

Geliş Tarihi / Received Date
02.09.2022

Kabul Tarihi / Accepted Date
26.04.2023

Küreselleşme, Enflasyon ve Para Politikasının Etkinliği *Globalization, Inflation and The Effectiveness of Monetary Policy*

Zeki AKBAKAY¹

Öz

Enflasyon oranları 1970'lerdeki yükselişinin ardından 1980'lerde düşmeye başlamış ve Covid-19 pandemisinin hız kestiği 2021 ortalarına kadar düşük düzeyde kalmaya devam etmiştir. Yaşanan bu fiyat istikrarı aynı zamanda küreselleşme olgusunun hızlandığı döneme denk gelmektedir. Ancak enflasyon oranlarındaki bu düşüşün nedenleri üzerinde bir görüş birliği yoktur. Literatürde bu dönemde gerçekleşen dezenflasyon olgusunun küreselleşmeden mi, uygulanan politikalardan mı yoksa iyi şansta mı kaynaklandığına dair tartışma devam etmektedir. İktisat teorisi, enflasyon ve para politikası aktarım mekanizmasının küreselleşmeden etkilendiğini savunur. Bu çalışmanın amacı, "küreselleşme parasal bir genişlemenin enflasyonist etkisini ve enflasyon oranlarını nasıl etkiler" sorularına cevap aramaktır. Bu amaçla 39 gelişmekte olan ülkenin 2000-2020 dönemine ait verileri dinamik panel veri yöntemleriyle analiz edilmektedir. Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) tahmincisinin sonuçlarına göre hem ticari küreselleşme hem de finansal küreselleşme bir taraftan enflasyon oranlarını düşürürken, diğer taraftan parasal bir genişlemenin enflasyonist etkisini artırmaktadır. Benzer sonuçlar küreselleşmenin farklı ölçümleri ile yapılan analizlerde de ortaya çıkmıştır. Bu sonuçlara göre küreselleşme enflasyon dinamiklerini ve para politikası aktarım mekanizmasını etkilemektedir. Bu yüzden hükümetler mal ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları minimize etmeli, merkez bankaları ise karar alma süreçlerinde enflasyon üzerinde etkili olan dış faktörleri dikkate almalıdırlar.

Anahtar kelimeler: Küreselleşme, enflasyon, para politikası, sistem GMM, gelişmekte olan ülkeler

Abstract

After rising in the 1970s, inflation rates began to decline in the 1980s and remained low until mid-2021, when the Covid-19 pandemic decelerated. This price stability also coincides with the period when the phenomenon of globalization accelerated. However, there is no consensus on the reasons for this decrease in inflation rates. In the literature, the debate continues on whether the disinflation phenomenon that occurred in this period was caused by globalization, sound policies or good luck. Economic theory argues that inflation and monetary policy transmission mechanism are affected by globalization. The aim of this study is to seek answers to the question of

¹ Doç.Dr., Bingöl Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, BİNGÖL, e-mail:zekiabbakay@gmail.com, ORCID ID: 0000-0002-6736-6483



"how does globalization affect the inflationary effect of monetary expansion and inflation rates". For this purpose, the data of 39 developing countries for the period 2000-2020 are analyzed with dynamic panel data methods. According to the results of the System Generalized Method of Moments (GMM) estimator, the increase in both trade globalization and financial globalization causes inflation rates to decrease. On the other hand, globalization increases the inflationary effect of a monetary expansion. In the study, similar results were obtained in the analyzes made with different measures of globalization. According to these results, globalization affects inflation dynamics and monetary policy transmission mechanism. Therefore, governments should minimize restrictions on goods and capital movements, while central banks should consider external factors that affect inflation in their decision-making processes.

Keywords: Globalization, inflation, monetary policy, system GMM, developing countries.

Giriş

Stagflasyon olgusunun yaşandığı 1970'lerde artan küresel enflasyon oranları 1980'lerin ortalarından itibaren, başta gelişmiş ülkelerde ve sonrasında gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda düşmeye başlamış Covid-19 pandemisinin hız kestiği 2021 ortalarına kadar düşük enflasyonun olduğu bir dönem yaşanmıştır. Fiyat istikrarında yaşanan bu olumlu gelişme için çeşitli açıklamalar yapılabilir. Bunlardan biri merkez bankalarının fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek için 1970'lerin hatalarından da dersler çıkararak uygulamış oldukları enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olmasıdır. Enflasyondaki düşüşün bir başka açıklaması ise düşük eğimli Phillips eğrisi ile gündeme gelen "küresel çıktı açığı" hipotezidir. Küreselleşmenin bir yansıması olarak ifade edilen küresel çıktı açığı hipotezine göre enflasyon yurtdışı çıktı açığından çok yurtdışı çıktı açığına daha duyarlı hale gelmekte ve böylece enflasyon oranlarının daha düşük ve istikrarlı olmasını sağlamaktadır. Küresel çıktı açığı hipotezi fiyat istikrarı amacına yönelmiş merkez bankalarının yurtdışı çıktı açığından çok yurt dışı çıktı açığını gözetmeleri gerektiğini ima etmektedir. Mevcut araştırmalar da küreselleşmenin yurtdışı enflasyonu dış talebe daha duyarlı hale getirmesinin yanında, enflasyonu düşürebileceği başka kanalların varlığına vurgu yapmaktadırlar. Düşük ithalat fiyatlarının yurt içi enflasyon üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri, yurt içi ücret artışı üzerindeki aşağı yönlü baskı ve yurt içi verimlilik artışı üzerindeki yukarı yönlü baskı bu kanallardan bazılarıdır.

Enflasyon oranlarındaki düşüş trendinin artan küreselleşme olgusuyla aynı dönemde yaşanmış olması, küreselleşmenin dezenflasyon sürecinin temel itici güçlerinden biri olup olmadığı ve buna bağlı olarak para politikasının enflasyonu kontrol etme yeteneğini zayıflatıp zayıflatmadığı konusunda bir tartışmaya da yol açmıştır. Ancak, artan küreselleşmeyle birlikte, merkez bankalarının enflasyonu ve parasal aktarımı etkileyen farklı dinamikleri değerlendirebilmesi giderek daha karmaşık hale gelmektedir. Bu bağlamda ulusal belirleyicilerden ziyade küreselleşmenin enflasyonu düşürmede önemli bir faktör olduğunu kabul edenler aynı zamanda enflasyon dinamikleri ve para politikası uygulamalarının da etkilendiğini ileri sürmektedirler (Calza, 2009:5). Küreselleşmenin enflasyon dinamiklerini etkileyen başat bir faktör olarak ortaya çıkması merkez bankalarının yurtdışı enflasyonu kontrol etme yeteneğinin de zayıflayabileceği anlamına gelmektedir (Meier, 2013:1).

Ne var ki, küresel faktörlerin bu süreçteki rolleri konusunda bir görüş birliğinin sağlandığı söylenemez. Birçok yazar (Bernanke, 2004; Mishkin, 2007; Mishkin, 2009; Dreger et al. 2016) enflasyon oranlarındaki bu düşüşte tek belirleyicinin küreselleşme değil, bunun yanında uygulanan sıkı para politikası ve merkez bankalarının fiyat istikrarına yönelik taahhütleri ve buna bağlı olarak enflasyon beklentişlerinin çapa edilmesinin de etkili olduğuna işaret etmektedirler. Bu konuda Ball (2006) argümanlarını bir adım daha öteye taşıyarak, küreselleşmenin sadece görelî fiyatları etkileyebileceğini ve uzun dönemde enflasyonu ancak para politikasının belirlediğini ileri sürmektedir. Çünkü, artan ticari açıklıkla birlikte ithal mallarının görelî fiyatları düşse de, merkez bankasının uzun dönem enflasyon hedefi sabit kaldığı müddetçe, diğer fiyatlardaki değişim ithal fiyatlarının etkisini telafi edecektir. Küreselleşme argümanını abartılı bulan bazı ekonomistler küreselleşme ile dezenflasyon olgusunun aynı dönemde gerçekleşmesi ikisi arasındaki gerçek yapısal bir ilişkiden ziyade sahte bir korelasyon olabileceğini (Mishkin, 2007; Taylor, 2008) ve küreselleşmenin enflasyon üzerindeki etkisinin ancak ılımlı bir düzeyde kaldığını vurgulamaktadırlar. Bu yüzden, Taylor (2008) para politikalarının bozulacağı endişesiyle, küreselleşmeyi dezenflasyonun temel bir açıklaması olarak görmeyi tehlikeli bulmaktadır.

Enflasyon oranlarındaki küresel düşüşün fiyat istikrarını önceleyen para politikalarının bir sonucu olduğu fikri yaygın olarak kabul edilse de, Romer (1993), Rogoff, (2003) ve Gnan ve Valderrama (2006) gibi yazarlar bunu da küreselleşmenin merkez bankalarını fiyat istikrarını sağlama konusunda daha disiplinli davranmaya zorlamasına bağlamaktadırlar. Ancak, M. Friedman'ın "*enflasyon her yerde ve her zaman parasal bir olgudur*" sözüne atıfta bulunan Mishkin (2009)'a göre küreselleşme her ne kadar kısa ve orta vadede merkez bankalarının enflasyonu kontrol etme çabalarına katkı sağlasa da, merkez bankaları bağımsız olduğu müddetçe, uzun dönemde enflasyon oranlarının para politikası tarafından belirlendiğini ileri sürmektedir. Bu açıklamalar, küreselleşmenin para politikası ile ilişkisi değerlendirilirken, küreselleşmenin enflasyon üzerindeki etkisinin geçici olup olmadığı ve para politikasının enflasyonu etkileme şeklini yapısal olarak değiştirip değiştirmediğini dikkate almanın gerekliliğine vurgu yapmaktadır.

Üçüncü bir açıklama ise fiyat istikrarının sağlanmasını ekonomiyi vuran şokların küçüklüğüne ve daha az sıklıkta yaşanmasına bağlamaktadır. Yani, küreselleşme ve politika etkinliği argümanlarını dışlayan bu yaklaşım enflasyondaki düşüşü iyi şansın bir sonucu olarak görmektedir (Stock ve Watson, 2003: 181).

Tüm bu tartışmalardan sonra, makro ekonomistler arasında "uzun vadede enflasyonun para politikasının nominal değişkeni olan nominal çapa tarafından belirlendiği" şeklinde geniş bir fikir birliği oluşsa da, kısa ve orta vadede başka faktörlerin de etkili olduğu anlaşılmaktadır. Bu yüzden enflasyonda gözlenen bir düşüşün para politikasından mı, küreselleşme gibi yapısal faktörlerden mi veya iyi şansın mı kaynaklandığını değerlendirmek zor olabilir. Bu çalışmada küreselleşmenin etkisi üzerinde durulmaktadır. Küreselleşme sürecinde mal piyasaları, para piyasaları ve emek piyasasının giderek artan entegrasyonu enflasyon oranlarını ve para politikası aktarım mekanizmalarını çeşitli kanallardan etkilemektedir. Bu çalışmada ticari küreselleşmenin ve finansal küreselleşmenin enflasyon oranları ve



özellikle para politikasının etkinliği üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu amaçla 39 gelişmekte olan² ülkenin 2000-2020 dönemindeki verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Sistem GMM yöntemiyle gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre hem ticari küreselleşme hem de finansal küreselleşme gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranlarının düşmesinde etkili olmaktadır. Bununla birlikte bulgular daha dışa açık ekonomilerde merkez bankalarınca uygulanan genişleyici para politikalarının enflasyon üzerindeki pozitif etkisinin daha güçlü olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, farklı küreselleşme ölçümleri kullanılarak oluşturulan modellerde elde edilen bulgularla da desteklenmektedir.

Ekonomik Küreselleşme

Küreselleşme 1980'lerden itibaren artmaya başlayan ve tüm ülkeleri sosyal, politik ve ekonomik yönleriyle etkileyen bir olgudur. Literatürde küreselleşmenin mal, hizmet, emek ve sermaye piyasalarının entegrasyonu şeklinde ortak bir tanımı yapılmaktadır. Dreher (2006), küreselleşmeyi Clark (2000) ve Norris (2000)'e dayandırarak tanımlamaktadır. Buna göre küreselleşme, mal ve hizmetlerin, sermayenin, emeğin, bilginin ve fikirlerin ulusal sınırları aştığı, karşılıklı bağımlılık ilişkilerinin üretildiği ve buna bağlı olarak ekonomilerin ve toplumların daha fazla bütünleşmesine yol açtığı bir olgudur. Küreselleşmenin önemli bir boyutunu temsil eden ekonomik küreselleşme malların, sermayenin ve hizmetlerin ülkeler arasındaki serbest dolaşımını ifade etmektedir. Bu bağlamda ekonomik küreselleşme; ticari küreselleşme ve finansal küreselleşme olmak üzere ikili bir ayrıma tabi tutulmaktadır.

Gygli et al. (2019) tarafından oluşturulan KOF küreselleşme endeksinde ticari küreselleşme iki boyutlu bir olgu olarak ele alınmaktadır. Bunlardan biri mal ve hizmetlerin ithalat ve ihracat toplamının GSYH içindeki payı olarak ölçülen *de facto* ticari küreselleşmedir. Bir diğeri ise dış ticarete kullanılan tarife ve tarife dışı engellerin yoğunluğu ile uluslararası ticaret üzerinden alınan vergilerin toplam gelir içindeki payları şeklinde ölçülen *de jure* ticari küreselleşmedir.

Ekonomik küreselleşmenin diğeri bir bileşeni finansal küreselleşmedir. Küreselleşmenin bu yönü, faiz oranlarının ve varlık fiyatlarının davranışını etkilediği için para politikasıyla ilgilidir (Ball, 2006: 3). Sermayenin ülkeler arasındaki serbest dolaşımını ve sermaye akımlarındaki artış olarak ifade edilebilen finansal küreselleşme de çeşitli şekillerde ölçülebilmektedir. Gygli et al (2019) ticari küreselleşmede olduğu gibi finansal küreselleşmeyi *de facto* ve *de jure* finansal küreselleşme olarak ayırmaktadırlar. Buna göre *de facto* finansal küreselleşme sermaye akımları ve yabancı varlık ve borç stokları ile ölçülen bir olgudur. Diğeri taraftan uluslararası yatırımların önündeki yasal engellerin kaldırması ve sermaye hesabının liberizasyonu *de jure* finansal küreselleşmenin bir ölçüsü olarak ifade edilmektedir. Ancak Chinn ve Ito (2007) sermaye hareketleri üzerindeki *de jure* ve *de facto* kısıtlamalar arasında bir ayırım yapmanın mümkün olmadığını ve finansal küreselleşmenin sermaye işlemleri üzerindeki *de facto*

²Arnavutluk, Cezayir, Ermenistan, Bangladeş, Belarus, Brezilya, Bulgaristan, Şili, Çin, Kolombiya, Kosta Rika, Hırvatistan, Dominik Cumhuriyeti, Mısır, Fiji, Gürcistan, Guatemala, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Malezya, Mali, Meksika, Moldova, Fas, Nijerya, Kuzey Makedonya, Pakistan, Paraguay, Peru, Filipinler, Polonya, Romanya, Rusya, Sırbistan, Güney Afrika, Tayland, Türkiye, Ukrayna

kısıtlamalar olarak anlaşılması gerektiğini ileri sürmektedir. Lane ve Milesi-Ferretti (2018) ise finansal küreselleşmeyi yabancı varlık ve yükümlülüklerin GSYH'daki payı olarak ölçmektedir.

Tarihsel süreçleri incelendiğinde finansal ve ticari küreselleşmenin aynı dönemde yaşanan olgular olduğu görülmektedir. Finansal olarak bütünleşmiş ekonomiler aynı dönemde mal ve hizmet hareketlerinin önündeki kısıtlamaları da kaldırarak uluslararası piyasalara entegre olmuşlardır (Kose at al. 2006: 7). Malların, hizmetlerin ve sermayenin önündeki engellerin eşzamanlı olarak kaldırılmasının arkasındaki temel ekonomik mantık; genişleyen ticaretin hem uzun vadede hem de kısa vadede güvenilir, yeterli ve verimli bir finansman gerektirmesidir. Bu süreçte yerel ve uluslararası düzeyde etkin olan bir bankacılık sistemi sağladığı finansal hizmetler sayesinde uluslararası mal ve hizmet ticaretinin genişlemesinde anahtar bir rol oynamaktadır (Auboin 2004: 1)

Küreselleşme ve Enflasyon

Küreselleşme birçok boyutuyla varlığını sürdürmeye devam etse de, mal ve hizmet piyasalarının küreselleşmesi, emeğin küreselleşmesi ve sermayenin küreselleşmesi enflasyon dinamikleri ve para politikasının etkinliği ile daha yakın ilişkisi olan küreselleşme tipleridir. Ulusal piyasaların entegrasyonu arttıkça piyasalar daha rekabetçi olurken aktörlerin piyasa gücü de zayıflar. Özellikle fiyatlar ve ücretler yurtiçi ekonomik koşullar yanında yurt dışı koşullara da bağımlı olurlar.

Mal ve hizmet piyasalarının entegrasyonu veya ticari küreselleşme yurtiçi enflasyonu özellikle ithal mal ve hizmet fiyatları üzerinden etkiler. İthalat fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkisi çeşitli kanallarla gerçekleşebilir. Öncelikle düşük üretim maliyetlerinin olduğu ülkelerden gelen düşük fiyatlı ithalat malları ya doğrudan tüketici sepetine girerek ya da ithal ara malları yoluyla yurtiçi üretim maliyetlerini düşürerek daha düşük enflasyona yol açabilirler. Bu etkinin büyüklüğü ithalatın tüketim içindeki payına bağlıdır. Ülkeler uluslararası ticarete daha açık hale geldikçe ithalat payının genel olarak artacağı beklenen bir sonuçtur. İthalatın enflasyon üzerindeki bu doğrudan etkilerinin yanında dolaylı veya ikincil etkileri de (second-round effect) oluşabilir. Bu bağlamda düşük ithalat fiyatlarına bağlı olarak ücretlerin satın alma gücünün artması bir taraftan emek arzını artırırken diğer taraftan ücret artış taleplerini ve böylece üretim maliyetlerini azaltır (Yellen, 2006: 2). Pozitif bir arz şoku olarak kabul edilen bu etki (Bean, 2006) sonuçta enflasyon oranlarının da düşmesine yol açar. Küreselleşmenin enflasyon üzerindeki dolaylı etkisi aynı zamanda talep ikamesi yoluyla da gerçekleşebilir. İthal mal ve hizmetlerin yerli mallara göre ucuzlaması talebin yerli mallardan ithal mallarına kaymasına yol açar. *Harcama değiştirici etki* (expenditure swiching effect) olarak ifade edilen bu olgu yurtiçi rakip mallara olan talebin azalmasına ve böylece enflasyon oranlarının düşmesine neden olacaktır. Ancak, harcama değiştirici etkinin gücü ithal malların yerli mallarla ikame edilebilirliğine bağlı olarak değişir (Fiedler et al. 2016: 63).

Ticari küreselleşmenin enflasyon dinamikleri üzerindeki etkisi *rekabet kanalı* üzerinden de gerçekleşebilmektedir. Mal piyasalarında artan küresel rekabet öncelikle yerel firmaların kar marjlarını düşürme yönünde baskı oluşturur. Diğer taraftan ithal mallarının fiyatları yükseldiğinde, oluşan rekabet ortamı firmaları artan maliyetlerinin tamamını fiyatlara yansıtılmaktan alıkoymak bir anlamda döviz kuru geçiş etkisini azaltabilir (Taylor, 2008:260). Bununla birlikte küresel rekabetin teşvik ettiği



yenilikler, üretkenliği ve verimliliği artırarak toplam arzın artmasına ve ortalama üretim maliyetlerinin düşmesine katkı sağlayabilir (Kohn, 2006). Ticaret, ülkelerin karşılaştırmalı üstünlüğe sahip oldukları alanlarda uzmanlaşmalarını sağladığından, ülkelerin görece verimsiz olduğu sektörlerin küçülmesine, karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu sektörlerin ise genişlemesine ve böylece verimlilik artışına yol açabilir. Verimlilikteki artış firmalara maliyetleri daha yüksek fiyatlar şeklinde yansıtmadan daha yüksek reel ücretler ödemesine olanak sağlar (Wynne ve Kersting, 2007: 9). Firmaların kar marjları ve üretim maliyetlerindeki bu düşüşler sonuçta fiyatların da düşmesi yönünde bir baskı oluşturur.

Emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar da küresel enflasyon oranlarının önemli belirleyicileri arasında yer almaktadır. Artan küreselleşme mal piyasasında fiyatlar üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluştururken emtia fiyatları üzerinde yukarı yönlü bir baskıya neden olabilir. Yellen (2006: 5)'nın sırasıyla *tailwind* ve *headwind* olarak ifade ettiği küreselleşmenin bu iki etkisi bir şekilde birbirini dengeleyebilir. Özellikle Çin ve Hindistan gibi yükselen piyasa ekonomilerinin küresel piyasalara entegre olmasıyla birlikte bu ülkelerde gerçekleşen güçlü ekonomik büyüme başta enerji olmak üzere emtialara yönelik küresel talebi artırarak fiyatlarının artmasına yol açmaktadır (Miles et al, 2017, Baffes, 2018). Bu yönüyle emtia fiyatları yükselen piyasalardan gelen deflasyonist etkilerin hafiflemesine yol açabilir. (Bernanke, 2007; Hartwell, 2016). Bu yüzden Ball (2006: 10) Çin ve diğer düşük ücretli ekonomilerden gelen ithalatın enflasyon üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını ileri sürmektedir.

Emek piyasasının entegrasyonu yurtiçi enflasyon oranları üzerinde önemli etkileri olan bir başka küreselleşme şeklidir. Mal piyasasında yaşanan küresel rekabetin fiyatlar üzerindeki etkisinde olduğu gibi emek piyasasında yaşanan küresel rekabet enflasyon üzerinde etkili olabilmektedir. Özellikle tedarik zincirinin daha sık kullanılması, üretim süreçlerinin daha düşük maliyetli ülkelere kaydırılmasının kolaylaşması, uluslararası emek hareketliliğini kısıtlayan engellerin azalması ve artan göçlerle birlikte entegre olan işgücü piyasası ücret rekabeti yoluyla enflasyon dinamiklerini etkilemektedir. Yarattığı iş kaybı kaygısından dolayı sendikaların pazarlık gücünü zayıflatan bu gelişme ücretlerin ancak sınırlı oranlarda artmasına neden olur. Ücretlerdeki bu tür sınırlı artışlar sonuçta üretim maliyetlerinin de sınırlı miktarda artışına ve böylece enflasyon oranlarının düşük düzeyde kalmasına yol açabilmektedir. Özellikle yükselen piyasa ekonomilerindeki firmaların küresel üretim zincirine katılması küresel emek piyasasının enflasyon dinamikleri üzerindeki bu etkisini güçlendirmektedir. Ancak, küresel işgücü arzındaki artış, vasıfsız işgücünün vasıflı işgücüne oranını artırdığı için, ücretlerdeki düşüş daha çok vasıfsız işgücünde yaşanmaktadır (Moutot ve Vitale, 2009: 8). Bununla birlikte, küreselleşme niteliksiz işgücü için daha güvensiz bir ortam oluşturmuş olsa da, teknolojik değişimle birleşen küreselleşme aynı zamanda vasıflı işgücünün pazarlık gücünü de artırmaktadır (Yellen, 2006: 2).

Hem mal hem de emek piyasasında yaşanan küresel rekabet özellikle ticarete konu olan mallar sektöründe enflasyon üzerinde oldukça etkin bir rol oynamaktadır. Ancak ekonominin farklı sektörleri arasındaki ücret bağımlılıklarından dolayı, ticarete konu mallardaki fiyat gelişmeleri nihayetinde ticareti yapılmayan mallara da yayılacaktır (Dreger et al, 2016: 45).

Küreselleşmenin bir başka boyutu olan ve finansal küreselleşme olarak ifade edilebilen sermaye piyasalarının entegrasyonu da enflasyon oranları üzerinde etkili olabilmektedir. Sermaye akımlarının önündeki engellerin ortadan kalkmasıyla birlikte ülkelerin daha ucuz sermayeye ulaşabilecekleri bir küresel sermaye piyasasının oluşması üretim maliyetlerini azalmasına ve böylece yurtiçi enflasyonun düşmesine neden olmaktadır. Köse et al. (2006)'e göre finansal küreselleşmeyle birlikte artan yabancı yatırımlar bir taraftan finansal derinleşme ve kurumsal kaliteyi artırırken, diğer taraftan düşük bütçe açıkları ve düşük enflasyon oranları şeklinde makroekonomik performansı artırdığını ileri sürmektedirler. Kose et al. (2006) ticari işlemlere göre küresel finansal işlemlerin artan ağırlığı döviz kuru ve faiz oranı dinamiklerinin belirlenmesindeki rolünü de giderek artırdığına vurgu yapmaktadır.

Küreselleşme ve Para Politikasının Etkinliği

Küreselleşme ve Phillips Eğrisi

Ülkeler küresel ekonomiye entegre oldukça finansal koşulları, fiyatları ve ekonomik aktiviteleri de dış şoklardan o derecede etkilenir. Daha karmaşık gelişmelere yanıt vermek zorunda kalan politika yapıcılar ekonominin geleceğini tahmin etmede büyük zorluklarla karşılaşabilirler. Mal, emek ve sermaye piyasalarının küreselleşmesi sadece enflasyon oranlarını değil aynı zamanda para politikası aktarım mekanizması ve buna bağlı olarak da para politikasının etkinliğini de önemli ölçüde etkiler. Bu bağlamda Mishkin (2009: 191) küreselleşmeyle birlikte merkez bankalarının karşı karşıya kaldığı dört konuya dikkati çekmektedir: (i) Küreselleşme enflasyonun yurtiçi çıktı açıklarına ve dolayısıyla yurtiçi para politikasına olan duyarlılığının azalmasına neden olur mu? (ii) Yurtdışı çıktı açıkları, para politikasının fiyat istikrarı amacına zarar verecek kadar önemli bir role sahip mi? (iii) Küreselleşme sürecinde yurt içi para politikası faiz oranları üzerinden enflasyon ve çıktıda istikrarı sağlayabilir mi? (iv) küreselleşmenin enflasyon ve faiz oranları üzerindeki olası etkilerinin yanı sıra, başka para politikası aktarım mekanizmaları var mı? Para politikasının etkinliği ve enflasyonu kontrol edebilme kabiliyeti ise Phillips eğrisinin eğimi üzerinden tartışılmaktadır.

Bekleyişlerin dahil edildiği Phillips eğrisi denklemi aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$p_t = p_t^e + \beta(y_t - y_t^*) + \varepsilon_t \quad (1)$$

Phillips eğrisi modeline göre fiili enflasyonun (p_t) belirleyicileri enflasyon beklentileri (p_t^e) ve yurtiçi çıktı açıklığıdır ($y_t - y_t^*$). Burada y_t fiili büyümeyi, y_t^* ise potansiyel büyümeyi göstermektedir.

Phillips eğrisi enflasyon ile işsizlik arasındaki ilişki bağlamında ifade edildiğinde çıktı açığı ile işsizlik açığı arasındaki negatif ilişkiyi gösteren Okun yasasından faydalanılmaktadır. Okun yasası şu şekilde yazılabilir:

$$y_t - y_t^* = -\alpha(u_t - u_t^*) \quad (2)$$

Okun yasasını gösteren (2) no'lu denklem (1) no'lu denklemde yerine konulduğunda, standart Phillips eğrisi şu şekilde yazılabilir.

$$p_t = p_t^e - \gamma(u_t - u_t^*) + \varepsilon_t, \quad \gamma = \alpha\beta \quad (3)$$



Burada u^* doğal işsizlik oranı, u ise fiili işsizlik oranını göstermektedir. Buna göre işsizlik ile enflasyon arasında negatif bir ilişki vardır.

Çıktı açığı katsayısı β 'ın küçülmesi Phillips eğrisinin eğiminin azaldığını göstermektedir. Daha yatık bir Phillips eğrisi yurtiçi çıktı açığı ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıfladığını ve enflasyonun küresel çıktı açığına daha duyarlı hale geldiğini ifade eder. Zira yurt içinde üretilen veya tüketilen birçok malın fiyatı yurtdışı arz ve talep faktörleri tarafından belirlendiğinden enflasyon yurtiçi çıktı dalgalanmalarına karşı daha az duyarlı hale gelmektedir. Bu olgunun özellikle dış ticarete dengesizliklere yol açan finansal entegrasyon etkisiyle daha da pekiştiğine vurgu yapılmaktadır (Helbling vd., 2006: 104). Diğer taraftan, talebin yurt dışına yönelmiş olması yurtiçi fiyatlar üzerindeki baskının hafiflemesine yol açar. Bu anlamda küreselleşme artan yurtiçi talep karşısında arz darboğazlarının yaşanma olasılığını azaltabilir. Ancak, enflasyon üzerinde yurtdışı çıktı açığının artan öneminden dolayı birçok yazar, merkez bankasının manevra alanının daraldığını ve böylece enflasyon üzerindeki kontrolünü kaybettiğini ileri sürmektedirler.

Phillips eğrisinde ortaya konulan enflasyon ile işsizlik arasındaki negatif ilişkinin gücü fiyat ve ücret katılıklarına bağlıdır. Fiyat ve ücretlerin tam esnek olması durumunda Phillips eğrisi dikey bir doğru olur. Bu işsizlik oranları üzerinde parasal koşulların değil sadece arz koşullarının etkili olabileceğini gösterir. Dreger et al, (2016)'e göre fiyat ve ücret esnekliklerini değiştiren küreselleşme bu anlamda para politikasının yürütülmesinde oldukça etkin bir role sahiptir. Ancak küreselleşmenin fiyat ve ücret esnekliklerini nasıl değiştirdiği konusunda önemli görüş ayrılıklarının olduğu görülmektedir. Bazı ekonomistlere göre açıklığın daha dik bir Phillips eğrisine yol açtığı ve dolayısıyla açıklık arttıkça sürpriz bir parasal genişlemenin *enflasyon maliyeti* artarken *çıktı kazanımları* azalır (Romer, 1993: 799; Cooke, 2010: 268). Romer (1993)'e göre bunun nedenlerinden biri açık bir ekonomide parasal genişlemeyle birlikte gerçekleşen reel değer kaybının maliyetleri artırması, bir diğeri ise açık ekonomilerde merkez bankalarının amaç fonksiyonunda çıktı istikrarına verdiği ağırlığın görece daha küçük olmasıdır. Dolayısıyla açık ekonomilerde parasal bir genişlemenin enflasyon üzerindeki etkisi görece daha büyük olur. Rogof (2003, 2006) ise Phillips eğrisinin eğimindeki artışın yükselen piyasalardan gelen rekabete bağlı olarak artan fiyat ve ücret esnekliklerinden kaynaklandığını ileri sürmektedir. Karras (1999)'e göre açık ekonomilerde ulusal paradaki değer kayıplarının tetiklediği ücret artışlarının neden olduğu daha dik Phillips eğrisi koşullarında parasal bir genişlemenin fiyatlar üzerindeki etkisi daha büyük olacaktır. Ancak, Phillips eğrisinin bu şekilde dikleşerek işsizlikle enflasyon arasındaki trade-off'u keskinleştirmesinden dolayı merkez bankaları aşırı genişleyici bir para politikası izlemeye daha az eğilimli olurlar (Rogof, 2006: 269). Bir başka ifadeyle merkez bankasının parasal bir genişleme üzerinden çıktıyı artırabilme kabiliyeti azalır. Bu durumda politika yapıcılar enflasyon oranlarındaki değişimin işsizlik üzerindeki etkisinin marjinal olacağından hareketle daha düşük bir enflasyon oranını taahhüt edebilirler. Ancak Lane (1997) politika yapıcıların parasal genişleme konusunda daha ihtiyati davranmalarının ancak para politikasının ticaret hadlerini etkileyebileceği büyük ülkeler için geçerli olduğunu savunmaktadır. Küreselleşmenin Phillips eğrisinin eğimini artırdığı şeklindeki yaklaşımların tersine son dönemde yapılan çalışmaların önemli bir kısmı

Phillips eğrisinin giderek daha yatık hale geldiğine vurgu yapmaktadırlar. Borio ve Filardo (2007) ve Helbling et al. (2006) emek piyasasında oluşan küresel rekabetin ücretleri baskılaması, ücretlerin ve fiyatların yurtiçi talebe olan duyarlılıklarını azaltarak Phillips eğrisinin yatıklaşmasına yol açtığını ileri sürmektedir. Enflasyon-ışsızlık trade-off'unda bir iyileşmeye işaret eden bu durum parasal bir genişlemenin enflasyonist etkilerinin marjinal olacağını göstermektedir. Enflasyondaki yüzde değişim karşısında çıktıdaki yüzde değişimin daha büyük olduğu, diğer bir ifadeyle *fedakarlık* oranının yüksek olduğu bu durumda merkez bankası enflasyonu kontrol etme yeteneğinin bir kısmını kaybetmektedir.

Bazı yazarlara göre küreselleşme Phillips eğrisindeki yatıklaşmanın doğru bir açıklaması olamaz. Bunun yerine, Phillips eğrisinin yatıklaşması 1980'lerden sonra fiyat istikrarını esas alan para politikası uygulamalarına bağlanmaktadır. Özellikle uygulanan enflasyon hedeflemesiyle merkez bankalarının enflasyon bekleyişlerinin çapa edinmesinde elde ettikleri kredibilitenin bunda önemli rolü olduğu vurgulanmaktadır (Ball, 2006: 8). Bu bağlamda Mishkin (2007) merkez bankalarının güçlü bir nominal çapa oluşturmaya odaklanmaları ve enflasyonu kontrol etmede daha agresif davranmalarından dolayı çıktıdaki artışın beklenen enflasyonda bir artışa yol açmayacağını ileri sürmektedir. Çünkü ekonomik aktörler merkez bankasının ekonomiyi aşırı derecede ısınmaması hususunda gerekli adımları atacağı beklentisi içindedirler ve bu yüzden daha yüksek ücret veya fiyat talebinde bulunmazlar.

Normal zamanlarda, para politikası kısa vadeli faiz oranları üzerinden uzun vadeli faiz oranları, kredi arzı ve döviz kuru gibi finansal koşulları değiştirerek ekonomik aktiviteleri ve böylece fiyatları etkilemeye çalışır. Bunlardan en öne çıkanı yatırım maliyetini ve zamanlar arası tüketim dengesini etkileyen uzun dönem faiz oranlarıdır. Merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrolü devam ettikçe, uzun dönem faiz oranlarını etkileyebilme kabiliyeti de devam eder (Kamin, 2010: 17). Ancak finansal piyasaların ulusal sınırları aşarak küreselleşmesi bu piyasaları dünyanın herhangi bir yerindeki ekonomik ve politik gelişmelere oldukça duyarlı hale getirmiştir (Bernanke, 2007:4). Bu yüzden küreselleşme kısa vadeli faiz oranları politikasını belirsiz hale getirebilir ve böylece merkez bankasının beklentileri etkileme kabiliyetini zayıflatır. Bu bağlamda üzerinde durulması gereken nokta, bu gelişmelerin merkez bankasının finansal koşullar üzerindeki etkisini azaltıp azaltmadığı ve böylece para politikasını etkisizleştirip etkisizleştirmedir. Woodford (2007)'e göre eğer kısa dönem faiz oranları küresel likiditenin bir fonksiyonu olmuşsa, uzun dönem faiz oranları küresel tasarruf-yatırım dengesinin bir fonksiyonu olmuşsa veya enflasyon küresel çıktı açığının bir fonksiyonu olmuşsa, para politikasının enflasyonu kontrol edebilme yeteneği zayıflayabilir. Woodford (2007)'nin işaret ettiği üç olası koşul para politikası aktarım mekanizmasında yer alan LM, IS ve AS eğrileri üzerinde yurtiçi faktörlerin fazla etkili olmadığı anlamına gelmektedir. Görece yatık bir Phillips eğrisine neden olan bu durum enflasyonun yerel faktörlerden çok küresel faktörlerden etkilendiğine işaret etmektedir. Kapalı bir ekonomide para arzında monopol konumda olan merkez bankası, kısa dönem faiz oranlarını da kontrol edebilme gücünü elinde bulundurur. Ancak Woodford (2007)'nin ortaya koyduğu olası aktarım mekanizmalarına göre küreselleşmiş bir dünyada faiz oranları ulusal merkez bankalarından ziyade küresel likidite tarafından belirlendiğinden ulusal merkez bankaları elindeki tek enstrüman olan faiz oranlarını kullanarak LM eğrisini kaydırması zorlaşır. Kısa dönem faiz oranlarının merkez bankasının kontrolünden çıkması durumunda merkez bankası uzun dönem faiz oranlarının da



kontrolünü kaybeder. IS eğrisinin yatay olduğu bu durum para politikasının yurtiçi harcamalar veya enflasyon üzerindeki etkisinin ortadan kalktığı anlamına gelebilir. Üçüncü olasılık olarak, enflasyon yurtiçi çıktı açığına bağlı olmaktan çıkıp daha çok küresel çıktıya bağımlı hale gelebilir. AS eğrisinin yatay olmasına neden olan bu durumda para politikası yurtiçi talebi kontrol etse bile enflasyon üzerindeki kontrolünü kaybedebilir.

Prensip olarak, sermaye piyasasının entegrasyonundan dolayı uzun dönem faiz oranlarının küresel düzeydeki tasarruf-yatırım dengesine bağlanması para politikasının uzun dönem faiz oranları üzerindeki kontrolünü kaybetmesine yol açsa da, Woodford (2007)'a göre bunun enflasyon üzerindeki kontrolünün de tamamen kaybolacağı anlamına gelmemektedir. Yazarın ortaya koyduğu açık ekonomi modeline göre ne finansal entegrasyon ne de küresel çıktı açığının merkez bankasının enflasyonu kontrol edebilme kabiliyetini zayıflatması pek olası değildir. Benzer şekilde Mishkin (2009) küreselleşmenin hem enflasyon davranışları üzerinde hem de para politikasının ekonomiyi etkileme kabiliyeti üzerinde çok önemli bir etkisinin olmadığını ifade etmektedir. Çünkü, yazara göre küreselleşme para politikası aktarım mekanizmasını Phillips eğrisi tipindeki bir mekanizma üzerinden gerçekleştirmez. Bu bağlamda enflasyonun yurtdışı çıktı açığı yoluyla değil, bir başka küresel faktör olan ithal fiyatları mekanizmayla belirlenmektedir.

Finansal küreselleşme bir taraftan faiz oranları kanalının rolünü azaltırken, döviz kuru kanalının rolünü artırmaktadır (Bean, 2006: 309; Yellen, 2006; Mishkin 2009: 193; Georgiadis ve Mehl, 2016: 1). Yurtiçi ve yurtdışı varlıklara olan talebin faiz oranları arasındaki farka daha fazla duyarlı hale gelmesi merkez bankalarının döviz kuru kanalını etkin bir şekilde kullanmalarına olanak sağlar. Ancak döviz kuru kanalının etkinliği ithalat payına (Forbes, 2019) ve döviz kuru geçiş etkisine bağlıdır. İthalatın GSYH'daki payı ne kadar büyük ve döviz kuru geçiş etkisi ne kadar güçlü olursa merkez bankasının döviz kuru kanalı üzerinden enflasyonu kontrol edebilme yeteneği de o kadar artar. Bununla birlikte Bernanke (2007) ve Kamin (2010) merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını küresel koşullardan bağımsız olarak belirleyebilme yeteneğini serbest dalgalanan kur rejimine bağlamaktadır. Ulusal paranın başka bir paraya sabitlenmesi durumunda merkez bankası politika faizini küresel sermaye piyasalarındaki oranlarla uyumlu bir seviyede belirlemek zorunda kalacaktır.

Küreselleşmenin Disiplin Etkisi

Küreselleşme ile enflasyon arasındaki ilişki bazı yazarlar tarafından küreselleşmenin para politikasını disipline edip etmemesi bağlamında ele alınmaktadır. Ancak literatürde bu konu üzerinde bir görüş birliğinin sağlanmadığı görülmektedir. Bir kısım yazarlar küreselleşme politika yapıcıların basiretsiz politikalar uygulamaya dönük eğilimlerini bastırarak *disiplin etkisi* yarattığı ve böylece fiyat istikrarının sürdürülmesine katkı yaptığını ileri sürmektedirler (Romer 1993: 874; Tytell ve Wei, 2004: 8; Gupta, 2007:1). Örneğin Romer (1993) genişleyici bir para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin ekonomilerin açıklık derecesine bağlı olarak değiştiğini ifade etmektedir. Açıklık derecesi arttıkça parasal bir genişlemenin yol açtığı reel değer kaybı ve buna bağlı olarak da enflasyon artar. Daha dik bir Phillips eğrisini ifade eden bu durumdan hareketle Romer (1993) açıklık ile enflasyon arasındaki ilişkiyi

açıklığın politika yapıcılarının genişlemeci politikalar izleme eğilimleri üzerindeki etkisi bağlamında açıklamaktadır. Romer (1993) parasal genişlemenin açıklık derecesinde enflasyon üzerinde artan etkisinden dolayı açıklık parasal otoritelerin genişleme eğilimlerini azaltarak bir anlamda küreselleşmenin para politikasını disipline ettiğini ve bu yüzden enflasyonun açık ekonomilerde daha düşük olduğunu ileri sürmektedir. Gupta (2008)'e göre finansal açıklık enflasyonu paranın talep esnekliği kanalı üzerinden etkilemektedir. Buna göre dövize erişimin kolaylaşması para talebinin esnekliğini artırarak parasal otoritelerin rezerv kayıplarına karşı daha savunmasız olmasına neden olabilir. Rezerv kayıpları ve böylece ulusal paradaki değer kaybını göz önünde bulunduran parasal otoriteler parasal genişlemeye daha az meyilli olurlar. Gerba ve Macchiarelli (2016) ise parasal disiplin argümanının temelinde küreselleşmenin enflasyon beklentilerini şekillendirmedeki rolüne vurgu yapmaktadır. Yazarlara göre bu birkaç kanal üzerinden gerçekleşebilmektedir. Öncelikle ekonomik ajanlar küreselleşmenin bir sonucu olarak para otoritelerinin fiyat istikrarı hedefine bağlı olduklarını ve bunun da gelecekteki enflasyon üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratacağının farkındadırlar. Diğer taraftan küreselleşmeyi fiyatlar ve ücretler üzerinde aşağı yönlü bir baskı olarak anlayan ekonomik birimler bunları hesaba katarak beklentilerini daha da düşürecektir. Enflasyon beklentilerindeki bu düşüş karşısında merkez bankası parasal disiplini sürdürmek suretiyle fiyat istikrarının devamını sağlamaya ve merkez bankasına olan güveni artırmaya çalışır.

Tersine, bazı yazarlar küreselleşmenin para politikasının disiplinini bozabileceğine vurgu yapmaktadır. Uluslararası sermaye piyasalarındaki davranışa gerçeklerle ilgisi olmayan ruh halinin hakim olmasından dolayı Rodrik (2001) disiplin argümanını samimiyetsiz bulmakta ve reddetmektedir. Yazarların bir kısmı ise küreselleşmenin disiplin bozucu etkisini özellikle Phillips eğrisinin eğimi bağlamında ele almaktadırlar. Buna göre, küreselleşme sürecinde enflasyon-işsizlik trade-off'undaki bir iyileşmeye bağlı olarak Phillips eğrisinin yatıklaşması para politikasının disiplinini bozarak beklenenden daha fazla enflasyonist etkiler oluşturabilir (Woodford, 2007: 1). Merkez bankalarının bu şekilde enflasyonist eğilimler içinde olması, politika yapıcılarının parasal bir genişlemenin enflasyon üzerinde sadece marjinal etkiler yapabileceğine dair bir inanca sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan, enflasyonun yurtdışı işsizlik oranlarına duyarlılığının azalması (yatık Phillips eğrisi) ortaya çıkan enflasyonist baskının belirginleşmesini geciktirip fark edilmesini zorlaştırabilir. Bunun merkez bankalarında yaratmış olduğu rahavet, var olan enflasyonist baskıların birikmesine yol açabilir. Dreger et al. (2016)'ya göre bu yaklaşım sonuçta merkez bankalarını enflasyonu kontrol edebilme yeteneklerini kaybetmeleriyle sonuçlanabilen daha güvercin bir parasal duruş benimsemelerine neden olur. Enflasyonun işsizlik oranlarındaki değişimlere çok duyarlı olmadığından hareketle yürütülen bu mantık istenmeyen sonuçlar doğurabilir. Bu bağlamda parasal bir genişleme enflasyonu kısa vadede hedefinden çok fazla sapmasına yol açmasa da, bir kez yükselip kabul edilemez bir noktaya geldikten sonra enflasyonu frenlemek için daha büyük faiz artışları gerekebilir. Böylece fiyat istikrarını sağlamanın maliyeti olan *fedakarlık oranı* da aynı anda yükselir (Yellen, 2006: 6; Bean 2006: 309; Mishkin, 2007: 9). Dolayısıyla yatık bir Phillips eğrisi koşulları bir taraftan politika hatalarının işlenmesini kolaylaştırırken diğer taraftan bu hataların onarımını daha maliyetli hale getirerek merkez bankalarının işini zorlaştırabilir.



Ampirik Literatür

Literatürde, açıklık ile enflasyon arasındaki ilişkiye yönelik yapılan çalışmalarda ortak bir görüşün oluşmadığı görülmektedir. Bu konudaki öncü çalışmalardan biri olarak kabul edilen Romer (1993)'ün çalışmasında ortaya çıkan sonuçlara göre açıklık ile enflasyon arasında negatif bir ilişki vardır. Yazarın 114 ülkeyi kapsayan bu çalışmasında açıklık arttıkça enflasyon oranının azaldığı görülmektedir. Romer(1993)'e göre parasal bir genişlemenin yarattığı reel değer kaybının açık ekonomilerde daha büyük olmasından dolayı açıklık düzeyi yüksek olan ekonomiler parasal genişlemeye daha mesafeli durmakta ve böylece enflasyon oranları daha düşük düzeylerde gerçekleşmektedir. Ancak çalışmada gelişmiş ülkelerde enflasyon ile açıklık arasında bir ilişkinin olmadığı ve bunun da bu tür ülkelerin *dinamik zaman tutarsızlığı problemini* çözmelerinden kaynaklanmış olabileceği vurgulanmaktadır. Grilli ve Milesi-Ferretti (1995)'nin 61 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeden oluşan panel veri çalışmasında elde edilen sonuçlara göre sermaye kontrolleri enflasyonu ve senyoroj gelirlerini artırırken faiz oranlarını düşürmektedir. Karras (1999), 38 ülkenin 1953-1990 dönemindeki yıllık verilerinden yararlanarak ekonomik açıklık ile para politikasının etkinliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada ortaya çıkan sonuçlar ekonomilerin açıklık derecesi arttıkça parasal bir genişlemenin çıktı üzerindeki etkisinin azaldığı, enflasyon üzerindeki etkisinin ise arttığını göstermektedir. Karras (1999)'a göre açıklık ile para politikasının enflasyonist etkinliği arasındaki bu pozitif (çıktı üzerindeki negatif etkisi) ilişkinin temelinde reel değer kaybının açık ekonomilerde daha çok olması yatmaktadır. Benzer sonuçlar Karras (2001)'in çalışmasında da ortaya çıkmıştır. Gruben ve McLeod (2002)'un yaptıkları 100 ülkeyi aşan panel çalışmasında finansal açıklık ile düşük enflasyon arasında oldukça güçlü bir ilişkinin olduğunu ve bunun 1990'larda daha da güçlendiğini ortaya koymaktadırlar. Berument ve Doğan (2003) Türkiye ekonomisine ait 1987-2001 dönemi çeyrek verilerini kullanarak açıklığın çıktı ve enflasyon üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre parasal bir genişlemenin çıktı üzerindeki etkisi azalmaktadır. Diğer taraftan ekonominin dışa açıklık derecesi arttıkça enflasyon da azalmaktadır. Helbling et al. (2006)'nin çalışmasında ortaya çıkan bulgular, 1960-2004 dönemi boyunca Avustralya ile birlikte G-7 ülkelerinde enflasyonun yurtiçi çıktı açığına duyarlılığının özellikle ticari açıklıktan dolayı azaldığını ortaya koymaktadır. Çalışmanın bulgularına göre ithalat fiyatları %1 düştüğünde bu ülkelerde enflasyon da %0.08 düşmektedir. Borio ve Filardo (2007) Euro bölgesinin de içinde olduğu gelişmiş ülkelerde yurtiçi enflasyonun büyük ölçüde küresel çıktı açığından kaynaklandığını ve böylece yurtiçi çıktı açığının giderek önemini yitirdiğini ortaya koymuşlardır. Yazarlara göre Phillips eğrisinin yatıklaştığı anlamına gelen bu durumda merkez bankasının uzun dönemde enflasyonu kontrol edebilme kabiliyeti olsa da özellikle yurtiçi faiz oranları üzerindeki etkisinin zayıflamasına bağlı olarak kısa dönemde enflasyon üzerindeki etkinliği kaybolacaktır. Gupta (2008) 163 ülkeyi kapsayan çalışmasında sermaye hesabı açıklığı ile enflasyon arasında güçlü bir negatif ilişkinin olduğuna dair teorik ve ampirik kanıtlar sunmaktadır. Çalışmada ortaya çıkan bulgular 1980-2003 yılları arasında yaşanan dezenflasyonda sermaye hesabı açıklığındaki artışın önemli rol oynadığını göstermektedir. Pain et al. (2008) hata düzeltme modelini kullanarak 21 OECD ülkesinin 1980-2005 dönemini ele alan çalışmalarında tüketici fiyatlarının temel belirleyicisinin ithalat olduğunu ve enflasyonun yurtiçi çıktı açıklarına duyarlılığının azaldığı sonucuna varmışlardır. Ciccarelli ve Mojon

(2010)'un çalışması gelişmiş ülkelerde enflasyonun büyük ölçüde küresel bir fenomen olduğunu göstermektedir. Çalışmada OECD ülkelerinde 1960-2008 yılları arasında artan enflasyon oranlarının %70'inin küresel faktörlerden kaynaklandığı görülmüştür. Forbes (2019) küresel faktörlerin enflasyon üzerindeki etkisinin zamanla nasıl değiştiğini ortaya koymak için 43 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1990-2017 dönemi verilerini farklı yöntemler çerçevesinde analiz etmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre küresel faktörlerin enflasyon üzerindeki etki söz konusu dönemde yaklaşık iki kat artmıştır. Ancak çalışmada enflasyon üzerinde etkisinin olduğuna inanılan yurtiçi faktörlerin bu etkisi hala önemini korusa da özellikle yurtiçi çıktı açığı ile enflasyon arasındaki ilişkinin giderek zayıfladığı görülmektedir.

Kamin (2010) farklı para birimlerine sahip merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını bağımsız olarak belirleme ve böylece ekonomilerinde finansal koşulları ve makroekonomik performansı etkileme yeteneğini koruduğunu ortaya koymuştur. Georgiadis ve Mehl (2016) finansal küreselleşmenin para politikasının etkinliğini nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Esnek döviz kuru rejimini uygulayan ülkelerin 1999-2009 dönemine ait verilerinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre finansal küreselleşme yurtiçi finansal koşulları değiştirerek para politikasının faiz kanalını zayıflatırken, diğer taraftan döviz kuru kanalını güçlendirmektedir. Yazarlar finansal küreselleşmenin Euro alanı dışında kalan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde para politikasının etkinliğini artırdığını ifade etmektedirler. Lin et al. (2017) 46 Sahra-Altı Afrika ülkelerinin 1985-2012 dönemine ait verilerini kullanarak panel veri analizi gerçekleştirmiştir. İçsellik sorununu çözmek için araç değişkenlerin kullanıldığı çalışmada açıklık ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Yazarlar benzer ilişkiyi açıklığın farklı ölçümleri ve farklı araç değişken durumlarında da ortaya koymuşlardır.

Literatürde küresel faktörlerin enflasyon üzerindeki etkinin çok önemli olmadığı şeklinde çalışmalar da bulunmaktadır. Berument ve Doğan (2003)'ünün Türkiye için yaptığı çalışmadan farklı olarak, Berument et al. (2007)'nin 29 ülkeyi ayrı ayrı inceleyerek yaptıkları çalışmalarında açıklık derecesinin hem çıktı hem de enflasyon oranı üzerinde para politikasının etkinliği bağlamında farklı sonuçlar elde etmişlerdir. Yazarlara göre bu sonuçlar para politikası etkinliğinin küresel faktörlerden çok ülkelerin farklı özelliklerine bağlı olarak değiştiğini göstermektedir. Euro bölgesine yönelik Calza (2009)'in yaptığı çalışma benzer ülkeleri kapsayan Borio ve Filardo (2007)'nin çalışmasındaki sonuçlar ile uyumsuzdur. Yurtiçi enflasyonun küresel çıktı açığına duyarlılığını ölçmek için Euro bölgesi ülkelerinin 1979-2003 dönemine ait çeyreklik verilerin kullanıldığı çalışmada küresel kapasite sınırlamalarının tüketici fiyatlarındaki artış için yeteri kadar açıklayıcı olmadıkları görülmüştür. Yazar, bu bulgulara dayanarak Euro bölgesindeki merkez bankalarının küresel çıktı açıklarındaki gelişmelere özel bir tepki vermelerinin gereksizliğini vurgulamaktadır. Bianchi ve Civelli (2005) TV-VAR modeli çerçevesinde OECD ülkelerinin tamamının da dahil edildiği 50 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1971-2006 dönemindeki verilerini kullanarak gerçekleştirdiği analizde küresel faktörlerin birçok ülkede enflasyon dinamiklerini etkilemiş olsa da bu etkinin zamanla güçlendiğine dair bulguların yetersiz olduğu sonucuna varmışlardır. Açıklığın para politikası etkinliği üzerindeki etkisini inceleyen bir başka çalışma Ekpo ve Effiong (2017)'nin 37 Afrika ülkesini kapsayan panel veri çalışmasıdır. 1990-2015 dönemine ait verilerin kullanıldığı çalışmada açıklık ile para politikası arasında güçlü bir ilişkinin



olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak teorik beklentilerin tersine çalışmada ortaya çıkan sonuçlara göre açıklık para politikasının çıktı üzerindeki etkisini artırırken enflasyon üzerindeki etkisini azaltmaktadır.

Veriler ve Metodoloji

Veriler

Bu çalışmada, ekonomik küreselleşmenin enflasyon ve para politikasının enflasyonist etkisini nasıl değiştirdiğini belirlemek amacıyla 39 gelişmekte olan ülkenin 2000-2020 dönemine ait verileri dinamik panel veri modelleri çerçevesinde analiz edilmektedir. Ermenistan, Gürcistan, Moldova, Polonya, Romanya, Rusya, Sırbistan, Ukrayna gibi birçok ülke 1980'lerin sonlarında küresel piyasalara entegre olmaya başlamışlardır. Açık ekonomilerde para politikasının döviz kuru kanalı üzerinden de enflasyonu etkilemesinden dolayı analize dahil edilen ülkelerin tamamı esnek döviz kuru rejimlerini benimseyen ülkelerden oluşmaktadır. Gelişmiş ve politik olarak daha istikrarlı olan ülkelerde açıklık ile enflasyon arasındaki ilişki daha zayıftır (Romer, 1993: 871). Bu bağlamda gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülkeler küresel şoklardan daha fazla etkilenmekte (Kose vd., 2006) ve fiyat istikrarı bozulmaktadır. Bu özelliklerinden dolayı çalışmada gelişmekte olan ülkeler incelenmektedir.

Çalışmada önce ekonomik küreselleşmeyi temsil eden KOF ticari küreselleşme endeksi (TG) ve KOF finansal küreselleşme endeksinin (FG) enflasyon üzerindeki etkisi iki ayrı modelde incelenmektedir. KOF Ticari küreselleşme endeksi ihracat ve ithalat toplamının GSYH'daki payını ifade eden *de facto* ticari küreselleşme endeksi ile vergi, tarife, serbest ticaret anlaşmaları gibi ülkeler arasında ticareti kolaylaştıran politikaları ihtiva eden *de jure* ticari küreselleşme endeksinden oluşmaktadır. KOF finansal küreselleşme endeksi ise semeye akımları ve dış varlık ve yükümlülüklerin GSYH'daki payı olarak ölçülen *de facto* finansal küreselleşme endeksi ile bir ülkenin uluslararası finansal akımlara ve yatırımlara açıklığını ölçen *de jure* finansal küreselleşmeden oluşmaktadır (Gygli vd., 2019). Oluşturulan modelde tüketici fiyatları endeksindeki (TÜFE) yıllık % değişim olarak ifade edilen enflasyon oranları (INF) bağımlı değişken ve küreselleşmeyi temsil eden ticari küreselleşme endeksi (TG) bağımsız değişken olarak kullanılmaktadır. İkinci modelde ise FG'nin etkisi incelenmektedir. Ayrıca yurtiçi enflasyon üzerinde etkisi olduğu düşünülen nominal döviz kuru artış oranı (EXR) ve petrol fiyatları (PET) gibi küresel faktörler ile parasal büyüme oranı (MG) ve ekonomik büyüme oranı (GRW) gibi yurtiçi faktörler kontrol değişkenler olarak ele alınmaktadır. Küreselleşmenin merkez bankasının enflasyon üzerindeki etkinliğini nasıl etkilediğini ortaya koymak için TG*MG (FG*MG) etkileşim terimlerinin her biri bağımsız değişken olarak modellere dahil edilmiştir.

Benzer ilişkilerin küreselleşmenin farklı ölçümleri için geçerli olup olmadığını ortaya koymak için yapılan sağlamlık testinde ticari açıklık için KOF ticari küreselleşme endeksi yerine Dünya Bankası ticari açıklık (TOPEN) verileri, finansal açıklık için ise KOF finansal küreselleşme endeksi yerine Lane ve Milesi-Ferretti (2018) finansal açıklık verileri (FOPEN) kullanılmaktadır. TOPEN, ithalat ve ihracat toplamının GSYH'daki yüzdesi olarak ölçülürken, FOPEN yurtdışı finansal alacak ve yükümlülükler

toplamının GSYH'daki yüzdesi olarak ölçülmektedir. Verilerin tanımı ve kaynakları Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo 1. Değişkenlerin Tanımları ve Kaynakları

Değişken	Tanım	Kaynak
INF	TÜFE'deki yıllık yüzde değişim	Dünya Bankası
EXR	Nominal döviz kuru yıllık değişim oranı (1 ABD Doları karşılığı olarak)	IFS
PET	Yıllık ortalama petrol fiyatları (varil başına ABD Doları)	US Energy Information Administration
GRW	GSYH'daki yıllık artış oranı (%)	Dünya Bankası
MG	M2 parasal büyüme oranı	IFS
TG	KOF ticari küreselleşme endeksi	Gygli et al. (2019)
FG	KOF finansal küreselleşme endeksi	Gygli et al. (2019)
TOPEN	Dünya Bankası ticari açıklık endeksi	Dünya Bankası
FOPEN	Lane, Milesi-Ferretti Finansal açıklık endeksi	Lane ve Milesi-Ferretti (2018)

Metodoloji

Bir önceki dönemin alışkanlıkları cari dönemin iktisadi davranışlarını etkilemesinden dolayı bağımlı değişkenin temel açıklayıcı değişkenlerinden biri de kendi gecikmeli değeri olmaktadır. Dinamik panel veri modelleri statik modellerden farklı olarak bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini de modellere dahil etmektedirler. Genelleştirilmiş en küçük kareler (GLS) ve sıradan en küçük kareler (OLS) dinamik modeller için yapılan standart tahmin yaklaşımlarıdır. Ancak bu yaklaşımların temel eksikliği bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki karşılıklı bağımlılığa bağlı olarak ortaya çıkan *içsellik* problemini ihmal etmesidir. İçsellik problemini ortadan kaldırmak için Arellano ve Bond (1991)'in geliştirdikleri fark Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (Fark GMM) ve Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998)'in geliştirdikleri Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (Sistem GMM) kullanılmaktadır (Roodman, 2009b). Dinamik panel modelleri aşağıdaki denklemler kullanılarak tahmin edilmektedir.

$$Y_{it} = \alpha Y_{i,t-1} + \beta X_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (5)$$

Yukarıdaki denklemlerde i birim sayısını, t zamanı, Y bağımlı değişkeni, $Y_{i,t-1}$ bağımlı değişkenin bir gecikmeli değerini, X_i kontrol değişkenleri ve ε_{it} hata terimini, μ_i sabit etkileri ve v_{it} şokları göstermektedir.

Dinamik panel veri modellerinde, bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ($Y_{i,t-1}$) hata terimiyle (ε_{it}) korelasyonlu olduğundan modellerde içsellik problemi doğmaktadır. Tahmin sonuçlarında sapmalara neden olan bu problemi ortadan kaldırmak için Arellano ve Bond (1991) fark GMM tahmincisini geliştirmiştir. Değişkenlerin birinci farkı ve bunların gecikmeli değerlerini (4) ve (5) nolu denklemleri



birleştirerek uygulayan fark GMM yaklaşımında sabit etkiler yok edilerek model (6) nolu denklemde gösterilen araç değişkenlerce tahmin edilir:

$$D.Y_{it} = \alpha D.Y_{i,t-1} + \beta D.X_i + D.v_{it} \quad (6)$$

Sonlu örneklerde serinin gecikmeli düzeyleri birinci farklar için zayıf araçlar sağlamasından dolayı fark GMM'in tahmin gücü zayıflayarak sapmalı sonuçlar doğurabilir (Bond et al, 2001). Fark GMM'in bu eksikliğini gidermek için Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) fark denklemi ile düzey denklemini birleştirerek sistem GMM tahmincisini geliştirmişlerdir. Yazarlar, araç değişkenlerin birinci farkının sabit etkilerle ilişkisiz olduğu şeklinde yeni bir varsayım ileri sürerek bir anlamda fark GMM tahmincisinin güçlenmesine katkıda bulunmuşlardır. Sistem GMM daha fazla araç değişken kullanılmasına izin vererek daha güvenilir sonuçlar üretse de, enstrüman sayısı zaman periyotlarına bağlı olarak arttığından dolayı bu sayı katlanarak artma eğilimi gösterir. Endojen değişkenlerin aşırı uyumuna yol açan bu durum sapmalı sonuçların doğmasına neden olabilir (Roodman, 2009a:137). Bu ise araç değişkenlerin geçerliliğini test eden Hansen test sonuçlarının güvenilmez olmasına yol açabilir (Anderson ve Sorensen, 1996:330; Heid vd., 2011:167). Diğer taraftan $N < T$ durumunda dirençli standart hatalar ve otokorelasyon testi de yanıltıcı sonuçlar verebilir. Bu tür spesifikasyon sorunlarını gidermenin yolu araç sayısını düşürerek grup sayısına eşit veya onun altında olmasını sağlamaktır (Soto, 2009:2).

Bu çalışmada ekonomik küreselleşmenin hem enflasyonu hem de parasal bir genişlemenin enflasyonist etkisini nasıl etkilediği iki aşamalı sistem GMM yaklaşımı kullanılarak tahmin edilmektedir. Bunun için aşağıdaki enflasyon modelleri oluşturulmuştur:

$$INF_{it} = \alpha INF_{it-1} + \beta OPEN_{it} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$INF_{it} = \alpha INF_{it-1} + \beta (OPEN * MG_{it}) + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Yukarıdaki modellerde INF_{it} t dönemindeki enflasyonu, INF_{it-1} t dönemindeki enflasyonun bir dönem gecikmeli değerini, $OPEN$ ekonomik açıklığın çeşitli ölçümlerini, MG parasal büyüme oranını, X kontrol değişkenlerini ve $OPEN * MG$ ise etkileşim terimini göstermektedir.

Windmeijer (2005) iki aşamalı Sistem GMM tahmincisiyle yapılan analizlerde tahmin edilen asimptotik standart hatalarının küçük örneklerde ciddi şekilde aşağı yönlü sapmalı olabileceğini göstermiştir. Yazar küçük örneklem düzeltmesi yapılarak bu problemin çözülebileceğini ifade etmektedir. Bu çalışmada da Windmeijer (2005) küçük örneklem düzeltmesi yapılarak dirençli standart hatalar elde edilmiştir.

Ampirik Bulgular

Tablo 2 farklı enflasyon modelleri için uygulanan iki aşamalı Sistem GMM tahmin sonuçlarını göstermektedir. Model 1 ve Model 2'de ekonomik küreselleşmenin enflasyon üzerindeki etkileri analiz edilirken, Model 3 ve Model 4'de para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinde küreselleşmenin

etkisi incelenmektedir. Bunun için son iki modele etkileşim terimleri eklenmiştir. Etkileşim terimlerine ait katsayıların pozitif olması para arzındaki bir artışın enflasyon üzerindeki etkisinin açıklıkla birlikte arttığını, negatif olması durumunda ise bu etkinin zayıfladığını göstermektedir (Karras, 1999).

Tablo 3'te ise Tablo 2'de ortaya çıkan bulguların sağlamlığını kontrol etmek amacıyla bu modellerde kullanılan küreselleşme değişkenleri yerine küreselleşmenin farklı ölçümlerini gösteren değişkenler kullanılarak oluşturulan farklı enflasyon modellerine ait sonuçlar gösterilmektedir. Bu bağlamda Model 1 ve Model 2'de sırasıyla KOF ticari küreselleşme (TG) ve finansal küreselleşme (FG) yerine Dünya Bankası'nın ticari açıklık verileri (TOPEN) ve Milesi-Fartetti (2018)'in oluşturduğu finansal açıklık endeksi (FOPEN) kullanılmıştır. Diğer taraftan para politikasının enflasyonu kontrol etmede açıklığın etkisini ortaya koyabilmek için Model 3 ve Model 4'te modellere dahil edilen TG*MG ve FG*MG etkileşim terimleri yerine sırayla TOPEN*MG ve FOPEN*MG etkileşim terimleri kullanılmıştır.

Tablo 2 ve Tablo 3 genel olarak tüm modeller incelendiğinde kontrol değişken olarak kullanılan nominal döviz kurunun (EXR), enflasyon oranları üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Ortaya çıkan bu bulgu iktisat teorisi ile tutarlıdır. Açık ekonomilerde dalgalı kur rejiminin uygulandığı ekonomilerde döviz kurundaki bir artış bir taraftan ithal edilen tüketim mallarının yurt içindeki fiyatlarını artırarak tüketici fiyat endeksinin doğrudan artmasına diğer taraftan ithal ara mallarının fiyatları üzerinden üretim maliyetlerini artırarak enflasyonun artmasına neden olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ithalatın GSYH'daki payının yüksek olduğu hesaba katıldığında bu etkinin görece daha büyük olması kaçınılmazdır. Enflasyon üzerindeki etkisi incelenen bir başka kontrol değişken petrol fiyatlarıdır (PET). Tüm modellerde petrol fiyatları ile enflasyon oranları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki ortaya çıkmıştır. Bu sonuçlar fiyat teorisiyle tutarlılık göstermektedir. Negatif arz şokları olarak ele alınan petrol fiyatlarındaki artışlar maliyetler üzerinde yukarı yönlü bir baskı yaratarak maliyet enflasyonuna yol açar. Gelişen ve büyüyen ekonomiler için bu tip arz şoklarının enflasyon üzerindeki etkisi daha büyük olur. Bir başka kontrol değişken olarak ele alınan ekonomik büyümenin de (GRW) enflasyonu artırdığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde GSYH'daki artışla birlikte ortaya çıkan talep artışı aynı yönlü devrevi bir değişken olan enflasyon oranlarının da artmasına neden olabilmektedir. İktisat teorisine göre talep enflasyonunun temelinde parasal büyüklüklerdeki artış yatmaktadır. Bu yüzden yukarıdaki kontrol değişkenler yanında Model 1 ve Model 2'de analize parasal büyüme (MG) de dahil edilmiştir. Her iki modelde de parasal genişlemenin beklentilerle uyumlu bir şekilde enflasyon oranları üzerinde pozitif bir etki yaptığı görülmektedir. Geçmiş dönem enflasyonunun gerçekleşen enflasyon oranları üzerindeki etkisini ortaya koymak için GMM modellerine enflasyonun bir gecikmeli değeri (INF_{t-1}) dahil edilmiştir. Ortaya çıkan bulgular gelişmekte olan ülkelerde geçmiş dönemin enflasyon oranı ile cari enflasyon arasında oldukça güçlü ve pozitif bir ilişkinin olduğunu açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Buna göre bir önceki dönemin enflasyon oranlarında gerçekleşen %1'lik bir artış cari enflasyon oranını yaklaşık olarak % 0.40-0.43 artırmaktadır. Bu sonuç gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyonun önemli sebeplerinden birinin önceki dönemlerin yüksek enflasyonu olduğunu ve bu ülkelerde enflasyon ataletinin oldukça güçlü olduğunu göstermektedir.



Tablo 2’de ekonomik küreselleşmenin bir türü olan ticari küreselleşmenin enflasyon üzerindeki etkisine dair sonuçlar görülmektedir. Model 1’e dahil edilen KOF ticari küreselleşme endeksinin (TG) katsayısı negatif ve olasılık değerleri istatistiksel olarak oldukça anlamlıdır. Benzer sonuçlar Tablo 3’te TG yerine Dünya Bankası ticari açıklık endeksinin (TOPEN) kullanıldığı modelde de elde edilmiştir. Her iki bulgu da ticari küreselleşme arttıkça enflasyon oranlarının düştüğünü göstermektedir. Bu sonuçlar teorik beklentilerin yanında özellikle Romer (1993)’ün ortaya koyduğu ampirik bulgularla da örtüşmektedir. Açıklık arttıkça ülkelerin daha düşük maliyetle üretim yapan ülkelere ithal ettikleri mallar yurt içinde enflasyon oranlarının düşmesine yol açabilir. Bununla birlikte küreselleşme sürecinde artan rekabet bir taraftan yenilikleri teşvik ederek verimliliğin artmasına ve böylece üretim maliyetlerinin düşmesine yol açarken, diğer taraftan kar marjlarını düşürmek suretiyle enflasyonun düşmesine yol açabilir..

Model 2’de finansal küreselleşmenin enflasyon ve para politikasının etkinliği üzerindeki rolü analiz edilmektedir. Tablo 2 incelendiğinde KOF finansal küreselleşme endeksinin (FG) bağımsız değişken olarak kullanıldığı Model 2’de finansal küreselleşmenin enflasyon üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Tablo 3’te ise KOF finansal küreselleşme endeksi yerine Milesi-Farretti (2018) finansal açıklık endeksi (FOPEN) modele dahil edilmiştir. Bu modelde de finansal açıklık ile enflasyon arasında negatif bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte FOPEN değişkeninin enflasyon üzerindeki etkisinin daha güçlü olduğu görülmektedir. Her iki modelde ortaya çıkan bulgular örtüşmektedir. Finansal küreselleşmenin enflasyon üzerinde yarattığı bu negatif etki, finansal küreselleşmeyle birlikte dış borçlanmanın daha az maliyetli olmasından kaynaklanabilir. Diğer taraftan finansal küreselleşmenin bir yansıması olarak, Merkez bankaları yurtiçi ve yurt dışı faiz oranları arasındaki farktan yararlanarak döviz kuru kanalını enflasyonun kontrol edilmesinde daha etkin bir şekilde kullanabilirler. Gelişmekte olan ülkelerde ithalat payının ve döviz kuru geçiş etkisinin yüksek olması ve aynı zamanda dalgalı kurun uygulanıyor olması merkez bankalarının sıkı bir para politikası uygulayarak döviz kuru kanalını daha etkin bir şekilde kullanmalarına olanak sağlamaktadır. Sıkı bir para politikası bir taraftan yurtiçi talebi düşürerek, diğer taraftan ulusal paranın satın alma gücünü artırıp ve böylece ithalatı ucuzlatarak enflasyon oranlarının düşmesini sağlayabilir. Modellerde finansal küreselleşme ile enflasyon arasında oluşan bu negatif ilişki Grilli ve Milesi-Ferrett (1995), Gruben ve McLeod (2002), Tytell ve Wei (2004), Kose et al. (2006) ve Gupta (2008)nin sonuçlarıyla uyumludur. Finansal küreselleşmenin enflasyon üzerindeki bu etkisi bazı teorik yaklaşımlara uymaktadır. Solow modeli olarak bilinen Neo Klasik büyüme modeline göre sermaye hareketliliğinin olduğu açık ekonomilerde sermayenin gelişmekte olan ülkelere doğru akarak daha düşük maliyetlerle yatırım yapabilme olanağı sağlamaktadır. Uluslararası sermayenin büyüme üzerindeki bu doğrudan etkisinin yanında maliyetleri düşürerek enflasyon üzerinde dolaylı bir etki yaratmaktadır.

Tablo 2. İki Aşamalı Sistem GMM Sonuçları-1

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
INF _{t-1}	0.420 (0.107)*	0.417(0.108)*	0.415(0.110)*	0.426(0.106)*
EXR	0.171 (0.047)*	0.174(0.048)*	0.166(0.050)*	0.165(0.051)*
PET	0.033 (0.007)*	0.040 (0.008)*	0.020(0.006)*	0.021(0.006)*
GRW	0.140(0.035)*	0.135(0.034)*	0.139(0.033)	0.156(0.037)
MG	0.080(0.035)**	0.085(0.035)**		
TG	-0.021(0.007)*			
FG		-0.030(0.008)*		
(TG*MG)			0.001(0.005)*	
(FG*MG)				0.001(0.004)**
Gözlem	780	780	780	780
Gruplar	39	39	39	39
Araç değişken	24	25	25	25
AR(2)	0.118	0.341	0.111	194
Hansen Testi	0.074	0.071	0.111	0.128
Fark Hansen T.	0.271	0.116	0.132	0.240

Not: *, ** sırayla %1 ve %5 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler Windmeijer (2005) küçük örnek düzeltmesiyle elde edilen dirençli standart hatalardır.

Tablo 3. İki Aşamalı Sistem GMM Sonuçları-2

Değişkenler	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
INF _{t-1}	0.418(0.108)*	0.414(0.107)*	0.409(0.109)*	0.430(0.108)*
EXR	0.169(0.047)*	0.170(0.049)*	0.160(0.044)*	0.170(0.051)*
PET	0.029(0.005)*	0.031(0.008)*	0.020(0.006)*	0.020(0.006)*
GRW	0.136(0.036)*	0.119(0.033)*	0.118(0.033)*	0.169(0.041)*
MG	0.077(0.034)*	0.078(0.033)**		
TOPEN	-0.010(0.003)**			
FOPEN		-0.64(0.326)**		
(TOPEN*MG)			0.009(0.003)**	
(FOPEN*MG)				0.043(0.023)**
Gözlem	780	780	780	780
Gruplar	39	39	39	39
Araç değişken	24	25	25	25
AR(2)	0.170	0.176	0.200	0.121
Hansen Testi	0.082	0.085	0.108	0.123
Fark Hansen T	0.371	0.225	0.313	0.287

Not: *, ** sırayla %1 ve %5 istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler Windmeijer (2005) küçük örnek düzeltmesiyle elde edilen dirençli standart hatalardır.

Ekonomi teorisi para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin ekonominin dışa açıklığına bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre ekonominin dışa açıklık derecesi arttıkça parasal bir genişlemenin enflasyon üzerindeki etkisi de artar. Bu durum öncelikle açık ekonomilerde parasal genişlemenin ulusal parada yarattığı değer kaybının enflasyonist etkisine bağlanmaktadır. Model 3 ve Model 4'te açıklık ile para politikasının enflasyonist etkisi incelenmektedir. Model 3'de para politikasının enflasyon üzerindeki etkinliğinde ticari küreselleşmenin rolünü ortaya koymak için KOF ticari küreselleşme endeksi (TG) ve parasal büyüme oranından (MG) oluşan etkileşim terimi (TG*MG) bağımsız değişken olarak kullanılmaktadır. Tahmin sonuçları incelendiğinde etkileşim terimine ait katsayının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuçların sağlamlığını



kontrol etmek amacıyla TG*MG yerine Tablo 3'teki Model 3'te analize TOPEN*MG etkileşim terimi dahil edilmiştir. Bu modelde de benzer bulgular elde edilmiştir. Bu sonuçlara göre artan ticari küreselleşme parasal genişlemenin enflasyonist etkisini artırmaktadır. Bu sonuç, teorik beklentilerle ve daha önce yapılan ampirik çalışmalardaki sonuçlarla uyumludur. Romer (1993) kapalı ekonomilerle karşılaştırıldığında, para politikasının enflasyonist etkisinin açık ekonomilerde daha büyük olduğunu ileri sürmektedir. Karras (1999) da ampirik çalışmasında para politikasının enflasyonist etkisinin açıklık ölçüsünde arttığını ortaya koymuştur. Benzer bir ilişki finansal küreselleşmenin para politikası üzerindeki etkisini analiz eden Model 4'de ortaya çıkmıştır. Tablo 2'de KOF finansal küreselleşme ve parasal büyüme oranından oluşan etkileşim teriminin (FG*MG) pozitif olan katsayısı ve güçlü anlamlılık düzeyi finansal açıklık arttıkça genişleyici bir para politikasının enflasyonist etkisinin arttığını göstermektedir. FG*MG terimi yerine FOPEN*MG etkileşim terimi kullanıldığında benzer sonuçlar elde edilmiştir. Bu sonuçların ortaya çıkmasında etkili olan olası faktörlerden biri artan finansal açıklıkla birlikte döviz kuru kanalının etkinliğindeki artış olabilir. Genişleyici bir para politikası faiz oranları üzerinden yurtiçi talebi artırırken aynı zamanda döviz kuru üzerinden yurtdışı talebi artırarak yurtiçi fiyatların daha hızlı bir şekilde artmasına yol açabilir.

Sistem GMM tahmincileriyle elde edilen bu sonuçların güvenilirliklerini kontrol edebilmek için otokorelasyon, Hansen ve Fark Hansen testlerinin yapılması gerekir. Bu bağlamda öncelikle modellerde ikinci dereceden otokorelasyonun olup olmadığına bakılmalıdır. Otokorelasyon testinde hata teriminde "ikinci dereceden otokorelasyon yoktur" şeklindeki H_0 hipotezi sınanmaktadır. Tablo 2'de otokorelasyon (AR2) test sonuçlarına bakıldığında tüm modellerde $\rho > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Buna göre bütün modellerde hata terimlerinde ikinci dereceden otokorelasyonun olmadığı anlaşılmaktadır.

Bir başka test ise araç değişkenlerin geçerli olup olmadığını sıyanan Hansen Testidir. Hansen Testinin güvenilir sonuçlar verebilmesi için öncelikle araç değişken sayısının N 'den küçük veya ona eşit olması gerekir. Araç değişken sayısının N 'den büyük olması durumunda Hansen Testi olasılık değerleri (ρ) çok yüksek değerler alarak bu testin açıklama gücünü zayıflatır. Bu problemin ortadan kalkması için Roodman (2009a,b) araç değişken sayısının düşürülmesini önermektedir. Roodman (2009a,b) Hansen Testi olasılık değerlerinin $0.1 \leq \rho < 0.25$ aralığında olmasının gerekliliğine işaret etmektedir. Ancak bu değerlerin optimal değerler olabileceğini ifade eden Lebra ve Torrecillas (2018) $0.05 \leq \rho < 0.8$ aralığındaki değerlerin araç değişkenlerin geçerliliği için yeterli olduğunu kabul etmektedir. Bunun dışında Hansen Testi olasılık değerlerinin $0.25 \leq \rho < 1$ aralığında olmasının gerekliliğini ileri süren yazarlar da vardır (Yerdelen Tatoğlu, 2020) Bu çalışmada da araç değişkenlerin sayısı azaltılarak Hansen Test sonuçlarının daha ılımlı bir seviyeye düşürülmesi sağlanmıştır. Tablo 2 incelendiğinde Hansen Test sonuçlarının $0.07 \leq \rho < 0.12$ arasında olduğu görülmektedir. Bu bulgular araç değişkenlerin geçerliliğini ileri süren H_0 hipotezinin geçerli olduğunu göstermektedir.

İki aşamalı GMM tahmin sonuçlarının güvenilir olup olmadığını belirlemek için uygulanan bir başka test ise araç değişkenlerin alt kümesinin geçerliliğini kontrol fark- Hansen Testidir. Araç değişkenlerin alt kümesinin geçerli olabilmesi için Hansen Testi için önerilen olasılık değerlerinin fark-Hansen testi

için de geçerli olduğu kabul edilmektedir. Tablo 2’de fark Hansen testi olasılık değerlerinin $0.11 \leq \rho < 0.27$ arasında olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar tüm modellerde araç değişkenlerin alt kümesinin geçerli olduğunu göstermektedir. Tablo 3’te gösterildiği gibi benzer sonuçlar sağlamlık kontrolünün yapıldığı analizde de ortaya çıkmıştır.

Sonuç

Enflasyon 1970’li yılların başından itibaren fiyat istikrarını bozacak şekilde artmış olsa da, dünya genelinde 1980’li yılların ortalarından itibaren düşüş trendine girmiş ve Covid-19 pandemisinin etkisini yitirdiği 2021 yılının ortalarına kadar fiyat istikrarı ile uyumlu olabilecek şekilde ılımlı düzeylerde kalmıştır. Enflasyondaki bu düşüş ve böylece yaşanan fiyat istikrarının nedenleri üzerinde literatürde ortak bir görüşün olduğu söylenemez. Enflasyon oranlarındaki düşüşü özellikle 1980’lerde başlayıp 1990’larda hızlanan küreselleşme olgusuna bağlayanlar olduğu gibi, fiyat istikrarının artan öneminin farkına varan merkez bankalarının uyguladıkları fiyat istikrarı merkezli para politikalarına da bağlayanlar vardır. Diğer taraftan enflasyondaki düşüşte hem küreselleşmenin hem de uygulanan para politikalarının etkili olduğu birçok yazar tarafından kabul edilmektedir. Yapılan ampirik çalışmalarda da birbirinden farklı sonuçlar elde edilmiştir.

Küreselleşmenin enflasyon üzerinde etkisinin olup olmadığının yanında, merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının enflasyon üzerinde etkisinde küreselleşmenin veya ekonomik açıklığın bir etkisinin olup olmadığı sorusu da tartışılmaya devam etmektedir. Ekonomi teorisi para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin ekonominin dışa açıklığına bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Buna göre ekonominin dışa açıklık derecesi arttıkça parasal bir genişlemenin enflasyon üzerindeki etkisi de artar. Bu durum öncelikle açık ekonomilerde parasal genişlemenin ulusal parada yarattığı değer kaybının enflasyonist etkisine bağlanmaktadır. Bu çalışmada her iki soruya da cevap verebilmek için 39 gelişmekte olan ülkenin 2000-2020 dönemindeki verileri Sistem GMM tahmincisiyle analiz edilmiştir. Analizden elde edilen sonuçlara göre küreselleşme enflasyon oranlarının düşmesinde etkili olurken, genişleyici para politikasının enflasyonist etkisini artırmaktadır.

Ekonomik açıklık merkez bankalarını kapalı bir ekonomide olmayan çeşitli sorunlarla karşı karşıya bırakmaktadır. Dış ekonomik gelişmelerin açık ekonomiler üzerindeki potansiyel etkilerinin daha büyük olduğu, özellikle döviz kuru üzerinden parasal aktarım mekanizmasını değiştirdiği ve merkez bankalarının enflasyon beklentilerini bozduğu göz önüne alındığında küreselleşme merkez bankalarını para politikası uygulamalarında daha disiplinli davranmaya zorlayacaktır. Enflasyon dinamiklerinin küreselleşmeden etkilenmesinden dolayı, merkez bankaları para politikası kararlarında ve ekonomik modellerinde dış faktörleri hesaba katmak zorundadırlar. Aksi durumda enflasyon beklentilerini iyi yönetemeyen merkez bankalarının kredibilite kaybına uğramaları kaçınılmazdır. Bu açıdan bakıldığında küreselleşme fiyat istikrarının sağlanmasında merkez bankalarının manevra alanını daraltsa da enflasyon üzerindeki etkinliğini tamamen ortadan kaldırmaz.

Esnek döviz kuru rejiminin uygulandığı açık bir ekonomide genişleyici bir para politikasının faiz kanalı üzerinden yurtiçi talebi ve döviz kuru kanalı üzerinden ise yurt dışı talebi artırması kapalı ekonomilere



göre enflasyon oranlarının daha hızlı bir şekilde artmasına neden olabilir. Zira kapalı ekonomilerde faiz kanalı üzerinden sadece yurtiçi talep artabilir. Kapalı ekonomilerle karşılaştırıldığında, açık ekonomilerde parasal genişlemenin daha enflasyonist olması merkez bankalarının daha ihtiyatlı davranmasına ve bu tür uygulamalardan kaçınmasına sebep olabilir. Küreselleşmenin yarattığı bu disiplin etkisiyle politika uygulamalarında daha dikkatli davranan merkez bankaları sonuçta parasal genişlemeyi sınırlandırarak enflasyonun düşmesine katkı yapabilirler. Bu aynı zamanda merkez bankasına olan güveni artırarak enflasyon beklentilerinin düşmesine yol açar. Diğer taraftan enflasyonist bir ortamda merkez bankası sıkı bir para politikası uygulayarak, faiz kanalı üzerinden yurtiçi talebin azalmasını ve döviz kuru kanalı üzerinden bu talebin yurt dışına kaymasını sağlayabilir.

Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerde enflasyondaki düşüşte; yurtiçi faktörlerin etkisi devam etse de, küreselleşme olgusunun doğrudan ve dolaylı etkileri giderek artmaktadır. Bu çalışmada elde edilen sonuçlar enflasyondaki düşüşte küresel entegrasyonun önemli bir rolünün olabileceğini göstermektedir. Küreselleşmenin bu etkisi doğrudan olabileceği gibi, parasal genişlemenin enflasyonist etkisini artırmasına bağlı olarak, para politikası üzerinde yarattığı disiplin etkisiyle dolaylı olarak da oluşabilmektedir. Bu bağlamda küreselleşme merkez bankalarını daha sağlam para politikaları uygulamaya zorlamaktadır. Merkez bankaları küreselleşmenin olası olumlu ve olumsuz etkilerini dikkate alarak enflasyonla mücadelede para politikasının etkinliğini artırabilirler.

Son zamanlarda artan küresel enflasyon oranları küreselleşme ile enflasyon arasındaki ilişkinin ne kadar güçlü olduğunu da göstermektedir. Zira yaşanan ticaret savaşları, Covid-19 salgını ve Rusya-Ukrayna savaşının etkisiyle uluslararası mal ve sermaye akımlarına getirilen kısıtlamalar enflasyon oranlarındaki artışın temel nedenleri olarak görülmektedir. Bu bağlamda, enflasyon oranlarının düşürülmesi uluslararası entegrasyonun daraltılmasıyla değil, genişletilmesiyle sağlanabilir.

Çıkar Çatışması Beyanı

“Küreselleşme, Enflasyon ve Para Politikasının Etkinliği” başlıklı makalem ile ilgili herhangi bir kurum, kuruluş, kişi ile mali çıkar çatışması yoktur.

Kaynakça

- Andersen, T. G. & Sørensen, B. E. (1996). GMM Estimation of A Stochastic Volatility Model: A Monte Carlo Study', *Journal of Business and Economic Statistics*, 14 (3), 328–352. <https://doi.org/10.2307/1392446>
- Arellano, M. & Bover, O. (1995). Another Look at The Instrumental Variables Estimation of Error Components models', *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Arellano, M. & Bond, S. (1991). 'Some tests of Specification for Panel data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations', *Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297, <https://doi.org/10.2307/2297968>

- Auboin, M. (2004), “ The Trade, Debt and Finance Nexus: at the Crossroads of Micro- and Macroeconomics”, *WTO Discussion Papers 6*, World Trade Organization (WTO), Economic Research and Statistics Division, https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/discussion_papers6_e.pdf
- Baffes, J., Kabundi, A., Nagle, P. & Ohnsorge, F. (2018). The Role of Major Emerging Markets in Global Commodity Demand, *World Bank Policy Research Working Paper* No. 8495, <https://doi.org/10.1596/1813-9450-8495>
- Ball L.M. (2006), “Has Globalization Changed Inflation?”, *NBER Working Paper* No. 12687, DOI 10.3386/w12687
- Bean, C (2006). Globalisation and Inflation. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q4, 468-475, https://www.researchgate.net/publication/23725078_Globalisation_and_Inflation/citations#fullTextFileContent
- Bernanke BS (2004): *The Great Moderation*, Speech at the Meeting of the Eastern Economic Association, Washington, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>
- Berument, H. & Dogan, B. (2003). Openness and The Effectiveness of Monetary Policy: Empirical Evidence from Turkey. *Applied Economics Letters*, 10, 217–221. <https://doi.org/10.1080/1350485022000015842>
- Berument, H., Konac, N., & Senay, O. (2007). Openness and the Effectiveness of Openness and the Effectiveness of Monetary Policy: A Cross-country Analysis. *International Economic Journal*, 21(4):577–591.
- Bianchi F & Civelli A (2015): Globalization and Inflation: Structural Evidence From A time Varying VAR Approach, *Review of Economic Dynamics*, 18, 406-433, <https://doi.org/10.1016/j.red.2014.07.004>
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). ‘Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models’, *Journal of Econometrics*, 87, 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Borio C. & A. Filardo (2007), “Globalisation and Inflation: New Cross-country Evidence on The Global Determinants of Domestic Inflation”, *Bank for International Settlements Working Paper* No. 227, <https://www.bis.org/publ/work227.htm>
- Calza A. (2009), “Globalisation, Domestic Inflation and Global Output Gaps: Evidence From the Euro Area”, *International Finance*, 12(3), 301-320. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2009.01248.x>
- Chinn, M., & Ito, H. (2008). A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309-322. <https://doi.org/10.1080/13876980802231123>
- Ciccarelli, M. & Mojon, B. (2010). “Global Inflation” *The Review of Economics and Statistics*, 92 (3), 524-535. <https://www.jstor.org/stable/27867556>
- Cooke, D.(2010). Openness and Inflation, *Journal of Money, Credit and Banking* , March-April 2010, 42 (2/3), 267-287. <https://www.jstor.org/stable/20685100>



- D. Romer, (1993), "Openness and Inflation: Theory and Evidence" *The Quarterly Journal of Economics*, 108 (4), 869–903. https://eml.berkeley.edu/~dromer/papers/DRomer_QJE1993.pdf
- Dreger, C., Rieth, M. & Pothier, D. (2016). Is Globalization Reducing The Ability of Central Banks to Control Inflation?, . European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, Brussels, Belgium. [https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105466/IPOL_IDA\(2015\)563476_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105466/IPOL_IDA(2015)563476_EN.pdf)
- Dreher, A. (2006). Does Globalization Affect Growth? Evidence From A New Index of Globalization. *Applied Economics*, 38(10), 1091–1110. <https://doi.org/10.1080/00036840500392078>
- Ekpo, A.H. & Effiong, E.L (2017). Openness and the Effects of Monetary Policy in Africa, *MPRA Paper* No. 80847, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/80847/1/MPRA_paper_80847.pdf
- Fiedler, S., Jannsen, N., Reitz & S. Wolters, M. (2016). Is Globalization Reducing The Ability Of Central Banks To Control Inflation? European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy
- Forbes, K.J. (2019). Has globalization changed the inflation process?, *BIS Working papers* No.791, <https://www.bis.org/publ/work791.pdf>
- Georgiadis, G. & Mehl, A. (2016). Financial Globalisation And Monetary Policy Effectiveness, *Journal of International Economics* 103, 200–212. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2016.10.002>
- Gerba, E., & Macchiarelli, C. (2016). Is Globalization Reducing The Ability Of Central Banks To Control Inflation?, European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, [https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105466/IPOL_IDA\(2015\)563476_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105466/IPOL_IDA(2015)563476_EN.pdf)
- Gnan E. & T. Valderrama (2006). "Globalisation, Inflation and Monetary Policy", *Monetary Policy and the Economy*, Quarter 4, 37-54. [file:///C:/Users/Qosm%C4%B10/Downloads/mop_2006_4_03_tcm16-52024%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Qosm%C4%B10/Downloads/mop_2006_4_03_tcm16-52024%20(2).pdf)
- Grilli, Vittorio, & Gian Maria Miles-Ferretti (1995), "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls," *IMF Staff Papers*, 42(3), 517-551. <https://doi.org/10.2307/3867531>
- Gruben, W.C. & McLeod, D. (2002). Capital Account Liberalization and Inflation, *Economics Letters* 77(2), 221–225. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(02\)00137-4](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(02)00137-4)
- Gupta, A. S. (2008). Does Capital Account Openness Lower Inflation? *International Economic Journal*, 22(4), 471–487. <https://doi.org/10.1080/10168730802497551>
- Gygly, S., Healg, F., Potrafke, N., & Sturm, J-E. (2019). "The KOF Globalization Index-revisited", *The Review of International Organizations*, 14, 543–574. <https://doi.org/10.1007/s11558-019-09344-2>
- Hartwell, C. (2016). Is Globalization Reducing the Ability of Central Banks to Control Inflation? Impacts on Prices and Wages, European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, [https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105466/IPOL_IDA\(2015\)563476_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105466/IPOL_IDA(2015)563476_EN.pdf)
- Heid, B., Langer, J. & Larch, M. (2011). Income and Democracy: Evidence from system GMM Estimates, *Ifo Working Paper* No. 118, <http://hdl.handle.net/10419/73774>

- Helbling, Th., F. Jaumotte & M. Sommer (2006). *How Has Globalization Affected Inflation?* World Economic Outlook 2006, chapter 3. file:///C:/Users/Qosm%C4%B1o/Downloads/_c3pdf.pdf
- Kamin, S. B. (2010). Financial Globalization and Monetary Policy. FRB *International Finance Discussion Paper* No.1002. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1657893>
- Karras, G. (1999). Openness and The Effects of Monetary Policy, *Journal of International Money and Finance* 18 (1), 13 -26. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(98\)00037-0](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(98)00037-0)
- Karras, G. (2001). Openness to Trade and the Potency of Monetary Policy: How Strong Is the Relationship?, *Open Economies Review* 12, 61–73. <https://doi.org/10.1023/A:1026559010374>
- Kose, M., E. Prasad, K. Rogoffand & S. Wei (2006). “Financial Globalization: A Reappraisal”, *IMF Working Paper* WP/06/189, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06189.pdf>
- Kohn, D.L. (2006). The Effects of Globalization on Inflation and the Implications for Monetary Policy, Speech at the Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20060616a.htm>
- Labra, R. & Torrecillas, C. (2018). Estimating Dynamic Panel Data. A Practical Approach to Perform Long Panels, *Revista Colombiana de Estadística*, 41(1), 31-52. <https://doi.org/10.15446/rce.v41n1.61885>
- Lane, F.R. (1997). Inflation and Open Economies, *Journal of International Economics*, 42 (3-4) 327–347. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(96\)01442-0](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(96)01442-0)
- Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G.M. (2018). "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis," *IMF Economic Review* 66, 189-222. <https://doi.org/10.1057/s41308-017-0048-y>
- Lin,F., Mei, D., Wang, H. & Yao, X. (2017). Romer Was Right on Openness and Inflation: Evidence from Sub-Saharan Africa, *Journal of Applied Economics*, 20 (1), 121-140. [https://doi.org/10.1016/S1514-0326\(17\)30006-5](https://doi.org/10.1016/S1514-0326(17)30006-5)
- Meier, S. (2013). Financial Globalization and Monetary Transmission, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 145, <https://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2013/0145.pdf>
- Miles, D., Panizza, U., Reis, R. & Ubide, A. (2017). And Yet It Moves: Inflation and the Great Recession, Geneva Reports on the World Economy 19, London. *Centre for Economic Policy Research* (CEPR)
- Mishkin, F. S. (2009). Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(1), 187-196. <https://www.jstor.org/stable/25483532>
- Mishkin, F.S. (2007). Inflation Dynamics. *International Finance* 10(3), 317-334. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2362.2007.00205.x>
- Moutot, P. & Vitale, G. (2009). Monetary Policy Strategy in A Global Environment, *ECB Occasional paper* series No. 106, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp106.pdf>
- Norris, P. (2000). Norris, P. (2000). Global Governance and Cosmopolitan Citizens. In J. S. Nye, & J. D. Donahue (Eds.), *Governance in A Globalizing World*. 155-177. Washington DC: Brookings Institution Press.



- Pain, N., I. Koske & M. Sollie (2008). Globalization and OECD Consumer Price Inflation. *OECD Economic Studies* No. 44, 2008/1, <https://www.oecd.org/economy/42503918.pdf>
- Rodrik, D. (2001) "The Developing Countries' Hazardous Obsession with Global Integration", *Kennedy School of Government*, Harvard University. <http://www.tinyurl.com/y3zgkb5g>
- Rogoff, K. (2003). "Globalization and Global Disinflation" *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 88(4), 45-78. <https://www.kansascityfed.org/documents/969/2003-Globalization%20and%20Global%20Disinflation.pdf>
- Roodman, D. (2009a). A Note on The Theme of Too Many Instruments, *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, 71 (1), 135-158, <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00542.x>
- Roodman, D. (2009b). How to Do xtabond2: An Introduction To Difference and System GMM in Stata, *The Stata Journal*, 9(1), 86–136, <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Soto, M. (2009). System GMM Estimation with A Small Sample, *Barcelona Economics Working Paper Series Working Paper* No. 395
- Stock, J. H. & Watson, M.W. (2003). "Has The Business Cycle Changed and Why?," NBER Chapters, in: *NBER Macroeconomics Annual 2002*, 17, 159-230, <https://www.nber.org/papers/w9127>
- Taylor, J.B. (2008). *The impacts of Globalisation on Monetary Policy*, Banque de France International Symposium: Globalisation, Inflation and Monetary Policy, <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/session4b.pdf>
- Tytell, I., & Wei, S-J (2004). Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? *IMF Working Paper* 04/84. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2004/00-00/tytell.pdf>
- Windmeijer, F. (2005). 'A Finite Sample Correction for The Variance of Linear Efficient Two-step GMM Estimators', *Journal of Econometrics*, 126 (1), 25–51. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2004.02.005>
- Woodford M (2007): Globalization and Monetary Control, *NBER Working Paper* 13329, <https://www.nber.org/papers/w13329>
- Wynne, M.A., & Kersting, E.K.(2007). Openness and Inflation, *Federal reserve Bank of Dallas Staff Papers* No. 2, https://www.researchgate.net/publication/5030898_Openness_and_Inflation
- Yellen, J. L. (2006, May). Monetary Policy in A Global Environment. In Remarks At a Conference on The Euro and The Dollar in a Globalised Economy, UC Santa Cruz, CA, <https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/sites/4/el2006-12-13.pdf>
- Yerdelen Tatoglu, F. (2020) *İleri Panel veri Analizi*, 4. Baskı, Beta Yayınevi, İstanbul

Extended Abstract

Inflation, which reached high levels in the 1970s, started to decline in the mid-1980s and there was a period of price stability until mid-2021, when the Covid-19 pandemic decelerated. Various explanations can be made for this positive development in price stability. One of them is the monetary policy strategies implemented by central banks for price stability. It is stated that inflation targeting is successful in achieving price stability. Another explanation for the decline in inflation is the "global output gap" hypothesis. According to the global output gap hypothesis, which is expressed as a reflection of globalization, inflation becomes more sensitive to the foreign output gap rather than the domestic output gap, thus ensuring lower and stable inflation rates. A third

explanation is that ensuring price stability is due to the smaller and less frequent shocks that hit the economy. This approach, which excludes the arguments of globalization and policy effectiveness, sees the decrease in inflation as a result of good luck (Stock & Watson, 2003:181).

The downward trend in inflation rates occurred in the same period with the increasing globalization phenomenon. It has also led to a debate as to whether globalization is one of the main drivers of the disinflation process and, accordingly, whether it weakens the ability of monetary policy to control inflation. However, with increasing globalization, it is becoming more and more complex for central banks to evaluate the different dynamics that affect inflation and monetary transmission. In this context, those who accept that globalization is significant factor in reducing inflation rather than national determinants argue that inflation dynamics and monetary policy practices are also affected by globalization (Calza, 2009:5). The emergence of globalization as a dominant factor affecting inflation dynamics means that the ability of central banks to control domestic inflation may weaken (Meier, 2013:1).

*In this study, the inflationary effect of globalization is examined. The increasing integration of goods, money and labor markets in the globalization process affect inflation rates and monetary policy transmission mechanisms through various channels. In this study, the effects of the KOF trade globalization index (TG) and KOF financial globalization index (FG) on inflation are examined in two different models. In the first model, the inflation rate (INF) is used as the dependent variable and the trade globalization index (TG) is used as the independent variable. In the second model, the effect of FG is examined. In addition, global factors such as nominal exchange rate (EXR) and oil prices (PET), which are thought to have an impact on domestic inflation, and domestic factors such as monetary growth rate (MG) and economic growth rate (GRW) are considered as control variables. In order to reveal the effect of globalization on the efficiency of the central bank on inflation, each of the interaction terms $TG*MG$ and $FG*MG$ are included in the models as independent variables. Then, a robustness check was performed to reveal whether similar relationships hold true for different measures of globalization. In this context, World Bank trade openness (TOPEN) data is used instead of KOF trade globalization index, and Lane and Milesi-Ferretti (2018) financial openness data (FOPEN) is used instead of the KOF financial globalization index.*

In the study, dynamic panel data analysis was carried out using the data of 39 developing countries for the period of 2000-2020. Dynamic panel data models, unlike static models, include the lagged values of the dependent variable as an independent variable in the model. In standard models, the interdependence between the dependent variable and the independent variable leads to the problem of endogeneity. System Generalized Moments Method (System GMM) developed by Blundell & Bond (1998) is used to eliminate the endogeneity problem. According to the results of the analysis, both trade globalization and financial globalization are effective in decreasing inflation rates in developing countries. In addition, the findings show that the expansionary monetary policies implemented by central banks have a stronger positive effect on inflation in more open economies. These results are also supported by the findings obtained in models using different globalization measures.

The findings of this study show that global integration may play an important role in the decline in inflation. This effect of globalization may be direct, or it may occur indirectly through the disciplining effect it creates on monetary policy. In this context, globalization forces central banks to implement more robust monetary policies. Central banks can increase the effectiveness of monetary policy in the fight against inflation by considering the possible positive and negative effects of globalization.

