

YERLEŞİK İKTİSATTA KÜRESEL MAKROEKONOMİK TEORİ: YENİ AÇIK MAKROEKONOMİDE (NOEM) CARİ İŞLEMLER DİNAMİKLERİ

GLOBAL MACROECONOMIC THEORY IN MEANSTREAM ECONOMICS:
CURRENT ACCOUNT DYNAMICS IN NEW OPEN MACRO ECONOMICS
(NOEM)

Yard. Doç. Dr. S. Sevinç Orhan, Pamukkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi, İktisat Bölümü, ssevincorhan@hotmail.com

ABSTRACT

The New Open Macroeconomics (NOEM) literature in mainstream economics has developed for the last ten years. NOEM literature contends the optimal monetary policy argument and the coordination problems of optimal monetary policy in global economy. The NOEM Literature has an empirical and theoretical content that is explored the optimal monetary policy in the cross countries. The monetary transmission process in New Keynesian Economics disputes the small and open economy in which mark-up prices and wages are stickiness. Obstfeld and Rogoff (1995) contribution, which is based on the Mundell-Fleming and Keynesian tradition, to NOEM Literature draws attention to the stickiness of current producers' export prices.

Key Words: new open macroeconomics (NOEM), current account dynamics, monetary transmission mechanism, monetary shocks.

JEL Sınıflaması: E12, F41, F42.

ÖZET

Yerleşik iktisatta "Yeni Açık Makroekonomi" (New Open Macroeconomics) (NOEM) yazını son on yıldır küresel ekonomide optimal para politikaları ve bu politikaların koordinasyon sorunu üzerinde süregelen tartışmalar ışığında şekillenmektedir. NOEM yazını küresel ekonomide ülkelerarası optimal stabilizasyon politikaları ve uygulamalarının tartışıldığı kuramsal ve ampirik bir

içeriğe sahiptir. Yeni Keynezyen İktisat'ta parasal aktarım süreci küçük ve açık ekonomide, ücret ve fiyat (mark-up) yapışkanlığı altında tartışılmaktadır. Mundell-Fleming ve Keynesyen geleneğe dayanan NOEM modelleri Obstfeld ve Rogoff (1995)'un katkılarıyla, üreticinin cari ihracat fiyat yapışkanlığına dikkat çekmektedir.

Anahtar Kelimeler: yeni açık makroekonomi, cari işlemler dinamikleri, parasal aktarım mekanizmaları, parasal şoklar, JEL Sınıflaması:E12, F41, F42.

1.GİRİŞ

Bu çalışmada, genişletici ya da daraltıcı parasal şokların küçük ancak açık ekonomilerde fiyatlar genel düzeyi, üretim hacmi ve cari işlemler dengesi gibi reel değişkenlere etkileri kuramsal olarak tartışılmaktadır. Küresel dünya ekonomilerinde cari açık sorunu, temel makroekonomik sorunların bir yansıması olduğu kadar, finansal ve parasal akımların bir sonucudur. Finansal ve parasal varlıkların uluslar arası dolaşım hızı göz önüne alındığında, olası bir parasal şokun cari işlemler dengesi üzerinde ciddi etkiler yaptığı görülmektedir. Bu noktadan hareketle, çalışmanın temel hedefi parasal şoklar ve cari işlemler dinamikleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. Bu amaçla, öncelikle kapalı ekonomide paranın reel ekonomiye aktarım mekanizmaları ardından, açık ekonomide parasal aktarım mekanizmaları tartışılmaktadır. Çalışmanın ikinci hedefi, bu ilişkinin çağdaş iktisat okulları içindeki yerinin tartışılmasıdır. İktisat yazınında açık makro ekonomide parasal şoklar ve cari işlemler dinamiklerine olası etkiler Yeni Keynesyen İktisat Okulunda "Yeni Açık Makroekonomi" (New Open Macroeconomics) NOEM ekseninde tartışılmaktadır. Bu doğrultuda çalışmada NOEM modelleri Neo Klasik Sentez Keynezyen İktisatta Mundel-Fleming Modelleri kapsamında tartışılacak, ardından Yeni Keynesyen İktisatta Obstfeld-Rogoff (OR) ve Corsetti-Pesenti (CP) Modelleriyle karşılaştırılacaktır.

2. Neo Klasik Sentez Keynezyen İktisatta Kapalı Ekonomide Parasal Aktarım Mekanizmaları

Kapalı ekonomi modellerinde merkez bankaları izlediği para politikaları yoluyla faiz oranları üzerinden fiyat düzeyini etkileyen, bir anlamda parasal aktarım mekanizmalarını yürüten tek otorite sayılmaktadır. Açık ekonomide ulusal merkez bankalarının para arzının artırılması, faiz oranlarının belirlenmesi ve fiyatlar genel düzeyinin kontrol edilmesinde monopolcü gücü uluslararası merkez bankaları tarafından sınırlandırılmaktadır.

Genel olarak kapalı ekonomilerde parasal aktarım sürecinde yükselen faiz oranları hane halkı ve firmaların tüketim ve yatırım amaçlı kredi talebini caydırırken, cari geliri harcamalardan tasarruflara kaydırmaktadır. Finansal sistemlerde yüksek faizler ödünç alıcılar için riski artırırken, riskli müşterilerin kredi taleplerinin geri çevrilmesine ve sistemden çıkmasına neden olmaktadır.

Firma ve hane halkı gibi ödünç alan diğer aktörlerin yatırım ve tüketim kararları ertelenmektedir (Şekil 1).

Zayıf finansal sistemlerde enflasyonist ve asimetric piyasa yapısı altında yüksek faizlerin beklenenin aksine, tüketim harcamalarını artırdığı, finansal piyasalarda ters seçim etkisiyle riskli müşterilerin işlem hacmini yükselttiği gözlenmiştir. Öte yandan, döviz, hisse senedi ve tahvil gibi varlık fiyatlarında ortaya çıkan değişimler varlık sahiplerinin ve hane halkının gelir ve servet kapasitesini artırarak, tüketim ve yatırım kararlarını değiştirmektedir¹. Parasal aktarım süreci açısından petrol ve diğer enerji fiyatları ile varlık fiyatlarında görülen artışlar kısa vadede enflasyonist bir büyüme etkisi yaratmaktadır. Finansal varlık fiyatları ve döviz kurunun değişimi para politikaları değişimlerine ek olarak pek çok faktöre bağlıdır (ECB, 2004, 45-46).

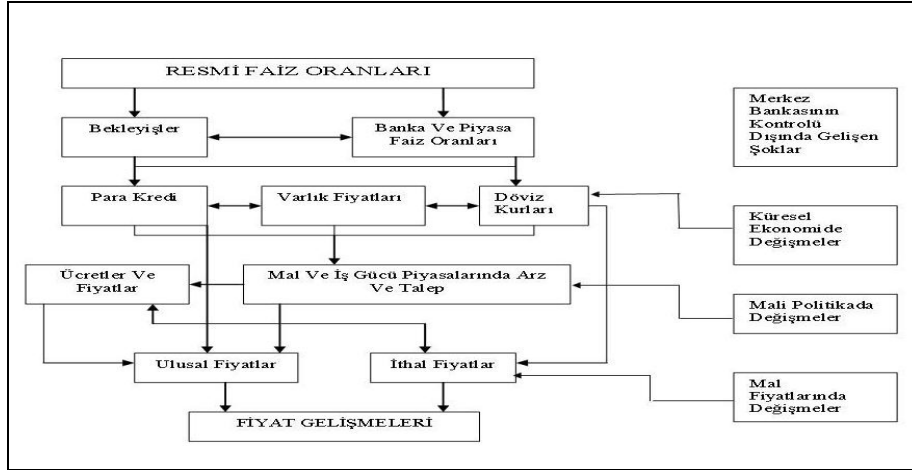
Parasal aktarım mekanizmaları açısından diğer bir işleyiş de açık piyasa işlemleri yoluyla piyasa faiz oranları üzerinden yürüyen aktarım mekanizmalarıdır. Makro ekonomi yazınında fiyat yapışkanlığı altında nominal faiz oranlarının artışı reel faiz oranlarını ve sermayenin kullanım maliyetini artırarak, faiz kanalı üzerinden yatırım ve tüketim harcamalarını azaltmaktadır. Bu makroekonomik işleyiş Geleneksel Keynezyen İktisat yazınında IS eğrisi üzerinden yürütülmektedir. Buna karşılık, Rotemberg ve Woodford (1997), Clarida, Gali ve Getrler (2001) tarafından kullanılan modelleri, açık ekonomilerde parasal aktarım mekanizmalarını Yeni Keynezyen paradigma kapsamında tartışmaktadır.

Ando ve Modigliani (1963) tarafından geliştirilen yaşam boyu tüketim modelinde "servet kanalı" parasal aktarım yazını açısından oldukça köklü bir tartışma başlatmıştır. Bernanke ve Getrler (1995) dar ve geniş kredi kanallı analizinde varlık değerlerinin değişimi üzerinden işleyen aktarım sürecini Ando-Modigliani'nin servet kanalı etkisi üzerinden işletmektedir. Ekonomide tüketim davranışının anlaşılmasında hane halkının servet stoku belirleyici sayılmıştır. Bu analizler yoluyla para politikaları ve faiz oranları ile varlık fiyatları arasındaki bağlantı kurulmuştur. Kredi kanalı açısından, faiz oranlarını artıran politikaların hane halkı portföyünde yer alan bono ve diğer reel varlıkların değerini

¹ Tobin'in q -su yatırım ve tüketimde servet etkisidir. Tobin'e göre q değeri, firmanın sermaye yenilenme maliyetinin piyasa değerine oranıdır. Firmada q değerinin artışı, piyasa fiyatlarının ve firmanın piyasa değerinin makine ve donanım gibi yenilenme maliyetlerine göre arttığını gösterir. Firma çok az varlık çıkararak, makine ve donanım harcaması yapabilir. Bu değer küçük olması, firmanın piyasa değerinin yenileme maliyetine göre düştüğü, yatırım harcamalarının azaldığının işaretidir. Genişleyici para politikalarının ardından düşen faizler hisse senedi talebini ve fiyatını artırarak, tahvil talebi ve fiyatını düşürür. Daha yüksek hisse senedi portföyü firmanın q değerini artırarak, yatırım harcamalarını teşvik eder. Hane halkı ve firmanın borsada sahip olduğu hisse senedi stoku, finansal serveti yatırım harcamalarını artırır (Mishkin, 1996: 2-7).

düşürdüğü, servet stokunu azaltarak tüketim harcamalarını ve toplam talebi daralttığı gözlenmiştir.

Şekil 1. Resmi Faiz Oranlarından Fiyatlara Doğru Parasal Aktarım Mekanizmaları



Kaynak: European Central Bank, The Monetary Policy of The ECB, 2004.

Bernanke ve Gertler (1995) dar faiz kanalının geleneksel tüketim ve yatırım harcamalarının faiz esnekliğinden daha büyük olduğu durumlarda etkili olduğunu, geniş kredi kanalı üzerinden işleyen parasal aktarım sürecinin servet kanalından daha farklı etkiler yaptığını ortaya koymuştur. Geniş kredi kanalı yoluyla varlık fiyatlarının değişmesi, öncelikle firmaların ve tüketicilerin teminatlarının değerini etkilemektedir. İyi işleyen kredi piyasalarında ödünçlerin teminat değerinin düşmesi yatırım kararlarını çok fazla etkilememekle birlikte, bilgi ve aracılık maliyetlerinin yüksek olduğu az gelişmiş finansal piyasalarda ödünç işlemlerinde katlanılan risk primini artırmaktadır. Piyasa faiz oranları üzerinden yürüyen geniş kredi kanalı toplam üretim ve tüketim harcamalarını ve toplam talebi daraltmaktadır. Faiz oranlarını değiştiren politikaların makroekonomik etkisi finansal hızlandırıcı² etkisiyle büyümektedir. Geniş kredi kanalı gibi dar kredi kanalı ya da banka ödünç verme kanalının etkinliği kredi piyasalarının iyi işleyip işlemediğine bağlıdır. Banka ödünçleri kanalına göre bankaların ana fon kaynağı mevduat talebidir. Daraltıcı para politikaları banka

2 Finansal Hızlandırıcı: Ekonomide yükselen faiz oranları döviz kurunun yükselmesine neden olmaktadır. Yüksek reel faiz oranları reel ekonomide büyümeyi daraltırken, ekonominin risk primini artırmaktadır. Yüksek reel faiz ortamının reel ekonomide yarattığı olumsuz beklentiler, yabancı sermaye çıkışını artırarak, döviz kurunun değerlenmesine neden olmakta finansal hızlandırıcı etkisiyle yatırım harcamalarını daraltmaktadır.

rezervlerinin ve kredinin hacmini azaltırken, genişletici para politikaları bankaların rezerv hacmini artırarak, bankaların likidite yaratma gücünü artırmaktadır (Kutner and Mosser, 2002).

3. Yeni Keynezyen İktisatta Parasal Aktarım Mekanizmaları: Yeni Açık Ekonomide Parasal Aktarım Modelleri, NOEM

Neo Klasik Sentez Keynezyen (NKSK) Paradigma, ISLM analizi yoluyla kapalı ekonomide Mundell-Fleming açılımıyla konjonktürel dalgalanmaları, uluslararası ticaret hareketleri ve sermaye akımları gibi makro sorunları tartışarak, iktisat yazınında hızla yükselen açık makro ekonomi teorilerinin gelişmesine öncülük yapmıştır (Rose, 2000: 7-8). Açık ekonomilerde parasal şokların uluslar arası aktarım mekanizmaları açısından geliştirilen ilk model, Mundell (1963), Fleming (1962) ve Dornbush (1976) (MFD) modelidir. Ancak, kısa sürede MFD modelleri Obstfeld ve Rogoff' un (1995) (OR) katkılarıyla parasal şoklar ve cari işlemler dinamiklerinin tartışıldığı OR (redux) modellerine dönüşmüştür. "Cari işlemler Dinamikleri Redux" adlı çalışma ile Obstfeld ve Rogoff (1995), yeni açık makro ekonomide uluslararası parasal aktarım süreçlerinin cari işlemler dengesine etkilerini tartışmıştır (Malik, 2006:2).

Yeni açık Makroekonomi'de (NOEM) genel denge modelleri, monopolistik piyasa koşullarında ve rasyonel beklentiler altında fiyatların yavaş ayarlandığı, mal piyasalarında optimizasyon davranışını inceleyen dinamik açık makroekonomi modellerini kapsamaktadır. Blanchard ve Kiyotaki (1987) ile Svensson ve Wijnbergen (1989) gibi makro iktisatçılar OR modellerinden önce açık ekonomi modelleriyle uğraşmalarına karşılık, NOEM yazını OR modelleri olarak anılmıştır. Obstfeld ve Rogoff (1995, 1996), Gali ve Monacelli (1999) ile başlayan NOEM yazını, Betts ve Devereaux (2000, 2001), Chari vd. (2000), Ghironi (2000), Svensson (2000), Batini vd. (2001), Benigno (2001), Corsetti ve Pesenti (2001), Kollman (2001a, 2001b), Smets, Wouters (2001)'in çalışmalarıyla öne çıkmıştır (McCallum and Nelson, 2001: 8).

NOEM modelleri olarak anılan Yeni Keynezyen küçük açık ekonomi modelleri, ücret-fiyat yapışkanlığına dayalı genel denge modellerinden farklıdır. NOEM yazını uzun dönemli reel konjonktür modelleri ile kısa dönemli para politikalarının toplam talebe etkilerini tartışan Keynezyen modelleri bir araya getirmiştir. Bir anlamda, NOEM modelleri kapalı makroekonomide işleyen Neo Klasik Sentez Keynezyen ekonomi ve Yeni-Wicksellyen para ekonomisi arasındaki ilişkiyi güçlendirmiştir (Corsetti and Pesenti, 2006:1).

NOEM yazınında Gali ve Monacelli (2002), Monacelli (2000), McCallum ve Nelson (2000), Walsh (1999) gibi teorisyenler para politikası aracı olarak nominal faiz oranlarına dayanan modelleri kullanarak optimal para politikalarının etkinliğini tartışmıştır. Özellikle Clarida, Gali ve Getrler (2001) ile Gali ve Monacelli (2002) tarafından yapılan çalışmalar enflasyonun hedeflendiği politikalar setinin, açık ekonomilerde optimal para politikaları işlevi taşıdığını göstererek, döviz kuruna müdahale etmeyen ve kurunun serbestçe

dalgalanmasına izin veren bir merkez bankası seçeneğini ortaya koymuştur. Bu çalışmalarda, açık ekonomide optimal para politikalarını yürüten merkez bankalarının cari işlemler dinamikleri ile refah kriterleri gibi amaçlarının olmadığı kabul edilmiştir. Buna göre, Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi yoluyla, esnek fiyatlarda üretimi esas alan politikaları yürütme zorunluluğu vardır.

Tablo 1. Makroekonomik Modellerin Güçlü ve Zayıf Yanları

Model Türleri	Keynezyen Adaptif Bekleyişler Modelleri	Keynezyen Rasyonel Bekleyişler Modelleri	Reel Konjonktürel Dalgalanma Modelleri	Stokastik Dinamik Denge Modelleri
Güçlü Yanları	Politika değişikliklerinin ve konjonktürel şokların etkileri tek yönlü değerlendirilmektedir.	Konjonktürel sorunlar karşısında daha gerçekçi ve dinamik analiz geliştirilmektedir.	Ekonominin arz yönünü etkileyen güçlü kurumlara, refahın doğrudan etkilerine yer verilmektedir.	Makro ekonomide toplam arz teorisi mikro ekonomik teoriye eklenmektedir.
Zayıf Yanları	Politika yapıcıları genişleyici politikalar yoluyla piyasayı yanlış yönlendirmektedir.	Güçlü teorik kurumların eksikliği toplam arzı etkileyen politikaların değerlendirilmesini güçleştirmektedir.	Esnek döviz kuru rejimi makro ekonomik analizin merkezinde yer almaktadır.	Eski modellerle çözüm sağlamak güçtür.
IMF'in Katkıları	Mundell-Fleming Modeli, Mundell (1963), Fleming (1962)	MULTIMOD	Mendoza (1991)	GEM (Global Macro Economic Model) =NOEM Modelleri

Kaynak: Rajan, R., GEM: A New International Macro Economic Model, IMF Department, (2004:8).

Yeni Keynezyen NOEM modelleri, NKSK paradigmasında işleyen döviz kuru şokları karşısında parasal aktarım mekanizmalarını açık ekonomide tartışmaktadır. Kısa sürede modeller küresel ekonomide optimal para politikaları, para politikalarında koordinasyon sorunu ve optimal stabilizasyon politikalarının tartışıldığı makro ekonomi modellerine dönüşmüştür. Çağdaş makroekonomi yazınına NOEM modelleri olarak giren analizler, FED gibi ulusal para otoriteleri ve IMF gibi uluslararası kurumlar tarafından "Küresel Ekonomi Modelleri"(Global Economic Model) GEM olarak kullanılmaktadır (Tablo 1). Tüm NOEM modelleri uzun dönemli konjonktür modelleri ile kısa dönemde Keynezyen varsayımlar altında çalışmaktadır.

NKSK paradigma ekseninde gelişen Mundell-Fleming-Dornbush (MFD) modellerinde parasal Şokların reel ekonomiye aktarımı uluslararası ekonomide “harcama-kaydırma etkisi” (the expenditure-switching effect) ve “gelir-emilim etkisi” (income-absorbition effect) üzerinden işlemlenmektedir.

Bu modellerde genişleyici parasal Şoklar faiz oranlarını düşürerek, harcama kaydırma etkisi üzerinden döviz kurunun değerini düşürmektedir. Düşük faiz oranı ve düşük değerli para ev sahibi ülkenin net ihracat gelirlerini artırırken, diğer ülkenin üretim düzeyini azaltmaktadır. MFD modelleri, Svensson ve van Wunbergen(1989), Obstfeld ve Rogoff (1995) tarafından belirsizlik, ücret ve fiyat yapışkanlıkları bağlamında geliştirilmiştir. Kim’in, belirsizliği eklediği yeni model (MFD-M) ekonometrik bir çerçeveye oturtularak, amprik çalışmaların bir kalkış noktası olmuştur (Kim, 2001a:340). MFD-M modelleri iki mekanizma üzerinden işlemektedir. İlk olarak, harcama kaydırma etkisine dayanan “ticaret dengesi etkisi” (the effect on trade balance) ya da “cari işlemler etkisi”. İkinci olarak, “dış üretim etkisi”(the effect on foreign output) dir. Kim’in (2001b) yaptığı çalışmalarda ABD’de yaşanan genişletici parasal Şokların uluslararası ticarete J etkisi yarattığı, uluslararası parasal genişlemenin ardından kısa vadede ticaret bilançosunun bozulduğu, iyileşmenin ancak uzun vadede yakalandığı gözlenmiştir.

Öte yandan, Christiano Eichenbaum ve Evans (1994), eksik rekabet koşullarında ücret ve fiyat sürecinin tartışıldığı mikro modellerle fiyat yapışkanlığı altında reel konjonktürü içeren tek ülkeli parasal makro modelleri bir araya getirmiştir. 1990’lı yılların sonunda Obstfeld ve Rogoff (1995,17) OR modellerinde, küresel ekonomide ticaret yapan iki ülkede kısa vadede, nominal fiyat yapışkanlığı altında uluslararası parasal aktarım mekanizmalarının cari işlemler dengesine yansımaları ve servet etkisi tartışmalarını başlatmıştır. Bu çalışmalarda Obstfeld ve Rogoff Modelleri üç noktanın altını çizmektedir. İlk olarak, küresel ekonomide kamu harcamaları ve geçici verimlilik Şoklarının ticari mal talebi üzerinden uzun vadede reel döviz kuruna kalıcı etkileri yoktur. İkinci olarak, geçici parasal bir Şokun döviz kuru ve cari işlemler bilançosuna etkileri sürekli bir Şoktan daha küçüktür. Son olarak, açık ekonomilerde para talebi, üretimden çok harcama ve tüketime bağlıdır.

OR modelleri, ev sahibi ve yabancı ülkenin yer aldığı (iki ülkeli) modellerdir. Bu modellerde tüketim harcamaları, hane halkı ve kamu harcamalarından oluşmaktadır (Tablo 2). OR Modellerinde genişleyici parasal Şoklar, faiz oranlarını düşürerek hane halkının tüketim talebini artırır, döviz kuru değer kaybeder ve yabancıların ulusal varlık talebini yükseltir. MFD modellerine benzer bir işleyiş olmasına karşılık, OR modelleri daha geniş bir makro ekonomik açılıma sahiptir. Buna göre MFD modellerine göre OR modellerinin farkları:

1. OR modellerine göre genişleyici parasal Şokların ardından hane halkı cari tüketim harcamaları ile cari gelire ve beklenen gelire bağlı olarak varlık talebini artırmaktadır.

2. Genişleyici parasal şoklar ticarete taraf olan her iki ülkenin üretim düzeyini artırarak, küresel ticaret hacmini yükseltmektedir.
3. Açık ekonomide genişleyici parasal şokların cari işlemler etkisi (cari açık)³ kısa dönemlidir. Uzun dönemde cari işlemler dengesi hızla iyileşmekte ve parasal şokların her iki ülkede reel etkileri olumlu hale gelmektedir.
4. MFD modellerinde üretim OR. modellerine göre dışsaldır. Toplam talebin toplam arzı aştığı durumlarda fiyat ayarlamalarının çok hızlı etkilendiği gözlenmiştir. Keynezyen İktisatta gerek MF modelleri gerekse MFD modellerinde ekonominin kısa dönemden uzun döneme doğru nasıl uyumlanacağı sorunu yeterince cevaplandırılmamıştır. Kısa dönemde fiyat düzeyi sabitken, uzun dönemde para arzının sürekli değişmesi fiyat düzeyini ve döviz kuru değerini düşürmektedir. OR modellerine göre sürpriz bir parasal şok karşısında reel ve nominal döviz kuru hızla fırlayarak, uzun dönem dengesinden sapmaktadır (Rogoff, 2002: 20).
5. OR modelleri yoluyla Keynezyen İktisatta oldukça önemli bir tartışma olan reel faiz oranları ve parasal aktarım mekanizmaları arasındaki bağlantı öne çıkarılmıştır (Brondo, 2000: 3). Betts ve Devereaux (2000) ve Kim (1999) ABD' de yaşanan genişleyici parasal şokların ticarete taraf olan ülkelerde üretim artışlarıyla sonuçlandığını gözlemlemiştir. Kim'in çalışmalarında genişleyici parasal şokların ardından her iki ülkenin reel faiz oranlarının düştüğü, üretim, tüketim ve yatırım harcamalarının artarak, toplam talebi ve üretimi artırdığı gözlenmiştir.

3 Cari açık, genel olarak cari işlemler dengesinde gelişen bir açığın sonucudur. Küresel ekonomide cari açık sorunu üretim, harcama ya da tasarruf dengesi reel ve finansal nedenlerle gelişen çok boyutlu bir sorun haline gelmiştir. Üretim ve harcama dengesi açısından cari açık, toplam üretim düzeyi (GSMH) ile özel ve kamu yatırım harcamaları arasındaki farkın bir sonucudur. Ya da toplam üretim düzeyi (GSMH) ile özel ve kamu sektörü toplam tüketim harcamaları arasındaki farkın sonucudur. Tasarruflar açısından bakıldığında cari açık, özel ve kamu tasarruf yetersizliğinin bir sonucudur. Özel tasarruflar firmaların finansal varlık hacmini artırmak amacıyla kullandığı finansman kaynaklarıdır. Firmalar, borsa yoluyla ulusal ya da yabancı hisse senetlerine yönelerek ülkenin ulusal ve yabancı varlık stokunu artırır. Tasarruf dengesi açısından cari açık sorunu özel tasarruf birikimleri ve bütçe kaynakları yoluyla, yatırım ve tüketim harcamalarının, yeterince finanse edilemediği bir durumu göstermektedir. Bir başka açıdan cari açık sorunu ülkenin net yabancı varlık dengesini göstermektedir. Özellikle küresel ekonomilerde cari açık sorununu net yabancı ödünç artışının bir sonucu olarak yaşadığı gözlenmiştir. Sürdürülemez cari açık net yabancı borç stokunun sürdürülemez düzeye gelmesinin bir sonucudur (Roubini, 1998a:7). Cari açıkla ilgili son kavram ise, kamu ve özel tasarruflardan her ikisinin yetersiz olduğu durum veren ikili açık (twin deficit) durumudur (Roubini, 1998b: 9).

Tablo 2. Açık Ekonomide Parasal Şoklar ve Aktarım Modelleri: MF, MFD, MFD-M ve OR-CP Modelleri

Şoklar ve Aktarım Modelleri	MF	MFD	MFD-M	OR-CP
Temsilciler	Hicks (1937) R. Mundel (1963) M.Fleming(1962)	MF + Dornbush (1976), Svensson ve Von Wijnbergen (1989)	MFD ve Eichenbaum, Evans (1995), Clarida ve Gali (1994) Grilli, Roubini (1995), Chari (1998), Kim ve Roubini (2000), S.Kim (2001), Faust, Rogeıs (2003), Scholl, Uhlig (2005), Sachs (1991), Bett ve Devereux (2000ab)	Obstfeld, Rogoff (2000), Blanchard ve Quah (1989), Harrison, Millard, Benigno, Corsetti, Pesenti, Koray, Mc Millian (1999),Kollman, Smets, Wouters (2001), Lee, Chinn (2006), Lee, Menzei(2006), L. Fisher, H.S Huh (2002), Lane (2001)
Okullar	Neo Klasik Sentez Keynezyen Paradigma	Neo Klasik Sentez Keynezyen Paradigma	Yeni Keynezyen Paradigma	Yeni Keynezyen Paradigma
Varsayımlar	Tam sermaye hareketliliği, Uluslar arası tam parasal ikame. Mali dengesizlikler göz ardı edilir. Dalgalı kur analizi.	Serbest döviz kuru, Döviz kuru esnek ve fiyatlara göre daha oynaktır. Fiyat yapışkanlığı var, fiyat ayarlama sürecinde ağırlık döviz kuru. Bekleyişlere uyarlı yavaş seyreden fiyat ayarlama süreci.	Ücret ve fiyat yapışkanlığı, Ticaret hadleri ve reel faiz ilişkisi, Stokastik genel denge modelleri.	Rasyonel bekleyişler, Ücret fiyat yapışkanlığı, Yavaş ayarlanan fiyatlar, Monopolcü rekabet, Dinamik genel denge, Uyumsuz stokastik şoklar.

Parasal Şoklar ve Aktarım Modelleri	MF	MFD	MFD-M	OR-CP
Mekanizmalar	Harcama Kaydırma ve Gelir Emilim etkisi. Parasal genişleme şoku, faiz düşer, reel kur değer kaybeder, harcama ve yatırım düzeyi artar, milli gelir artışı ithalat talebi artar, cari denge bozulur.	Ticaret Etkisi (cari işlemler etkisi) Dış Üretim Etkisi. Harcama ve Gelir Etkisi.	Ticaret Etkisi (cari işlemler etkisi), Dış Üretim etkisi, Bumerang etkisi, Açık ekonomide cari işlemler ve servet dinamikler.	Döviz kuru üzerinden cari işlemler etkisi
Etkileri	Parasal genişleme, faiz düşer, kur değer kaybeder, ihracat toplam talep artar. Ticarete taraf ülkede ihracat artar (beggar-thy-neighbour effect).	Kısa dönemde gelir emilim, uzun dönemde harcama kaydırıcı etkisi. G6 ve ABD dışı ekonomilerde genişleme (spill over) etkisi.	Dış ticaret dengesi bozulur. Yabancı üretim düşer. Gelir emilim etkisiyle ticaret dengesi genişler. Dışa açık ekonomide (ABD) faiz aralığı daralır, ithal mal talebi ve dış üretimi artar.	Harcama ve Gelir Etkisi. Parasal genişleme, faiz düşer, Kısa dönemde cari açık, uzun dönemde büyüme.

Kaynak: Yazar tarafından geliştirilmiştir.

6. NOEM modelleri nominal döviz kurunu kullanarak, fiyat oluşum sürecini tartışmaktadır. Lucas taraftarlarının girişimleriyle parasal aktarım sürecinde fiyat yapışkanlığı başta olmak üzere, üretim, tüketim ve nominal yapışkanlıklar tartışılarak, Lane'in (2000) modellerinde uluslar arası mal ve hizmet ticareti ile uluslararası finansal piyasaları içeren modellere dönüşmüştür.
7. MFD modelinde R. Dornbush'un (1976) dengeden sapan döviz kuru analizi fiyat yapışkanlığı ve rasyonel beklentiler varsayımı dışında çalışmasına karşılık, OR modellerinde parasal şoklar karşısında mal piyasalarında fiyatların oldukça yavaş uyum sağladığı, döviz kurunda dengeden sapmanın rasyonel bir süreç olduğu görülmektedir. MFD ve OR modellerinde ana işleyiş Keynezyen mekanizmaya dayanmaktadır. Ulusal fiyatların mal piyasalarını hızla temizleyememesi, bir anlamda uyumlanamamasına toplam talebin tam istihdam düzeyinden sapmasına neden olmaktadır. NKSKynezyen modellerde olduğu gibi NOEM yazını gelir emilim ve harcama kaydırma etkileri üzerinden işlemektedir. Dornbush (1976), Eichenbaum ve Evans (1995), Kim ve Roubini (2000), Faust ve Rogeıs (2003), Scholl ve Uhlig (2005) tarafından yapılan çalışmalarda parasal şoklar ve uzun dönem denge döviz kuru hedefi tartışılarak, parasal şokların nominal döviz kuruna benzer etkilerine rastlanmıştır.

Backus (1995), Baxter (1995), ve Obstfeld ve Rogoff (2000) NOEM yazınında yaptığı çalışmalarda, parasal şokların uluslararası aktarım sürecinde miktar sorunsalını öne çıkarmıştır. Yapılan amprik çalışmalar açık ekonomide uluslar arası üretim korelasyonunun tüketim korelasyonundan büyük olduğunu göstermiştir. Açık makroekonomide parasal şokların uluslararası aktarım sürecinde uluslararası üretim ve tüketim korelasyonu makroekonomi açısından önemli bir bilmece (puzzle) haline gelmiştir. Amprik çalışmalar MFD ve OR modellerine göre harcama kaydırma etkisinin farklı sonuçlar verdiğini göstermektedir. NOEM modellerinin kullanıldığı çalışmalarda uluslararası makroekonomik sorunlar farklı bilmeceleri (puzzles) ortaya koymuştur (Landry, 2005:4).

1.Miktar bilmecesi: Backus (1995), Baxter (1995) ve Obstfeld ve Rogoff (2000) tarafından yapılan çalışmalar, uluslararası üretim korelasyonunun tüketim korelasyonundan büyük olduğunu göstermektedir.

2. Döviz kuru ve ithal mal fiyatları ilişkisi: Dornbush (1987), Obstfeld ve Rogoff (2000), Obstfeld (2002) tarafından yapılan çalışmalarda, döviz kuru üzerinden ithal mal fiyatlarının global harcamaları etkilediği görülmektedir.

3. Parasal Genişleme ve Küresel Toplam Talebin Artışı: Sim (1992), Kim (2001), Faust ve Rogers (2003) tarafından yapılan çalışmalar ABD'de yaşanan

genişletici parasal bir şokun uluslar arası toplam talebi artırarak, gelişmiş ülkelerde yayılma (spill over) etkisi yarattığı gözlenmektedir. Küresel ekonomide nomina döviz kurunun etkisi değişmiştir.

4. Genişletici parasal şoklar ve J Eğrisi Etkisi: Betts ve Devereaux (2000) ve Kim'e göre (1999), ABD'de yaşanan parasal bir genişlemenin ABD ve diğer ülkelerin piyasalarında faiz oranlarını düşürdüğü, üretimi ve toplam talebi artırdığı uluslararası ticarete J etkisi yarattığını gözlemlemiştir. J Betts ve Devereaux (2000) ve Kim (2001) tarafından yapılan çalışmalarda, ABD'de yaşanan genişleyici parasal bir şokun küresel ekonomide uluslararası parasal genişlemeye yola açarak, kısa vadede ticaret bilançosunu bozduğu, ekonominin ancak uzun vadede iyileştiği görülmektedir. Yeni NOEM modelleri de Keynezyen modellerde işleyen gelir emilim ve harcama kaydırma etkileri üzerinden işlemektedir. Dornbush (1976), Eichenbaum ve Evans (1995), Kim ve Roubini (2000), Faust ve Rogeis (2003), Scholl ve Uhlig (2005) tarafından yapılan çalışmalarda parasal şokların uzun vadede denge döviz kuru hedefi üzerinde harcama kaydırma ve gelir emilim etkileri baskındır.

5. Parasal Şok ve Dengeden Sapma: Dornbush'un (1976) döviz kurunda dengeden sapma hipotezinin ardından, Eichenbaum ve Evans (1995) döviz kurunda dengeden sapmanın üç yıl süreyle erteleneceğini gözlerken, Kim ve Roubini (2000), Faust ve Rogers (2003) ve Scoll ve Uhling (2005) dengeden sapmanın daha kısa süreli etkiler yaptığını gözlemiştir. Dornbush (1987), Obstfeld (2002), Obstfeld ve Rogoff (2000) tarafından yapılan çalışmalarda, döviz kuru üzerinden ithal mal fiyatlarının değişimi küresel toplam harcamaları etkilemektedir. Benzer sonuçlar, Sims (1992), Kim (2001), Faust, Rogers ve Swanson (2003) tarafından yapılan çalışmalarda da gözlenmiştir.

Obstfeld ve Rogoff'a göre, eksik rekabet piyasalarında para politikalarının cari işlemler bilançosu gibi ekonominin reel yönü üzerinde güçlü etkileri vardır. Piyasalar fiyat yapışkanlığı koşulu altında işlemektedir. Bu modellere göre, merkez bankasının varlık piyasasında yaşanan dengesizliği dikkate alarak, cari işlemler dengesini gözetken para politikalarını izlemesi gerekmektedir. Cari işlemler dinamikleri yalnızca eksik rekabet piyasalarının neden olduğu eksik risk paylaşımından etkilenmemekte, faiz paritesi dikkate alındığında risk primi farkının neden olduğu büyük üretim açıklarından etkilenmektedir (Malik, 2006: 6).

Günümüzde NOEM modelleri, döviz kuru ve cari işlemler dinamikleri, eksik rekabetçi varlık piyasaları monopolistik rekabet koşulları ve nominal fiyat yapışkanlığı altında uluslar arası parasal aktarım sürecini tartışmaktadır. Modern makroekonomi yazınında firmaların bütçe kısıtı altında üretim ve fiyatlama davranışı göz ardı edilerek, döviz kuru ve cari işlemler dinamiklerini tartışan parasal aktarım modelleri vardır (Bowman and Doyle, 2003: 2).

4. NOEM'de Döviz Kurundan Ulusal Fiyatlara Geçiş Süreci

Geleneksel açık ekonomi modellerinde parasal şoklar karşısında döviz kuru hareketleri uluslararası nispi fiyatları uyumlandıran istikrar aracı işlevi görmektedir. Bu modellerde nominal döviz kuru reel kuru etkileyerek, dünya piyasalarında ulusal malların ucuzlamasına ve küresel talebin artmasına neden olmaktadır. Modellerde döviz kuru hareketlerinin harcama kaydırma etkisinin merkezinde yer almasının nedeni budur. Geleneksel açık ekonomi yazınında ulusal paraya göre fiyat ayarlanma süreci yavaşladığında ya da engellendiğinde, parasal şoklar karşısında döviz kuru uluslararası nispi fiyatların istikrarını etkilemektedir. Bu süreçte, faiz oranlarında bir değişim karşısında, nominal döviz kurunun düşmesi reel kurda da düşmeye yol açarak, dünya piyasalarında ulusal malların ucuzlamasına neden olmakta, döviz kuru üzerinden harcama kaydırma etkisi küresel toplam talebi yönlendirmektedir.

NOEM yazınının ilk modelleri sayılan Mundell-Fleming modelleri mal ve iş gücü piyasalarında eksik rekabetçi piyasa davranışı ve nominal ücret/fiyat yapışkanlığı gibi piyasa başarısızlıklarını göz ardı etmiştir. 1990'lı yılların başında NOEM modelleri eksik rekabet yapıları ve ücret fiyat yapışkanlığı sorununa dikkat çeken genel denge modellerini geliştirerek, açık ekonomi yazınına öne çıkarmıştır. NOEM modellerinde ücret ve fiyat yapışkanlığı altında parasal şokların döviz kuru ve cari işlemler etkileri oldukça geniş boyutta tartışılmaktadır. NOEM yazınında fiyat ve ücret yapışkanlığı tartışması bu gün devam eden iki temel sorunun altını çizmektedir.

4.1 Birinci Tartışma: LCP ve PCP Fiyatlama:

Makroekonomi yazınında parasal şoklar karşısında fiyat ayarlama süreci ya ulusal para cinsinden ya da üretici ülkenin parası cinsinden işletilmektedir. Reel döviz kuru dalgalanmaları ticari ve ticaret dışı mallarda satın alma gücü paritesinden sapmalara neden olduğu için alternatif bir fiyatlama modeline ihtiyaç duyulmuştur. Obstfeld ve Rogoff (2000)'a göre firmalar, genellikle üretici ülkenin parasına göre (producer currency pricing) (PCP) fiyatlamayı tercih etmektedir. Bu nedenle, Redux modellerinde PCP yapışkanlığı kullanılmaktadır. Redux modellerinde fiyatlar tüm malları etkilemektedir. Buna karşın, Betts ve Devereux (1996, 2002a, 2000b), Devereux ve Engel (1998, 2000), Kollman (2001), Chari, Kehoe ve McGrattan (1998) ve Bergin ve Feenstra (2001) gibi teorsiyenler firmaların alıcı ülkenin parası cinsinden (consumer currency pricing) (LCP) fiyatlamayı kullanmaktadır.

Obstfeld ve Rogoff (1995a), Gali ve Monacelli (2002), Clarida, Gali ve Gertler (2001), Corsetti ve Pesenti (2001a, 2001b), Sutherland (2000, 2002) tarafından yapılan çalışmalarda, üretici ülkenin parasına göre (PCP) fiyatlama yapan ülkelerde, para otoritesinin ulusal fiyatlarda hedefleme politikalarına yöneldiği ve dalgalı döviz kuru rejimini seçtiği gözlemlenmiştir. Açık ekonomide üretici ülkenin parasına göre fiyatlama yapılırken, hızla döviz kurundan tüketici fiyatlarına doğru

yansıyan (pass-through) nispi fiyat etkisi ortaya çıkmaktadır. Bu yolla, PCP fiyatlamaya dayanan modellerde döviz kuru optimal para politikalarının önemli bir aracı haline gelmiştir. Açık ekonomide parasal aktarım sürecinde esnek kur ve kura eşlik eden para politikaları tartışmanın merkezinde yer almaktadır. Son yıllarda küresel ekonomide, sabit kur sisteminde beklenmeyen bir verimlilik şoku karşısında fiyat uyum sürecinin oldukça zor işlediği gözlenmiştir.

Öte yandan, fiyatların alıcı ülkenin parasına (LCP) göre (consumers currency price) belirlendiği ülkelerde sabit döviz kurun tercih edildiği görülmektedir. Amprik çalışmalar, nominal fiyatları ulusal para cinsinden fiyatlandırılan ve döviz kuruna ayarlayan gelişmiş ülkelerde, harcama kaydırma etkisinin daha güçlü olduğunu göstermektedir (Devereux 2004:12). Beets ve Devereux (2000), Devereux ve Engle (2000, 2001, 2002) tarafından yapılan çalışmalar, LCP fiyatlamaya yapan ekonomilerin parasal aktarım sürecinde ulusal fiyatların döviz kuru hareketlerinden etkilenmediğini, risk paylaşımının sürdürülebilmesi için sabit döviz kuru politikalarının zorunluluğunu ortaya koymaktadır.

Amprik çalışmalar, LCP fiyatlamada birkaç önemli noktanın altını çizmektedir. Tam/ mükemmel LCP fiyatlamada kısa vadede reel ve nominal kurun uyum içinde olduğu görülmektedir. Musa (1986) kısa vadede döviz kurundan tüketim mallarına doğru çok küçük bir etki gözlemiştir. Ancak, Goldberg ve Knetter (1997) tarafından yapılan çalışmalar, ABD'de döviz kurundan toptan ithal mal fiyatlarına doğru bir geçiş olduğunu ve kısa vadede tüketici fiyat endeksine göre daha büyük etkiler yaptığını gözlemiştir. Bu gelişmelerin ardından, Neves ve Rebelo (2000), Burstein, Eichenbaum ve Rebelo (2002), McCallum ve Nelson (1999,2000) ile Corsetti ve Dedola (2002) toptan ithal mal fiyatlarını tüketici fiyatlarından ayıran yeni modeller geliştirmiştir. Obstfeld (2001) ve Engel (2002), ulusal ara malları ve ithal ara malları kullanan firmaların ticaret dışı tüketim mallarının üretiminde PCP fiyatlamasının en iyi yol olduğunu göstermiştir. Tüketim malları fiyatlarının yapışkan olduğu ekonomilerde, döviz kuru değişiminin tüketici fiyatlarında etkili olmadığı, ancak ticaret hadleri üzerinde etkili olduğu, bu durum karşısında firmaların talebinin ulusal mallar ve ithal ara mallar arasında değiştiğini gözlemiştir.

Yeni NOEM modellerinde üretici ülkenin parasına göre fiyatlamaya (PCP) tercih edilmektedir. Bu modellerde ihracata konu olan malların fiyatları üretici ülkenin parasına yapışkandır. Ulusal para ithal malların nominal fiyatları ve döviz kuru hareketleriyle birlikte hareket etmektedir (Landry, 2005:2-5). Keynezyen ekonomide parasal aktarım tartışmaları fiyat ayarlamaları ve döviz kuru hareketleri üzerinde yoğunlaşmasına karşılık, Yeni NOEM modellerinde parasal aktarım tartışmaları açık ekonomide fiyat ayarlama sürecinde zamanlama sorunu ve uluslar arası makro ekonomik dalgalamalar üzerinde yoğunlaşmıştır. Üretici fiyatlarının geçerli olduğu piyasalarda, genişletici parasal bir şokun ardından, uluslararası üretim korelasyonunun tüketim korelasyonundan güçlü olduğu; ertelenmiş bir overshooting (dengeden sapma) sürecinin yaşandığı; uluslararası ticarete J-eğrisi dinamiğinin ve enflasyonist sürecin öne çıktığı gözlenmiştir.

Obstfeld-Rogoff (2000) modelleri (OR) ile başlayan, Corsetti-Pesenti (2001; 2005a; 2005b) tarafından geliştirilen (CP) modelleri iki noktada MF modellerinden farklıdır. İlk olarak, NOEM modelleri makro ekonomide mikro kurumların inşasına ve işlevine önem vermektedir. Ekonomide tüm birimlerin optimizasyon eğiliminde olduğu, hane halkının beklenen faydayı maksimize ederken, firma için maksimum değeri artırdığı ön görüşüne dayanmaktadır. İkincisi, NOEM'de genel denge analizi, açık makro ekonomi ve ticaret yazını arasındaki bağlantıyı kurarak, uluslar arası ekonomi yazınının tek bir çatı altında toplanmasını hedeflemiştir.

Corsetti ve Pesenti yabancı firmaların döviz kuru hareketlerine karşılık, ulusal fiyat endeksi hazırlayarak, NOEM yazınında alternatif bir model geliştirmiştir. Yeni CP modeli tam PCP fiyatlamadan farklılaşmıştır. Redux modellerinde döviz kurundan ithal mal fiyatlarına doğru bir etki (pass through) işlemektedir. Döviz kurunun %1 değişmesi, tüketim malı fiyatları yoluyla aynı oranda ithal mal fiyatlarına yansımaktadır. Tam LCP fiyatlamada ise, döviz kurundan ithal mal fiyatlarına doğru geçiş yoktur, kısa dönemde fiyatlar genel düzeyi döviz kurunun değişiminden etkilememekte, döviz kurunun değişimi ithal mal talebini değiştirmemektedir.

Corsetti ve Pesenti (2002) modelleri, çoklu denge olasılığı üzerinde çalışmaktadır. CP modellerinde döviz kuru değişiminin az olduğu ekonomilerde, firmaların LCP fiyatlamaya gittiği ve para otoritelerinin döviz kuru oynaklığını düşük tutmayı tercih ettiği, döviz kuru oynaklığının yüksek olduğu ekonomilerde ise, firmaların PCP'yi tercih ettiği ve para otoritelerinin esnek kur rejimini seçtiği gözlemlenmiştir.

Diğer modellerden farklı olarak NOEM modellerinde, parasal aktarım sürecinde reel ve finansal varlıklar yer almaktadır. Benzer şekilde, parasal aktarım sürecinde LCP ve PCP tartışmasında, ticari ve ticari olmayan malların ayrımı ile enflasyonist hedefleme etkisi modellere eklenmiştir (Malik, 2006:4). LCP yerine PCP fiyatlamasının tercih edilmesinde optimal stabilizasyon politikası işlevi öne çıkmaktadır. PCP hipotezine göre fiyat yapışkanlığı durumunda para politikası esnek fiyat sürecini gerektirmektedir. Optimal para kuralına göre, CPI ithal malların nispi fiyatları dalgalanırken, merkez bankası GDP deflatörünü stabilize ettiğinden, uluslar arası değişkenlere yansıtacak para politikasına gerek kalmamaktadır.

4.2. İkinci Tartışma: Fiyat Yapışkanlığına Karşı Ücret Yapışkanlığı:

NOEM yazınında parasal şoklar karşısında fiyat veya ücret yapışkanlığından hangisinin daha açıklayıcı olduğu üzerine tartışmalar sürmektedir. Obstfeld ve Rogoff (2000) tarafından yapılan çalışmalarda fiyat yapışkanlığının ücret yapışkanlığından daha etkili olduğu görülmektedir (Bergin, 2002: 2). Redux modelleri nominal ücretlerin mükemmel esnek, ürün fiyatlarının yapışkan olduğu varsayımıyla hareket etmesine karşılık, Corsetti ve Pesenti modelleri (2002 ile Obstfeld ve Rogoff (2000) yapışkan ücretler ve esnek fiyatlarla çalışmaktadır.

5. NOEM Modelleri ve Cari İşlemler Dinamikleri

1980 sonrası açık ekonomi modellerinde cari işlemler dengesi, ülke yerleşiklerinin dünyanın geri kalanından aldığı ya da verdiği ödüncüler karşısında toplam tüketim harcamalarının düzenlenme girişimi olarak alınmıştır. Lane ve Milesi-Feretti (2002a,b) optimal para politikalarının cari işlemler etkilerini, ekonominin net yabancı varlık pozisyonu ile uzun dönemde reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi gözetererek açıklamaktadır (Ghironi, 2003:2). Buna göre,

$$CA_t = r_t A_t + Y_t - C_t - I_t - G_t, \quad \text{dir.}$$

CA_t: cari işlemler, A_t: net yabancı varlık akımı, Y_t: GDP, I_t: yatırım harcamaları, tasarruf ve yatırım farkını göstermektedir. Buna göre, cari denge CA_t,
 $Q_t = Y_t - I_t - G_t$.

Q_t: net gelirden yatırım harcamaları ile kamunun mal ve hizmet harcamaları karşılandıktan sonra özel tüketimden elde edilen faiz dışı geliri göstermektedir. Burada hane halkı geliri yaşam boyu gelir hipotezinden üretilmiştir.

Bu durumda cari işlemler net gelirden geçici sapma durumudur.

$$CA_t = Q_t - Q_{tp}$$

Q_{tp}: beklenen net gelir düzeyidir.

Amprık çalışmalar, tüketicilerin sürekli parasal şoklar karşısında harcamalarını düzenleyemediğini, ancak geçici şoklar karşısında tüketim harcamalarının düzenlendiğini göstermektedir. Bu nedenle, üretim, yatırım veya kamu harcamalarına yönelik geçici şokların cari işlemler dengesini etkilediği, sürekli şokların cari işlemler üzerinde etkili olmadığı görülmektedir.

Obstfeld ve Rogof (2000, 2002) parasal şoklar ile cari işlemler ilişkisini, ticari ve ticari olmayan mal ayrımı yaptığı modellerde, tam olmayan döviz kuru-fiyat etkisini dikkate alarak tartışmaktadır. Buna karşılık, Corsetti ve Pesenti (2001b) parasal şok tartışmalarını tam ulusal ikame esnekliği koşulunda, cari işlemler dinamiklerini göz ardı ederek sürdürmektedir. CP modellerinde, tam işleyen varlık piyasaları koşulunda sistemin mükemmel risk havuzuyla işlediği, ülkelerin varlıklarının şoklara karşı sigortalandığı varsayılmaktadır. CP modellerinde cari işlemler bilançosu değişmediğinden ticarete kazançlı taraf olmadığı gibi, tam ulusal ikame esnekliği koşulunda cari işlemler dengesi açısından her hangi bir soruna rastlanmamaktadır (Corsetti ve Pesenti, 2001a, 2001b).

Günümüzde CP ve OR modellerinde verimlilik belirsizliği karşısında istikrar politikalarının etkinliği önemli bir tartışmaya neden olmaktadır. Uzun dönemli CP-OR modellerine göre, ev sahibi ülkede esnek fiyat işleyişinde pozitif bir arz şoku, ülkenin piyasa fiyatlarını düşürerek, dünya fiyatları üzerinden ulusal ve yabancı talebi artırmaktadır. Aksine, fiyat yapışkanlığı durumunda beklenmeyen verimlilik şokları daha düşük emek talebine ve istihdama neden olmaktadır.

Redux modellerinde Corsetti ve Pesenti'ye göre cari işlemler dengede iken, ulusal malların yabancı fiyatlarında gelişen olası artışlar yabancıların ulusal mallara talebini azaltırken, ihracat gelirini değiştirmeden cari işlemler dengeni

değiştirmemektedir. Obstfeld ve Rogoff'un redux modellerinde ön gördüğü sürekli etki CP modellerinde ortadan kalkmaktadır.

NOEM modellerinde ulusal nominal şoklardan küçük ve açık ekonomilerin daha çok zarar gördüğü ve ticaret hadlerinin bozulduğu, buna karşılık, büyük ekonomilerin üretim ve istihdam düzeyinin arttığı gözlenmiştir (beggar-thyself effect). CP modellerinde döviz kuru şokları rekabetçi devalüasyonların aksine, yabancı ülkenin ticaret hadlerini bozmamakta, genişletici para politikalarından öncelikle yabancı ülkeler yararlanmaktadır. CP modelleri geleneksel NOEM modellerinden farklı olarak, genişleyici ulusal mali politikaların ticari taraflara zarar vereceğini öngörmektedir. Kısa dönemde mali şoklar ulusal talebi artırmasına karşılık, ulusal enflasyon ve istihdam düzeyi arasındaki çelişkiyi değiştirmekte, uzun dönemde mali bağlantılar ticari taraflara zarar vermektedir (Corsetti and Pesenti, 2001: 4).

6. NOEM'de Parasal Şoklar ve Küresel Etkileri:

NOEM yazınında optimal para politikaları ve cari işlemler dinamikleri arasındaki ilişki, küçük ve açık ekonomilerde, yapışkan fiyat varsayımı altında ekonomiye üretim, talep ve parasal şoklar verilerek tartışılmaktadır. Farklı türden şokların enjekte edildiği modellerde, şokların cari işlemler dengesi ve reel kur üzerinde etkileri gözlenmiştir. Bu modellerde üretim şoku, talep şoku, nominal şoklar, geçici şoklar (parasal şoklar) (temporary-monetary shocks) ve sürekli şoklar (verimlilik şoku) (permanent-technology shocks) gibi şok türleri kullanılmıştır. NOEM yazınında kullanılan şok tanımlamalarına göre, farklı ülke gruplarında yapılan çalışmalar ışığında hazırlanan tabloda ((Tablo 3) parasal şokların cari işlemler üzerine benzer etkiler yaptığı gözlenmektedir.

1. Blanchard ve Quah (1989), Obstfeld ve Rogof (1995), Betts ve Devereux (2000), Chari vd (2002) ve Lee ve Chinn (2006) tarafından yapılan çalışmalar, geçici şoklar (parasal şok) karşısında reel kurun değer kaybederek, cari işlemler bilançosu üzerinde istatistiksel olarak anlamsız ve kısa vadeli etkiler yaptığını ortaya koymaktadır. Buna karşın, Lane (2002) nominal bir şok karşısında cari işlemler dengesinde uzun vadeli etkiler gözlemiştir.

2. Clarida ve Gali (1994) ve Obstfeld (1985) tarafından yapılan çalışmalarda, açık ekonomide IS-LM modellerinde, özellikle uzun dönemde PPP (satın alma gücü paritesi) nominal yansızlık (nominal neutrality) kullanılmıştır. Geleneksel Mundell-Fleming modellerinde olduğu gibi kısa dönemde fiyat uyumlanmasının yavaş seyrettiği, uzun dönemde fiyat ayarlamalarının yapıldığı görülmüştür. Prasad (1999), Clarida ve Gali (1994) PPP kullanılarak, ticaret bilançosunu eklediği modellerde nispi fiyatların ve reel kurun PPP'ye yayılma hızının oldukça yavaş seyrettiğini gözlemiştir. Bu modellerin ortaya koyduğu bulgulara göre, reel kurun ve diğer nispi fiyatların değişmesi nedeniyle üretim düzeyi nominal şoklardan etkilenmemekte, nominal şokun uzun vadede reel kur üzerinde bir etkisi görülmemektedir.

3. Lee ve Chinn (1998) amprik çalışmalarda, cari işlemleri kapsayan ve PPP kısıtı altında işleyen SVAR modellerinde uzun vadede nominal şokların reel kuru etkilemediğini göstermiştir.

4. Prasad'ın (1999) G7 ülkelerini kapsayan SVAR modelinde reel üretim, reel döviz kuru ve ticaret dengesi ilişkisi gözlenmiştir. Modelde yabancı mal talebi, reel döviz kuru ve ticaret bilançosunu etkilediğinden üretim düzeyi, ulusal üretimin yabancı mal üretimine oranı olarak alınmıştır. Fisher ve Huh (2002) Prasad ve Gable (1998) ile Lane'in (2001) modeline benzer şekilde, yabancı malların talep endeksini G7 ülkelerinin reel GDP'lerinin ortalama ticari ağırlığı olarak hesaplayarak, her bir ülkenin ortalama ticaret hacmi içinde ağırlıklarını bulmuştur. Reel döviz kuru, G7 ülkelerinin ağırlıklı ticaret ortalaması olarak alınmış, iki yanlı reel döviz kuru, fiyat deflatörü olarak ulusal ve yabancı tüketim malları fiyat endeksi kullanılarak hesaplanmıştır. Nispi üretim ve reel kurun hesaplanmasında aynı ticari ağırlık alınmıştır. Reel kur, ulusal tüketim sepetinde yer alan malların fiyatlarının yabancı tüketim sepetinde yer alan malların fiyatlarına oranı olarak alınmıştır. Bu nedenle, bu oranın artışı reel bir değer kaybı anlamına gelmiştir.

İktisat yazınında J-eğrisi etkisi konusunda elde edilen bulgular oldukça karmaşıktır. Genellikle, literatürde "fiyat-kur ve hacim" etkileri amprik olarak tahmin edilmektedir. Krugman ve Baldwin (1987) son çeyrekte, Artus (1975), Helkie ve Hooper (1987) ise ilk çeyrekte J-eğrisi etkisini yakalamalarına olmalarına karşılık, Moffett (1989) ve diğerleri bu etkiyi gözlememiştir. Bacchetta ve Gerlach (1994)'a göre ithal mal fiyatlarının yavaşça döviz kuruna ayarlandığı durumlarda J-eğrisi etkisi doğmuş, ithal mal fiyatlarının artışıyla birlikte etki gelişmiştir.

5. Koray ve Mc Millan (1999) ulusal ve yabancı endüstriyel üretim, ulusal ve yabancı mal fiyatları, kısa vadeli faiz oranları, reel ticaret düzeyi ve nominal döviz kuru değişkenlerini kullanarak benzer sonuçlar elde etmiştir. Modelde rezervler (NBR) ve Federal Fon oranları (FFR) alternatif iki para politikası değişkeni olarak kullanılmıştır. Bu iki değişken yoluyla para politikalarının makro etkileri gözlenmiştir. Çalışmada ABD'de parasal işlemlerin faiz oranı ve ticaret bilançosunu gecikmeyle etkilediği, finansal entegrasyon düzeyinin bu aşamada önemli hale geldiği gözlenmiştir. Benzer şekilde, finansal piyasalarda yaşanan bir değişme faiz oranları ve döviz kuru yoluyla ticaret bilançosunu etkilemiştir. Modelde daraltıcı NBR şoku geçici negatif bir şok olarak alınmış, şoktan 9 ay sonra üretim ve fiyat düzeyinin sıfırın altına indiği gözlenmiştir. Sonuçta, daraltıcı bir NBR şoku kuru değerlendirirken, maksimum etkinin 6 ay içinde geliştiği görülmüştür (Koray and Mc Millan, 1999: 934).

6. Lane (2001) açık makro ekonomide yapışkan fiyat kısıtı altında geliştirdiği modellerde, uzun vadede nominal şokların reel kuru ve ticaret bilançosuna etkileri gözlemiştir. Bu modellerde tüketim fonksiyonuna giren ticari ve ticaret dışı mallar arasında ikame esnekliğinin sabit olduğu kabul edilmiştir. Lane'in modelinde, kısa vadede pozitif nominal bir şokun, ticari mallara göre ticaret dışı

malların fiyatlarını ve reel kurun değerini düşürdüğü düşürdüğü, ticaret dışı malların üretimini artırdığı gözlenmiştir. Her iki mal gurubunda reel kurun değer kaybına bağlı olarak, ikame etkisi (ticari ve ticaret dışı malların tüketim esnekliği) ve gelir etkisiyle (ticari ve ticaret dışı malların bu gün ki ve gelecek tüketimlerinin esnekliği) tüketim daralmıştır. Lane'in analizi ticari ve ticaret dışı malların gelir ve ikame etkilerinin büyüklüğü ile ilgilidir.

Ekonomide gelir esnekliğinin ikame esnekliğinden büyük olması, her iki mal gurubunun cari tüketimini artırmaktadır. Bu süreç cari işlemler bilançosunda açık yaratmaktadır. Uzun dönemde ise, ticari malların tüketiminin azalarak, ticaret bilançosunun dengeye yöneldiği, cari işlemler sorunun çözüldüğü gözlenmiştir. İkame esnekliğinin gelir esnekliğinden büyük olduğu ekonomilerde, ticari malların tüketiminin azaldığı, ticari ve cari işlemler bilançosunun dengeye geldiği gözlenmiştir. Uzun dönemde, reel kurun değerlendiği, ticaret bilançosunda dengesizliğin azalarak, cari işlemler sorununun çözüldüğü görölmüştür. İkame etkisinin gelir etkisinden büyük olması durumunda nominal bir şokun reel döviz kuru ve ticaret bilançosuna etkisinin uzun vadeli olduğu görölmüştür.

Tablo 3. NOEM Modellerinde Şoklar

Yeni Keynezyen OR Modelleri	Şok Türü	Şokun Etkisi	Etkinin Süresi	Model	Uygulama
Clarida, Gali (1994)	Nominal şok	Reel kur ve nispi fiyatlar nominal şoktan etkilenmez.	Uzun vadede nominal şokun reel kura etkisi yok.	SVAR	Farklı ülke gurupları
Koray, McMilan(1999)	Daraltıcı parasal şok	Reel kur değerlenir.	J Eğrisi Etkisi, ulusal para değer kaybeder, kısa vadede ticaret dengesi bozulur, Maksimum etki	VAR	ABD
Prasad (1999)	Nominal şoklar	Reel kurda değer kaybı	Nominal şokların uzun vadede reel döviz kuru ve ticaret dengesine etkisi yoktur.	SVAR	G7
Lane (2001)	Pozitif reel şok	Reel kur değer kaybeder, ikame etkisi gelir etkisinden büyüktür. İki etki tüketimi daraltır. Ticari mallara göre ticaret dışı mallarda fiyat düşer. Uzun dönemde reel kur değerlenir, cari dengeye geri dönüş yaşanır.	Kısa dönemde cari denge etkilenir uzun dönemde etki azalır. İkame etkisinin gelir etkisinden büyük olması reel kuru, uzun dönemde ticaret dengesini etkiler.	SWAR	G7
Fisher, Huh (2002)	Pozitif nominal şok	Reel kur değer kaybeder	Nominal şok uzun vadede reel kur ve ticareti etkilemektedir.	SVAR	G7
Lee ve Menzei (2006)	Parasal Şok. Döviz kuru etkisi küçüktür.	Uzun vadede net yabancı varlık talebini çok az etkiler. Ticari mal fiyatlarının dengeye gelmesi zaman almaktadır.	Kısa dönemde tüketim fonksiyonu üzerinden cari işlemler bilançosuna, uzun vadede reel döviz kurunu etkilemektedir.	SVAR	G7
Lee ve Chinn (2006)	Teknolojik (verimlilik) şok	Reel kur değerlenir	Kısa vadede cari işlemler, uzun vadede reel kur etkilenir.	VAR	G7

YERLEŞİK İKTİSATTA KÜRESEL MAKROEKONOMİK TEORİ: YENİ AÇIK MAKROEKONOMİDE (NOEM) CARİ İŞLEMLER DİNAMİKLERİ

Yeni Keynezyen OR Modelleri	Şok Türü	Şokun Etkisi	Etkinin Süresi	Model	Uygulama
Lee ve Chinn (1998-2006)	Parasal şok	Döviz kuru net yabancı varlık talebi çok az etkilenir,	(1998) kısa dönem cari işlemler ve reel kuru etkisi uzun dönem kadar güçlü değil. (2006)Kısa vadede cari işlemler uzun vadede reel döviz kuru etkilenir.	SVAR	G7
Blanchard, Quah(1989)	Parasal şok	Kur değer kaybeder.	Kısa vadede cari işlemler etkisi anlamsızdır.	Teorik	Teorik
Obstfeld, Rogoff(1995)	Yeni açık makro ekonomide uluslar arası parasal aktarım mekanizmaları	Teorik OR modelleri	Döviz kuru ve cari işlemler etkisi	Teorik	Teorik
Betts, Deveraux (2000, 2001)	Parasal şok	"Pricing to market" koşulunda (PTM), kurun harcama değişim etkisi aşırı kur hareketinin etkisini azaltır.	Ülkeler arası tüketim korelasyonu azalır üretim korelasyonu devam eder. Genişleme şoku, ulusal para değer kaybeder, ulusal mal talebi ve ihracatı artarken, yabancı refahı azalır, ulusal refah düzeyi artar (beggar-thy-neighbour effect)	Yeni Keynezyen Okul, OR modelleri	İki ülke, PTP fiyatlama (price-to-market)
Bergin (2002)	Parasal, Teknolojik, yapısal, yabancı faiz, yabancı talep şokları	Kısa vadede parasal şok nominal ve reel kura etkisi var. Ulusal paraya göre fiyat yapışkanlığı etkili.	Parasal şokların kısa dönemde nominal/ree kura %60-%70, uzun dönemde nominal kura %20-40, reel kura %40-%60 tahmini hatayla etkilidir.	NOEM modelleri VAR	Avustralya, Kanada İngiltere
Corsetti and Pesenti 2001a 2001b	Parasal genişleme şoku ve mali şoklar	Teorik CP modelleri	Parasal ve döviz kuru şoklarının cari işlemler etkisi göz ardı edilir. Küresel ticaret gelişir.	Teorik	Teorik

7.Fisher ve Huh (2002: 498), G7 ülkelerinde uzun vadeli yapısal şoklar ve kısa vadeli talep şokları ile bunların dışında kalan geçici, nominal-parasal şokları fiyat yapışkanlığı koşulunda tartışmıştır. Çalışmada nominal şokların reel kura ve ticaret bilançosuna etkileri incelenmiştir. Clarido ve Gali (1994), Obstfeld (1985), Prasad ve Gamble (1998) tarafından yapılan çalışmalarda uzun vadede satın alma gücü paritesi (PPP kriteri) altında reel üretim ve reel kurun nominal şoklardan etkilenmediği görülmüştür. Öte yandan, Fisher ve Huh (2002) nominal şokların reel kura ve ticaret dengesine uzun vadeli etkilerini ortaya koymuştur.

Fisher ve Huh (2002: 518) G7 ülkelerinde reel döviz kuru ve ticaret dengesini tartıştığı SVAR modelinde PPP kısıtı kullanmamıştır. Modelde Lane'in (2001) bulgularına benzer sonuçlar elde edilmiştir. Nominal şokların uzun vadede reel kur üzerinde etkili olduğu, pozitif nominal bir şokun reel döviz kuru üzerinde hem kısa hem de uzun vadede etkili olduğu gözlenmiştir. Pozitif nominal şok reel kurun değer kaybına yol açmıştır.

8.Bergin (2002) Avustralya, Kanada ve İngiltere'yi alan küçük ve açık ekonomi modelinde, parasal şokları ücret ve fiyat yapışkanlığı altında tartışmıştır. Modelde parasal şoklara ek olarak, teknoloji şoku, yabancı faiz şoku, yabancı talep şoku ve tüketici zevklerinde değişmeye yer veren yapısal şoklar kullanılmıştır. Bu yolla, NOEM genel denge modeli, monopolcü rekabet piyasalarında ücret ve fiyat yapışkanlığının yarattığı menü maliyetleri dikkate alınarak kurulmuştur.

Bergin'in yaptığı genel denge modeli, üç temel fonksiyon altında işlemektedir. İlki, toplam talep fonksiyonu, ulusal para ve ulusal para cinsinden nihai mal talebi, yabancı para cinsinden yabancı mal talebi ve nominal ücretten iş gücü talebinden oluşmaktadır. İkincisi, monopolistik piyasada üretim yapan firmanın fonksiyonu, burada firma dış ve iç piyasaya dönük ara malı üretirken, ithal ettiği malı iç piyasada yeniden satmaktadır. Parasal şoklar karşısında firmanın hem ulusal para cinsinden hem de yabancı para cinsinden fiyat ayarlamaları incelenmiştir. Her iki türde de fiyat ayarlamaları ekonomiye menü maliyetleri yüklemektedir. Bu yolla, NOEM genel denge modeli menü maliyetleri altında parasal şoklar ve cari işlemler dinamiklerini analiz etmektedir. Üçüncüsü, hane halkı talep fonksiyonudur. Bu fonksiyonda, nominal ücretlerden emek arz fonksiyonu ile reel ve parasal balans fonksiyonu kullanılmıştır. Hane halkının para talebi fonksiyonu tüketime ve faiz oranlarına bağlıdır. Modelde tüm şoklar birbiriyle ilgili olmakla birlikte, parasal genişleme şoklarının ağırlığı büyüktür. Parasal genişleme şokları, talep şoku, faiz şoku gibi yapısal şokları etkilediği gibi politika yapıcılarının değişen ekonomik koşullara karşı uyumu açısından önem taşımaktadır. Konunun diğer bir boyutu da parasal şokların etkilediği cari işlemler dinamikleri karşısında optimal para politikasının seçimidir.

Her üç ülkede sonuçlar parasal şokların cari işlemler üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Parasal şokların nominal kura etkileri kısa dönemde %60-%70, uzun dönemde %20-40 düzeyinde gerçekleşmiştir. Parasal şoklar reel kuru kısa dönemde benzer aralıklarla, uzun dönemde %40-%60 tahmini hatayla etkilemektedir. Parasal şokların reel kur üzerindeki etkilerinin nominal kurdan daha yüksek olduğu, LCP'de fiyat yapışkanlığının PCP'ye göre daha etkili olduğu görülmüştür (Bergin, 2002: 20).

9.Lee ve Chinn (2006; 258) yaptığı çalışmalarda, teknolojik yenilik gibi sürekli bir şokun (verimlilik şoku) reel kuru değerlendirdiği, bu etkinin uzun vadeli olduğunu gözlemlemiştir. Ekonomide olası bir verimlilik şokunun kısa vadede cari işlemler dengesi üzerinde, uzun vadede reel kur üzerinde etkili olduğu görülmüştür.

10.Lee ve Menzei (2006; 266), Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve ABD'yi kapsayan G7 gurubunda yaptığı SVAR modelinde, monopolistik rekabetçi piyasada fiyat yapışkanlığı altında, parasal şokların reel kurda ve cari işlemler üzerinde etkilerini tartışmıştır. Modelde parasal şokların cari işlemler dengesine etkileri hane halkı tüketim fonksiyonu düzeyinde alınmıştır. Tüketim fonksiyonunda net yabancı varlık talebi, ticari ve ticaret dışı (tradable-non-tradable) mal sepeti fayda fonksiyonu düzeyinde yer almaktadır. Fiyat yapışkanlığı altında karar veren tüketici için fayda seçeneklerinin, net yabancı varlık talebini etkileyen faiz oranlarına göre değiştiği gözlenmiştir. Çalışmada, parasal şokların net yabancı varlık talebini uzun vadede çok az etkilediği, döviz kuru üzerinde daha küçük etkiler yaptığı görülmüştür. Parasal şokların ardından ticari mal fiyatlarının dengeye gelmesi zaman almıştır. Lee ve Menzei'nin bulguları, parasal şokların cari işlemler bilançosuna etkilerini kısa dönemde tüketim fonksiyonu, uzun vadede reel döviz kuru üzerinde yürüdüğünü ortaya koymaktadır.

7. SONUÇ

NOEM yazınında ekonomiye farklı şoklar enjekte edilerek, şokların cari işlemler ve reel kur üzerinde olası etkileri değerlendirilmektedir. NOEM modellerinde genellikle genişletici ya da daraltıcı parasal şokların uzun vadede reel kuru, kısa vadede ise cari işlemler dinamiklerini etkilediği gözlenmiştir.

NOEM genel denge modelleri (OR ve CP), Yeni Keynezyen İktisat'ta rasyonel bekleyişler altında monopolistik piyasa koşullarında, yavaş ayarlanan mal fiyatlama sürecini, optimizasyon davranışı altında inceleyen, dinamik açık makro ekonomi modelleridir. Açık ekonomide parasal şokların uluslar arası aktarım mekanizmaları açısından geliştirilen ilk model, Mundell (1963), Fleming (1962) ve Dornbush (1976) (MFD) modeli, Obstfeld ve Rogoff'un (1995) katkılarıyla parasal şoklar ve cari işlemler dinamiklerinin tartışıldığı OR (redux) modellerine dönüşmüştür. "Cari işlemler Dinamikleri Redux" adlı çalışmada Obstfeld ve Rogoff (1995a), yeni açık makro ekonomi kapsamında uluslar arası parasal aktarım sürecini tartışmaktadır.

Obstfeld-Rogoff (2000) modelleri (OR) ile başlayan, Corsetti-Pesenti (2001; 2005a; 2005b) tarafından geliştirilen (CP) modellerinden oluşan NOEM modelleri makro ekonomide mikro kurumların inşasına ve işlevine önem vermektedir. Ekonomide tüm birimlerin optimizasyon eğiliminde olduğu, hane halkının beklenen faydayı maksimize ederken, firma ve yöneticisi için maksimum değeri artırdığı ön görülmektedir. Bu modellerin diğer bir özelliği, genel denge analizi yoluyla açık makro ekonomi yazını ve ticaret yazını arasındaki bağlantıyı kurarak, uluslar arası ekonominin tek bir çatı altında toplanmasını hedeflemiş olmasıdır. Bu noktadan hareketle, NOEM modellerinde küresel ekonomide uluslar arası parasal şoklar karşısında optimal para politikalarının etkinliği tartışılmaktadır.

Koray ve McMilan (1999), daraltıcı parasal şoklar karşısında reel kurun değerlendirilerek, J etkisi yarattığını ve etkinin altı ay sürdüğünü gözlemlemiştir. Lane (2001) ikame etkisinin gelir etkisinden büyük olması durumunda nominal bir şokun reel döviz kuru ve ticaret bilançosuna etkisinin uzun vadeli olduğunu ortaya koymuştur. Fisher ve Huh (2002) Lane'in (2001) bulgularına benzer sonuçlara ulaşmıştır. Pozitif nominal bir şokun reel döviz kuru üzerinde hem kısa hem de uzun vadede etkili olduğu gözlenmiştir. Pozitif nominal şok her ülkede reel kurun değer kaybına yol açmıştır. Lee ve Menzei (2006), kısa dönemde parasal şokların tüketim fonksiyonu yoluyla cari işlemler bilançosu üzerinde, uzun vadede reel döviz kuru üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur. Lee ve Chinn (2006) teknolojik yenilik gibi sürekli bir şokun (verimlilik şoku) kısa vadede cari işlemler dengesi üzerinde, uzun vadede reel kur üzerinde etkili olduğunu gözlemiştir.

ABD piyasalarında başlayan, ardından AB ülkeleri, Çin gibi Asya ülkeleri ile küresel ekonominin genelinde resesyondan süreçten kurtulmak amacıyla uygulanan genişleyici parasal şokların (faiz politikalarının) küresel ekonomide toplam talep üzerinden cari işlemler dengesine etkileri kaçınılmazdır. Özellikle, büyük cari açıkla yarışan, uluslararası yabancı varlık stokuyla cari açığı sürdürülebilir düzeyde tutmayı hedefleyen ülkelerde, faiz şoklarının küresel etkileri önümüzdeki onlu yıllarda ön görülmeyen sürprizler yaratabilir.

KAYNAKÇA

Bergin, P.R. (2003). "Putting the New Open Economy Macroeconomics to a Test", *Journal of International Economics* 60 (1):3-34.

Bernanke, B. S. ve Gertler, M. (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". *Journal of Economic Perspectives*, IX, 4, 27-48.

Borondo, C. (2000). "International transmission of monetary shocks with interest rate rules", Working Paper, University of Valladolid, Spain.

Bowman, D., Doyle, B. (2003). "New Keynesian, Open Economy Models and Their Implication for Monetary Policy", Board of Governors of Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers. No: 762, March.
Corsetti, G. (2007). "New Open Macro Economics" RSCAS Working Papers 2007/27, European University Institute, 07/27.

Corsetti, G., Pesenti, P. (2001). "Welfare and Macroeconomic Interdependence", Quarterly Journal of Economics, 116 (2), 421-45.

Devereux, B. (2003). "Should The Exchange Rate be a Stock Absorber", Journal of International Economics, 62, 359-377.

Devereux, M., Engel, C. (2001). "Monetary Policy in the Open Revised Exchange Rate Flexibility and Price Setting and Exchange-Rate Flexibility", Review of Economic Studies 70 (October 2003): 765-83.

ECB, 2004, European Central Bank. "The Monetary Policy of The ECB".

Faust, J. Rogers, Swanson, E. Wright, j. (2003). "Identifying The Effects of Monetary Policy Shocks on Exchange Rates Using High Frequency Data", NBER Working Paper, 9660, pp. 44.

Fisher, L.A., Huh, H.S. (2002). "Real Exchange Rates, Trade Balances and Nominal Shocks: Evidence for the G-7", Journal of International Money and Finance, 21(2002), pp. 497-518.

Ghironi, F. (2003). "Understanding Macroeconomic Interdependence: Do We Really Need to Shut Off the Current Account?", Boston College Working Papers in Economics 465,

Kim, S. (1999). "Do Monetary Policy Shocks Matter in the G-7 Countries? Using Common Identifying assumptions about monetary policy across Countries", Journal of International Economics, 48, pp.3 87-412.

Kim, S. (2001a). "International Transmission of US Monetary Policy Shocks: Evidence From VAR's", Journal of Monetary Economics, 48, pp. 339-372.

Kim, S. (2001b). "Exchange rate Stabilization In The ERM: Identifying European Monetary Policy Reactions". Journal of International Money And Finance, Economics, 48, pp. 339-372.

Koray, F., McMillan, W.D. (1999). "Monetary Shocks, The Exchange Rate, and the Trade Balance", Journal of International Money and Finance, 18, pp.925-940.

Kutner, N. K. Mosser C. P. 2002. "Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", FRBNY Economic Policy Review.

- Landry, A.E. (2005). "Expectation and Exchange Rate Dynamics A State-Dependent Pricing Approach". Job Market Paper, Boston University.
- Lee, J, Chinn, M.D., (2006). "Current Account and Exchange Rate Dynamics in the G7 Countries"., *Journal of International Money and Finance*, 25(2006), pp.257-274.
- Malik, H.; (2006), "Monetary-Exchange Rate Policy and Current Account Dynamics", *SBP-Research Bulletin*, 2(1),
- McCallum, B., Nelson, E. (2001). "Monetary Policy for an Open Economy: An Alternative Framework with Optimising Agents and Sticky Prices", *External MPC Unit Discussion*. pp. Paper No: 5, November.
- Mishkin, F. S. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", Working Paper, National Bureau of Economic Research, Working Paper, No: 5600, May, pp.9.
- Obstfeld D, M., Rogoff, K. (1995). "Exchange Rate Dynamics Redux", *The Journal of political Economy*, 103(3).
- Rajan, R. (2004). "GEM: A New International Macro Economic Model", IMF, Research Department. January.
- Rogoff, K. (2001). "The Failure of Empirical Exchange Rate Models; No Longer New, but Still True", *Economic Policy Web Essay No:1*, October.
- Rogoff, K. (2002). "Dornbusch's Overshooting Model after Twenty-Five Years: International Monetary Fund's Second Annual Research Conference Mundell-Fleming Lecture. IMF Staff Papers. Vol. 49, IMF annual research Conference, pp. 1-34.
- Rose, A.K.; (2000), " A Review of of Some of the Economic Contribution of Robert A. Mundell Winner of the 1999 Nobel Economic Prize in Economics", January 27, Haas School of Business, Berkeley, CA, USA, 94720-1900.
- Roubini, N. (1998a). "An Introduction to Open Economy Macroeconomics, Currency Crises and the Asian Crisis Part I: Basic Concepts, Currency, Capital Account and Foreign Debt Accumulation", *Stern School of Business, New York University, New York*.
- Roubini, N. (1998b). "An Introduction to Open Economy Macroeconomics, Currency Crises and the Asian Crisis Part II: International Indicators. Balance of Payments, Capital Account and Foreign Debt Accumulation, Sustainability of Current Account Deficits, Nominal and Real Exchange Rates and International Interest Parity Condition", Paper. *Stern School of Business, New York University, New York*.