabancı mallar ikame esnekliğinin bir’e eşit olduğunun varsayılmasıdır. Bu esneklik, döviz kuru değişmelerinin harcama-kaydırıcı etkisinin büyüklüğünü belirler. Dolayısıyla, para politikasının yayılma etkisinin önemli bir belirleyicisidir. İkincisi, Obstfeld ve Rogoff uluslararası finansal piyasaların var olmadığını varsaymaktadırlar. Bu iki varsayım birlikte kullanıldığında, dış ticaret bilançosu dengede olacaktır. Dolayısıyla, bu varsayımlar altında para politikası aracılığıyla uluslararası yayılma

etkileri yaratacak iki önemli potansiyel kaynak analiz dışında bırakılmaktadır (Sutherland, 2002).

Diğer yandan, Sutherland (2004) finansal entegrasyonun artmasının, para politikası işbirliğinden kaynaklanan refah kazançlarını arttıracığını ileri sürmektedir. Buna karşın, Taylor (2008) finansal küreselleşme halinde dahi, merkez bankasının enflasyonu kontrol etmeye çalıştığı duruma göre, para politikası işbirliğinden doğan kazançların ikincil önemde olacağını belirtmektedir.

Corsetti ve Pesenti (2001) ise sadece fiyatların döviz kuruna kısmi olarak endekslenmesi durumunda uluslararası işbirliğinin yararları olabileceğini, geçiş etkisinin sıfır olması durumunda ise politika yayılma etkileri sözkonusu olmayacağı için işbirliğinin bir kazanç sağlamayacağını ileri sürmektedirler. Canzoneri vd. (2002) ise parasal şokların etkisinin sektörler bakımından değişiklik göstermesi durumunda, dünya ekonomilerinin ortak bir şok karşısında işbirliğine gitmelerinin yararlı olacağını ileri sürmektedirler.

Erceg vd. (2000) uluslararası işbirliğinden doğan kazançların daha büyük olacağı üç aşırı durumu vurgulamaktadırlar: (i) şoklardan sadece dış ticarete konu olan mallar sektörü etkilenmektedir; (ii) şoklardan sadece dış ticarete konu olmayan mallar sektörü etkilenmektedir; (iii) şoklardan sadece ihracat sektörü etkilenmektedir. Obstfeld ve Rogoff (2002) modelini farklı varsayımlar çerçevesinde ele alan Sutherland (2002), artan finansal entegrasyonun parasal işbirliğinden kaynaklanan kazançları azaltacağı fikrine karşı çıkmaktadır. Sutherland'a göre, risk paylaşımı durumunda işbirliğinden doğan görece kazançlar, stabilizasyon kazançları ile karşılaştırıldığında çok daha büyüktür.

Betts ve Devereux (2000b) ise tek fiyat yasasının geçerli olmadığı durumda uluslararası parasal işbirliğini analiz etmektedirler. Yazarlar piyasaya göre fiyatlama mekanizması altında parasal işbirliğinin sonuçlarını araştırmaktadırlar. PTM modeline göre, döviz kurunda bir yükselme ülkenin dış ticaret hadlerini olumlu biçimde etkileyecektir çünkü ihracat fiyatları yabancı para cinsinden sabittir ve dolayısıyla döviz kurunun yükselmesi yerli paraya çevrildiğinde ihracat gelirlerinin değerini arttıracaktır. Tam PTM durumunda, para politikası gerçekte negatif bir yayılma etkisi gösterir çünkü bir iç parasal genişleme yabancı ülkenin dış ticaret hadlerinde bozulma yaratarak, yabancı ülke refah düzeyini düşürecektir. Tek fiyat yasası geçerliyse, politika yayılma etkileri pozitifdir ve politika işbirliği durumunda daha hızlı bir parasal genişleme oranı meydana gelecektir. Tam PTM durumunda, politika yayılma etkileri negatiftir ve politika işbirliği daha yavaş bir parasal genişleme hızına neden olur. Dengede ise enflasyon oranı parasal genişleme oranına eşittir ve uluslararası parasal işbirliği durumunda PTM mekanizması dünya enflasyon oranında maliyetsiz bir azalmaya yol açar.

### 5. Küreselleşme, Enflasyon ve Para Politikası

NOEM literatürü, artan finansal ve reel küresel entegrasyonun para politikasının aktarma mekanizması üzerindeki etkilerini Yeni Keynesyen açık ekonomi yaklaşımı çerçevesinde inceleyen teorik çalışmalarla genişlemektedir. Küresel finansal entegrasyonun ülkelerin para politikası etkinliğini azaltacağı (yani, yerli merkez bankasının iç çıktı ve enflasyonu etkileme yeteneğini önemli ölçüde kaybedeceği) yönünde endişeler vardır. Bu konuda yoğun bir tartışma olmasına karşın, yeni teorik çalışmaların çok fazla olmadığı ve varolan teorik çalışmaların daha çok reel küresel entegrasyon üzerinde yoğunlaştığı belirtilmektedir (Meier, 2013).

Woodford (2007) küreselleşmenin merkez bankalarının enflasyon kontrol kapasitesini etkileyen üç farklı muhtemel kanalı vurgulamaktadır. Bu kanallardan ilki, artan finansal entegrasyon nedeniyle, bir ülkedeki nominal faiz oranının sadece o ülkenin merkez bankasının likidite arzı tarafından değil, küresel likidite arzı tarafından belirlenmeye başlamasıdır. İkinci kanal, reel faiz oranlarının bir ülkenin tasarruf-yatırım dengesi tarafından değil küresel denge tarafından belirlenme eğilimidir. Üçüncü kanal ise ulusal ekonomilerde enflasyonun yerli çıktı açığının değil, küresel çıktı açığının bir fonksiyonu haline gelmesidir.

Artan uluslararası sermaye hareketliliğinin para politikası üzerinde potansiyel bir “disipline edici etkisinin” olacağı ileri sürülmüştür (Obstfeld (1998) ve Tytell ve Wei (2005)). Uluslararası varlık ikamesinin artışı enflasyonu bir kamu gelir kaynağı olarak kullanmanın etkinliğini azaltmıştır. Bazı çalışmalar finansal entegrasyonun yararlarından birinin etkin para politikalarının gerçekleştirilmesine yardımcı olması olduğunu ileri sürmektedirler (Kose vd., 2006). Finansal küreselleşmenin para politikası açısından bazı güçlükler yarattığı da belirtilmektedir. Bernanke (2007) finansal küreselleşmenin finansal ve iktisadi koşulları daha karmaşık hale getirdiğini ifade etmektedir.

Finansal entegrasyon altında küresel şoklara açıklık artmakta ve ülkelerin finansal krizlere duyarlılığı da büyümektedir (Spiegel, 2009). Bazı iktisatçılar finansal küreselleşmenin gelişen piyasalardaki merkez bankalarının fiyat istikrarını korumasını veya resmi enflasyon hedefleri belirlemesini zorlaştırdığını ve onları döviz kuru oynaklığına karşı açık bıraktığını ileri sürmektedirler. Buna karşın, Rose (2007)’un ampirik bulgularına göre, enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerdeki döviz kuru oynaklığı ortalama olarak enflasyon hedeflemesi izlemeyen ülkelerekinden fazla değildir.

Erceg vd. (2007) bir açık ekonomi Dinamik Stokastik Genel Denge (DSGE) modeli kullanarak dışa açıklığın ekonominin parasal, mali ve arz şoklarına karşı



tepkilerini nasıl etkilediğini araştırmaktadırlar. Yazarların enflasyon hedefinde bir düşme olarak tanımladıkları para politikasına ilişkin temel bulgusuna göre, toplam çıktı ve enflasyon, ekonominin dış ticarete açıklığına karşı oldukça duyarsızdır. Cwik vd. (2010) uluslararası ticaret entegrasyonunun para politikası aktarma mekanizması üzerindeki etkisini bir Yeni Keynesyen model çerçevesinde incelemektedirler. Model sonucuna göre, reel net ihracat daha fazla tepki verdiği için dolayı, bir para politikası şoku daha açık ekonomilerde daha güçlü bir çıktı etkisine sahip olacaktır. Aynı zamanda, bir parasal şoka CPI enflasyonu ve iç enflasyon daha açık ekonomilerde daha fazla tepki vermektedir. Woodford (2007) finansal piyasaların, nihai mallar piyasalarının ve faktör piyasalarının küresel entegrasyonunun, bir parasal aktarma mekanizması bakımından yaratacağı sonuçları bir Yeni Keynesyen açık ekonomi modeli yardımıyla incelemektedir. Woodford'un bulgularına göre, küreselleşmenin, ulusal merkez bankalarının enflasyon dinamiklerini kontrol etme kapasitesini önemli biçimde azaltması beklenmemelidir.

Woodford (2007)'un modelini genişleten Meier (2013) küresel finansal entegrasyonun para politikasının etkinliğini zayıflatmayacağına ilişkin benzer bir sonuca ulaşmaktadır. Meier (2013) ayrıca küresel finansal entegrasyon ile ticaret entegrasyonunun karşılıklı etkileşimini analiz etmekte ve ticaret entegrasyonu arttıkça finansal entegrasyonun pozitif etkilerinin artacağını ileri sürmektedir.

Küresel enflasyonun son yirmi yılda aşağı doğru kuvvetli bir trende sahip olduğu gözlemlenmektedir. Bu dönemde enerji ve ham madde fiyatlarında önemli artışlar olmasına rağmen, enflasyon oranları düşük düzeylerde kalabilmiştir. Bu durum, küreselleşmenin enflasyonun düşürülmesine önemli katkılarda bulunduğu ve enflasyonun artan biçimde ulusal değil küresel faktörlerce belirlendiği görüşlerinin ağırlık kazanmasına yol açmıştır.

Bazı iktisatçılar, dünyada gözlemlenen bu enflasyon oranlarındaki düşmeyi Çin'in deflasyon ihraç etmesine bağlamıştır. Rogoff (2006) bu argümanın gerçeklerle ilgisi olmadığını belirtmekte ve Çin'in düşük ücretli işçilerinin dünya piyasasında ücretler ve fiyatlar üzerinde sürekli biçimde aşağı yönde bir baskı yaratmasına rağmen, bu aşırı-rekabetçi Çin ihraç ürünlerinin sadece göreceli fiyatları etkilediğini ileri sürmektedir. Bu görüş dış ticaret hadlerinden kaynaklanan kazançları, deflasyon ile karıştırmaktadır. Ball (2006) da benzer biçimde tüketici fiyat endekslerindeki bazı ürünlerin fiyatlarındaki düşmenin, diğer başka ürünlerin fiyatlarındaki artışla dengeleneceğini ileri sürmektedir.

Çin'in küresel ekonomiye entegrasyonundan ve gelişmekte olan ülkelerin hızlı büyümesinden kaynaklanan olumlu dış ticaret hadleri nedeniyle, küresel enflasyonun geçici olarak hedef düzeyin altında kalmıştır. Buna karşın, bu etki sürekli değildir ve gelişmekte olan ülkeler büyüme hızlarında sert düşüşler

yaşanması durumunda tersine dönebilir (Rogoff, 2006). Diğer yandan, Kamin vd. (2004) tarafından yapılan bir ampirik araştırma Çin'in ABD'deki fiyatlar üzerindeki etkisinin oldukça küçük olduğunu göstermektedir. Araştırmanın tahmin sonuçlarına göre, ABD'nin belirli bir sektöründe Çin'den yapılan ithalatın payının artması halinde ABD ithalat fiyatları azalmakta, ancak bu etki oldukça düşük olmaktadır. Cote ve De Resende (2008) ise 18 OECD ülkesine ilişkin 1984-2006 dönemi verilerini kullanarak bir dinamik enflasyon denklemi tahmin etmiş ve Çin'in küresel enflasyon üzerindeki negatif etkisinin oldukça küçük olduğu sonucuna varmışlardır.

Diğer yandan, Bernanke (2007) uluslararası faktörlerin iç enflasyon düzeyini birbiriyle ilişkili çok sayıda kanal aracılığıyla etkileyeceğini ileri sürmektedir. Birincisi, uluslararası ticaretin genişlemesi enflasyon oranının büyük ölçüde ithal malları fiyatlarına bağlı olmasına neden olacaktır. Bu durum sadece ithal mallarının tüketici sepetine girmesinden veya ithal edilen ara mallarının yerli üretim maliyetlerini etkilemesinden değil fakat aynı zamanda, ithalat ile rekabetin yerli üreticilerin fiyatlama gücünü etkilemesinden kaynaklanacaktır. İkincisi, küreselleşmenin yarattığı rekabetçi baskılar üretkenliği artırarak, dolayısıyla maliyetleri düşürerek veya kar marjlarını daraltarak, enflasyon sürecini etkileyebilir. Üçüncüsü, bazı fiyatlar uluslararası olarak bütünleşmiş piyasalarda belirlendiği ölçüde, yabancı ekonomilerde kaynak kullanımındaki baskılar iç enflasyonu da etkileyebilir.

Diğer yandan, Glatzer vd. (2006) küreselleşmenin enflasyonu etkileme kanallarını belirlemeye çalışmışlardır. Para otoritesinin beklenmedik bir enflasyon yaratarak reel çıktı ve istihdam düzeyinde kısa-dönemli artış sağlaması ancak fiyat ve ücret katılıklarının bulunması durumunda gerçekleşebilir. Küreselleşme rekabeti arttırarak fiyatları ve ücretleri daha esnek hale getireceğinden, para politikasının reel etkileri daha küçük ve kısa süreli olacaktır. Dolayısıyla, reel çıktı düzeyinde benzer geçici artışı sağlayabilmek ancak enflasyon oranında daha büyük bir hızlanma ile mümkün olacaktır. Bu durumun teorik uzantısı, Phillips eğrisinin daha yatay hale gelmesidir (Ball (2006) ve Rogoff (2004)). Ayrıca, enflasyonu kontrol altına alabilmek için daha büyük faiz oranı artışı gerekecektir. Bu iki nedenden dolayı, küreselleşme, para otoritelerinin çıktı düzeyini ekonominin potansiyelinin üzerine çıkarmak için genişletici politikalar uygulama isteğini azaltmıştır.

Dolayısıyla, küreselleşmiş bir dünyada negatif şoklar durumunda, diğer değişkenler sabitken, orta dönemde fiyat istikrarını korumak için daha kuvvetli bir parasal politika tepkisi gereklidir (Papademos, 2007). Bu argüman üç temel gözleme dayanmaktadır. Birincisi, dış rekabetin artması nedeniyle, yerli firmaların talep artışları karşısında fiyatlarını arttırma olanakları daralmıştır. İkincisi, artan uluslararası ticaret ve yatırımlar dolayısıyla yerli mal fiyatları iç talep baskılarına

daha az duyarlı hale gelmiştir. Üçüncüsü, küreselleşme yerli firmaların iç üretimi ithalatla ikame etme olanaklarını arttırarak, yerli ücretlerin ve fiyatların iç talepteki kaymalara karşı duyarlılığını azaltmış ve bu gelişme Phillips eğrisinin daha da yatıklaşmasına neden olmuştur (Yellen, 2006). Dolayısıyla, ülke içinde işgücü piyasası daraldığı zaman, yabancı işgücünün yerli işgücü ile ikame edilmesi olasılığı karşısında, çalışanların daha yüksek ücretler talep edebilme fırsatları azalmıştır.

Glatzer vd. (2006)'ya göre bir diğer kanal ise ekonomilerin dış açıklığı arttıkça beklenmedik enflasyonun maliyetinin de artmasıdır. Romer (1993) bu durumu parasal genişleme sonucu reel döviz kurunun yükselmesinin yaratacağı negatif dış ticaret hadlerine bağlarken, Lane (1997) tekeli üretimin yaygın olduğu dış ticarete konu olmayan mallar üreten sektörlerin açık ekonomilerdeki düşük payının para otoritesinin fiyat sürprizleri yaratma eğilimini azaltacağını vurgulamaktadır. Diğer yandan, Wagner (2002) artan küreselleşme sonucunda ülkelerin uluslararası sermaye çekmek için rekabet ettiklerini belirterek, enflasyonun kötü iktisat politikaları veya siyasi ve iktisadi istikrarsızlık sinyali olarak algılanmasından dolayı, küreselleşmenin para otoritelerinin fiyat istikrarına verdiği önemi arttıracaklarını ileri sürmektedir.

Bernanke (2007) uzun dönemde enflasyonu para politikasının belirlediğini ve ithal malların göreceli fiyatlarının düşmesi durumunda eğer merkez bankasının uzun-dönem enflasyon hedefi sabitse, daha düşük ithal malları fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkisinin sıfır olacağını belirtmektedir. Buna karşın, kısa ve orta dönemde enflasyonun yalnızca para politikası tercihleri tarafından belirlendiği doğru değildir. Daha kısa dönemlerde para otoritesinin müdahalelerinin etkileri zaman aldığı için merkez bankaları genellikle arz veya fiyat şoklarının etkilerini bütünüyle dengelememektedir. Dolayısıyla, bu tip şoklar enflasyonu belirli bir süre için etkileyebilir. Ayrıca, oportünist dezenflasyon stratejisi izleyen bir merkez bankası lehte bir arz veya fiyat şokuna karşı, orta dönem enflasyon hedefini düşürerek tepki verebilir (Orphanides ve Wilcox, 2002).

Küreselleşmenin merkez bankasının enflasyonu kontrol etme yeteneğini önemli biçimde azaltmadığı kabul edilirken, faiz oranları ve varlık fiyatları konusunda durum farklı olabilir (Rogoff, 2006). İleri düzeyde bütünleşmiş uluslararası finansal piyasalar, iç faiz oranları ve varlık fiyatları üzerinde baskı oluşturabilir. Bernanke (2007) uzun dönem faiz oranlarının büyük ölçüde küresel arz ve talep faktörleri tarafından belirlendiğini ileri sürmektedir. Rogoff (2006) bu finansal küreselleşme trendinin artmaya devam etmesi durumunda, ulusal merkez bankalarının uzun dönem faiz oranlarını kontrol etme yeteneklerini kaybedebileceklerini ifade etmektedir.

## 6. Sonuç

Bu makale, uluslararası makroiktisat teorisinde geleneksel Mundell-Fleming model çerçevesinin yerini alan ve halen büyük gelişme gösteren NOEM literatürü bağlamında para politikasının küresel boyutlarını incelemektedir. NOEM'in ilk versiyonu olan Redux modeli, bir açık ekonomi makroiktisat modelinin önemli unsurlarından biri olan döviz kurunun eksik geçişine imkan vermeyen oldukça basit bir yapıdır. Redux modeli daha sonra reel dünya gerçeklerine daha uygun biçimde geliştirilmiştir. Bu konudaki öncü teorik çalışmalar arasında ise özellikle Betts ve Devereux PTM modeli, Corsetti ve Pesenti (2001, 2007) ve Obstfeld ve Rogoff (2000, 2002) sayılabilir.

Dünyanın bir bölgesindeki parasal şokların ulusal ekonomiye kolaylıkla etki edebildiği bir uluslararası iktisadi ortamda, NOEM literatürü para politikasının formülasyonunda uluslararası boyutu gözönüne alan ve uluslararası parasal işbirliğinin yararlarını araştıran teorik çalışmalarla gelişmiştir. İlk NOEM çalışmalarının ortak sonuçlarından biri, optimal para politikası tasarımının kapalı ve açık ekonomi durumlarında önemli bir farkı olmadığı biçimindedir (Ball (1999) ve Clarida vd. (2001, 2002)). Açık ve kapalı ekonomi için optimal para politikası kuralı aynı kalmasına karşın, dışa açıklık arttıkça para otoritesinin enflasyonist eğilimlere karşı daha agresif bir politika izlemesi ve faiz oranında daha büyük bir ayarlama yapması gerekebilir. Diğer yandan, NOEM literatürüne ilişkin daha yeni çalışmalar, döviz kurlarının eksik geçiş etkisi ile para otoritesinin döviz kurlarına müdahalesi arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Corsetti ve Pesenti (2007)'nin teorik sonuçlarına göre, PCP modeli durumunda esnek döviz kuru stabilizasyona katkıda bulunmakta, LCP modeli durumunda ise fiyat istikrarsızlığı yaratmaktadır.

Bazı NOEM çalışmaları (Benigno (2000) ve Corsetti ve Pesenti (2001)) bir uluslararası parasal işbirliğinden bütün ülkelerin kazançlı çıkacağını ileri sürerken, Obstfeld ve Rogoff (2002) ise sınırlı düzeyde bir kazancın olabileceğini teorik bir model çerçevesinde göstermektedirler. Bu konudaki ampirik çalışmalar genellikle Obstfeld ve Rogoff (2002)'un argümanını desteklemekte ve işbirliğinden doğan kazançların büyüklüğünün oldukça küçük olacağını tahmin etmektedirler.

NOEM literatürü dünya ekonomisindeki artan küreselleşme trendinin para politikası ve enflasyon üzerindeki etkilerini analiz eden çalışmalarla büyümektedir. Yeni Keynesyen açık ekonomi model çerçevesini kullanan teorik çalışmalar, küresel finansal entegrasyonun ve reel küreselleşmenin ulusal merkez bankalarının para politikası etkinliğini azaltmayacağını ileri sürmektedirler (Woodford (2007) ve Meier (2013)). Buna karşılık, bazı NOEM çalışmaları, küresel finansal entegrasyonun ve artan sermaye hareketliliğinin para politikasını disipline edici etkiler yarattığını belirtmektedirler (Obstfeld (1998) ve Tytell ve Wei (2005)).

Uluslararası finansal küreselleşmenin özellikle gelişmekte olan ekonomilerin küresel şoklara açıklığını arttırdığı ve bu ekonomileri finansal krizlere daha duyarlı hale getirdiği de ileri sürülmektedir. Ayrıca, ulusal para otoritelerinin reel faiz oranlarını belirleme kapasitesi azalmış ve reel faiz oranlarının küresel tasarruf-yatırım dengesi tarafından belirlenme eğilimi güç kazanmıştır (Woodford, 2007).

Diğer yandan, küreselleşmenin yarattığı artan rekabet nedeniyle ücret ve fiyatların daha esnek duruma geldiği ve dolayısıyla Phillips eğrisinin daha yatay bir konum kazandığı ileri sürülmektedir (Ball (2006) ve Rogoff (2004)). Dolayısıyla, küresel entegrasyonun sonucu olarak, para otoritelerinin genişletici para politikası uygulamak yoluyla kısa dönemde reel çıktı düzeyinde önemli artışlar sağlayabilme olanağı daralmıştır.

Sonuç olarak, NOEM literatürünün açık ekonomi makroiktisat teorisine ve para politikasının uluslararası boyutlarına önemli katkılar yaptığı görülmektedir. NOEM literatürünün açık ekonomilerde optimal para politikasına ilişkin normatif sorunlara bilimsel düzeyde açıklamalar getirmeye çalışması iktisat politikası bakımından önemli bir katkı sayılabilir.

## **KAYNAKÇA**

- Bacchetta, P. & Van Wincoop, E. (1998). Does Exchange Rate Stability Increase Trade and Capital Flows? *Federal Reserve Bank of New York Research Paper* No. 9818.
- Bacchetta, P. & Van Wincoop, E. (2000). Does Exchange-Rate Stability Increase Trade and Welfare? *American Economic Review*, 90(5), 1093–109.
- Ball, L.M. (1999). Policy Rules for Open Economies., in J.B. Taylor (ed), *Monetary Policy Rules*, Chicago, University of Chicago Press.
- Ball, L.M. (2006). Has Globalization Changed Inflation. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series*, Working Paper No. 12687.
- Beaudry, P. & Devereux, M. (1995). Money and the Real Exchange Rate with Sticky Prices and Increasing Returns *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 43, 55–101.
- Benigno, P. (2000). A Simple Approach to International Monetary Policy Coordination. *Journal of International Economics*, 57, 177-196.

- Bergin, P.R. & Feenstra, R.C. (2001). Pricing to Market, Staggered Contracts, and Real Exchange Rate Persistence. *Journal of International Economics*, 54(2), 333–59.
- Bernanke, B.S. (2007). Globalization and Monetary Policy. Speech delivered to Fourth Economic Summit, *Stanford Institute for Economic Policy Research*, Stanford, California, March 2, 2007.
- Betts, C. & Devereux, M.B. (1996). The Exchange Rate in a Model of Pricing to Market. *European Economic Review*, 40(3–5), 1007–21.
- Betts, C. & Devereux, M.B. (1997). *The International Monetary Transmission Mechanism: A Model of Real Exchange Rate Adjustment under Pricing-to-Market*, mimeo, University of Southern California and University of British Columbia.
- Betts, C. & Devereux, M.B. (2000a). Exchange Rate Dynamics in a Model of Pricing-to-Market. *Journal of International Economics*, 50(1), 215–44.
- Betts, C. & Devereux, M.B. (2000b). International Monetary Policy Coordination and Competitive Depreciation: A Reevaluation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(4), 722–45.
- Blanchard, O., (1983). Price Asynchronization and Price Level Inertia In: Dornbusch, R., Simonsen, M. (Eds.), *Inflation, Debt and Stabilization*. MIT Press, Cambridge, MA, pp. 3–25.
- Bowman, D. & Doyle, B. (2003). New Keynesian, Open-Economy Models and Their Implications for Monetary Policy *FRB International Finance Discussion Papers* No.762.
- Calvo, G. (1983). Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework. *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 383 – 398.
- Canzoneri, M.B., Cumby, R.E., Diba B.T. (2002) The Need for International Policy Coordination: What’s Old, What’s New, What’s Yet to Come? *NBER Working Paper* No. 8765.
- Chari, V.V., Kehoe P., Mcgrattan, E. (1998). Can Sticky Price Models Generate Volatile and Persistent Real Exchange Rates? *Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report* No.223.
- Clarida, R., Gali, J., Gertler, M. (2001). Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economies: An Integrated Approach. *American Economic Review*, 91(2), 248–52.
- Clarida, R., Gali, J., Gertler, M. (2002). A Simple Framework for International Monetary Policy Analysis. *Journal of Monetary Economics*, 49, 879-904.

- Corsetti, G. (2007). New Open Economy Macroeconomics, *Robert Schuman Centre for Advanced Studies*, EUI Working Papers, RSCAS 2007/27.
- Corsetti, G. & Pesenti, P. (1997). Welfare and Macroeconomic Interdependence, *NBER Working Paper* No.6307.
- Corsetti, G. & Pesenti, P. (2001). International Dimensions of Optimal Monetary Policy. *NBER Working Paper* No. 8230.
- Corsetti, G., & Pesenti, P. (2007). The Simple Geometry of Transmission and Stabilization in Closed and Open Economies. A Chapter in *NBER book 'NBER International Seminar on Macroeconomics 2007*.
- Cote, A. (1994). Exchange Rate Volatility and Trade: A Survey. *Bank of Canada Working Paper* No. 94-5.
- Cote, D. & De Resende, C. (2008) Globalization and Inflation: The Role of China, *Bank of Canada, Working Paper* No.2008-35.
- Cwik, T., Müller, G.J., Wolters, M.H. (2010). Does Trade Integration alter Monetary Policy Transmission?, *CEPR Discussion Paper*, 8026.
- Devereux, M.B. & Engel, C. (1998). Fixed vs. Floating Exchange Rates: How Price Setting Affects the Optimal Choice of Exchange-Rate Regime. *NBER Working Paper* No. 6867.
- Devereux, M.B. & Engel, C. (2003) Monetary policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange-Rate Flexibility, *The Review of Economic Studies*, 70(245), 765-783.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 84, 1161-76.
- Engel, C. (1999). Accounting for Real Exchange Rate Changes *Journal of Political Economy*, 107, 507-538.
- Engel, C. (2002). The Responsiveness of Consumer Prices to Exchange Rates: A Synthesis of Some New Open Economy Macro Models. *The Manchester School Supplement*, 1-15.
- Erceg, C.J., Henderson, D.W., Levin, A.T. (2000). Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts. *Journal of Monetary Economics*, 46(2), 281-313.
- Erceg, C.J., Gust, C., Lopez-Salido, D. (2007). The Transmission of Domestic Shocks in the Open Economy, *NBER Working Paper*, 13613.

- Feenstra, R.C., Gagnon, J.E., Knetter, M.M. (1996). Market Share and Exchange Rate Pass-through in World Automobile Trade. *Journal of International Economics*, 40, 189-207.
- Gali, J. & Monacelli, T. (2002). Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy. *NBER Working Paper* No. 8905.
- Glatzer, E., Gnan, E., Valderrama, M.T. (2006). Globalization, Import Prices and Producer Prices in Austria. *Monetary Policy & the Economy* Q3/06. Vienna: Oesterreichische Nationalbank, 24–43.
- Hau, H. (2000). Exchange Rate Determination: The Role of Factor Price Rigidities and Nontradeables. *Journal of International Economics*, 50(2), 421–47.
- Kamin, S., Marazzi, M., Schindler, J. (2004). Is China ‘Exporting Deflation’? Board of Governors of the Federal Reserve, *International Finance Discussion Paper* 2004-791.
- Kollmann, R. (2001). The Exchange Rate in a Dynamic-Optimizing Business Cycle Model with Nominal Rigidities: A Quantitative Investigation. *Journal of International Economics*, 55(2), 243–62.
- Kose, A., Prasad, E., Rogoff, K., WEI, S.J. (2006). Financial Globalization: A Reappraisal, *IMF Working Paper* No. 06/189.
- Lane, P.R. (1997). Inflation in Open Economies. *Journal of International Economics*, 42, 327–347.
- Lane, P.R. (2001). The New Open Economy Macroeconomics: A Survey. *Journal of International Economics*, 54(2), 235–66.
- Mckenzie, M.D. (1999). The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade Flows. *Journal of Economic Surveys*, 13(1), 71–106.
- Mckibben, W.J. (1997). Empirical Evidence on International Economic Policy Coordination. In *Handbook of Comparative Economic Policies*, Volume 5, *Macroeconomic Policies in Open Economies*, edited by M. Fratianni, D. Salvatore, & J. von Hagen, 148–76. Greenwood Press.
- Meier, S. (2013). Financial Globalization and Monetary Transmission, *Federal Reserve Bank of Dallas*, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No.145.
- Meyer, L.H., Doyle, B.M., Gagnon, J.E., Henderson, D.W. (2002) International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium? Forthcoming in *The IMF and Its Critics*. Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper* No. 723.



- Obstfeld, M. (1998). The Global Capital Market: Benefactor or Menace?, *Journal of Economic Perspectives*, 12(4), 9-30.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (1995). Exchange Rate Dynamics Redux. *Journal of Political Economy*, 103(3), 624–60.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (1998). Risk and exchange rates, NBER Working Paper No. 6694.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (2000). New Directions for Stochastic Open Economy Models. *Journal of International Economics*, 50(1), 117–53.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (2002). Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2): 503–35.
- Orphanides, A. & Wilcox, D. (2002). The Opportunistic Approach to Disinflation *International Finance*, 5(1), 47–71.
- Papademos, L. (2007). The Effects of Globalization on Inflation, Liquidity and Monetary Policy, *European Central Bank*, June.
- Paudel, B. (2011). New Open Economy Macroeconomics: Survey and Empirical Test in South Asia Region, *NRB Economic Review*, 23(2), 31–51.
- Rogoff, K. (2006). Impact of Globalization on Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on 'The New Economic Geography: Effects and Policy Implications'*, August 28.
- Rogoff, K. (2004). Globalization and Global Disinflation, Federal Reserve Bank of Kansas City conference on *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*. August 29.
- Romer, D. (1993). Openness and Inflation: Theory and Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(4), 869–903.
- Rose, A. (2007): A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed, *Journal of International Money and Finance*, 26, 663-681.
- Smets, F. & Wouters, R. (2002). Openness, Imperfect Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 49(5), 947–81.
- Spiegel, M.M. (2009). Financial Globalization and Monetary Policy Discipline: A Survey with New Evidence from Financial Remoteness, *IMF Staff Papers*, 56(1), 198-221.
- Sutherland, A. (2000). Inflation Targeting in a Small Open Economy. *CEPR Discussion Paper No. 2726*.

- Sutherland, A. (2002). International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration. University of St. Andrew's and CEPR.
- Sutherland, A. (2004). International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration., CEPR Discussion Paper No.4251.
- Svensson, L.E.O. (2000). Open-Economy Inflation Targeting. *Journal of International Economics*, 50(1), 155–83.
- Taylor, J.B. (1980). Aggregate Dynamics and Staggered Contracts. *Journal of Political Economy*, 88, 1–23.
- Taylor, J.B. (2008). The Impacts of Globalization on Monetary Policy., prepared for Banque de France Symposium on Globalization, Inflation, and Monetary Policy.
- Tille, C. (2001). The Role of Consumption Substitutability in the International Transmission of Monetary Shocks. *Journal of International Economics*, 53(2): 421–44.
- Tytell, I., & Wei, S.J. (2005). Global Capital Flows and National Policy Choices, mimeo.
- Wagner, H. (2002). Implications of Globalization for Monetary Policy. *SUERF Studies* 17.
- Warnock, F.E. (1998). Idiosyncratic Tastes in a Two-Country Optimizing Model: Implications of a Standard Presumption. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, No. 631.
- Woodford, M. (2007). Globalization and Monetary Control. *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series*, No. 13329.
- Yellen, J.L. (2006). *Monetary Policy in a Global Environment*, Speech at the Euro and the Dollar in a Globalized Economy Conference U.C. Santa Cruz, Santa Cruz, California, 27 May.