

Ç.KINDLBERQER, R.ALIBER

DÜNYA MALİYYƏ BÖHRANLARI

İflas, təşviş və maniyalar

BAKI- 2010

5-ci buraxılış

Ç.Kindlberqer, R.Aliber

Dünya maliyyə böhranları. İflas, təşviş və maniyalar- Sankt Peterburq,
2010. - səhifə- (“Ticarət və investisiya seriyası”).

İSBN 978-5-49807-086-5

Bu kitab, maliyyə bazarlarında və o cümlədən, bütün ölkənin maliyyə vəziyyəti təşvişin astanasında olan zaman, ölkədə ətraflı şəkildə böhranın, birja maniyalarının və dünya tarixi ərzində ən böyük spekulyativ və manipulyativ proseslərin səbəbləri, mərhələləri və nəticələrinin ən xırdalıqlarını belə ətraflı şəkildə nəzərdən keçirir. Bu əsər dünya “işgüzar ədəbiyyat” siyahılarına daxil olaraq və eyni zamanda vaxtında zamanın tələbi olan bir klassika kimi təsnifatlaşdırılmışdır. “Financial Times” qəzeti bu kitabı investisiya mövzusunda dünyanın ən yaxşı kitablarından biri hesab edir. Bu kitabı oxuduqdan sonra siz maliyyə bazarlarının digər qaranlıq və maraqlı məqamlarının şahidi olacaqsınız.

Kitab, “Tülpan maniyası”, “maliyyə piramida”ları, Böyük Depressiya, qızıl standartının süqutu, Yaponiya və Skandinaviya ölkələrinin daşınmaz əmlak bazarlarındakı böhranlar, 1998-ci ildə Rusiyada baş vermiş iflas kimi, digər vacib və rəngarəng məsələlərin siyahısını özündə ehtiva edir.

Bu, məhz böyük maraqla və təkrarən oxunası kitab olmaqla yanaşı, hər bir ciddi investorun stolüstü kitabı olmalıdır.

© “İqtisad Universiteti”- 2010

Mündəricat

Elmi redaktorun ön sözü	
Müqəddimə	
1. Maliyyə böhranı: qibtəediləcək sabitlik	
Ajiotajlar və kredit.....	
Siyasi aspektlər.....	
Tarix: fəsilbəfəsil.....	
2. Səciyyəvi böhranların anatomiyası.....	
Tarix iqtisadiyyata qarşı.....	
Model.....	
Beynəlxalq genişlənmə.....	
Minsk modelinin əsaslandırılması.....	
Müasir dövrdə Minski modelnin münasibliyi.....	
3. Spekulyativ ajiotaj.....	
Bazarların rasionallığı.....	
Şəxsiyyətin rasionallığı və bazarın irrasionallığı.....	
Təkanlar.....	
Spekulyasiya obyektləri.....	
Spekulyasiya temperamentinin milli xüsusiyyətləri.. ..	
4. “Yanğının üzərinə yanğın əlavə edilməsi”: kreditin genişlənməsi.....	
Pul məktəbi Bank məktəbinə qarşı.....	
Borcun keyfiyyəti.....	
Veksellər.....	
Onkol borclar.....	
Qızıl mübadiləsi standartı.....	
Kreditin qeyri-stabilliyi və Böyük Depressiya.....	

5. Böhranlı mərhələ.....	
Ümidlərin dəyişməsi.....	
Xəbərdarlıq.....	
Maliyyə fəlakəti.....	
Maliyyə təhlükəsi nə qədər çəkir?.....	
Böhranın buraxılma mexanizmi.....	
Çaxnaşma və süqut.....	
6. Eyforiya və iqtisadi bumlar.....	
“Tülpan maniyası”	
Səhmlər və daşınmaz əmlak bazarları.....	
Pul siyasəti. Xammal və aktivlərin qiyməti.....	
7. “Qlobal infeksiya”.....	
Böhrana görə günahın bölüşdürülməsi.....	
Keçici mexanizmlər.....	
Xarab olmuş qəpiklərin böhranı.....	
Missisipi və Cənub dənizi şirkətlərinin “köpükləri”	
1763-1819.....	
1825-1896.....	
1907.....	
1929- cu il böhranının qlobal təsirləri.....	
Şərqi Asiya böhranı yoluxması.....	
8. Qiymət “köpüklər”in epidemiyası: Banqokdan keçməklə Tokiodan Nyu-Yorka.....	
Tokio və Osakada qiymət “köpüyü”	
Yaponiyada qiymət “köpüyünün” əmələ gəlmə tarixinin müəyyənləşdirilməsi.....	
Yaponiya qiymət “köpüyü” nəyə görə və nə vaxt partladı.....	
Şərqi Asiya iqtisadi möcüzəsi və Asiyanın maliyyə böhranı.....	
Səmərəli və qyeri-səmərəli bolluq.....	
Əziyyətsiz pullar və “qiymət köpükləri”	

9. Fırıldaqcılıq, hiylələr və kredit tsikli.....

Fırıldaqlar və bumlar.....
“Köpüklər” və yalanlar.....
Vicdanlı oyunçular.....
Satqın mətbuatı.....
Şübhəli üsullar.....
1920-ci və 1990-cı illər
Bank tamahkarlığı.....
1920-ci və 1990-cı illərin günahlarının əvəzi.....

10. Təsirlənmə siyasəti: Yangına imkan vermək və ya hakimiyyət tətbiq etmək?.....

Müdaxilə etməmə siyasəti.....
Ədalətə çağırış və təsirin digər nəsihətverici tədbirləri.....
Vaxtın uzadılması.....
Tam “dondurulma” və bank tətilləri.....
Hesablama palatasının sertifikatları.....
Bankların əməkdaşlıqları.....
1828-ci il Elzas böhranı
1857-ci il Hamburq böhranı.....
Öhdəliklərin zamanətli təminatı: Bering Qardaşları bankının böhranı.....
Əmanətlərin sığortası.....
Xəzinə vekselləri.....
Bank tənzimlənməsi və nəzarəti.....
Müvəffəqiyyətin ziqzaqı.....

11. Son mərhələnin daxili kreditörü.....

Anlayışın əmələ gəlməsi.....
Kim son kredit instançiyası hesab edilir?.....
Kimə və nə məqsədlə?.....
Nə vaxt və nə qədər?.....

12. Son mərhələnin beynəlxalq kreditoru.....	
Beynəlxalq böhranların tarixi icmalı.....	
Dünya Maliyyə Mərkəzi adı uğrunda mübarizədə London Parisə qarşı	
Birinci Dünya müharibəsindən sonra son kredit mərhələsi.....	
Bredton-Vuds və beynəlxalq pul-kredit müqavilələri.....	
Borc alanlara qarşı iqtisadi tələblər.....	
Meksika böhranı.....	
Şərqi Asiya böhranı.....	
Birləşmiş Ştatlar və dollar.....	
 Əlavə. Maliyyə böhranlarının yekun cədvəli -1618-1998-ci illər.....	
Qeydlər.....	

ELMİ REDAKTORUN ÖN SÖZÜ

Sizin, hal-hazırda əlinizdə tutduğunuz bu kitabın heç bir xüsusi reklama ehtiyacı yoxdur. Təəssüflə qeyd etmək lazımdır ki, bu kitabın dəyərliliyinin ən bariz sübutu bizim də şahidi olduğumuz və o cümlədən, yaşadığımız dərin maliyyə böhranı olmuşdur. Bu kitab təkcə fakt və hadisələrin təsvirini özündə ehtiva etmir, kitab həmçinin, oxucuya dərin və eyni zamanda asan şəkildə bəşər tarixi boyunca yaranmış bütün maliyyə böhranlarının səbəb və nəticələrinin analizini anlamağa imkan yaradır. Müəllif bizim üçün iki xəbər hazırlamışdır. Birincisi, pis xəbər odur ki, praktiki olaraq böhrandan yayınmaq mümkünsüz bir haldır. İkincisi isə yaxşı xəbərdir. Belə ki, böhranın əlamətlərini və anatomiya-sını araşdırsaq və öyrənməklə, nəinki, böhrana qarşı tam hazır olmaq olar və həmçinin, bu cür şəraitində maliyyə nöqtəyi-nəzərindən də yararlanmaq mümkündür.

Tamahkarlıq və qorxu, maliyyə bazarlarının əsas iki hərəkətverici qüvvəsidir. Tamahkarlıq və maraq, bazar iştirakçılarını müəyyən ölçü meyarlarını və lazım olan vaxt daha çox gəlir əldə etməyə imkan verən anda risklərin ölçülməsi qabiliyyətini itirməyə vadar edir. Müəyyən nailiyyət əldə etmək üçün istifadə edilən alətlər o qədər vacib deyil. Müxtəlif dövrlərdə bunlara “zibil istiqrazları”, dotkomların səhmləri və yaxud indiki halda, ipoteka qiymətli kağızları daxil idi.

Maliyyə həvəskarlarının yüksək gəlir əldə etmə fantaziyaları sərhədsizdir. Tərəzinin digər tərəfində isə iştirakçıların daha dəqiq professional spekulyantların öz pullarını və ya işini itirmək qorxusu dayanır. Problem ondan ibarətdir ki, bu iki vacib amil bir-birinin tamamlayıcısı kimi görünə bilər, amma heç də həmişə bazar bu cür bir-biri ilə bərabər balans şəklinə nail olar bilmir. Şübhəsiz, bir çox hallarda, tamahkarlıq üstün gəlir ki, bu da öz növbəsində spekulativ amillərin daha da inkişafına və bumun şişməsinə və nəticədə ev təsərrüfatlarının maliyyə nəticələrinə təsir etməsinə gətirib çıxarır. Bu halda, tamahkarlıq və maraq ayaq altında tapdalanmış kimi aşkar olunur. Bu proses uzun müddət davam edə bilər və həmçinin, yüksələn “spiral şəklini” də ala bilər. Nəticə etibarilə, real və mümkün maliyyə “piramida”larının yaranmasına gətirib çıxara bilər. Lakin, zaman keçdikcə yavaş yüksəlmə və istiqamətlənmiş sürət,

qaçılmaz şəkildə törəmə iştirakçılarının yeni riskli gəlirinin pik nöqtəsinə çatır. Həmin risk və mövcud imkanlardan istifadə etməmək və eyni zamanda bazarın artımı prosesindən toplanmış gəlirinin itirilməməsi istəyi özünü biruzə verir.

Bu zaman “görünməmiş səxavətlik atraksionunun” əksər iştirakçıları bazardan çıxış yolu axtarmağa başlayırlar. Bunun əsas səbəbi, iştirakçıların elə təhlükənin birinci əlamətlərini hiss edən kimi oyundan çıxmaq və mövcud gəliri özləri ilə aparmağa üstünlük vermələridir. Bu cür narahatlığın genişlənməsi ona işarədir ki, “ildırımın çaxması” özünü çox gözlətməyəcəkdir. Kiçik qılgıncılar və həmçinin həmin qılgıncılar haqqında kiçik əlamətlər belə, maliyyə sistemində ilkin problemlərin yaranmasına gətirib çıxarır. Kitabda müəllif qeyd edir ki, yalnız bir neçə hallarda maliyyə sistemindəki təşvişlər ciddi iflasa uğramamışdır. Bir qayda olaraq, ələcsiz maliyyə hökmranlığının “maliyyə sunamisi” qarşısında artırılmasını özündə ehtiva edən tamahkarlıq, son olaraq ağır nəticələrə gətirib çıxarır.

Maliyyə böhranlarının mütəmadi baş verməsi sübut edir ki, bu hadisə qarşısıalınmaz fəlakətlərlə bir oxşarlıq təşkil edir. Bələ ki, bu kimi böhranları qabaqcadan proqnoz etmək olar, lakin onların tam qarşısını almaq olduqca çətin məsələdir. Bu səbəbdən, investor və spekulyatorlar bir çox hallarda bir-birinin ardınca eyni bir əsasın üzərinə gəlmiş olurlar. Görünür, hər bir böhrandan sonra intensiv zənginləşmə dövrü, bir çox insanlara keçmişin dərslərini unutmağa vadar edir və ya sadələvcəsinə keçmiş dövr ərzində dünyanın əhəmiyyətli dərəcədə dəyişilməsini və artıq indiki halda bunun əbədi davam edəcəyini zənn edirlər.

Bu kitab diqqətli oxucuya, soyuqqanlılığı qorumaqla bazar bumu şəraitindən yararlanmağa, öncədən yarana biləcək maneə və təşvişlərin əlamətlərini öncədən tanımağa və nəticə etibarilə ümumi təşviş və böhran dövründə, cəlb edilən aktivlər aşağı qiymətə satıldığı zaman öncədən toplanmış gəliri riskli aktivlərdən çıxarmağı və aktivləri risklərdən yayındırmağı öyrədəcəkdir.

Viktor İlin, məşhur: “Necə kapitalist olmalı?!”, “İnşayder, birja trilleri”, “İnternet-Ticarət” bestsellerin müəllifi

MÜQƏDDİMƏ

Çarli Kindlberqer (bundan sonra ÇK) heyrətamiz bir yoldaş olmuşdur: xeyirxah, nüfuzetmə qabiliyyəti olan, hər şeyi öyrənməyə çalışan, güclü xarakterli və ən əsası çox aktiv və çalışqan bir insandır. Bütün bu qeyd olunan xüsusiyyətlər onun “Dünya maliyyə böhranları: İflas, təşviş və maniyalar” adlı bu kitabında öz əksini tapmışdır.

Mən belə fikirləşirəm ki, ÇK öz kitabı üzərində olduqca səylə çalışmışdır və onun bu əməyini müxtəlif və maraqlı nümunələrin izlənməsi və araşdırılması ilə məşğul olan, “Darvinin işi” ilə müqayisə etmək belə mümkündür. Bundan başqa, iflas, təşviş və böhranlar böcəklər, quşlar və həşəratlara nisbətən daha çox üstünlüyə malik idi. Çünki onlar müasirlərinin bəzən düşünülmüş, bəzən isə boş-boş söz yığını olan qeyd və əlavə şərhləri ilə müşayət olunurdular. Bütün bunlar tarix iqtisadçısı olan Çarli Kindlberqerin stilinə uyğu idi, çünki o, əksər hallarda, layiqli və maraqlı faktların öyrənilməsi və öncədən sistemləşdirilmiş bir sxemdə tərtib etməsi üçün daima çalışırdı.

Əlbəttə də ki, o iqtisadçı olduğu üçün və öz biliyi və təcrübəsinə uyğun olaraq, o bütün qeyd olunanların səbəb və nəticələrini, qanunauyğunluq və nümunələrini aşkar eləmişdir. Bu halda belə, ilk baxışdan hadisələrin aldadıcı məntiqsizliyi nəzərə çarpır. Onların hər birini ayrı-ayrılıqda öyrənmək maraqsız olardı. Bütün bu kimi hadisələr ÇK-yə bu səbəbdən maraqlı olması, məhz maliyyə bazarlarındakı iştirakçılar arasındakı proses və hadisələri qarşılıqlı və əlaqəli şəkildə öyrənilməsi prosesi maraq doğurmuşdur. Maliyyə bazarlarında bumların baş verməsi, təşviş və iflasların meydana gəlməsi, maliyyə institutlarının fəaliyyətlərinin səviyyəindən birbaşa asılıdır.

MALİYYƏ BÖHRANI: QİBTƏEDİLƏCƏK SABİTLİK

Ötən əsrin 70-ci illərinin ilk əvvəlindən başlayaraq mal, valyuta, daşınmaz əmlakın və qiymətli kağızların qiymətlərinin qeyri-stabilliyi cəhətdən, eləcə də maliyyə böhranlarının baş vermə tezliyi və kəskinliyi baxımından ötən illəri presedentsiz adlandırmaq olar. 1980-ci illərin ikinci yarısında Yaponiyanın daşınmaz əmlak və qiymətli kağızlar bazarında nəhəng qiymət “qovluğu” yaranmışdı. Həmin zaman kəsiyi dövründə Finlandiya, Norveç və İsveçdə daşınmaz əmlak və aksiyaların qiyməti hətta Yaponiyadakından daha yüksək temple yüksəlirdi. 1990-cı illərin əvvəlində daşınmaz əmlak və qiymətli kağızların qiymət artımı dalğası Tailand, Malayziya, İndoneziya və Yaxın Asiya ölkələrinin üstünü aldı. Belə ki, 1993-cü ildə bu ölkələrdə aksiyaların qiymətləri 100%-dən də artıq yüksəldi. 1990-cı illərin ikinci yarısında ABŞ-ın fond bazarlarının da aqibəti belə oldu; internet-kompaniya (“dot-komlar”) və yüksək texnologiyalar sferasında işləyən digər kompaniyaların səhmlərinin qiymətləri daha yüksək səviyyəyə qalxmışdı.

Belə yüksəliş əsassız, özünü doğrultmayan qiymət və pul axını dəyişikliklərini nəzərdə tutur ki, bu da nəticədə həmişə qiymət “qovluğunun” partlamasına gətirib çıxarır. Yaponiyada qiymət “qovluğunun” partlaması bankların və digər maliyyə institutlarının əhəmiyyətli hissəsinin iflasına, eləcə də iqtisadi inkişafın on ildən artıq müddətə ləngiməsinə, Tailanddakı analoji hadisələr “domino effekti” yaradaraq bütün regionda səhmlərin qiymətlərinin kəskin düşməsinə gətirib çıxardı. Bu hadisələr zəncirində istisna kimi ABŞ-dakı 2000-ci ildə baş vermiş hadisəni göstərmək olar. O zaman “qovluğun” partlayışından sonra səhmlərin qiymət düşümü bir neçə il davam etmiş, lakin 2001-ci ilin iqtisadi resessiya əhəmiyyətli olmamışdı.

Bu dövrdə valyuta kurslarında baş verən dəyişikliklər bəzən ekstremal miqyaslar alırdı. 1970-ci illərin əvvəlində üstünlük təşkil edən bazar nəzəriyyəsinin mahiyyəti ondan ibarət idi ki, ABŞ dollarının kursu 10-12% düşə bilər və bununla da Almaniya və Yaponiyada analoji göstərici dəyişikliyi ilə müqayisədə ABŞ-da bir neçə əvvəlki ilin daha

böyük inflyasiyaya dərəcəsini kompensasiya edə bilər. 1971-ci ildə ABS-da bu ölkədə 1934-cü ildə qəbul olunmuş unsiyaya görə 35\$ qızıl standartı ləğv edildi. Növbəti bir neçə il ərzində paritet iki dəfə cüzi dərəcədə dəyişmişdi, lakin ABŞ xəzinəsi artıq qızılı nə almırdı, nə də satmırdı. 1972-ci ildə Simpson sazişini bağlamaqla mübadilə kurslarına Bretton-Vuds süni yardım sisteminin modifikasiyalı versiyasını saxlamaq cəhdi edilmişdi. Lakin bu cəhd müvəffəqiyyət qazanmadı və 1973-cü ildə üzən valyuta kurslarına keçid baş verdi. 1970-ci illərin əvvəlində Amerika dolları alman markası və yapon yeninə nəzərən öz dəyərinin yarısını itirmiş oldu. 1980-cı illərin əvvəlində ABŞ-da dolların dəyəri əhəmiyyətli dərəcədə yüksəlsə də, lakin 70-ci illərin ilkin səviyyəsinə heç də çatmadı. 1980-cı illərin əvvəlində güclü valyuta böhranı Meksika pesosu, Braziliya kruzeyrosu, Argentina pesosuna və digər inkişaf etməkdə olan ölkələrin valyutalarına da təsirini göstərdi. 1992-ci ilin son altı ayında Finlandiya markası, İsveç kronu, Britaniya funt sterlinqi, İtaliya lirəsi və İspaniya peseti devalvasiyaya məruz qalır. Bu valyutaların əksəriyyəti alman markası ilə müqayisədə 30%-dən çox qiymətdən düşür. 1994-cü ilin sonu 1995-ci ilin əvvəli Meksikada prezident seçkiləri zamanı Meksika pesosu ABŞ dollarına nəzərən öz qiymətinin yarıdan çoxunu itirmiş oldu. 1997-ci ilin Asiya yay və payız maliyyə böhranı əksər Asiya valyutalarının – tay batası, Malayziya rinqqitası, İndoneziya rupisi və Cənubi Koreya vonunun qiymətdən düşməsinə gətirib çıxardı.

Bu valyutalar üçün bazar mübadilə kursunun dəyişiklikləri həmişə ayrı-ayrı ölkələrdə inflyasiyanın milli dərəcə fərqləri ilə izah oluna biləcəyindən xeyli çox olub. Milli valyutaların enib-qalxma amplitudası istənilən əvvəlki dövrdə olduğuna nəzərən daha intensiv, həm də daha əhəmiyyətli idi.

Eləcə də bu dövrdə bəzi malların qiymət dəyişiklikləri təsəvvürü heyrləndirirdi. 1970-ci illərdə qızılın unsiyası ABŞ dolları ilə 40\$ olduğu halda, onilliyin sonunda isə demək olar ki, unsiya artıq 1000\$ idi. Lakin 1980-cı illərin sonuna qiymət 450\$-a düşmüş, 1990-cı illərin sonunda isə 283\$ təşkil edirdi. 1970-ci illərin əvvəlindən sonuna qədər neftin barrelinin qiyməti 2,50 \$-dan 40 \$-a qədər artmışdı. 1980-cı illərin ortasına neftin barrelinin qiyməti 12 \$-a qədər düşür, lakin onilliyin

sonuna İraqın Küveytə təcavüzündən sonra barrelə görə 40 \$ qiymətinə qayıdır.

1980-cı illər ərzində və 1990-cı illərin əvvəlində kredit təşkilatları arasında bankrotluq halları əvvəlki onilliklələ müqayisədə xeyli çox idi. Onlardan bəziləri yalnız ayrı-ayrı ölkələrə toxunmuşdu, məsələn, Nyu-Yorkdakı *Franklin National Bank* və *Kölnəki Herstatt AG*. Bu banklar böyük itkilər vermiş və valyuta risklərinə münasibətdə lazımınca düşünlməmiş siyasət yeritdiklərinə görə bazarı tərk etməyə məcbur olmuşdular. Kredit əməliyyatlarının özünün fəaliyyət həcmi artırmaq məqsədilə əsaslandırılmadan artırılması nəticəsində Fransanın ən iri banklarından olub dövlətə mənsub olan *Credit Lyonnais* öz müflisliyini elan etməyə məcbur olmuşdu. Bu bankın vaxtı ötürülmüş borcları fransız vergi verənlərinə 300 mlrd. \$-dan baha başa gəldi. 1980-cı illərdə Amerikanın 3000 əmanət və kredit assosiasiyası və digər qeyri-bank təşkilatının fəaliyyəti bankrotluqla bitdi. Nəticədə Amerika vergiverənlərinin itkiləri 100 mlrd. dollardan artıq olmuşdu.

1980-1990-cı illərdə kredit təşkilatları arasında bankrotluqların əksəriyyəti sistem xarakteri daşıyırdı və onlar demək olar ki, ölkənin bütün bank və maliyyə institutlarına təsir etmişdi. Yaponiyanın daşınmaz əmlak və səhmlər bazarında “qovuş” partlayanda, yapon bankları onların kapitalını dəfələrlə üstələyən itkilər verdi ki, bu da həmin bankların dövlət idarəsi altına keçməsinə səbəb oldu. Analoji olaraq, Meksika və digər inkişaf etməkdə olan ölkələrin valyutalarının 1980-ci illərin əvvəlində kəskin qiymətdən düşmə şəraitində bu qrupa daxil olan ölkələrin əksər bankları bankrot olur. Yaranmış şəraitin əsas səbəbləri kimi ikisini göstərmək olar: birincisi, vaxtı ötmüş kredit borclarının artımı və ikincisi, daxili borc alanların valyutanın yenidən qiymətləndirilməsi nəticəsində yaranan ziyanlar. 1990-cı illərin əvvəlində Finlandiya, Norveç və İsveçdə daşınmaz əmlak və səhmlər bazarında qiymət “qovuşu” partladıqdan sonra faktiki olaraq bu ölkələrin bütün bankları bankrot oldular. Müxtəlif ölkələrdə hökumətə məxsus bir çox banklar ödənilməmiş kreditlər üzrə böyük itkilərə məruz qaldılar və əgər dövlət iqtisadiyyat sektorunun tərkib hissəsi olmasaydılar, bankrot ola bilərdilər. Mahiyyətə, bütün Meksika bankları 1994-cü ilin sonunda pesonun kursu kəskin aşağı düşəndə, iflasa uğradır. Tailand, Malayziya, Cənubi Koreya və bir neçə digər Asiya

ölkəsinin əksər bankları 1997-ci ilin ortalarında baş vermiş maliyyə böhranından sonra iflasa uğradılar. Yalnız Honkonq və Sinqapurun bankları istisna oldu.

Bu maliyyə böhranları və kredit təşkilatlarının iflası əsassız şişirdilmiş qiymətlərin kəskin düşməsi və ya milli valyuta kurslarının düşməsi nəticəsidir. Bəzi hallarda valyuta bazarının böhranı bank böhranına, digər hallarda hər şey əks ardıcılıqla baş verirdi. Bank böhranlarının bir neçə nöqtəyi-nəzərdən qiyməti çox yüksək idi: birincisi, banklara dəyən ziyanın və ölkənin ümumi daxili məhsulu və ya hökumət xərclərinin payına olan nisbətindən çıxış edərək, ikincisi, bu böhranlar iqtisadi inkişaf səviyyəsinin aşağı düşməsinə səbəb olublar. Tokio və ya Osakada mərkəzi ofisləri olan bankların çəkdiyi ziyan yapon vergi ödəyicilərinin üzərinə ağır yük kimi çökmüş və ölkə ümumi daxili məhsulunun 25%-ni təşkil etmişdi. Argentina banklarına dəyən ziyan daha böyük olub, ölkə daxili məhsulunun 50%-dən çox hissəsini təşkil etmişdi. Bu itkilər Amerika banklarına 1930-cu illərin Böyük Depressiyası zamanı dəyən ziyandan xeyli böyük olmuşdur.

Bank iflaslarını üç dalğaya ayırmaq olar: onlardan birincisi 1980-ci illərin əvvəlində, ikinci və üçüncüsü isə müvafiq olaraq - 1990-cı illərin birinci və ikinci yarısında baş verib. Kredit təşkilatlarının müvəffəqiyyətsizlikləri, mübadilə kursunun əhəmiyyətli “tərəddüdləri” və aktivlərin qiymət “qovuşqları” – bütün bunlar iqtisadi mühitdə tez bir zamanda baş verən dəyişikliklərin nəticəsidir. 1970-ci illər inflyasiya proseslərinin sürətlənməsi və ABŞ-da dinc şəraitdə istehlak qiymətlərinin ən böyük yüksəlişi ilə əlamətdardır. İlk növbədə qızılın bazar qiyməti yüksəlmiş, belə ki, bəzi investorlar qiymətləri proqnozlaşdırarkən qızıl – inflyasiyadan ən yaxşı müdafiədir“ stereotipini rəhbər tuturdular. O zaman ABŞ-da qızılın qiymət artımı başqa qiymətlərin artımını bir çox dəfə üstələmişdi. 1970-ci illər ərzində investorlar qızıl alırdılar, çünki qızılın qiyməti artırdı; çünki investorlar onu alırdı. Həmin dövrdə Texaslı Xant qardaşları gümüş bazarını ələ keçirmək cəhdini etdilər, bundan sonra gümüşün qiymət artımı qızılın qiymət artımını üstələmiş oldu.

1970-ci illərin sonunda demək olar ki, bütün analitiklər belə fikri dəstəkləyirdilər ki, inflyasiyanın artım tempi ABŞ-da və bütün dünyada yüksələcək. Onlardan bəziləri, qızılın unsiyasının qiymətinin 2500\$ qədər

yüksələcəyini proqnozlaşdırırdılar. Neft sahəsi üçün edilən proqnozlara görə neftin barrelinin qiyməti 80-90\$ həddində olmalı idi. Eyni zamanda ehtimal olunurdu ki, bir unsiya qızılın qiyməti 12 barrel neftin qiymətinə bərabər olacaq.

1970-ci illərdə istiqraz vərəqələri və səhmlərin qiymət amplitudası əvvəlki bir neçə onilliyə nəzərən daha əhəmiyyətli dərəcədə olmuşdur, lakin bu qiymətli kağızlar üzrə real gəlir mənfi idi. Müqayisə üçün: 1990-cı illərdə istiqraz kağızları və səhmlər üzrə real gəlir ildə 15% təşkil edib.

Meksika, Braziliya, Argentina və digər inkişaf etməkdə olan ölkələrin ümumi xarici borcu 1972-ci ildəki 125 mlrd. \$-dan 1982-ci ildə 800 mlrd. \$-a qədər yüksəlmişdi. Nyu-York, Çikaqo, Los-Anceles, London, Tokioda yerləşən bankların əksəriyyəti hökumətə və 10 il ərzində dövlətin mülkiyyətində olub 30% illik artımı olan kompaniyalara verilən kreditlərin həcmi artırırırdılar. Hökumətin iflası uğramayacağı fikri geniş yayılmış fikirlərdən idi. Bu müddət ərzində borc alanlar kreditlər üzrə faizlərin vaxtlı-vaxtında ödənilməsində qıptə ediləcək xüsusi dəqiqlik nümayiş etdirirdilər, lakin bunun üçün lazım olan pulu yeni götürülən borclar hesabına əldə edirdilər.

1979-cu ilin payızında Federal Ehtiyat Sistemi (FES) öz pul siyasətini sərtləşdirdi, nəticədə qiymətli kağızlar üzrə faiz dərəcələri sürətlə yuxarı qalxdı. 1980-cı ilin yanvarında qızılın qiyməti pik nöqtəsinə çatdı, gözlənilən inflyasiya baş tutmadı. Bundan sonra bütün dünyada işgüzar fəallıq aşağı endi. 1982-ci ildə Meksika pesosu, Braziliya kruzeyrosu, Argentina pesosu və inkişaf etməkdə olan digər ölkələrin valyutaları kəskin şəkildə qiymətdən düşür, bu ölkələrdə səhmlərin qiymətləri çökür, bankların əksəriyyəti isə vaxtı ötürülmüş kredit borclarının gətirdiyi itkilər nəticəsində müflisləşirdilər.

1980-cı ildə Yaponiyada daşınmaz əmlak və səhmlərin qiymətlərinin kəskin artması iqtisadi yüksəlişlə assosiasiya edilirdi. "Yaponiya bir lider kimi: Amerika üçün ibrət dərsi" [1] kitabı həmin illərin bestselleri idi. Mərkəzi ofisləri Tokio və Osakada olan banklar öz depozit, kredit və kapitallarını ABŞ, Almaniya və digər Avropa ölkələrinin banklarına nisbətən daha sürətli tempiylə artırırırdılar. Bir qayda olaraq, dünyanın ən iri kredit təşkilatları onluğunun yeddi və ya səkkiz bankı yapon mənşəli idi. Sonralar, 1990-cı illərin əvvəlində daşınmaz əmlak və səhmlərin süni

olaraq yüksəldilmiş qiymətləri kəskin aşağı düşdü. Sonrakı bir neçə il ərzində Yaponiyanın aparıcı bank və maliyyə institutlarından bir çoxu borclarını ödəmə iqtidarını itirərək müflis oldular. Lakin onlar özlərini bazarda saxlaya bildilər. Əhali əmin idi ki, banklar bankrot olsalar da, hökumət əmanətçilərə dəyən ziyanı kompensasiya edəcək. Baxmayaraq ki, bu barədə rəsmi bəyanatlar edilməmişdi.

Eyni zamanda üç şimal ölkəsi – Finlandiya, Norveç, İsveç əmlaka qiymətlər “qovuğunun” yapon variantını olduğu kimi təkrar etdilər. Daşınmaz əmlak və qiymətli kağızlar bazarında 1980-ci illərin ikinci yarısındakı qiymət yüksəlişi maliyyə liberallaşması ilə assosiasiya edilirdi, bundan sonra da həmçinin kəskin qiymət düşümü və kredit təşkilatlarının iflası baş verir.

1990-cı illərin əvvəlində Meksika, azad ticarət haqqında Şimali Amerika Sazişinə qoşulmağa hazırlaşarkən əhəmiyyətli iqtisadi nailiyyətlər əldə etmiş olur. Meksika bankı pul kütləsinin sıxılması siyasətini rəhbər tutmaq qərarına gəlir ki, bunun da nəticəsində 4 il ərzində inflyasiyanın səviyyəsi 140%-dən 10%-ə qədər düşür. Bundan başqa, bu müddət ərzində bir neçə yüz dövlət kompaniyası özəlləşdirilir və biznesi tənzimləyən qanunvericiliyin liberallaşdırılması həyata keçirilir. Dövlət qiymətli kağızları üzrə faiz ödənişlərinin yüksək səviyyəsi və sanayeyə qoyulmuş investisiyaların gəlir gətirməsi hesabına ölkəyə xarici kapital axını durmadan artırdı. Meksika ucuz işçi qüvvəsi və aşağı sərfiyyat bazası olan ölkə kimi qiymətləndirilirdi ki, bu da burada ABŞ və Kanadanın bazarlarında realizə etmək üçün sərfəli avtomobil, paltaryuyan maşın və digər malların istehsal obyektlərini açmağa imkan verirdi. Xarici kapitalın ölkəyə əhəmiyyətli axını pesonun qiymət artımına gətirdi, ölkənin ticarət defisiti ÜDM-un 7%-i həcminə çatır, xarici borc isə ÜDM-in 60%-ni təşkil edir. Ölkənin durmadan artan xarici borc üzrə faiz ödənişləri qoyulan yeni investisiyalar hesabına həyata keçirilirdi. Lakin sonra bir sıra siyasi insidentlər, əsasən prezident seçkiləri və 1994-cü ilin keçid dövrü ilə əlaqədar xarici investisiya axını kəskin düşür, hökumət artıq pesonun kursunu valyuta bazarında qoruyub saxlaya bilmir və onun qiyməti bir neçə ay ərzində iki dəfədən də artıq enir və pesonunu qiymətdən düşməsi yenə də kreditlər üzrə ciddi itkilərə gətirib çıxarır.

Meksika bankları isə əvvəlki bir neçə il ərzində özəlləşdirilmələrinə baxmayaraq müflisləşirlər.

1990-cı illərin ortasında Banqkokda, Kuala-Lumpurda və İndoneziyada səhmlərin və daşınmaz əmlakın əsaslandırılmamış qiymət artımı baş verir. Bu “iqtisadi əjdahalar” sanki əvvəlki nəslin “Asiya pələnglərinin”: Tayvan, Cənubi Koreya, Honkonq və Sinqapurun müvəffəqiyyətlərini təkrar edirdilər. Yaponiya, Avropa və Amerika kompaniyaları az sərfiyyatlı əmtəə tədarükü mənbəyi kimi bura kütləvi investisiyalar qoymağa başlayırlar. Bu bir çox məqamlarda Amerika kompaniyalarının Meksika iqtisadiyyatına Şimalı Amerika bazarının əmtəə tədarükçüsü qismində investisiyalar qoyması ilə analogiya təşkil edirdi. Avropa və Yaponiya bankları bu ölkələrə verilən istiqrazların həcmi kəskin artırır. 1996-cı ilin payız və qışında Tailandın daxili kreditorları yerli yersiz kredit verdiklərindən, daxili borclar üzrə əhəmiyyətli itkilərlə qarşılaşdılar. Xarici kreditorlar tay kompaniyalarının qiymətli kağızlarının alınmasını kəskin azaldı. Sonra isə əvvəllər Meksika Bankı kimi Tailand Bankın da millı valyutanın mübadilə kursunu dəstəkləmək üçün kifayət qədər ehtiyatları olmadı. 1997-ci ilin iyulunda Tailand batının kəskin qiymətdən düşməsi kapitalın digər Asiya ölkələrindən geriye axmasına gətirib çıxardı və müvafiq valyutaların qiymətləri 30%-dən çox aşağı düşdü. Yalnız Honkonq dolları və Çin yuanı müstəsna oldular ki, onlar da bütövlükdə Amerika dollarına möhkəm bağlılıqlarını qoruyub saxlaya bildilər. İndoneziya rupisi öz dəyərinin 80%-ni itirdi. Bu regionun, Honkonq və Sinqapuru çıxmaqla, əksər bank aktivləri reallığının istənilən məntiqi üsulla qiymətləndirilməsi şəraitində bankrot ola bilərdilər. Böhran Asiya regionu ilə məhdudlaşmadı. Onun təsiri altına düşən Rusiyada 1998-ci ilin yayında rublun kəskin düşməsi və milli bank sisteminin kollapsı baş verdi. Bundan sonra investorlar daha ehtiyatla hərəkət etməyə başladılar. Onlar riskli qiymətli kağızları satıb, vəsaiti ABŞ hökumətinin istiqrazlarına qoydular. Bu iki qiymətli kağızlar qrupu üzrə faiz stavkaları arasında nisbətə pozulması nəticəsində Long-Term Capital Management – nəhəng Amerika xədc fondu iflasa uğradı.

Son 30 ildə maliyyə iflaslarının nəhəng miqyası qismən onunla bağlıdır ki, bir tərəfdən dünya maliyyə sisteminə yeni fəal iştirakçılar daxil olub və digər tərəfdən informasiya yığıcı daha mükəmməl

olmuşdur. Ayrı-ayrı dövrlər üçün müqayisəli məlumatların çatışmamasına baxmayaraq, son 30 ildə maliyyə uğursuzluqlarının əvvəllər heç bir vaxt görünməyən daha geniş və əhatəedici xarakter almasına dəlalət edən danılmaz sübutlar vardır.

1990-cı illərdə NASDAQ səhm bazarında qiymət “qovluğu”

ABŞ-da səhmlər parakəndə satış bazarında və ya xüsusi təşkil olunmuş birjalarda, ilk növbədə Nyu-York Qiymətli Kağızlar (Fond) Birjasında, Amerika Qiymətli Kağızlar Birjasında və ya Boston, Çikaqo, Los-Anceles və ya San-Fransiskoda yerləşən regional birjalardan birində satılır. Adətən yeni yaranan kompaniyaların səhmləri birjadankənar bazarlarda satılır, sonra bu kompaniyaların əksəriyyəti Nyu-York Fond Birjasında listinqdən keçməyə çalışır, çünki bu səhmlərin qiymət artımına təkan olur və onların bazar imkanlarını genişləndirir. İnformasiya texnologiyaları sferasında fəaliyyət göstərən Microsoft, Cisco, Dell, Intel kimi bəzi kompaniyalar müstəsnaqlıq təşkil edir. Bu kompaniyalar Nyu-York Fond Birjasında listinq prosedurunu keçmədən, qiymətli kağızların birjadan kənar bazarda elektron hərracına üstünlük verdilər, çünki ənənvi hərrac metodları ilə müqayisədə bu metodu daha perspektiv hesab edirdilər.

1990-cı ildə NASDAQ-da hərraca qoyulan səhmlərin qiyməti Nyu-York Fond Birjasında dövriyyədə olan səhmlərin qiymətinin 11%-ni təşkil edirdi. 1995-ci ildə bu göstərici artıq 19%-ə, 2000-ci ildə isə 42%-ə bərabər idi. NASDAQ səhmlərinin orta illik qiymət artımı 1990-cı illərin birinci yarısı dövründə 30% və onilliyin son 4 ilində 46% təşkil etmişdi. Səhmləri NASDAQ-da hərraca qoyulan bəzi yeni kompaniyalar perspektivdə Intel və Microsoft kimi uğurlu və çiçəklənən ola bilərdilər və onların səhmlərinin sürətli qiymət artımı özünü doğrulda bilərdi. Əlbəttə ki, qiymətli kağızlarla əməliyyatları NASDAQ-da aparan bütün kompaniyaların Microsoft kimi nəticələr əldə etmək ehtimalı çox kiçikdir, çünki bu o demək olardı ki, ABŞ-ın ÜDM-də qazanc payı əvvəllər olduğundan iki və ya üç dəfə yüksəkdir.

1990-cı illərin ikinci yarısında Amerika kompaniyalarının səhmlərinə olan qiymət “qovluğu” ölkədəki iqtisadi yüksəlişlə bağlı idi. Bu dövrdə işsizliyin səviyyəsi kəskin aşağı düşdü, iqtisadi yüksəlişin və məhsul-

darlığın artım templəri yüksəldi. 2000-ci ildə ABŞ hökuməti 1990-cı ilin ən böyük maliyyə defisitindən sonra əvvəlki dövrlərlə müqayisədə ən yüksək profisit alır. Səhm qiymətlərinin artımına səbəb iqtisadiyyatın real sektorunun fəaliyyətinin yüksək göstəriciləri olmuşdur ki, bu da öz növbəsində ABŞ-da investisiya və istehlak xərclərinin artımına, iqtisadi inkişaf templərinin sürətlənməsinə və maliyyə gəlirlərinin yüksəlməsinə gətirib çıxardı. Amerika kompaniyalarının səhmlərini qiyməti 2000-ci ilin yazında düşməyə başladı. Son 3 ildə bu səhmlər bütövlükdə dəyərinin 40%-ni itirmişdi, bu zaman NASDAQ səhmlərinin qiyməti daha sürətlə düşərək, nəticədə 80% təşkil edir.

Bu kitabın ideyalarından biri bundan ibarətdir : 1980-cı illərin ikinci yarısında Yaponiyada daşınmaz əmlakın və səhmlərin qiymət artımı, 1990-cı illərin ortasında Banqkok və Yaxın Asiya ölkələrində analoji hadisələr, 1990-cı illərin ikinci yarısında Amerika kompaniyalarının səhmlərini qiymət artımı – bütün bu hadisələr bir-biri ilə qarşılıqlı əlaqədədir və sistem xarakteri daşıyır. Yaponiyada qiymət “qovuğunun” üfürülüb böyüdülməsi pul vəsaitinin bu ölkədən geri axıdılmasına gətirib çıxardı; bu vəsaitin bir hissəsi Tailand, Malayziya və İndoneziyada oturdu, digər hissəsi isə ABŞ iqtisadiyyatına investisiya edildi. İnvestisiya axınının artımı həmin investisiyaları qəbul edən ölkələrin milli valyutalarının qiymətinin artmasına, eləcə də daşınmaz əmlakın və bu ölkələrdə dövr edən səhmlərin qiymətinin artmasına gətirib çıxardı. Cənubi Asiya ölkələrində “qovuş” iflasla bitən zaman, kapitalın ABŞ-a yeni axın dalğası başlayır, çünki bu ölkələr öz xarici borclarının bir hissəsini ödəmiş olurlar. Bu zaman ABŞ dollarının valyuta bazarında qiyməti yüksəlir, ABŞ-ın illik ticarət defisiti 150 mlrd. dollar artaraq 500 mlrd. dollara çatdı.

Xaricdən pul vəsaiti axınının yüksəlməsi praktiki olaraq həmişə ölkədə dövriyyədə olan qiymətli kağızların qiymət artımına gətirib çıxarırdı, çünki bu qiymətli kağızları xarici investorlara satan yerli satıcılar gəlirin çox hissəsini daxili bazarda digər qiymətli kağızların alınmasına istifadə edirdilər. Bu sövdələr qiymətli kağızların qiymətinin kəsilməz artımı ilə müşayət olunur. Sanki onların xaricilərə satışından alınan vəsaitlər investorun birindən digərinə qiymət artımı ilə ötürülən “qaynar kartof” dur.

Ajiotajlar və kredit

Maliyyə böhranları haqqında kitabların nəşri kontr-dövri xarakter daşıyır. İlk dəfə bu mövzuda kitab axını 1930-cu ildə, 1920-ci illərin sonunun iqtisadi “qovuşundan”, onun ardınca gələn iflasdan sonra, Böyük Depressiya dövründə baş verib. Nisbətən çox da böyük olmayan miqdarda belə növ kitablar İkinci Dünya müharibəsindən sonrakı bir neçə onillikdə nəşr edilmişdir, əsasən ona görə ki, 1940 və 1960-cı illər arasındakı iqtisadi tənəzzül cüzi idi.

Bu kitabın ilk nəşri 1978-ci ildə, 1973-cü ildə Amerika kompaniyalarının səhmlərinin qiyməti 50%-dən artıq düşdükdən və 1974-cü ildə səhm bazarında 15 illik qiymət artımı dövrü başladıqdan sonra həyata keçirilib. Bazarın çökməsi və iqtisadiyyatın tənəzzülü bir sıra kompaniyaların bankrot olmasına gətirib çıxardı ki, onların sırasında *Penn-General* dəmir yolunu, bir neçə iri poladtökmə kampaniyasını və Uoll-çitridən olan çoxlu broker firmalarını göstərmək olar. Nyu-York vaxtı ötmüş istiqrazlara görə defolt həddində dayanmışdı və borcunu ödəyə bilməyən statusundan yalnız ştat hakimiyyətinin müdaxiləsindən sonra xilas olmuşdu.

Sizin əlinizdə tutduğunuz nəşr dünya maliyyə bazarlarında 30 coşqun ildən, tarixdə analoqu olmayan dövrdən sonra işıq üzü görüb. 1980-cı illərdə Yaponiyada daşınmaz əmlak və səhmlər ətrafında yer almış ajiotaj 1990-cı ildə iflasla sonuçlandı, həmin dövrdə analoji hadisələr Finlandiya və Norveçdə də baş verir. 1990-cı illərin ikinci yarısında səhmlərətrafi ajiotaj Amerikanı bürüdü və bundan sonra səhmlərin 40%-dən artıq qiymətdən düşməsi Enron, MCI WorldCom və “dotkom”ların iri səhm paketlərinin sahibləri tərəfindən iflas kimi qiymətləndirilir. Amerikanın 1920-ci və 1990-cı ildə Fond bazarlarındakı “qovuşqlar” arasında paralel çəkmək olar, eləcə də bu hadisələr və Yaponiyadakı 1980-ci il “qovuşu” arasında.

Ən iri maliyyə “qovuşları” onluğu

1. **1636-cı ildə** Niderlandda zanbaq soğanaqlarının qiymət “qovuşu”
2. **1720-ci il**, Cənub dənizləri Kompaniyasının səhmlərinin qiymət “qovuşu”
3. **1720-ci ildə** Missisipi Kompaniyasının səhmlərinin qiymət “qovuşu”
4. **1927-1929-cu illər** Fond bazarının qiymət “qovuşu”
5. 1970-ci illər Meksikaya və digər inkişaf etməkdə olan ölkələrə bank kreditləri dalğası
6. **1980-ci il** Yaponiya daşınmaz əmlak və səhmlər bazarında “qovuşu”
7. **1985-1989-cu illərdə** Finlandiya, Norveç və İsveç daşınmaz əmlak və səhm bazarlarında “qovuşu”
8. **1992-1997-ci illərdə** Tailand, Malayziya və İndoneziyanın daşınmaz əmlak və səhm bazarlarında “qovuşu”
9. **1990-1993-cü illərdə** Meksika iqtisadiyyatına xarici investisiyalar dalğası
10. ABŞ birjadankənar Fond bazarında “qovuşu”, **1995-2000-ci illər.**

Bu siyahıdakı ilk “qovuşu” XVII əsrdə Niderlandda olmuş və zanbaq soğanaqlarının, xüsusilə onların nadir növlərinin satışını əhatə etmişdi. İki sonrakı “qovuşu” Böyük Britaniya və Fransada, demək olar ki, eyni zamanda, Napoleon müharibələri qurtaran dövrdə baş verib. XIX əsrin I yarısının maliyyə əjiotajları və iflasları kanallar, dəmir yolları və s. kimi infrastruktur obyektlərinin tikintisinə uzunmüddətli kapital qoyuluşları və banklara kreditlərin vaxtında qaytarılmaması ilə bağlı olan problemlərlə ilə əlaqədar idi. Valyuta bazarlarında və bank sferasında 1920-ci ildən 1940-cı ilədək olan dövrdə böhranlar tez-tez baş verirdi. Son 30 ildə səhmlərin böyük qiymət artımı qeyd olunur və tempinə görə onlar bütün əvvəlki dövrləri üstələyir. Bir qayda olaraq, səhm və daşınmaz əmlak bazarlarında “qovuşqların” üfürülməsi eyni zamanda baş verir. Bununla belə, bəzi ölkələrdə bu hadisələr bir-birinin ardınca baş vermir, məsələn, 1990-cı illərin ikinci yarısında ABŞ-da qiymət artımı yalnız səhm bazarına toxundu.

Maliyyə ajiotajları dramatik xarakter daşıyır, lakin onlar tez-tez baş vermir. Belə ki, ABŞ-da son 200 ildə səhm bazarında cəmi iki “qovuş” qeyd olunub. Adətən ajiotajlar işgüzar yüksəliş fazası ilə assosiasiya edilirdi, qismən ona görə ki, ajiotajla bağlı eyforiya xərclərin artımına gətirir. Ajiotaj vaxtı daşınmaz əmlak, səhm və ya malların qiymət artımı investisiya xərclərinin artımına gətirib çıxarır ki, bu da öz növbəsində iqtisadi inkişaf templərini sürətləndirir. İqtisadiyyat “peyğəmbərləri” arasından kəsilməz iqtisadi artımdan xəbər verirlər, onlardan ən azartlıları tənəzzüllərin mümkünliyini inkar edir və iddia edirlər ki, bazar iqtisadiyyatının biznes-dövlətləri barədə ənənəvi təsəvvürlər artıq köhnəlib. İqtisadi inkişaf templərinin yüksəlişi investorları və kreditorları gələcəyə böyük optimizmlə baxmağa sövq edir və aktivlərin qiymətləri qabaqlayıcı templərlə böyüyür, hər halda bu zaman kəsiyində.

Bir qayda olaraq ajiotajlar, xüsusilə onlardan əhəmiyyətli ölçülərə çatanlar iqtisadi eyforiya ilə assosiasiya edirlər. Həmçinin kreditlərin əlçatan olması ilə əlaqədar, kompaniyalar inkişaf halındadır, onların investisiya xərcləri isə durmadan artır. 1980-ci illərin ikinci yarısında Yaponiyanın sənaye müəssisələri Tokio və Osakanın dost bankları tərəfindən heç bir məhdudiyyət olmadan kredit alırdılar. Elə görünürdü ki, pullar asan əldə olunandır (qeyd etmək lazımdır ki, ajiotajlar zamanı həmişə belə təsəvvürlər formalaşır) və ölkədə istehlak və investisiya “hay-küyü” davam etməkdə idi. Yaponiyalılar fransız incəsənətinin on min şah əsərini əldə etmişdilər. Motosiklet yarışlarının təşkili ilə məşğul olan osakalı sahibkar Van Qoqun “Doktor Qaşenin portreti” əsərinə 90 mln. \$ vermişdi ki, bu da rəsm əsərinə görə verilən ən böyük məbləğ idi. Daşınmaz əmlak satışı ilə məşğul olan “Mitsui” şirkəti Nyu-Yorkdakı *Exxon* binasını almaq üçün binanın ilkin 10 mln.-a bərabər qiymətin müqabilində 625 mln. \$ ödəmişdi. Belə xərclər şirkətin ofis binasına görə ən yüksək məbləği ödəyən şirkət kimi Ginnesin Rekordlar Kitabına düşmək istəyi ilə əlaqədar idi. 1990-cı illərdə ABŞ-da bio- və informasiya texnologiyaları sahəsində yeni yaradılan şirkətlər üçün vençur kapitalistlərinin praktiki olaraq məhdud olmayan fondlarına yol açıldı. Həmin kapitalistlər bu şirkətlərin səhmlərinin gələcək satışından çox böyük gəlirlər əldə edəcəklərini ehtimal edirdilər.

Bütün eyforiya dövründə investorların genişlənən dəstəsi bu aktivlərin məhsuldar istifadəsindən gəlir əldə etməkdən çox, səhm və daşınmaz əmlakın artan qiymətlərindən tez ələ gələn gəlirə can atırdılar. İnsanlar gələcəkdə daha sərfəli qiymətə satmaq ümidi ilə kondominiumlarda hazırlıq mərhələsində, tikinti başlayana qədər mənzillər satın alırdılar.

Daha sonra hər hansı hadisə, hökumət siyasətindəki hər hansı dəyişiklik, müvəffəq şirkətlərdən birinin gözlənilməz iflası qiymət artımını dayandırır. Tezliklə aktivləri borc götürülmüş vəsait hesabına alan investorlardan bəziləri həmin aktivləri öz ziyanlarına olaraq satmağa başlayırlar, çünki kreditlər üzrə faizlər qoyulan kapitaldan gələn gəliri üstələyir. Bu aktivlərin real qiymətləri ilkin qiymətlərdən aşağı düşür və alıcılar “su altında” qalır, yəni onların kreditora olan borcları borc vəzsiti hesabına əldə edilmiş aktivlərin cari bazar qiymətlərini üstələyir. Öz ziyanına satış prosesi aktivlərin qiymətinin kəskin aşağı düşməsinə, bazarda mümkün panikalara və iflaslara gətirib çıxarır.

“Qovuc” bir neçə il şişirdiləndən sonra ölkədəki iqtisadi vəziyyət velosiped sürən cavan adamı xatırladır. Həmin adam müvazinətini itirmək qorxusu altında pedalları daim fırlatmaq məcburiyyətindədir. Ajiotaj dövründə aktivlərin qiymət artımı dayanan kimi, dayanıqlı stabilləşmə təməli olmadığından, həmin aktivlərin qiymətləri dərhal aşağı düşməyə başlayır. Başlayan qiymət düşümü prosesin sonrakı davamında qorxu, çəkinmə və maliyyə sistemində mütləq problem yaranışından ehtiyat hissi yaradır. Ucuzlaşmağa başlayan aktivləri qiymət daha da aşağı düşməmiş tezliklə satmaq cəhdləri təşvişi xatırlatmağa başlayır. Binaların, tikililərin, torpağın, qiymətli kağızların 30-40% qiymət düşümü iflas dalğası, iqtisadi fəallığın aşağı düşməsi və işsizliyin artması ilə müşayiət olunur.

Ajiotajlar həmişə bir-birindən fərqlənir, lakin onların ümumi cəhətləri də var. Əmtəələrin, daşınmaz əmlakın və ya səhmlərin qiymət artımı həmişə eyforiya ilə müşayiət olunur. Ailələrin rifahı yüksəlir və onların məsrəfləri artır. Elə bir təəssürat yaranır ki, sanki “biz əvvəllər heç vaxt belə yaxşı yaşamamışıq”. Daha sonra qiymətlər nəhayət öz pik nöqtəsinə çatır və onlar aşağı düşməyə başlayır. Ajiotaj əmtəələrin, daşınmaz əmlakın və səhmlərin qiymət düşümü ilə başa çatır. Bu, iflas və ya maliyyə böhranı ilə müşayiət olunur. Bəzi maliyyə böhranları aktivlərin qiymətlərinin tez bir zamanda yüksəlməsindən sonra deyil, bir və ya bir

neçə kredit alanlar qrupunun borcunu ödəmə qabiliyyətini itirməsinin artmasından sonra baş verir.

Bu kitabın ideyası ondan ibarətdir ki, dövrü olaraq təkrar olunan ajiotajlar və təşvişlər əsasında iqtisadi yüksəliş dövründə tələbatın artdığı kreditlərin əlçatarlığında olan dövrü dəyişikliklərdir. Ajiotaj daşınmaz əmlak, səhm, valyuta və ya əmtəənin cari və yaxın gələcək qiymət artımını nəzərdə tutur. Lakin bu qiymətlər aktivlərin uzunmüddətli perspektiv qiymətlərinə uyğun gəlmir. 1970-ci il ərzində neftin barrelinin qiyməti 2,5\$-dan 36 \$-a qədər yüksəldikdən sonra, neftin barrelinin qiymətinin 80\$-a çatacağı barədə verilən proqnozlar da ajiotaj xarakteri daşıyırdı. İqtisadi yüksəliş investorları optimist edir, reallaşması müəyyən zamandan sonra mümkün olan imkanlardan gəlir əldə etmək həvəsi ilə alışırlar, daha böyük risk yükü isə bu zaman kreditorların üzərinə düşür. İqtisadi eyforiya vüsət aldıqca, rəşional bolluq irrasional xarakter alır, investisiya və istehlak xərcləri isə artır. Belə bir təqibedici, daimi hiss oyanır ki, müstəsna olaraq əlverişli imkanlar əldən çıxmamış “stansiyanı tərək etməyə hazırlaşan qatara çatmalısən”. Aktivlərin qiymət artımı davam edir. Tez bir zamanda mənəfəət əldə etmək ümidi ilə getdikcə daha çox aktivlər əldə edilir və bu satın almaların əksəriyyəti götürülmüş borclar hesabına maliyyələşir.

Bu kitabda əsasən həm əhatə ölçülərinə, həm də təsir nəticələrinə görə daha əhəmiyyətli maliyyə böhranlarının analizi aparılır. Bundan başqa, bir neçə ölkə birdən və ya bir-birinin ardınca böhranlara cəlb olunduğundan, bu böhranlar beynəlxalq xarakter daşıyır.

“Qovuq” termini dövrün ajiotaj fazasında qiymət yüksəlişini ifadə etmək üçün ümumi termindir. Son vaxtlar daşınmaz əmlak və səhmlərə olan “qovuq”lar təqribən eyni zamanda Yaponiyada və bəzi Asiya ölkələrində özünü göstərib. 1970-ci illərin sonunda qızıl və gümüşün kəskin qiymət artımına “qovuq” yarlıkы yapışdırıldı, lakin xam neft bahalaşarkən bu baş vermədi. Bu hadisələrin müxtəlif cür qiymətləndirilməsinin səbəbi ondadır ki, bu qızğın onillik ərzində qızıl və gümüş alanlar qiymətlərin durmadan artımına və həmin qızılın, gümüşün təkrar satışının nisbətən böyük olmayan zaman kəsiyi dövründə qazanc əldə etmək imkanı verəcəyinə ümid edirdilər. Digər tərəfdən neft alanlar neft kartelinin fəaliyyəti nəticəsində neft tədarükünün kəsilməsi və Fars körfəzindəki müharibə defisitə və qiymət artımına səbəb olacağından narahat idilər.

Maliyyə “piramidaları”, ajiotajlar və bumlar

“Zəncirboyu məktublar”, “piramidal sxemlər”, “Pontsi maliyyələri, ajiotajlar və “qovular” bir çox məqamlarda üst-üstə düşən terminləri ifadə edir. Bu terminlərin oxşarlığı ondadır ki, aktivlərin bugünkü qiymətləri aktivlərin uzaq perspektivdəki qiymətləri ilə müvafiq gəlmir. Pontsi sxemləri, bir qayda olaraq, aylıq faiz ödənişlərini 30-40-50% olacağı vədlərinə əsaslanır. Belə sxemləri işləyib hazırlayan işbazlar adətən, pul qazanmanın ifrat yüksək gəlirlər gətirəcək yeni sirli formulunu kəşf etdiklərini iddia edirlər. İlk bir neçə ay ərzində onlar söz verdikləri faizləri, həmin yüksək faizlər vədi ilə cəlb edilən əmanətçilərin vəsaitləri hesabına ödəyirlər. Lakin 4-6 ayın tamamında yeni əmanətçilərdən daxil olan vəsaitin həcmi həmin əmanətçilərə söz verilmiş ödənişlər üçün tələb olunan miqdardan az olduğundan, həmin işbazlar məhkəməyə cəlb olunur və ya vaxtında harasa uzağa, məsələn, Braziliyaya qaçıb gizlənilirlər.

“Zəncirboyu məktublar” piramida qurumunun müəyyən formasını təşkil edir. Proses ondan ibarətdir ki, hər hansı şəxs piramida yaradıcısının adına 1\$ (10\$ və ya 100\$) göndərmək və eləcə də 5 gün ərzində 5 dostuna və ya tanışına analogi məktub göndərmək xahişi ilə məktub alır. Bütün şərtləri yerinə yetirən kəs otuz gün ərzində hər “qoyulan” 1\$-a görə 64\$ almalıdır. Bum fərz edir: bir qayda olaraq, daşınmaz əmlak və qiymətli kağızlar aktivlərinin alınması investisiya etmək məqsədi deyil, daha yüksək qiymətə satmaq məqsədi daşıyır. “Daha böyük axmaq” ifadəsi əvvəl alınmış səhm, mənzil və ya beysbol kartını satın ala biləcək alıcını işarə etmək üçün istifadə olunurdu.

“Ajiotaj” termini çox zaman qiymət artımı və satış həcminin genişlənməsi ilə müşayiət olunan divanə çılğınlığı ilə satınalma modelini təsvir etmək üçün istifadə olunur. Bu zaman adamlar sonrakı qiymət artımını gözləməklə aktivləri əldə etməyə can atırlar. Qeyd etmək lazımdır ki, “bum” termini qiymət artımı dayanan kimi praktiki olaraq onun ardınca qiymətlərin enməsi mərhələsi gələcəyinə işarə edir.

“Zəncirboyu məktublar” və “piramida”, bir qayda olaraq, makroiqtisadi nəticələrə gətirmir və onlara iqtisadiyyatın təcrid olunmuş ayrı-ayrı

seqlmentləri cəlb olunmuş olur. Bu sxemlər gəlirin oyuna əvvəl başlamışların xeyrinə bölünməsinə əsaslanır. Qiymət bumu zamanı çox zaman iqtisadi eyforiya və xərcələrin, istər biznes, istərsə də xüsusi şəxslərin xərcələrinin artımı ilə assosiasiya olunur, çünki gələcək işıqlı görünür, ən azı o məqama qədər ki, qiymət bumu dövründə şişirdilmiş “qovuc” qəfil partlamış olsun. Mahiyyət etibarilə, hər bir ajiotaj iqtisadi ekspansiya ilə bağlıdır, lakin iqtisadi artım heç də həmişə ajiotajla assosiasiya edilmir. Bununla belə, bu iki hadisə arasında paralellər kifayət qədər tez-tez yaranır və birtipli xarakter daşıyır ki, bu da onların tədqiqinin bərpasına əsasdır.

Bəzi iqtisadçılar “bum” termininin istifadəsinin əsaslandırılmış olması nöqteyi-nəzərini rədd edirlər. Çünki irrasional hərəkət tərzini nəzərdə tutur, bu isə həqiqətə oxşamır və az ehtimal olunandır. Bunun əvəzinə onlar daşınmaz əmlak və səhmlərin sürətli qiymət artımını iqtisadi prinsip və qaydalardakı dəyişikliklərlə müfəfiq gələn terminologiyadan istifadə edərək izah etməyə çalışırlar. Beləliklə, 1990-cı ildə NASDAQ bazarında yüksək texnoloji kompaniyaların səhmlərinin qiymətlərinin artımının səbəbi, investorların *Microsoft*, *Intel*, *Cisco*, *Dell* və *Amgen* kompaniyalarının müvəffəqiyyətini təkrar edə biləcək kompaniyaların səhmlərini əldə etmək cəhdi ilə bağlı idi.

Siyasi aspektlər

Ajiotajın yaranması belə bir suala gətirib çıxarır, maliyyə böhranlarının yaranma ehtimalını azaltmaq və ya baş vermişləri yumşaltmaq məqsədilə hökumət qiymət artımını səngitmək üçün tədbirlər görməlidirmi? Yoxsa bütün səylər qiymətlər aşağı düşməyə başlayan kimi ortaya çıxacaq iqtisadi çətinliklərə istiqamətləndirilməlidir? Faktiki olaraq hər bir böyük ölkədə ailəvi “son instansiya kreditörü” funksiyalarını yerinə yetirən Mərkəzi Bank vardır. Belə banklar likvidniyin kifayət qədər olmaması nəticəsində borcunu ödəyə bilməmə böhranına keçmə ehtimalını azaltmaq imkanı verir. Praktiki fəaliyyət nəticəsində ölkələrə valyuta kurslarının stabilləşdirilməsində və “son instansiya” beynəlxalq kreditörünün rolu haqqında sual ortaya çıxır. Bu bank likvidlik çatışmaz-

lıığı üzündən milli valyutanın kəskin ucuzlaşmasının böyük sayda iflaslara şəbəb olacağı ehtimalının azaldılmasında yardımçı ola bilər.

Böhranlar zamanı bir çox təzə yaranmış kompaniyalar bankrot halına düşür, çünki bəzi kompaniyaların müvəffəqiyyətsizlikləri aktivlərin qiymətlərinin aşağı düşməsinə və iqtisadiyyatın enməsinə gətirib çıxarır. Kəskin qiymət düşümü hallarında cəmiyyətdə ştabilliyi saxlamaq üçün hökumətin qarışması məqsəduyğun olardı. Maliyyə böhranları zamanı qiymət düşümü elə əhəmiyyətli və qəfil ola bilər ki, qiymət dəyişiklikləri özlərini doğruldur. Qiymətlər kəskin aşağı düşəndə likvidliyə tələbat sıçrayışı xüsusi şəxslərin və müəssisələrin özütənzimlənen bankrotluğuna gətirib çıxarır. Belə mürəkkəb situasiyada aktivlərin satılması qiymətlərin sonrakı düşümünə də gətirib çıxara bilər. Belə periodda son instansiya kreditoru maliyyə ştabilliyini təmin edə bilər və ya maliyyə qeyri-ştabilliyini yumşalda bilər. Dilemma ondadır ki, kəskin düşüm zamanı dövlətin köməyinə güvənməyin mümkün olması barədə investorlar qabaqcadan bildirdilərmidi? Belə informasiya bazarda belə düşmələrin daha tez-tez baş verməsinə səbəb ola bilər. Belə ki, investorlar dövlət köməyinə güvənərək, aktiv və qiymətli kağızlar alarkən daha az ehtiyatlı olacaqlar.

Son instansiya kreditorunun iflası və ya təşvişi cilovlayaraq qarşısının alınmasında rolu qeyri-müəyyənliklər və problemlərlə doludur. Tomas Coplin İngiltərə Bankının 1825-ci il böhranı zamanı hərəkət tərziini şərh edərək yazırdı: “Bəzən qayda və presedentləri pozmaq olmaz; digər hallarda özünü riskə məruz qoymadan, onlara riayət etmək olmaz”. Qaydaların pozulması presedent yaradır, şəraitdən asılı olaraq yeni qaydalara ya riayət olunacaq, ya da onlar nəzərə alınmayacaq. Belə şəraitdə müdaxilə elmdən çox, incəsənətə bənzəyir. Dövlətin belə hallarda həmişə müdaxilə etməli olduğu və ya bunu heç vaxt etməməsi barədə əks qütblərdə duran nöqtəyi-nəzərlər qeyri-korrektidir. ABŞ hökumətinə 1979-cu ildə *Chrysler* korporasiyasını, 1975-ci ildə *Nyu-York* şəhərinin və 1984-cü ildə *Continental Illinois Bank* –nı xilas etməyə dəyərdimi? – sualı ortaya çıxarkən söhbət yenidən belə hallarda dövlət müdaxiləsinin üzərinə gəldi. 1995-ci ildə İngiltərə Bankı da analoji sual qarşısında durmuşdu: O zaman *Baring Brothers* Bankı öz Sinqapur filialının treyderlərindən birinin ələltindən opsiyon kontraktları bağlamaqla işlətdiyi fırıldaq nəticəsində bütün kapitalını itirmişdi. Borcalanlar qrupu, banklar və ya

digər maliyyə institutlarının çox böyük itkilərlə qarşılaşaraq, çox güman ki, bazarı tərk etməli və ya ən azı sahiblərini dəyişməli olacaqları hər bir halda belə bir sual ortaya çıxır. 1994-cü ilin Meksika böhranı zamanı ABŞ son instansiya kreditörü kimi hərəkət etmişdi. Beynəlxalq Valyuta Fondu 1998-ci ildə ABŞ və Almaniya hökumətlərinin təkidli məsləhəti ilə Rusiyada bu funksiyaları yerinə yetirmişdi. Lakin 2001-ci il Argentina maliyyə böhranı zamanı bu funksiyaları nə ABŞ, nə də BVF üzərinə götürmədi. Göstərilən nümunələr maliyyə böhranları ilə mübarizənin müasirliyin ən əsas problemlərindən biri olduğunu aşkar nümayiş etdirir.

“Dünya depressiyada, 1929-1939-cu illər” [2] kitabının müəllifləri belə nəticəyə gəlirlər ki, 1930-cu illərin depressiyası həmin illərdə son instansiya beynəlxalq kreditörünün olmaması səbəbindən belə geniş əhatəli, dərin və uzunmüddətli olmuşdu. İqtisadiyyatı Birinci Dünya müharibəsi nəticəsində zəifləmiş İngiltərə bütün səylərini funt sterlinqin qızıl standartının 1914-cü ilə qədər qüvvədə olan paritet səviyyəsində saxlamağa yönəltdiyindən, bu rolu oynaya bilmirdi. ABŞ həmçinin son instansiya beynəlxalq kreditörü qismində fəaliyyətə hazır deyildi və onu da demək lazımdır ki, Amerikanın bu işin öhdəsindən gələcəyinə çox az adam inanırdı.

Ajiotaj və təşvişin monetar aspektlərinin öyrənilməsi əsas məqamlardan biridir və kitabın bir neçə fəslə buna həsr olunub. Monetaristlərin, hər halda onlardan birinin nöqtəyi-nəzərindən belə çıxır ki, pulun dövriyyəyə sabit və ya stabil buraxılışı zamanı ajiotajlar baş vermir. Onlardan bir çoxu kreditlərin artımı ilə əlaqədardır, bəziləri isə yox. Pulun dövriyyəyə buraxılışının artımı templəri ajiotajların baş vermə tezliyini azalda bilər, ancaq çətin ki, belə təzahürlərə tamamilə son qoyardı. 1920-ci ildə ABŞ-da səhm qiymətlərinin artım templəri pulun dövriyyəyə buraxılışının artım templərindən müqayisə edilməyəcək dərəcədə yüksək idi. Bunun kimi NASDAQ səhmlərinin qiymətlərinin artım dərəcəsi 1990-cı ilin ikinci yarısında pul kütləsinin həcmində artım səviyyəsini üstələyir. Bəzi monetaristlər “real” maliyyə böhranları ilə “psevdo” böhranlar arasında fərq qoyurlar. “Real” maliyyə böhranları pul bazasının ixtisarı və ya pulun yüksək alıcılıq qabiliyyəti səbəbindən baş verir. “Psevdo” böhranların səbəbləri başqadır. Baş verdiyi müddət ərzində pul

bazasının gec və ya tez dəyişikliyə məruz qaldığı böhranlar ayrıca, dövriyyədəki pulun miqdarının əhəmiyyətli dərəcədə dəyişmədiyi böhranlar isə ayrıca nəzərdən keçirilməlidir.

Kitabın birinci nəşrində müzakirə olunan ən ilk ajiotajlar XVIII əsrə aiddir – 1719-1720-ci illərdə Cənub Dənizləri Şirkəti və Missisipi səhmlərinin ətrafındakı bumlar. Bu nəşrdə müzakirələr Otuzillik müharibə zamanı XVII əsrin 1619-1622-ci illərin “Kipper und Wipperzeit” dövründən başlayır, həmçinin 1636-1637-ci illərin yaxşı məlum olan “zanbaq maniyası” geniş təhlil edilir. Bu ajiotaj onunla bağlı idi ki, zanbağın, xüsusilə onun nadir sortlarının soğanaqlarının yetişdirmək çox çətindir. Lakin əgər yeni sort alınmışsa, o çox tez bir zamanda yayılır. Buna görə də belə soğanaqların qiymti əvvəlcə birdən çox yüksəyə qalxır, sonra isə kəskin düşürdü [3].

İlkin tarixi yanaşmanın mərkəzində Avropa təcrübəsi durur. Bu nəşrdə analiz edilən sonuncu böhran 2001-ci il Argentina hadisələri ilə bağlıdır. XIX əsr Böyük Britaniya maliyyə böhranına maraq həm Londonun dünya maliyyə strukturlarındakı mərkəzi rolunu əks etdirir, həm də müasir analitiklərin bu hadisəyə olan böyük diqqətini. Əksinə, praktiki olaraq bütün XVIII əsr boyu Amsterdam aparıcı maliyyə mərkəzi olduğu halda, onun təcrübəsi layiqincə qiymətləndirilməyib, bu isə holland ədəbiyyatının əlçatarlıq problemləri ilə bağlıdır.

Tarix: fəsilbəfəsil

Analizin aparılması üçün ilkin şərtlər və mülahizələr modeli ikinci fəsildə təsvir olunaraq, ardıcılıq şəklində təqdim oluna bilər: ekspansiya – maliyyə problemləri özlərinin ən yüksək nöqtəsində - təşviş və iflasla nəticələnən böhran. Model “ifrat ticarət”, onun ardınca gələn “qəfil dəyişiklik” və “etibarsızlıq” haqqında ilkin klassik ideyalara uyğun gəlir – bu köhnəlmiş terminlərdən Adam Cmit, Con Mill, İrvinq Fişer və b. da daxil olduğu ilk iqtisadçılar nəslə istifadə edib. Həmin konsepsiya maliyyə sisteminin qeyri-stabil, kövrək və böhranlara meyilli olmasını sübut etməyə çalışan Xayman Minckinin son əsərlərində əks olunub. Mincki modeli ABŞ və Qərbi Avropada baş vermiş daha ilkin böhranları, 1980-ci illərin ikinci yarısında Yaponiyadakı” və eləcə də 1990-cı illərin ortasında

Cənubi Asiya ölkələrindəki qiymət “qovuşlarını”, həmçinin 1990-cı illərin sonunda ABŞ-ın səhm bazarında, xüsusilə NASDAQ meydançasında satılan, “qovuşun” izahı üçün zəruri olan bütün instrumentarilərə maldır.

İqtisadi ekspansiyanın ajiotaj fazası 3-cü fəsildə müzakirə olunur. Əsas məsələ ona gətirilir ki, spekulyasiyalar deqstabilizəedici rol oynaya bilər və ya əksinə, bazarda situasiyanın stabilləşdiricisi kimi çıxış edə bilər, başqa sözlə, bazar həmişə rasionaldır, yoxsa yox.

Ajiotajların təkanvericisi olan xarici, ekzogen şokun təbiəti müharibələrin başlanğıcı və sonunda, məhsuldar və qeyri-məhsuldar illər sırası ərzində, yeni bazarların və yeni tədarük mənbələrinin açılması prosesində, eləcə də innovasiyaların – dəmir yolları, elektrifikasişma, elektron poçtu - tətbiqi şəraiti də daxil olmaqla müxtəlif tarixi situasiyalarda tətqiq edilib. Yaponiya, Skandinaviya və bəzi Asiya ölkələrində, Meksikada və Rusiyada maliyyə liberallaşması və deregulyasiyası (əks-tənzimləməsi) - şok mümkünlüyünü yaradan yeni dəyişiklik forması olmuşdur. Deregulyasiya pul ekspansiyasına, xarici borclara və ehtikar (spekulyativ) kapital qoyuluşuna aparıb çıxarır [4].

Alver obyektini kimi eksport və import malları, ölkədaxili və xaricdə olan kənd təsərrüfatı sahələri, tikinti üçün nəzərdə tutulan şəhər meydançaları, yeni banklar, hesabda olan binalar, səhmlər, istiqrazlar (xarici və daxili), konqlomeratlar, kondominiumlar, ticarət mərkəzləri və ofis binaları çıxış edir. Spekulyasiyanın cüzi irililəyişi zamanı investorlar onların hər biri üçün əhəmiyyətli olan, lakin iqtisadiyyata dağıdıcı təsir göstərməyən itkilərlə qarşılaşırdılar. Sual meydana çıxır - iqtisadi dirçəliş eyforiyasının iqtisadi stabilliyə təhlükə yaratması üçün ən azı iki və ya daha çox spekulyasiya obyektinin - məsələn, dəmiryol ajiotajı ilə yanaşı zəif məhsul, qıtlıq və ya daşınmaz əmlak və səhm bazarında eyni zamanda yaranan qiymət “qovuşu”nun cəlb olunması zəruridirmi?

4-cü fəsildə ajiotaj və panikanın monetar ölçülərinin analizi aparılır. Pul faktorları, məsələn, yeni sikkələrin kəsilməsi, qiymətli metalların yeni ehtiyatlarının aşkar edilməsi, bimetallizm şəraitində qızıl və gümüş arasındakı nisbət dəyişməsi, səhm və ya istiqrazların kursunun gözlənilmədən yüksəlməsi, borcların kütləvi konversiyası və ya pul bazasının sürətli ekspansiyası nəticəsində faiz stavkalarının kəskin düşümünün

panika və bumun təkanverici qüvvəsi olduğu hallar təsadüfi deyil. Faiz stavkalarının səviyyəsinin kəskin düşümü də pul resurslarının kredit-maliyyə institutlarından borc kapitalının təşkilatlanmamış bazarına axını üzündən həyəcanlar oyada bilər və bu halda belə institutların uzunmüddətli qiymətli kağızları qiymətdən düşür. Maliyyə innovasiyaları da sistemi silkələyib sarsıda bilər və bəzi maliyyə xidməti növlərinə ifrat kapital qoyuluşuna gətirib çıxara bilər [5].

Təqdim olunan kitabda xüsusi olaraq qeyd olunur ki, ajiotaj və “qovuğun” şişirdilməsinə yol verməmək məqsədilə monetar mexanizmin idarə problemi kifayət dərəcədə mürəkkəbdir. Pul - ictimai sərvətdir, lakin pul vəsaitlərinin bölüşdürülməsində vasitəçi olan strukturlar ayrı-ayrı qrupların məqsədlərini reallaşdırmaq üçün istifadə oluna bilər. Bundan başqa bank biznesi tənzinləmə üçün çox mürəkkəbdir. Müasir nəsil monetaristlər təkid edirlər ki, keçmişdəki bir çox dövrü (tciklik) çətinliklər ola bilsin ki, onların çox hissəsi, monetar mexanizmin qeyri-adekvat idarəsi ilə əlaqədardır. Belə səhvlər kifayət dərəcə tez-tez təkrar olunur və ciddi xarakter daşıyırdılar. Lakin dördüncü fəsildə irəli çəkilən əsas argument ona gəlib çıxır ki, hətta təklif olunan pulun həcmi iqtisadiyyatın tələblərinə uyğun olduqda belə, monetar mexanizm belə tarazlığı uzun müddət saxlaya bilməz. Hökumət ictimai sərvətin bir hissəsi olan pulu yaratdığı halda, cəmiyyət pul surroqatlarının istehsalını davam etdirə bilər, hüquqşünaslar vergi qanunvericiliyində köhnə “dəlmə-deşiklər” bağlandıqca yenilərini tapdıqları kimi. Bu nöqteyi-nəzəriyyə üçün illüstrasiya kimi pulun ilk sikkələrdən başlayaraq bank biletləri, akkreditivlər, depozitlər və maliyyə kağızlarına qədər evolyusiyasını göstərmək olar. Tamamilə mümkündür ki, monetar məktəbin nümayəndələri pulun dövriyyəyə buraxılışının müəyyən səviyyədə saxlanılmasının mühümlüyündən danışarkən haqlıdırlar, lakin bu səviyyənin həmişəlik təsbit edilməsinin mümkünlüyünü düşünmək düzgün olmazdı.

Beşinci fəsildə diqqət böhran mərhələsinin daxili tərkib hissələri üzərində cəmlənir. Sual olunur: ajiotaj rəşmi xəbərdarlıqla - mənəvi etiqad və ya psixoloji təsirlə dayandırıla bilərmi? Təcrübə göstərir ki, bu baş vermir və ya, o da həqiqətdir ki, bir çox böhranlar onların qarşısını almağa yönləndirilmiş xəbərdarlıqların ardınca baş verirdi. Nümunə kimi FRS Direktorlar Şurasının sədri Alan Qrinspenin 1996-cı ilin dekabrın 6-da

söylədiyi fikri göstərmək olardı. Onun fikrincə, Amerika Fond bazarı irrasional inkişaf mərhələsindədir. Bu zaman Dou Cons indeksi 6000 punktdan ibarət idi; sonra o 11700 punkt oldu.. NASDAQ göstəriciləri 1300 səviyyəsində idi, lakin Qrinspenin çıxışından 4 il sonra 5000 punkt göstəricisinə çatmışdı. Analoji xəbərdarlıq 1929-cu ilin fevralında FRC-in yaradıcılarından biri olan xüsusi bankir Pol Varburq tərəfindən edilmişdir. Lakin bu qiymətli kağızlar bazarında qiymət yüksəlişini dayandırmadı. Bu fəsildə artıq formalaşmış tendensiyalarda dəyişikliklərə gətirən hadisələrin xarakter xüsusiyyətləri müzakirə olunur; bu bankrotluq, açılmış falsifikasiya, artıq pul kütləsinin sterilizasiyası üçün Mərkəzi Bankın uçot stavkasının kəskin artımı ola bilər. Bundan başqa, qiymət düşümü ilə iflas arasında mövcud olan qarşılıqlı əlaqəyə və bunların iqtisadiyyatın likvidliyinə olan təsirinə də diqqət yetirilir.

Altıncı fəslin mövzusu ajiotajın və onun ardınca gələn təşvişin daxili yayımı, genişlənməsidir. Tarixi təcrübədən belə nəticəyə gəlmək olar ki, bazarların birində yaranan “qovuş” axıcı rəvanlıqla digər bazarlara yayılır. Xyuston daşınmaz əmlak bazarındakı “qovuş” - zaman “məkanında” bir qədər ləngimiş neft bazarı “qovuşudur”. Beləliklə, spekulasiya predmeti kimi iki və daha artıq aktiv çıxış etdikdə, maliyyə böhranı daha ciddi xarakter daşıya bilər. İflas baş verən zaman bank sistemi situasiyanı nəzarət altına ala bilər və banklar kreditləri elə tərzdə məhdudlaşdırırlar ki, hətta pul təklifi dəyişməsə belə, borclar üzrə itkilərin ehtimalı azalmış olsun; həqiqətdə isə təklif olunan pulun həcmi arta da bilər. Səhm və əmtəə bazarlarındakı qiymət dəyişiklikləri arasındakı əlaqə 1920-ci ilin sonu və 1921-ci ildə Nyu-York şəhərində xüsusilə güclü olmuşdur və belə bir şərait 1980-ci illərin sonunda Yaponiya, Norveç, İsveç və Finlandiyanın səhm və daşınmaz əmlak bazarlarında da formalaşmışdı.

Yeddinci fəsil ajiotaj və böhranların beynəlxalq miqyasda yayımına həsr olunub. Ölkələr arasında ticarət, kapitalın hərəkəti, “qaynar pulların” axını, mərkəzi bankların qızıl-valyuta ehtiyatlarının dəyişikliyi, əmtəələrin, valyutanın, qiymətli kağızların qiymətlərinin qalxıb-enməsi, faiz stavkalarının səviyyəsindəki dəyişikliklər, eləcə də eyforiya və ya depressiya vasitəsilə spekulasiyaya birbaşa yoluxma da daxil olmaqla müxtəlif qarşılıqlı əlaqə formaları mövcuddur. Bəzi böhranlar lokal xarakter

daşıyır, digərləri beynəlmiləldir. Onların arasındakı fərqlərə nələr səbəb olur? Məzələn, 1907-ci ildə Nyu-Yorkda baş verən təşviş “*Societa Bancaria Italiana*”-də baş verən kollapsa hesablardan bank depozitlərinin çıxarılması ilə bağlı Turinlə əlaqədə olan Parisə edilən təzyiq vasitəsilə təkan vermişdimi ? Bundan başqa, burada fundamental qeyri-müəyyənlik yer alıb. Müəyyən maliyyə mərkəzində pul vəsaitinin çatışmazlığı faiz stavkalarının yüksəlişi ilə generasiya edilən ümidlərdən asılı olaraq vəsaitin cəlb olunmasına və ya onun dəf edilməsinə (uzaqlaşmasına) təkan verə bilər. Qeyri-elastik gözləmə şəraitində, böhran və valyutanın qiymətdən düşmə qorxusu olmayanda, uçot stavkasının qalxması xaricdən kapital axınına gətirir və likvidliyi ayaqda saxlayır. Elastik gözləmələr zamanı mümkün qiymət düşümü, iflas və ya valyuta kursunun düşmə ehtimalı, remaliyyələşmənin stavkasının yüksəlməsi ilə bağlı dəyişikliklər vəsaitin aradan götürülməsinə signal ola bilər. Bütövlükdə bu problem iqtisadiyyatda yaxşı məlumdur. Əmtəə qiymətlərinin yüksəlməsi ona gətirə bilər ki, alıcı qiymətlərin düşməsinə gözləyərək alış-verişi sonraya saxlasın, ya da qiymətlərin daha da artmasından ehtiyat edərək , mümkün qədər tez almağa çalışsın. Və əgər onların gözləmələri qeyri-elastik olduğu halda və remaliyyələşmənin artan stavkası düzgün reaksiyaları işə salsə belə, cavab o dərəcədə gecikmiş ola bilər ki, hər hansı kömək çatana kimi böhran başlayar.

Daxili “qovuşun” olması səbəbindən xarici kreditləşmənin qəfil dayandırılması maliyyə böhranının mürəkkəb, ancaq təsadüfi olmayan inisiyasiya üsullarındandır. Məsələn, 1873-cü il Almaniya və Avstriya “qovuşu” kapital axınının azalmasına gətirib çıxararaq ABŞ-da Cey Kuk problemini dərinləşdirdi. 1890-cı il Barinq böhranı zamanı da analoji situasiya yaranmışdı, o zaman Argentinadakı problemlərə görə Britaniya bankları Cənubi Afrika, Avstraliya, ABŞ və qalan Latın Amerikasına kreditlərin verilməsi dayandırıldı. 1920-ci illərin sonunda Nyu-York Fond Bazarında “qovuş ” ona gətirib çıxardı ki, amerikalılar Almaniya və Latın Amerikasını ölkələrinin yeni buraxılış istiqrazlarını qat-qat az almağa başladılar ki, bu da öz növbəsində həmin ölkələri depressiya vəziyyətinə gətirdi. Göründüyü kimi, hər hansı bir ölkənin beynəlxalq ticarətini dayandırması digər ölkələri depressiyaya salır, həmin depressiya öz növbəsində onun başlanğıcına təkan vermiş ölkəyə qayıdır [6].

Yeni nəşrə əlavə edilən səkkizinci fəsildəki dissкусиya XX əsrin son 15 ilində baş vermiş üç növ qiymət “qovuğuna” həsr edilib. Bu üç “qovuqdan” birincisi 1980-ci illərin ikinci yarısında Tokioda baş vermişdir; ikinci “qovuq” “ Banqkok, Cakarta, Kuala-Lampur və bu regionun digər paytaxt şəhərlərində 1990-cı illərin ortasında müşahidə olunub; üçüncü hal 1990-cı illərin ikinci yarısında Nyu-Yorkda yaranmış situasiya ilə bağlıdır. Bu üç qiymət “ qovuğunun” bir-biri ilə əlaqədar olmaması ehtimalı çox kiçikdir. Kitabın səkkizinci fəslində onların arasında sistem əlaqəsinin olması sübuta yetirilir. Yaponiyadakı “qovuq” çıxış nöqtəsi olmuşdu və o bitən zaman pul vəsaitləri axını Çinə, Asiya ölkələrinə və ABŞ-a üz tutdu. Bu ölkələrdə milli valyutaların təyin olunmuş qiymətləri və aktivlərin qiymətləri xarici əmanətlərin axınından asılı olaraq adaptasiya edilmişdilər. 1997 və 1998-ci illərdə Banqkok və digər Asiya ölkələrində daşınmaz əmlak və səhm “qovuğu” partladı, kapitalın Nyu-Yorka axını baş verdi, çünki borc götürənlər öz borclarını azaltmaq istəyirdilər. Bununla əlaqədar ABŞ-da dolların mübadilə kursu və aktivlərin dəyəri yüksəldi. Ölkəyə daxil olmuş pul vəsaiti üçün hər hansı tətbiq sahəsi tapmaq lazım idi, nəticədə Amerika kompaniyalarının səhmlərinin qiymətləri kosmik səviyyəyə çatmışdı.

Ajiotaj mərhələsində yer almış fırldaqçılıq doqquzuncu fəsildə müzakirə olunur. 1980-ci illərdə Amerikada əmanət idarələrinin iflası və “zibillik” istiqrazlarının sayının artmasının uzlaşması vergi ödəyicilərinə 150 mlrd.- a başa gəldi. *Enron, MCI WorldCom, Tyco, Dynegy, Adelphia Cable* 90-cı illərin fırldaqçılar qalereyası kimi görünür. Və bundan başqa bir çox qarşılıqlı yardım (kredit) fondları xədc-fondlarla qanunsuz əməliyyat əlaqələrində olublar. Bir çox hallarda iflas və panikalar ajiotajlar zamanı özünə yer alan vəzifə cinayətlərinin, sui-istifadələrin, səlahiyyətləri aşmanın aşkar edilməsi nəticəsi olur. İstər-istəməz belə bir nəticə ortaya çıxır ki, belə fırldaqqlar bumların stimullaşdırdığı ifrat varlanmaq həvəsinə bir cavabdır. Smitlər Consonlardan geri qalmaq istəmir və onlardan bəziləri qanunsuz hərəkətlərə yol verirlər. Pul vəsaiti sistemindəki gərginlik uzanmış olduğundan, maliyyə institutları likvidliyi itirir, uğursuz fırldaqqların üstü isə hər an açılacağı məqama doğru getdiyindən, qarşısı alınmaz bir həvəs – pulları götürüb qaçmaq həvəsi oyanır.

Həbsxana cəzaları, cərimələr və maliyyə cəzaları: 1990-cı illərdə ABŞ-da iqtisadi büm zamanı maliyyə davranışı

Enron şirkəti 1990-cu illərin bümünün yetişdirməsi idi. Kompaniya öz fəaliyyət istiqamətini dəyişərək, qaz kəməri sistemlərinin tənzimlənməsi əvəzinə neft, qaz, elektrik, genişzolaqlı rabitə kanallarının alveri ilə məşğul olmağa başlayır, bundan başqa onun mülkiyyətində su təchizatı sistemləri və elektrostansiya var idi. Enron öz gəlirlərinin durmadan artmasını nümayiş etdirilməsində zərurət duyduğundan səhmlərin yüksək qiymətini saxlamağa çalışırdı və 1990-cı illərin sonunda şirkətin yüksəlişi üçün zəruri olan kapitalı əldə etmək üçün balansdankənar hesablardan istifadə etməyə məcbur olmuşdu. Bundan başqa bəzi üzünmüddətli ticarət pozisiyaları üzrə çox yüksək qiymət müəyyən edilmişdi ki, bu da ticarətdən gələn mənfəətin durmadan artması barədə hesabat verməyə imkan verirdi. Bu şirkətin kollapsı əvvəllər çox nüfuzlu auditor kompaniyası olan “*Arthur Andersen*”-in iflası uğramasına gətirib çıxardı.

MCI WorldCom sürətlə inkişaf edən telekommunikasiya kompaniyalarından idi. Və yenə də gəlirin durmadan artmasını nümayiş etdirmək zərurəti, menecerləri bir neçə milyardlıq xərcləri investisiyalar kimi qiymətləndirmək lazım olduğunu iddia etməyə məcbur etdi. Cek Qrubman *Salomon Smith Barney* –in (*Citibank Group* –un bölmələrindən biri) “müdrək”lərindən biri idi; o daima *MCI WorldCom* - un səhmlərini irəli çəkirdi. *Merril Lynch* - də qiymətli kağızlar üzrə analitik olan Henri Blodjet şəxsən elektron poçt vasitəsilə kompaniyanın müştərilərinə investisiya qoyumu üçün təklif etdiyi bəzi kompaniyalar barədə istehzalı məlumatlar göndərirdi. Bu hadisəni ört-basdır etmək üçün *Merril Lynch* 100 mln \$ ödəməli olmuşdu. On investisiya bankı məhkəmə prosesindən qaçmaq üçün 1,4 mlrd. \$ ödəməli olmuşdu. Nyu-York Fond Birjasının sədri və İcraçı Direktoru onun kompensasiya paketinin 150 mln. \$ olması aşkar edildikdən sonra istefa verməli olmuşdu. Bu birja qiymətli kağızların alverini həyata keçirir və tənzimləyici funksiyaları həyata keçirirdi. Aşkar edilmişdi ki, belə tənzimləmə altında olan bəzi şirkətlərin menecerləri birja direktorlarının funksiyalarını yerinə yetirir və kompensasiya paketinin ölçüsünün müəyyən edilməsində iştirak edirdilər.

Əvvəlki böhranlarla müqayisədə xeyli adam həbsxanalara düşdü, onlardan bəziləri isə indiyə qədər məhkəməni gözləyirlər. *Enron* kompaniyasının altı rəhbər işçisi artıq məhkum edilib. *Enron* –un hesablarını aparan “*Arthur Andersen*”-in partnyorlarından biri həbsxanaya salınıb, *MCI WorldCom* –un iki maliyyə direktorunun işi isə məhkəməyə verilib.

10-cu və 11-ci fəsillərin müzakirə predmeti ölkədaxili böhran menecmentidir. Bu iki fəsildən birincisi böhrana daxili reaksiyanın mümkün variantlarına həsr edilib. Bir tərəfdən həkumət müşahidəçi mövqeyi tuta bilər, digər tərəfdən isə, bir sıra çoxtərəfli anti-böhran tədbirləri mövcuddur. Bazarın rasionallığına və onun özünün özünü tənzimləyə bilmə qabiliyyətinə inananlar birinci varianta üstünlük verirlər. Bəziləri belə hesab edir ki, deflyasiya alovundan və korporativ iflaslardan keçmək iqtisadiyyat üçün həтта xeyirlidir, bu, süni canlanmaların (bum) səhvlərindən və ifratçılığından xilas olmağa kömək edir. İkinci variant isə istirahət, bank tətilləri, kağız pulların və hökumət öhdəliklərinin buraxılışını, məsuliyyətin təminatını, depozitlərin sığortasını və ABŞ Maliyyə Rekonstruksiyaları Korporasiyası (1932) və İtaliya Sənayenin Rekonstruksiya İnstitutu (1933) tipli xüsusi institutların yaradılması kimi metodlardan istifadəni nəzərdə tutur. İtalyan ədəbiyyatında bu proseslər batmış bank və kompaniyaların “qaldırılması” adlanır. Böyük Britaniyada 1974-1975-ci illərdə çətinə düşmüş – “yol qırağında qalmış” banklara yardım edilərkən “xilasedici qayıq” anlamından istifadə edilirdi.

Daxili son instansiya kreditorlarına aid olan məsələlər 11-ci fəsildə müzakirə olunur. İlk növbədə bunu müəyyən etmək zəruridir: belə kreditor lazımdırmı və əgər lazımdırsa, hansı orqan bu funksiyaları yerinə yetirməlidir və onun fəaliyyəti hansı şəkildə təşkil olunmalıdır? Əsas hakim mövzu – “məənəvi risk” məsələsidir: əgər investorlar son instansiya kreditorları tərəfindən xilas ediləcəklərində əmindirlərsə, onların öz qüvvələrinə inamı zəifləyə bilər. Lakin digər tərəfdən, son instansiya kreditorunun fəaliyyəti panikanı dayandıra bilər və ayrı-ayrı investorlar üçün bəzi mənfə nətəicələrə baxmayaraq, bütövlükdə sistemi qoruyub saxlaya bilər. Daha bir vacib sual: belə kreditor kimi xilas etməlidir? Daxili investorları? Həm daxili, həm də xarici investorları? Likvidliklə problemləri olmasına baxmayaraq, ödəniş qabiliyyətli investorlarını?

Lakin ödəniş qabiliyyətliliyi panikanın dərəcəsiindən və uzanma müddətindən asılıdır. Bundan başqa, siyasi əhəmiyyətli məsələlər mövcuddur ki, və onlar Depozitlərin sığortalanması üzrə Federal Korporasiyanın kapitalının artırılması və ya Əmanətlərin və Borcların Sığortalanması üzrə Federal Korporasiya üçün qanunverici baza zəruri olduqda gündəlikdə olur. Belə bir zərurət o zaman yaranır ki, stress situasiyasının ən gərgin fazasında bankların remaliyyələşməsi üçün bu və ya digər korporasiyanın kifayət dərəcədə vasitə olmasın. Bu problem 1990-cı illərdə Yaponiyada fond “qovduğu” partlayan zaman xüsusilə aktual idi. O zaman “qovduğun” partlaması müxtəlif maliyyə institutlarının verdikləri “pis” kreditləri aşkara çıxardı və hökumət üçün əsas sual bu idi: Xilasətmə əməliyyatı vergiödəyicilər üçün neçəyə başa gələcək? Bu zaman katatoniya vəziyyətinə düşmüş və bu periodda istər qərarların qəbulunda, istərsə də onların həyata keçirilməsində həddindən artıq ləng tərpənən Yaponiya hökuməti xüsusi ehtiyat hissi doğururdu.

Sonuncudan əvvəlki fəsil beynəlxalq son instansiya kreditörünə tərəf yönləndirmiş və qlobal miqyasda monetar sabilliyin hətta bunun üçün hüquqi məsuliyyət daşıyan hökumət və ya agentliyin olmadığı şəraitdə belə təmin olunması zərurətinə həsr edilmişdir. 1982 və 1994-cü illərdə ABŞ-ın Meksikaya köməyi onunla əsaslandırılırdı ki, Azad Ticarət haqqında Şimali Amerika Sazişi (NAFTA) ölkələri birgə olmalıdırlar. Həmçinin Meksikaya göstərilən kömək yoluxma effektini azalda və ya neytrallaşdırı bilər və Argentina, Braziliya və bu kimi bazar münasibətləri təzəcə yaranan ölkələrə kreditlərin kəsilməsinin qarşısını ala bilərdi. 1997-ci ilin yayında tay batının kəskin qiymətdən düşməsi İndoneziya, Malayziya, Cənubi Koreya, eləcə də Sinqapur, Honkonq və Tayvan da daxil olmaqla yaxın Asiya ölkələrində böhranın təkanvericisi oldu.

Sonuncu fəsil iki sualın cavab axtarışlarına həsr edilib: birincisi, son 30 ildə dünya maliyyə sistemində hansı səbəbdən belə çox iqtisadi qarışıqlıqlar baş verib; ikincisi, son instansiya beynəlxalq kreditörü situasiyanı dəyişdirə bilərdimi? 1940-cı ildə Beynəlxalq Valyuta Fondu son instansiya kreditörünün funksiyalarını yerinə yetirmək və institusional vakuumu doldurmaq üçün təşkil olunmuşdu. Bu addım belə bir qənaət nəticəsində atılmışdı ki, 1920 və 1930-cu illərdə belə bir təşkilat olsaydı, həmin illərin böhranları belə kəskin olmazdı. Lakin son 30 ildə baş

vermiş maliyyə böhranlarının sayı belə bir fikir oyadır ki, BVF-nun ciddi maliyyə problemləri yaşayan ölkələrin milli valyuta ilə təchizatçısı qismində fəaliyyəti milli səviyyədə israfçı maliyyə siyasətinə təkan verir.

Maliyyə strukturlarının son instansiya kreditorlarına ehtiyacı aktivlərin kəskin qiymət düşümü ilə assosiasiya edilən panikanın eskalasiyasının qarşısını almaqla bağlıdır. Lakin vacib şərt ondadır ki, belə kreditor öz üzərinə maliyyə problemləri yaranan zaman fərdi borc götürənlərin xilasını üzrə öhdəçiliklər götürməməlidir. Məsələn, Nyu-York şəhərinə yardım göstərilməsi və uzunmüddətli perspektivdə bunu kimin edəcəyi ilə bağlı inamsızlıq, çox güman ki, öz müsbət rolunu oynamışdı. Nəticədə, hər halda, kömək göstərilmişdi, lakin son ana qədər şübhələr qalırdı. Belə hərəkətlər məharətli fokusu xatırladır: həmişə köməyə gəlmək, ilk növbədə, lazımsız deflyasiyadan qaçmaq, lakin eyni zamanda həmişə köməyin vaxtında çatıb-çatmayacağı barədə şübhə yeri saxlamaq. Bu cür taktikanın məqsədi digər alverçilərə, banklara və ya ölkələrə ehtiyat hissənin tədricən sirayət edilməsidir. Volterin “Kandide” əsərində generalın başı “başqalarını təhrik etdiyi üçün” vurulmuşdu. “Məharətli əllər” (əlbəttə real baş vurma istisna edilməklə) qalanlarının son instansiya kreditoru qismində fəaliyyətinə sövqedici faktor kimi zəruri ola bilər, çünki digər seçimin nəticələri bütün iqtisadi sistem üçün ehtimal ki, çox baha başa gələ bilər.

TİPİK BÖHRANIN ANATOMİYASI

Tarix iqtisadiyyata qarşı

Tarixçilər üçün hər bir hadisə unikaldır. İqtisadçı baxışı isə belədir: hadisələrin verilmiş inkişaf sxemləri mövcuddur və müəyyən hadisələr, çox güman ki, eyni cavab reaksiyası doğuracaq. Tarix detallarda, iqtisadiyyat isə - ümumi sistem halında təqdim olunur. Bazar iqtisadiyyatının xarakter cəhəti biznes-dövrüdür; əsas kapitalla investisiyaların artımı ev təsərrüfatlarının gəlirlərinin böyüməsinə və milli rifahın yüksəliş tempinin artmasına gətirir. Makro-iqtisadiyyatın diqqəti milli mədaxilin artım templərindəki tsiklik dəyişikliklərin onun uzunmüddətli trendlərinə nəzərən izahı üzərində cəmlənib.

Bu fəsildə ümumi maliyyə böhranının iqtisadi moleli təqdim olunub, lakin spekulyasiya ajiotajının ayrı-ayrı fazaları digər fəsillərdə illüstrasiya edilib. Ümumi maliyyə böhranı modeli qiymət “qovuğunun” şişirdilməsinə gətirən bumu, ardınca gələn iflas və ajiotajların və sonra gələn böhranların təsadüfi təbiətində cəmlənir. Bu model otuz doqquz aylıq Kitçin tsikli, Jüqlyarın əsas kapitalla 7-8 il periodlu investisiyalar tsikli və tikinti sahəsindəki yüksəliş və enmələri ifadə edən Sayman Kuznets adına iyirmi illik tsikl də daxil olmaqla, iqtisadi genişlənmə və sıxılmanın tərəddüdləri və periodikliyi üzərində fokuslanıb [1]. XIX əsrin ilk üçdə ikisində böhranlar 10 il intervalı ilə (1816, 1826, 1837, 1847, 1857, 1866) baş verirdi. Sonralar böhranlararası müddət artdı.

Model

Minskinin işləyib hazırladığı model ABŞ, Böyük Britaniya və bazar iqtisadiyyatlı digər ölkələrdə maliyyə böhranlarının interpretasiyası üçün istifadə olunur. Minski kredit təklifindəki protsiklik dəyişikliklərə xüsusi diqqət yetirirdi; bu dəyişikliklər bum şəraitində artır, iqtisadi enmələr zamanı isə azalırdı. Artım fazasında daha optimistik proqnozlar edir, əsas

investisiya obyektlərinin mənfəətliliyini qiymətləndirərkən artım tərəfə yenidən dəyişirdilər və bundan başqa borc vəsaitlərindən geniş istifadə etməyə çalışırdılar. Eyni zamanda kreditorların ayrı-ayrı investisiyalara verdikləri qiymət, həm də onların riski qəbul etməməsi aşağı düşür və buna görə də onlar daha asanlıqla borc verirdilər, o cümlədən əvvəllər xüsusilə riskli hesab edilən hallar üçün. İqtisadi inkişafın yavaşdığı şəraitdə investorların optimizmi hiss olunacaq dərəcədə buxarlanır və onlar daha ehtiyatlı olurdular. Bu zaman kreditorların verilmiş vəsaitlər üzrə itkiləri artırdı, bu da öz növbəsində onları daha ehtiyatlı olmağa vadar edirdi.

Minski hesab edirdi ki, kredit təklifindəki protsiklik dəyişikliklər iqtisadi inkişafın stadiyasından asılı olaraq maliyyə strukturunu zəiflədir və maliyyə böhranlarının ehtimalını artırır.

Belə model Con Stüart Mill, Alfred Marşall, Knut Viksell, İrvinq Fişer və kredit təklifini bucaq başına qoyan bir sıra başqaları da daxil olmaqla, klassik iqtisadçılar üçün ənənəvidir. Minski onların ideyalarını rəhbər tutur və borcu böyük olan borc alanların davranışına xüsusi əhəmiyyət verirdi, xüsusilə o kəslərin, kim ki, maliyyə yüksəlişi zamanı borc götürülən vəsait hesabına daşınmaz əmlak, səhm və ya əmtəələrin sonradan təkrar satmaq məqsədi ilə alışının həcmi artırır. Belə əməliyyatların motivi borc vəsaitlərinin dəyəri ilə müqayisədə aktivlərin qiymətinin qabaqlayıcı artımına ümidlərin olması ilə bağlıdır. İqtisadi inkişafın templəri yavaşlarkən, bəzi borc götürənləri ümidlərin boşa çıxması gözləyirdi. Çünki aktivlərin qiymət artımı templəri kreditlər üzrə ödənilən faizlərdən aşağı idi, buna görə də belə borclular öz ziyanına satmağa məcbur idilər.

Minski iddia edirdi ki, böhrana gətirib çıxaran hadisələr makroiqtisadi sistem üçün “sıxışdırıb çıxaran” ekzogen təkandan başlayır [2]. Əgər təkan kifayət dərəcədə güclü və geniş xarakterlidirsə, iqtisadi perspektivlər və gəlir əldə edilməsinin gözlənilən imkanları yaxşılaşır, ən azı iqtisadiyyatın bir sektoru üçün. Kommersiya kompaniyaları və fərdi şəxslər sonradan gəlir əldə etmək məqsədi ilə müxtəlif aktivləri investisiya etmək üçün kreditlər götürməyə başlayırdılar. Bu zaman iqtisadi yüksəlişin templəri sürətlənir, bu da öz növbəsində böyük optimizm doğururdu. Nümunə kimi yapon “iqtisadi liderliyini”, “Şərqi Asiya

möcüzəsi” və “Yeni Amerika iqtisadiyyatını” göstərmək olar. Bu hadisələrdən hər biri iqtisadi mühitə münasibətdə yeni, dərin optimizm hissi ilə bağlı idi. Müxtəlif ölkələrdə müxtəlif epitetlərdən istifadə olunsa da, tonallıq eyni olaraq qalır.

Təkanın təbiəti böhrandan böhrana şəklini dəyişir. 1920-ci illərdə Amerikada təkan avtomobilqayıрма məhsullarının sürətlə yayılması, ölkənin çox hissəsinin elektrikləşməsi ilə yanaşı magistral yolların inkişafı, həmçinin telefon şəbəkəsindən fərdi şəxslərin istifadə imkanlarının genişlənməsi idi. 1980-ci illərdə Yaponiyada maliyyə liberallaşması və yeni mübadilə kursunun yüksəlməsi təkan rolunu oynadı. Həmin döbrdə maliyyə liberallaşması Skandinaviya ölkələri üçün də təkan oldu.

1990-cı illərdə Asiya ölkələrində təkan funksiyasını iki faktor yerinə yetirirdi; birincisi, Yaponiyada aktivlərin qiymət “qovuşunun” partlaması, bu da kapitalın ölkədən xaricə axınına səbəb oldu və ikincisi, daxili səviyyədə maliyyə liberallaşması. İnformasiya texnologiyalarındakı inqilab və kompyuterlər, naqilsiz kommunikasiyalar və elektron poçtlar da daxil olmaqla yeni, ucuz kommunikasiya və nəzarət formalarının yaranması 1990-cı illərdə təkana səbəb oldu. Müəyyən zaman kəsiyində mühərribənin başlanması və ya bitməsi, pis və ya əla məhsuldar il, kanalları, yolları və sairəni də əhatə edən çoxəhatəli effekti olan ixtiraların geniş tətbiqi kimi hadisələr təkan qismində çıxış edə bilər. Pul siyasətinin gözlənilmədən dəyişməsi vacib təkandır.

Əvvəl qeyd olunduğu kimi, əgər təkan gücü və yayılma miqyası ilə səciyyələnirsə, onda iqtisadiyyatın ən azı bir sektoru üçün gəlir əldə edilməsinin gözlənilən perspektivləri, bu zaman həmin sektorun ÜDM-də payı artır. 1980-ci illərin əvvəlində ABŞ korporasiyalarının gəliri ÜDM-in 3%-ni təşkil edirdi, 1990-cı illərin sonuna isə artaraq 10%-ə çatdı. Beləliklə, korporasiyaların gəliri ABŞ ÜDM-dən 3 dəfə sürətlə artırdı və aksiyaların qiymətlərinin əhəmiyyətli dərəcədə yüksəlməsinə təsir etmişdi.

Mincki modelinə uyğun olaraq iqtisadiyyatda “qovuş” kredit həcmələrinin artması hesabına böyüyürdü. XVII və XVIII əsrlərdə bank biznesi faktiki olaraq yox idi, spekulyasiya bumu fərdi kreditlər və ya ticarətin maliyyələşməsi inisiyasiya edilirdi. Kredit vermənin geniş yayılması və istiqraz kağızlarının buraxılışının artımı bankların yaradılması ilə əlaqədardır; XIX əsrin ilk onilliklərində onlarla banknotlarla təchizatı artırdılar,

bunlara sonralar fərdi borc alanların depozit balansları əlavə edildi. Artıq mövcud olan bankların kredit ekspansiyasından başqa yeni yaradılan banklar bazar paylarını artırmaq uğrunda mübarizə aparır, bu da pul və kredit kütləsinin sürətli artımına gətirir, çünki onlar daha əvvəl yaradılmış və öz bazar paylarını itirmək istəməyən bankların müqaviməti ilə qarşılaşırlar. 1970-ci illərdə Avropa bankları Latin Amerikası hökumətlərin kreditlər verməklə Amerika banklarının biznes sferasına soxulurdular.

Minski sübut edir ki, bank kreditlərinin artımı qeyri-dayanıqlı xarakter daşıyır; vaxtaşırı olaraq banklar kreditlərlə əlaqədar müəyyən eyforiyaya dalır, bəzən isə onlar hərəkətlərində xüsusilə ehtiyatlı olur və borc alanlar tək qalırlar.

Kredit vermə ilə bağlı vacib problemlərdən biri verilən kreditlərə banklar və digər kredit təminatçıları tərəfindən nəzarətdir. Kifayət qədər tez-tez müəyyən tip kreditlər verilərkən sərt məhdudiyyətlər dövlət hakimiyyəti orqanları tərəfindən qoyulurdu. Banklar onlar üçün qadağan edilmiş kredit əməliyyatlarını həyata keçirən filial (doçerniye) strukturlar açmaqla bəzi məhdudiyyətlərdən dolayı yolla qaça bilirlər. Bank holding kompaniyaları da bunun üçün istifadə olunur. Əgər maliyyə institutlarının kreditlərinin qeyri-dayanıqlığı nəzarətdədirsə belə, fərdi şəhslərin verdikləri kreditlərin artımı bum doğura bilər.

Elə bir situasiya təsəvvür edərkən ki, onun nəticəsində əmtəə və xidmətlərə effektiv tələbatın artımı keçir. Belə tələbat əmtəələrin istehsal imkanları ilə məhdudlaşır. Nəticədə bazar qiymətləri artır və sürətli mənfəət artımı həm böyük sayda investorları, həm kompaniyaları cəlb edir. Pozitiv əks əlaqə yaranır, çünki investisiyaların genişlənməsi milli gəlirin artımına gətirir, bu da öz növbəsində əlavə investisiyalar doğurur və milli gəlirin artım templəri sürətlənir.

Minski qeyd edir ki, bu stadiyada “eyforiya” yarana bilər. İnvestorlar əmtəə və qiymətli kağızları onların gözlənilən qiymət artımından mənfəət götürmək məqsədi ilə alırlar. Hakimiyyət başa düşür ki, iqtisadiyyatda sıradan kənar bir şey baş verir və baxmayaraq ki, əvvəlki ajiotajlar unudulmayıb, onlar hesab edirlər ki, “bu dəfə hər şey başqa cürdür” və onların bu təzahürləri izah etmək üçün müfəssəl izahatları var. 1996-cı ildə səhmlərin yüksək qiyməti FRS sədri Qrinspendə narahatçılıq oyatdıqdan bir il sonra ABŞ-da məhsuldarlıq artımı müşahidə edilirdi.

Məhsuldarlığın artımı ona dəlalət edirdi ki, mənfəət daha böyük sürətlə artacaq və buna görə də səhm qiymətlərinin korporasiya gəlirlərinə nisbətən daha yüksək səviyyəsi artıq hədsiz görünür.

Minskinin üçpilləli taksonomiyası

Minski maliyyənin üç tipini ayırırdı: mühafizə olunan maliyyə, spekulativ maliyyə və Pontsi maliyyəsi. Bu fərq fərdi borc alanların əməliyyat gəliri ilə borc xidmətləri üzrə ödənişlərin nisbəti əsasında aparılıb. Kompaniya mühafizə olunan qrupa o zaman aid edilir ki, onun gözlənilən əməliyyat gəliri faiz ödənişləri üzrə xərclərindən və əsas borc məbləği üzrə plan ödənişlərindən çox olsun. Spekulativ maliyyə qrupuna əməliyyat gəliri yalnız borc üzrə faizlərin ödənilməsi üçün kifayət edən kompaniyalar aid edilir. Lakin borcun əsas məbləğini ödəmək üçün belə kompaniyalar çox güman ki, yeni borclara əl atır. Pontsi qrupu faiz borclarını vaxtında tam həcmdə ödəyə bilməyən və borc məbləğinin böyüməsi səbəbindən aktivlərinin bir hissəsini satmaq məcburiyyətində qalan şirkətləri özündə birləşdirir.

Minski hipotezası ondan ibarətdir ki, iqtisadi yüksəliş sürəti yavaşlamağa başlayanda mühafizə olunan maliyyə qrupuna aid olan bəzi kompaniyalar spekulativ maliyyə qrupuna keçirlər. Öz növbəsində bu qrupun bəzi kompaniyaları Pontsi qrupuna keçmiş olur.

“Pontsi-maliyyə” termini Karlo Pontsinin adı ilə bağlıdır. O, 1920-ci illərin əvvəlində Boston şəhəri ətrafında kredit verməklə məşğul olan kiçik kompaniyanı idarə edirdi. Pontsi öz əmanətçilərinə ayda 30% həcmində faiz ödənişləri söz vermişdi. İlk üç ay ərzində o, öz öhdəliklərini problemsiz yerinə yetirmişdi. Lakin dördüncü ay daxil olan vəsaitin miqdarı, faizlər üzrə ödənməli olan məbləğdən kiçik oldu və nəticədə o, həbsxanaya düşdü.

Bu günkü gün üçün “Pontsi-maliyyə” anlayışı maliyyə “piramida”larını işarə etmək üçün ümumistifadə terminidir. Borc verənlər yüksək faizlər üzrə ödəniş öhdəliklərini yalnız yeni kreditlərin hesabına yerinə yetirə bilirlər. Bir çox hallarda faiz stavkası kifayət dərəcədə yüksək – ildə 30-40% olduğundan ödəniş qabiliyyətini saxlamaq üçün getdikcə daha çox pul vəsaiti tələb olunur ki, onlar da bir çox hallarda daha yüksək

faiz stavkası ilə cəlb olunurlar. İlk dövrlərdə əmanətçilər yüksək faiz stavkasından o dərəcə də razı olurlar ki, onlar faiz ödənişlərinin əsas borc məbləğinə birləşdirilməsinə razılıq verirlər. Hesab edilir ki, “onlar faizlərdən faiz” qazanırlar.

Lakin bir sıra əmanətçilər öz faiz gəlirlərini nağd pul şəklində aldı-ğından, belə bir sxem o zamana qədər işləyə bilər ki, hesablardan çıxarılan pul vəsaitlərini həcmi, daxil olandan kiçik olsun.

Bu prosesin davamının nəticəsi Adam Smit və onun müasirlərinin fikrincə: “ticarət fəaliyyətinin və kredit satışlarının həddindən ziyadə genişlənməsi”dir. Çox da dəqiq olmayan bu terminin arxasında əmtəəların və aktivlərin qiymətlərinin yüksəlməsi, gələcək mənfəətin həcmi-
nə həddindən artıq qiymətləndirilməsi və ya “hədsiz rıçaq” durur [3]. Bu zaman əmtəələr çox vaxt istifadə üçün deyil, həmin malların gözlənilən qiymət artımı nəticəsində qazanc kapital əldə etmək məqsədilə alınır. Qiymətli kağızlar yenidən satılaraq spekulyativ gəlir əldə etmək məqsədi ilə alınır. Belə eyforiya iqtisadi yüksəliş templəri ilə bağlı optimistik əhval-ruhiyyələrin yayılmasına və korporativ mənfəətin artımına gətirib çıxarır. Eyforiya malların istehsalı və yayımı ilə məşğul olan kompa-niyalara təsir göstərir. 1990-cı illərin sonunda Uoll-strit fond bazarının analitikləri korporativ mənfəəti ildə 15% səviyyəsində 5 il müddətinə proqnozlaşdırırdılar. (Əgər bu proqnozlar doğru olsaydı, beşinci ilin tama-mında korporativ mənfəətin ABŞ ÜDM-də payı hər hansı əvvəlki vaxtlarda olduğundan artıq olardı). Kreditlər üzrə itkilər azalır və borc verənlər bu fakta reaksiya olaraq daha optimist olur və verilən kreditlərin təminatı üçün minimal tələbləri aşağı salırlar. Bank kreditlərinin artmasına baxmayaraq, leverec – borc vəsaitləri ilə kapitalın nisbəti – bir çox borc alanlar üçün kiçilə bilər, çünki daşınmaz əmlak və ya qiymətli kağızların qiymət artımı o deməkdir ki, borc alanların təmiz kapitalı daha sürətli tempə artır.

“Liderin ardınca getmə” prosesi o zaman yaranır ki, kompaniya və şəxsi mülkiyyətçilər başqalarının spekulyativ alışdan mənfəət əldə etdiklərini görürlər. “İnsanın sağlamlığı və düşüncəsi üçün dostunun varlanmasını görmək qədər qorxulu heç bir şey yoxdur” [4]. Analoji olaraq banklar da ayrı-ayrı borc alan qruplarına kreditlərin verilməsini artırabilir, çünki onlar özlərinə məxsus bazar payını öz fəaliyyətlərini

daha sürətli templərlə genişləndirən kreditorlara güzəştə getmək istəməirlər. Getdikcə daha çox kompaniya və ev təsərrüfatı əvvəllər bu kimi riskli fəaliyyənin növlərinə qərəzli yanaşdıqları halda yüksək faizli gəlirlər üçün mübarizəyə qoşulur. Hələ heç bir zaman pul belə asanlıqla ələ gəlməyib. Spekylyasiyalar normal, rəşional davranışdan kənara çıxma halı olub, əvvəldə “qovuq” və ya ajiotaj kimi təsvir olunan hallara gətirib çıxarır.

“Ajiotaj” sözü irrasionallıqda aksent edir, “qovuq” şişirdilmiş qiymətlərin nəhayət partlayacağından xəbər verir. “Qovuq” termini iqtisadçılar tərəfindən aktiv, əmtəə və ya qiymətli kağız qiymətlərinin müvafiq fundamental göstəricilərlə izaha tabe olmayan istənilən kənaraçıxmanı işarə etmək üçün istifadə olunur. Belə qaydalara əsaslanan cüzi qiymət artıb-düşmələri “səs-küy” adlanır. Bu kitabda “qovuq” dedikdə 15-dən 40 aya qədər müddət ərzində qiymətlərin artımı başa düşülür ki, bundan sonra kəskin qiymət düşümü baş verir. “Əla inkişaf etmiş gələcəyi görmə hissi” olan tədqiqatçılar qabaqcadan xəbər verməli idilər ki, belə proses heç nə ilə dəstəklənmir və böhran qaçılmazdır.

XX əsrdə ajiotaj və “qovuqların ” əksəriyyəti daşınmaz əmlak və fon bazarları ilə bağlı olub. 1920-ci illərin ortasında cənubi-şərqi Floridada torpaq alveri ilə bağlı ajiotaj baş vermişdi, bu dövrün ikinci yarısında isə ABŞ-da Fond bazarında görünməmiş “qovuq” yaranmışdı. Analoji olaraq 1990-cı illərdə Asiya ölkələrini daşınmaz əmlak və qiymətli kağızlar ətrafında bum bürümüşdü, bununla yanaşı daşınmaz əmlaka olan qiymətlərin artması Fond bazarında qiymətləri “arxadan itələyirdi”. 1990-cı illərin sonunda ABŞ-da yaranan “qovuq” əsasən Fond bazarını bürümüşdü, lakin Silikon vadisi və bir sıra digər regionlarda əhalinin rifah halının yüksəlişi daşınmaz əmlaka olan qiymətlərin artımına səbəb olmuşdu. 1970-ci illərdə neft sahəsində qiymət artımı və dənli bitkilərin qiymətlərinin yüksəlməsi analoji nəticələrə gətirib çıxarmışdı.

Beynəlxalq genişlənmə

Minski öz tədqiqatlarını ayrıca götürülmüş ölkədə verilən kreditlərin həcmnin qeyri-stabilliyi üzərində cəmləşdirmişdi. Tarixi olaraq eyforiya bir ökədən digərinə çox vaxt bir neçə kanal vasitəsilə yayılır. 1980-ci

illərin Yaponiya “qovluğu” Cənubi Koreya, Tayvan və Havay adalarına nəzərəcarpacaq təsir göstərmişdi. Cənubi Koreya və Tayvan Yaponiyaya ticarət tədarükləri edirdilər, buna görə də Yaponiyanın iqtisadi çiçəklənməsi bu ölkənin keçmiş müstəmləkələrinə də yayıldı. Havay adaları yaponlar üçün Mayami Nyu-York əhalisi üçün olduğu kimi kurort yeri idi. 1980-ci illərdə bu adalarda daşınmaz əmlakın qiymət yüksəlişi baş verir. Bu, yaponların özləri üçün ikinci ev, qolf-klub və hotellər almağa başlaması ilə izah olunurdu.

Təkan effektinin bir ölkədən digərinə ötürülmə vasitəsi kimi arbitraj xidmət edir, onun sayəsində bir ölkədə əmtəələrin qiymət artımı müvafiq malların digər milli bazarlarda analoji qiymət dəyişikliklərinə gətirib çıxarır. Beləliklə, qızılın qiymətinin Sürix, Beyrut və ya Honkonqda dəyişməsi qızılın Londondakı qiymətinə bilavasitə təsir göstərir. Eyni şeyi səhm, daşınmaz əmlak və digər əmtəələrin qiymətləri haqqında da demək olar.

Bundan başqa, hər hansı bir ölkədə milli gəlirin yüksəlişi importa tələbatı artırır və müvafiq olaraq digər ölkələrdə eksport fəaliyyətini və onların milli gəlirinin artımını aktivləşdirir.

Kapitalın hərəkəti üçüncü əlaqə növünü yaradır. Hər hansı bir ölkədən qiymətli kağızların eksportunun artması bu qiymətli kağızlarının dəyərinin yüksəlməsi ilə yanaşı, bu ölkənin valyutasının xarici bazarlarda mübadilə kursunun artmasına gətirib çıxarır.

Bundan başqa, investisiya eyforiyası və ya pessimizmin digər ölkələrdəki investorlara təsir etdiyi məqamlarda psixoloji əlaqələr də mövcuddur. Fond bazarında 1987-ci il 19 dekabr qiymət düşümü bütün dünya maliyyə mərkəzlərinin fəaliyyətində dərhal öz əksini tapdı (Tokio istisna olmaqla).

Dərsliklərdə təsvir olunan ideal iqtisadiyyatda bir ölkənin dövrüyəsində qızıl axını nəticəsində qızıl pulların artması digər ölkələrin qızıl təchizatının azalması ilə əlaqələndirilirdi. Birinci ölkəyə pul vəsaitlərinin axını və kredit ekspansiyası ikinci ölkədə kredit və pul kütləsinin sıxılması ilə kompensasiya edilərdi. Lakin real aləmdə belə asılılıq həmişə izlənilmir, çünki ikinci ölkədəki investorlar xaricdəki qiymət yüksəlişi və mənfəət artımına kreditlərə tələbatın yüksəlməsi ilə reaksiya

verə bilərlər ki, bunun sayəsində isə onlar dəyər artımı tendensiyasına malik aktivlər və qiymətli kağızlar satın ala bilmək imkanı əldə edirlər.

İkinci ölkədə pul vəsaiti bazasının sıxılmasının gətirib çıxara biləcəyi potensial ixtisar kreditlərə olan spekulyativ maraq və tələbatın artırılması yolu ilə dayandırıla bilər.

Spekulyativ “qovuğun” inkişafı boyunca faiz stavkaları, pulun dövriyyə sürəti və əmtəələrin qiymət səviyyəsi yüksəlir. Daşınmaz əmlak və qiymətli kağızların autsayderlər tərəfindən satın alınması ona dəlalət edir ki, insayderlər – bu aktivlərin əvvəlki sahibləri və ya onları daha əvvəl satın alanlar – həmin qiymətli kağızları və daşınmaz əmlakı satır və mənfəət əldə edirlər. Bəzi insayderlər mənfəəti müəyyən edir və satırlar; həqiqətən əgər bazarın yeni iştirakçıları alıcıdırlarsa, onda insayderlər satıcı rolunda çıxış etməlidirlər. İstənilən zaman kəsiyi üçün aktivlərin yeni investorlar və ya autsayderlər tərəfindən alınması arasında balans saxlanılmalıdır. Analoji olaraq 1998-ci ildə NASDAQ-da dövriyyədə olan səhmlərin dəyəri 41% illik qədər artmışdı; növbəti 15 ayda artım templəri 101% illik təşkil edirdi. İnvestorlar “qatar stansiyadan tərpənib sürət yığana qədər qatara çatmağa” can atırlar. Və əgər autsayderlərin satın almaq istəyi insayderlərin satmaq arzusundan güclüdirsə, aktivlərin qiyməti artmaqda davam edəcək. Müvafiq olaraq satıcıların aktivlərdən can qurtarmaq arzusunun üstünlük təşkil etdiyi şəraitdə qiymətlərin düşməsi baş verəcək. Alıcıların almaq istəyi azaldıqca, satıcıların isə satmaq istəyi daha çox artdıqca, mürəkkəb “maliyyə kasadlığı” dövrü başlayır. Bu termin korporativ maliyyədən götürülüb və belə bir faktı əks etdirir ki, öz öhdəliklərini yerinə yetirmək iqtidarında deyil. Bütövlükdə iqtisadiyyat üçün ekvivalent odur ki, kompaniyalar və fərdi investorların əhəmiyyətli seqmentinin əsas bir məqamı başa düşməsidir: onlar öz likvidliklərini artırmalı, başqa sözlə, daşınmaz əmlak və qiymətli kağızları pul vəsaitlərinə çevirmənin vaxtı gəlib. Bu halda belə aktivlərin qiyməti kəskin düşə bilər. Böyük leverecli investorlar bankrot ola bilərlər. Bankrotluğun səbəbi o olacaq ki, bütövlükdə aktivlərin qiymət düşümü o dərəcədə kəskin baş verir ki, aktivlərin real dəyəri onların alınması üçün borc götürülmüş pul vəsaitindən kiçik olur. Bəzi investorlar aktivləri saxlayırlar, çünki düşünürlər ki, qiymət düşümü müvəqqəti xarakter daşıyır. Həqiqətən, qiymətli kağızların dəyəri bir daha arta bilər. Məsələn,

1990-cı illərdə Tokioda altı “öküz rallisi” qeyd olunmuş və onların gedişatı prosesində ümumi endirilmə trendinin saxlanılmasına baxmayaraq, aksiyaların qiyməti 20% qalxdığı hallar olurdu. Lakin bəzi investorlar hesab edirdilər ki, səhmlərin qiyməti artıq olduqca uzun müddət ərzində düşür və trendin qiyməti indilərdə dəyişəcək. Buna görə də qiymətli kağızlar hələ ucuz ikən onları birinci əldə etmək istəyirdilər.

Əgər qiymət düşümü davam edirsə, bir çox investorlar başa düşürdülər ki, qiymətlər çətin ki, qalxar və onlar öz portfəllərində saxladıkları qiymətli kağızları qiymətlər daha da aşağı düşməmiş satmalıdırlar. Bəzi hallarda bu dərkətmə tədricən, bəzən isə qəflətən baş verir. Real aktivlərin və ya qiymətli kağızların nağd pula çevrilməsi panik qaçaqçaq xarakteri alır.

İri bank və ya kompaniyanın bankrotluğu, fırldaqçılığın və ya ləyaqətsiz metodlardan istifadə etməklə problemlərdən qaçmağa can atan investorun öz gənənin pullarını mənimsəməsinin ifşa edilməsi, eləcə səhmlərin və ya malların qiymətlərinin kəskin düşməsi böhranın yaxınlaşmasına dəlalət edən xüsusi signal ola bilər. Çox sürətli hərəkət davam edir – qiymətlər düşür, bankrotluqların sayı isə artır.

Ləğv edilmə, bir qayda olaraq, təşkilati xarakter daşıyır, lakin yalnız bəzi investorların öz aktivlərini münasib qiymətə sata biləcəyi başa düşüldükdə, təşvişə çevrilir. Bu növ hərəkət tərzini təsvir etmək üçün tərcümədə “gözlənilməz kəskin dəyişiklik” kimi səslənən termindən istifadə olunurdu. Banklar əmtəə və ya qiymətli kağızların girov qoyulması şərtilə kreditlərin verilməsində daha ehtiyatlı olurdular.

“Kreditə hədsiz satışlar”, “gözlənilməz kəskin dəyişiklik”, “etibarlılığın itirilməsi” – bütün bu terminlər bir qədər köhnəlsə də, investorlardakı optimizm itkisini çox dəqiqliklə göstərir.

“Gözlənilməz kəskin dəyişiklik”, “etibarlılığın itirilməsi (və ya alman terminologiyasına uyğun olaraq “bağlı qapı yanında qələbəlik”) təşvişə gətirib çıxara bilər, obrazlı desək, bütün investorlar xilas olmaq üçün zorla bir qapiya girməyə can atırlar. Qiymət düşümü şəraitində təşviş özü özünü o zamana qədər qidalandıracaq ki, qiymətlər, nəhayət, o dərəcədə aşağı olsun ki, investorları aktivlərin “su qiyməti” şirnikləndirsin və ya aktivlərin alış-verişi qiymət düşümünə limit qoymaqla dayandırılınsın və ya hərrac bazarları bağlanacaq və son instansiya kreditörü investorları

inandırmağa nail olacaq ki, nağd pula olan ehtiyac tamamilə tam həcmdə təmin olunacaq və qiymətli kağızların qiyməti likvidlik çatırmazlığı üzündən aşağı düşməyəcək. Etibar böyük pul vəsaitlərinin təsiri olmadan belə bərpa oluna bilər, çünki pulun olacağına əminlik hissi zərurət olan zaman pulun özündən artıq vacib ola bilər.

Son instansiya kreditorunun panika və qiymət düşümünün qarşısını almaq məqsədilə likvidliyi təmin etməsinin nə dərəcədə məqsəduyğun olması barədə debatlar arasındakı kəsilmədən aparılır. Son instansiya kreditoru yardımına qarşı çıxış edənlər, belə hərəkətlər spekulyasiyanın genişlənməsinə səbəb olur. Son instansiya kreditorlarının iştirakının tərəfdarları isə daha çox cari böhranın dəf edilməsi və cari likvidlik böhranının ümumi alıcılıq qabiliyyəti böhranına çevrilmə ehtimalının azaldılması haqqında narahat olurdular, nəinki gələcək böhranlarının qarşısının alınması barədə. Əgər şəhərdə daxili bazardakı böhrandan gedirsə, hakimiyyət və ya Mərkəzi Bank son instansiya kreditoru kimi çıxış etməlidir. Beynəlxalq səviyyədə bu funksiyaları yerinə yetirmək üçün zəruri səlahiyyətlərə malik dünya hakimiyyəti və ya bank yoxdur. Beynəlxalq Milli Bank da həmçinin onunla bağlı ümidlərə baxmayaraq, bu rolun öhdəsindən hələ ki, gəlmir.

Minski modelinin əsaslandırılması

Minski modelinə qarşı üç arqument irəli sürülmüşdü. Birincisi, hər bir böhran unikaldır, buna görə də ümumiləşdirilmiş model hər vaxt real situasiyanı düzgün əks etdirməyəcək. İkincisi, bu tip model işgüzar və iqtisadi mühitdəki dəyişikliklər üzündən artıq həqiqətə müvafiq gəlmir. Üçüncüsü, aktivlərin qiymət artımı ilə bağlı olan “qovuc” az ehtimal olunandır, çünki müasir effektiv bazar ideyasına görə “bütün informasiya artıq qiymətə daxildir”.

Hər bir arqument ayrıca nəzərdən keçirilməlidir. Birinci arqumentə əsasən, hər bir böhran unikaldır, çünki müəyyən keyfiyyət əlamətləri toplumunun məhsuludur, ya da iqtisadi böhranlar bir-birindən fərqlənir və müxtəlif növlər klassifikasiya edilir ki, onlardan da hər biri özünəməxsus xüsusiyyətlərə malikdir. Maliyyə böhranları XIX əsrin ilk üçdə biri və XX əsrin son üçdə birinə təsadüf edən dövrdə tez-tez təkrar olunurdu. Bu

nöqteyi-nəzzərə istinadən hər bir unikal böhran müəyyən tarixi hadisələr silsiləsinin məhsuludur, bunu 1848 və 1929-cu illər barədə demək olar [5] və bu, kitabda adı çəkilən ayrı-ayrı böhranların tarixi mahiyyəti ilə əlaqələndirilə bilər. Eləcə də hər bir böhran unikal individual xüsusiyyətlərə malikdir: təkanın xarakteristikası, spekulyasiya obyektı, kredit ekspansiyasının forması, fırladaçılardan fərasəti və hadisələrin gedişinin kəskin dəyişə biləcək təsadüfün təbiəti. Fransız məsəlını başqa cür ifadə edərək demək olar, hər hansı bir şey nə qədər çox dəyişirsə, bir o qədər əvvəlki kimi qalır. Detallar çoxalır, struktura olduğu kimi qalır.

Bütün böhranların qruplara bölünməsi ehtimalı daha inandırıcıdır. Maliyyə bazarı nöqteyi-nəzərindən böhranlar arasında aşağıdakı bölmələr ayrılır: əmtəə, sənaye, pul, bank, fiskal və maliyyə. Kriteri qismində böhranın miqyası götürülürsə, onda lokal, regional, milli və beynəlmiləl böhran qruplarına ayırırlar. Belə klassifikasiyalar çoxdur. Belə nöqteyi-nəzər qəbul edilə bilməz, çünki əsas problem beynəlxalq böhranlardır və onların tərkib hissəsi - spekulyasiya, pul ekspansiyası, qiymət artımı və ondan sonra gələn kəskin qiymət düşümü, aktivlərin dəyərinin “canlı” pullara çevirmək cəhdü-səyləridir. Minski modelinə gəldikdə isə sual ondadır ki, bu model böhranların xarakter xüsusiyyətlərinin anlaşılmasına kömək edəcəkmı.

Tənqidin ikinci istiqaməti onunla bağlıdır ki, kredit təklifinin qeyri-sabitliyinə əsaslanan Minski modeli iqtisadiyyatın əsaslarında baş vermiş struktur dəyişikliklərinə, o cümlədən korporasiyaların təsirinin güclənməsi, iri həmkarlar birliklərinin yaradılması, müasir bank işi və kommunikasiya vasitələri artıq münasib ola bilməz. Meksika, Braziliya, Argentina və ondan çox inkişaf etməkdə olan ölkədəki 1980-ci illərin əvvəlində baş verən maliyyə iflası Minskinin təklif etdiyi modelə uyğun gəlir. Bu ölkələrin xarici borcunun artımı onların krediti üzrə olan faiz stavkalarından çox-çox artıq olduğundan borc alanlar kreditlər üzrə faizlərin vaxtında ödənilməsi üçün bütün mövcud vəsaitlərdən istifadə etdilər. 1980-ci illərin ikinci yarısında Yaponiyada daşınmaz əmlak və qiymətli kağızlar bazarında baş verən bum Minski modeli ilə uzlaşırdı, çünki qiymətlərin illik artımı bu aktivlərin alınması üçün cəlb olunan vəsaitlər üzrə faiz stavkalarından 3-4 dəfə artıq idi. Tailand, Honkonq,

İndoneziya və Rusiyadakı “qovuşqlar” və sonra gələn bankrotluqlar hadisələrin gedişat sxemini nümayiş etdirir.

Tənqidin üçüncü istiqaməti qiymət “qovuşqlarının” yaranmasının mümkünliyünü ona görə inkar edir ki, bazar qymətləri həmişə iqtisadi qanunauyğunluqlara cavab verdiyindən kəskin qiymət düşümü hökumət və ya Mərkəzi Bankın apardığı “dəyişdirmə siyasətini” əks etdirir. Bu mövqenin tərəfdarları hesab edirlər ki, “qovuşq” kütlə effektinin nəticəsidir – hər şeyə inanan sadələşmələr diribəş insayderlərin ardınca gedirlər. Bundan başqa, hesab olunur ki, bu model baş verən hadisələrin bütün özəlliklərini - onlardan bəziləri nəzəriyyənin çərçivəsindən kənarda qalır - nəzərə ala bilmir və buna görə də əlavə tədqiqatlar zəruridir [6]. Bu nöqtəyi-nəzər tərəfdarlarının əhəmiyyət vermədiyi bəzi tədqiqatlar kitabda təqdim olunub.

Minskinin daha inandırıcı tərəf-müqabili Əlvin Xansen idi. O iddia edirdi ki, bu model XIX əsrin ortaları üçün aktualdır, bugünkü gündə isə institusional mühitdə dəyişikliklər baş verdiyindən artıq işləmir.

Bazarın qeyri-müəyyənliyinə, spekulyasiyalara, mal ehtiyatının ehtiyacdən artıq olmasına, həddən artıq bank kreditləşməsinə, alverçi və tacirlərin psixologiyasına əsaslanan nəzəriyyələr, həqiqətdə müasir kapitalizmin “merkantilist” və ya ticarət fazasına uyğun gəlir. Lakin XIX əsr artıq keçdiyindən sənaye maqnatları yığım və investisiyalar vasitəsilə qazanc axtarışında olan kapitalın əsas mənbələrinə çevriləblər [7].

Keynsian işgüzar dövr modelinin və xüsusilə də, işsizliyin dayanıqlı yüksək səviyyəsinin görkəmli komentatoru olan Xansen işgüzar dövriyyənin izahını vermək və iqtisadi aktivliyin səviyyəsinin alternativ izahlarının əhəmiyyətini azaltmaq istəyirdi. Xansenin yığım və investisiyalar arasındakı qarşılıqlı əlaqənin vacibliyinə xüsusi diqqət kredit təklifindəki dəyişikliklərin qiymətli kağızların dəyərinə və işgüzar aktivliyin səviyyəsinə əhəmiyyətli təsiri haqqında nöqtəyi-nəzəriyyənin inkarını tələb etmirdi.

Müasir dövrdə Minski modelinin münasibliyi

Minski modeli beynəlxalq valyuta bazarına və milli valyutaların həddindən artıq qiymətləndirilməsi və lazımi qədər qiymətləndirilməməsi

dövrünə tətbiq edilə bilər. Beynəlxalq valyuta kursundakı dəyişikliklərin Mərkəzi bankların əhəmiyyətli bazar intervensiyasına baxmayaraq, dəyər balansına əhəmiyyətli təsiri var. Belə ki, beynəlxalq valyuta kursunun dəyişməsi dəyər balansını ilə əhəmiyyətli əlaqədədir. Xarici valyuta ilə spekulyasiya əməliyyatları bəzi kompaniya və banklar üçün böyük itkilərə səbəb olduğu halda, həmin vaxt başqaları xeyli ticarət gəliri əldə etmiş olur [8].

Meksika, Braziliya, Argentina və digər inkişaf edən ölkələrin xarici borcu 1972-ci ildən 1982-ci ilə qədər 125 mlrd. dollardan 800 mlrd. dollaradək artmışdı. Bu ölkələrə verilən bank kreditləri ildə 30% artırdı, xarici borcun artım tempi ildə 20% təşkil edirdi. Bu kreditlər əsasən 8 il müddətinə LIBOR üzən faiz stabkası ilə, London banklararası depozitlər üzrə təklif stavkası plus müəyyən marja. Orta hesabla faiz stavkaları 8% səviyyəsində olmasına baxmayaraq, onillik ərzində artım tendensiyası müşahidə olunur. Borc götürənlərin yeni kreditlər şəklində aldıkları pul vəsaitləri artıq mövcud borclar üzrə olan faiz ödənişlərindən xeyli böyük olduğundan onlar öz borcları üzrə əməliyyatların axtında yerinə yetirilməsi üzrə problem və ya çətinlik hiss etmirdilər.

Xarici fondların axıb gəlməsi kapitalın importunu həyata keçirən ölkələrin valyuta kursunun real yüksəlişinə səbəb oldu. Bu, ona görə zəruri idi ki, ticarət və cari hesablar üzrə defisit kapitalın hərəkəti üzrə hesablardakı qalığa az-çox müvafiq olsun (artıqlığa). Aydın ki, hər hansı zaman kəsiyində yeni götürülən borclar hesabına pul vəsaitinin axını vaxtı ötmüş borclar üzrə faizləri ödəmək üçün kifayət etməyəcəkdi və eyni zamanda valyuta kursu aşağı düşəcəkdi. Kapital axınının azalması xarici kreditlərə faiz borclarının ödənilməsi üçün ticarət və cari hesablar üzrə artıq qalığın olması zərurətinə gətirib çıxardı. Bu borcalanlardan bir çoxu yeni kreditlərin verilməsi dayandırılan kimi borclar üzrə defolt elan etdilər. Bu defoltlar nəticəsində kreditlərin itkiləri kreditlərin nominal məbləğinin aşağı salınması nəticəsində 250 mlrd. dollar təşkil etdi ki, bu da mahiyyət etibarilə faiz stavkalarının aşağı salınması idi. Yeni borc verməkdən imtina etməzdən qabaq kreditləri bir sual narahat etmədi: “Görəsən biz yeni kreditlərin verilməsini dayandırırıqsa, borclular faizlərin ödənilməsi üçün pul vəsaitlərini haradan alacaqlar?”

1980-cı illərdə Yaponiyada daşınmaz əmlakın qiyməti 10 dəfə, qiymətli kağızların qiyməti isə - 6-7 dəfə yüksəlmişdi; həmin onilliyin ikinci yarısında isə həmin ölkədə iqtisadi bum baş verir. Daşınmaz əmlaka yatırılmış kapitalın gəlir tempi ildə 30% yaxın idi. Ticarət müəssisələri anlayır ki, daşınmaz əmlaka qoyulmuş kapitalın gətirdiyi mənfəət polad, avtomobil və ya televizor istehsalından gələn mənfəətdən xeyli artıqdır. Buna görə də onlar borc vəsaitlərini fəal şəkildə bu növ aktivlərin əldə edilməsinə qoymağa başladılar. Daşınmaz əmlakın qiyməti icarə haqqından çox-çox dəfə çürətlə artırdı. Müəyyən mərhələdə icarə haqqından gələn təmiz gəlir daşınmaz əmlakın alınması üçün götürülmüş kreditlərin faizindən aşağı düşür və nəticədə borc götürənlərin pul axını mənfi işarə almış olur. Borc alanlar faizlərin ödənilməsi üçün zəruri olan vəsaiti artıq onların mülkiyyətində olan obyektlərin girovunun artırılması hesabına əldə edə bilərdilər. 1990-cı illərin əvvəlində Yaponiya Bankının rəhbəri kommərsiya banklarına təkidlə tövsiyyə edirdi ki, kreditləşmənin ümumi həcmində daşınmaz əmlak üçün ayrılan yeni kreditlərin artımını məhdudlaşdırsınlar. Belə kreditlərin artım həcmi 30%-dən 6%-ə düşən kimi mövcud borclar üzrə faizlərin ödənilməsi üçün pul vəsaitinə ehtiyacə olan bəzi kompaniya və investorlar üçün kredit verilməsi bağlandı. Bu zaman onlar daşınmaz əmlakı satmağa başlayır, nəticədə - “daşınmaz əmlak bazarındakı “qovuş” partlayır. ABŞ-dakı müasir beynəlxalq maliyyə pozisiyaları müəyyən mənada 1970-ci illərdə Meksika, Braziliya və Argentinadakına bənzəyir. Bu ölkələr cari hesablar üzrə böyük defisitə malik idilər və xarici kreditlərə olan borclarını ödəmək üçün pul vəsaitini həmin xarici kreditlərin özlərindən alırdılar. Baş verənlərin mahiyyəti ondadır ki, ABŞ-da da xarici borcun ödənilməsində vəziyyət həmçinin dayanıqsızdır.

Bu kitab maliyyə tarixinin tədqiqi olub, iqtisadi proqnozlar vermək məqsədini izləmir. Belə təəşşürat oyanır ki, investorlar tarixi təcrübədən dərs almır.

SPEKULYASIYA AJIOTAJI BAZARLARIN RASIONALLIĞI

Fəslin başlığında “ajiotaj” sözünün işlənməsi rasionallıqla əlaqənin itməsindən, kütləvi isteriyaya bənzər haldan xəbər verir. İqtisadiyyat tarixində kanalların, dəmir yollarının, daşınmaz əmlak və qiymətli kağızların alqı-satqısı ətrafındakı ajiotaj nümunələri çoxdur. İqtisadi nəzəriyyə insanların təbiətən rasionol olmaları ehtimalına əsaslanır. Bir halda ki, iqtisadi nəzəriyyənin əsasında duran rasionallığın ehtimalı, çox güman ki, bir çox ajiotajların yaranması ilə təzad təşkil etdiyindən, hər iki nəzəriyyənin uzlaşdırılması zərurəti yaranır. Beləliklə, bu fəslin əsas ideyası müəyyən bir növ aktivlər və ya qiymətli kağızlar üçün investisiya tələbatı ilə əlqədar olduğu halda, növbəti fəsil kredit təklifi və onun dəyişikliklərinə həsr olunub.

İqtisadi modellərdə tətbiq edilən “rasional gözləmələrin” ehtimalı onunla əlaqədardır ki, investorlar iqtisadi dəyişənlənlərin qalxıb-enən dəyişmələrinə elə reaksiya verirlər ki, sanki onlar bu dəyişikliklərin uzunmüddətli nəticələrini həmişə görüb anlaşırlar, çünki onlar gələcəyi görəndirlər.

Beləliklə, “bütün informasiya qiymətdə cəmlənib” müddəası bazar qiymətlərinin situasiyanın azacıq dəyişməsinə dərhal və tam reaksiya verməsi nöqtəyi-nəzərini əks etdirir.

Rasional gözləmələrin müqabili olaraq adaptiv gözləmələr ehtimalı mövcuddur və onlar bununla əlaqədardır ki, müəyyən dəyişənlərin gələcəkdə dəyəri onların yaxın keçmişdəki dəyəri ilə müəyyən edilir. Eyni zamanda “trend - sizin dostunuzdur” fikri belə nöqtəyi-nəzəri əks etdirir ki, əgər qiymətlər müəyyən zaman müddətində artmaqda davam edirsə, onların artımı gələcəkdə də davam edəcək. Gələn həftə və ya gələn aya proqnozlaşdırılan qiymətlərin bugünkü cari qiymətləri müəyyən etməsindən ibarət olan rasionol gözləmələr ideyası, mahiyyətə, gələcəkdən bugünkü günə olan baxışı əks etdirir. Beləliklə, cari mövcud bazarda qızılın bugünkü qiyməti onun gələcəkdə müəyyən tarixə gözlənilən

qiymətinin müvafiq faiz stavkası ilə, bir qayda olaraq, hökumətin risksiz qiymətli kağızlar üzrə faiz stavkası ilə, diskontlaşdırılmış qiymətindən ibarətdir. Valyuta bazarında ABŞ dollarının Kanada dollarına nisbətən olan qiyməti – bu valyutaların gələcək tarixə gözlənilən nisbətinin ABŞ və Kanada dollarlarının faiz stavkalarının fərqinə diskont edilmiş qiymətidir. Hökumət istehlak və ya investisiyaları stimullaşdırmaq məqsədilə vergi stavkalarını aşağı salarkən, rəşional gözləmələr ideyasından çıxış edilərsə, belə nəticə ortaya çıxar ki, belə siyasət uğur əldə etməyəcək, çünki investorlar dərhal başa düşəcəklər ki, bugünkü böyük vergi defisiti sabahkı gün onların əmlakına qoyulacaq daha yüksək vergilər deməkdir və onlar vergi hesablarının ölçülərinin gələcək artımını gözləyərək öz sərvət yığımlarını artıracaqlar.

“İnvestorlar rəşionaldır” müddəası nə deməkdir [1] ? İlk ehtimal onunla bağlıdır ki, vaxtın çox hissəsini investorların *əksəriyyəti* özlərini rəşional aparır. İkinci ehtimal ondan çıxış edir ki, investorların *hamısı* vaxtın çox hissəsini özlərini rəşional aparırlar. Üçüncü ehtimala görə isə, bazarın hər bir iştirakçısı digərləri ilə eyni əqli qabiliyyətə, informasiyaya və məqsədə malikdir və eyni iqtisadi modelə riayət edir. Və sonuncu, dördüncü ehtimal ona istinad edir ki, *bütün* investorların davranışı *həmişə* rəşionaldır.

Təqdim olunan ehtimallardan hər biri investorların maliyyə bazarlarında müxtəlif davranışını müəyyən edir. İnvestorların əksəriyyətinin vaxtın çox hissəsini özlərini rəşional aparmaları ilə razılaşmaq, hər bir investorun həmişə rəşional olması barədə ehtimalını qəbul etməkdən qat-qat asandır. Mübahisə çox zaman iki polyar mövqe arasında gedir – bir tərəf iddia edir ki, heç bir investor tam rəşional deyil, digər tərəf isə bütün investorların həmişə rəşional olmasını iddia edir. Harri C.Conson tərəfindən daha ilk iqtisadçılar və beynəlxalq pul reformasının aparılmasında maraqlı olan yeni nəsil iqtisadçıları arasındakı fərqlərin təsviri təklif olunmuşdur:

Bu fərqlər belə ümumiləşdirilə bilər: Köhnə məktəb nümayəndələri olan iqtisadçılar iddia edirlər ki, “üzən mübadilə kursları sistemi bizim gözləmələrimizə müvafiq işləmir, bu səbəbdən nəzəriyyə doğru deyil, dünya irrəşionaldır və biz rəşionallığı müəyyən olunmuş mübadilə kurslarına qayıt-

maqla bərpa edə bilərik, bu isə milli hökumətlərin birgə fəaliyyəti nəticəsində əldə edilə bilər”. Eyni zamanda yeni nəsil iqtisadçıları bu fikirdə həmrəydirlər ki, “çox böyük ehtimal dərəcəsi ilə, üzən stavkaya əsaslanan sistem bazarların əksəriyyəti kimi rəşional fəaliyyət göstərməlidir; yox, əgər sistemin rəşionallığı mənim standartlarıma uyğun deyilsə, onda çox güman ki, defekt mənim gəvrayışımızdır, buna görə də anlayışı əldə etmək üçün rəşional davranış və onun empirik nəticələri nəzəriyyəsi üzərində daha çox işləmək zəruridir ”. Məhz ikinci yanaşma yeni tədqiqatçılar nəsli mühitində geniş yayılıb və yaradıcı şəkildə dərk olunmağa məruzdur [2].

Beləliklə, rəşionallıq dünyanın həqiqətdə necə fəaliyyət göstərməsinin təsviri deyil, dünyanın hansı tərzdə fəaliyyət göstərməli olmasının ilkin ehtimalından ibarətdir. İnvestorların davranışının uzunmüddətli perspektivdə rəşional olması barədə ehtimal faydalı hipotezdir, çünki bu müxtəlif bazarlarda qiymət dəyişikliklərinin anlaşılmasına aydınlıq gətirir. Karl Popperin ifadəsinə görə, bu hipotez “barverəndir”, və iqtisadi problemlərin analizini bu ehtimal bazası üzərində aparmaq daha məqsəduyğundur.

Rəşionallığın ehtimalının interpretasiyalarından biri odur ki, bu gün müəyyən bazardakı qiymətlər həmin bazarda bir-iki ay və bir-iki il sonrakı (saxlama müddəti dəyəri ilə korrektə edilmiş) qiymətlərlə uzlaşmalıdır. Əks təqdirdə mənfəətli və nisbətən risksiz spekulyativ ticarət imkanı mövcud olardı. 1920-ci illərdə Raqnar Nürkse fransız frankının və alman markasının valyuta kursunun dəyişikliklərinin tədqiqini aparmış və belə bir nəticəyə gəlmişdir ki, valyuta bazarındaki spekulyasiyalar destabilləşdirici xarakter daşıyırdı. Milton Fridman isə cavab olaraq iddia edirdi ki, valyuta bazarında desatabilləşdirici spekulyasiya baş verə bilməz, çünki qiymət artımı zamanı alan və qiymətlər düşərkən satan bütün investorlar “baha alıb, ucuz satacaqlar”, arası kəsilməyən itkilər isə onları ya biznesi tərk etməyə, ya da strategiyanı dəyişməyə məcbur edəcəkdir. Fridmanın nöqteyi-nəzəri ondan ibarətdir ki, darvinizm baxımından desatabilləşdirici spekulyantlar sağ qala bilmədiyi kimi, destabilləşdirici spekulyasiyalar da mövcud ola bilməz [3]. Belə iddianın cavablarından

biri belə müddəə ola bilər ki, vaxtaşırı bəzi investorlar itkilərə gətirən strategiyalara riayət edə bilərlər.

Destabilləşdirici spekulyasiyanın bir çox tarixi nümunələri var, lakin ifadə dili bəzən qeyri-dəqiqdir, bəzən isə mübaliğəlidir. Ədəbiyyatda istifadə olunan bəzi ifadələri nəzərdən keçirək: “maniyalar...dəlicəsinə spekulyasiyalar... kor hərislik ...maliyyə orqiyaları...coşqunluqla ...qızğın həyəcanlı spekulyasiyalar...epidemik tez varlanmaq həvəsi... arzu olunanın həqiqət kimi qəbulu... yoluxmuş investorlargözübağlı hərəkət etmək... eşitmək üçün qulağı, görmək üçün gözü olmayan insanlar... axmaqlar üçün olan cənnətdə yaşayan investorlar... hədsiz inam... həddindən artıq spekulyasiya ... həddindən artıq ticarət...həddindən artıq iştaha...əli olmaq... genişlənməyə dəlisov canatma”.

Fernand Brodel “dəlilik” və “azart” terminlərini Avropanın XV-XVIII əsrlərarası dövrdə gündəlik həyatını təsvir edərkən istifadə edirdi. Bu, əsasən artan istehlakla bağlı idi, ancaq bu moda, yeni biliklər yangısı və yeni torpaqların əldə edilməsinə canatmaya da aid edilirdi [4] .

1886-cı ilin may ayında qara cümə günü fiaskoya uğrayan *Overend* London bank kompaniyasının rəhbərləri “şüurlu sadələşmələr” hesab olundular [5]. “Bu itkilər, - Beydixot yazırdı, - elə başısoyuq və axmaq tərzdə edilmişdi ki, hətta uşaq belə pullardan səmərəli istifadə edə bilərdi” [6].

Klepxem Klephemini 1890-cı ildə *Baring* bankına verdiyi təsvirdə bankın fəaliyyət tərzinin xarakterik əlamətinə şəffaf işarə var idi: “Onlar müəssisə və ya nəzərdə tutulan investorlara soyuq baş və kifayət edəcək müdrikliklə baxmırdılar, nəticədə isə düşüncə həddindən xeyli kənara çıxmış oldular” [7].

Adam Smit Cənub Dənizləri kompaniyasının səhm bazarındakı “qovuşu” aşağıdakı kimi şərh etmişdir: “Onlar çox böyük sayda mülkiyyətçi arasında bölüşdürülən ölçüsüz kapitala malik idilər. Ona görə rəhbərlikdə düşüncəsizlik, etinasızlıq və israfçılığın üstünlük təşkil etdiyini gözləmək təbii idi. Onların birja spekulyasiyalarının fırladaçısı xarakteri və qəribəliyi onların işçilərinin səhlənkarlığı, israfçılığı və vəzifələrindən sui-istifadə kimi məlumdur ” [8].

Bu klassik iqtisadçılar paradının sonunda Alfred Marşallın fikrini çatdıraraq.

Düşünülməmiş ticarətin ziyanı ondadır ki, o həmişə prosesə bilavasitə cəlb olunmuş insanların dairəsindən kənara çıxır... hər hansı bankın problemləri haqqında xəbər nadan kütlənin qulağına çatanda təşviş başlanır – etibarları avamlığa əsaslanan insanlar indi də əllərində olan bütün banknotları cingiltili sikkələrə dəyişmək üçün şüursuz olaraq bank qapılarına atırlar. Bu cür təzyiq, hətta, hücum belə yönləndirilmiş olmadığı halda əmanətçiləri ilə hesablaşa biləcək bankları belə çökdürür. Bir bankın problemləri tez bir zamanda genişlənərək digərlərini də əhatə edir, indi artıq təşviş yangını əsaslı mövqe tutan bankları da məhv edir. Alov ağacdən tikilmiş evlərdən birindən digərinə keçdikcə şiddətlənərək daha böyük sahəni əhatə etdikcə, odadavamlı kərpicdən tikilmiş evlər də davam gətirmir [9].

Şəxsiyyətin rasionallığı, bazarın irrasionallığı

Bəzən ajiotaj ümumi irrasionallıq və ya “kütlə psixologiyası” ilə assosiasiya edilir. Rasional individumlarla irrasional qrup arasındakı münasibətlər mürəkkəb xarakter daşıya bilər. Bu zaman bir sıra fərqləndirici xüsusiyyətləri qeyd etmək olar. Onlardan biri “qrup təfəkkürünün” müxtəlifliyi olan kütlə psixologiyasına aid olub, faktiki olaraq bazarın bütün iştirakçılarının öz fikirlərini eyni vaxtda dəyişdiyi və onlarda “sürü” hissinin oyandığı haldır. Ya da ayrı-ayrı şəxslər bazarın inkişafı haqqında öz rəylərini davam edən prosesin hissəsi kimi ayrı-ayrı mərhələlərdə dəyişirlər. Onlardan əksəriyyəti rasionallıqdan çıxış edərək hərəkət etməyə başlayır, lakin addımbaaddım onlardan çoxları realılıqla əlaqəni itirir, özü də bu əlaqənin dağılması əvvəlcə tədricən baş verir, sonra isə getdikcə tezləşə-tezləşə gedir. Üçüncü mümkün variant onunla bağlıdır ki, müxtəlif qrup treyderlər, investorlar və spekulyantlar üçün rasionallıq özünəməxsus xüsusiyyətlərə malikdir; aktivlərin qiymətləri artdıqca bu qruplardan hər birinin iştirakçılarını istəriyə bürüyür. Dördüncü varianta o fakt aiddir ki, bazarın bütün iştirakçıları “toplama səhvinin” qurbanı ola bilərlər: individumlar qrupunun hərəkət tərzini onlardan hər birinin ayrılıqda hərəkətlərinin cəmindən fərqlənir. Müəyyən təsirə reaksiyanın

keyfiyyəti ilə bağlı rasionallıq gözləmələrə nəzərən bazarın tutarsızlığı şəraitində müvafiq miqdarın qiymətləndirilməsi üçün, xüsusilə təsir və reaksiya arasında qırılma varsa, beşinci variant mövcuddur. Nəhayət, irrasionallıq investorların modeli düzgün seçməmələri, informasiya ilə düzgün işləyə bilməmələri və ya seçilmiş modelə uyğun gəlmədiyinə görə informasiyanın qəbul edilməməsi səbəbindən özünə yer alır. Bundan başqa, növbəti fəsillərdən birində bir çoxlarını fırladaçıların qurbanı edən, sadələşmə və ağıllıqdan irəli gələn irrasionallıq müzakirə olunacaq [10].

Kütlə psixologiyası və ya isteriya rasionallıq hərəkət tərzindən təsadüfi kənarçıxmalar kimi yaxşı tanışdır. Bəzi iqtisadi modellərdə nümayiş effekti xüsusi vurğulanır, çünki bu zaman Smitlər qazandıqlarından çox xərcləməyə başlayırlar, hər halda müəyyən zaman kəsiyi dövründə, çünki onlar Consonlardan geri qalmamağa çalışırlar. Bundan başqa Dyussenberri effekti mövcuddur ki, ona müvafiq olaraq istər Cmitlər, istərsə də Consonlar gəlirləri artan zaman istehlak xərclərini artırırırlar, lakin eyni zamanda gəlirlər aşağı düşən zaman onlar müvafiq olaraq xərclərini azaltmaq iqtidarında deyillər. Siyasətdə “ümumi vəqon effekti” məlumdur, onun nəticəsində seçkilər zamanı kütlə qələbəyə şansı olan hərəkətlərə qoşulur və qalib olmaq ehtimalı çox olanlara tərəfdar olur (və ya onlar uduzanlardan üz çevirən zaman “batan gəmini tərk edən siçanlar” effekti). Fransuz tarixçisi Qustav Lebon özünün “Kütlə” əsərində bu məsələni araşdırıb [11]. Çarlz Makkey Cənub Dənizləri Kompaniyasının səhmlər bazarındakı [12] “qovuşu” xarakterizə edərkən bir bankirə bağlı əhvalatı qeyd edir. Bu adam 1720-ci ilin avqustunda həmin kompaniyanın kapitalında 500 funt məbləğində üçüncü imza vərəqəsi ilə pay alaraq demişdi: “Ətrafda hamı dəli olarkən, biz onların rəftarını müəyyən dərəcədə imitasiya etməliyik” [13].

Xayman Minski bazarlardakı ajiotajlar haqqındakı mülahizələrində bu tip irrasionallığın yumşaq formasına böyük əhəmiyyət verirdi. Əvvəlki dövrlərdə hədsiz optimizm və onun ardınca gələn eyni dərəcəli pessimizm günəş ləkələrinin formasının və ya Veneranın troyektoriyasının dəyişməsi ilə izah oluna bilirdi [14]. Minski formuluna əsasən, pozitiv əhval-ruhiyyə dalğası sistemin struktur xarakteristika dəyişikliklərindən başlayır, bunlar həm investorlar və işgüzar firmalar, eləcə də kreditor rolunda çıxış

edən banklarda optimizmin yüksəlişinə gətirir. Çiçəklənmənin stabilliyinə və artımına böyük inam investorları daha riskli yatırımlar etməyə sövq edir. Belə optimistik mühitdə banklar daha riskli kreditlər verir. Optimizm tədricən artır və özünü müəyyən müddət - ajiotaja çevrilənə qədər, doğruldur.

1970-ci illərdə qızılın qiymətinin artım dalğası

1970-ci il yanvarın 1-nə qızılın bazar qiyməti unsiyaya görə 40\$-dan az idi, 1979-cu il 31 dekabr tarixinə isə onun qiyməti unsiyaya görə 970 \$-a qədər yüksəlmişdi. 1934 və 1970-ci illər arasında qızılın bazar qiyməti Amerika qızıl paritetinə - unsiyaya görə 35 \$ - bağlı idi. 1970-ci illərin əvvəlində qızıl ilə ABŞ dolları arasındakı formal rabitə itir və qızıl neft və ya donuz bekonu kimi əmtəə bazarlarından birində azad satılan və alınan “adi əmtəəyə” çevrilir. (Aydındır ki, qızılın tarixi bütün digər əmtəələrin tarixindən fərqlənir: çətin ki, donuz bekonu və ya toyuq yumurtalarının monetar tarixi haqqında kitaba rast gəlmək olar). 1970-ci illər inflyasiyanın böyük sürət artımı ilə seçilirdi, lakin bu proses xətti xarakter daşıyırdı: 1973-cü ildə qızılın qiyməti 200 \$-a qədər artmışdı, onilliyin sonuna isə 100 \$-a qədər düşmüşdü.

Ümumqəbul olunmuş təsəvvürə görə qızıla qoyulmuş kapital inflyasiyadan müdafiə olunub. 400 il ərzində qızılın real qiyməti və onun bazar əmtəə zənbilinə nəzərən alıcılıq qabiliyyəti az-çox sabit qalırdı. Lakin 1970-ci illərdə, əksinə, qızılın bazar qiymətinin illik faiz artımı istehlak qiymətləri üçün analoji göstəricini xeyli üstələyirdi. Bu inflyasiya dövründə neftin, kömürün, buğdanın və digər xammal malların qiymətləri artırdı, lakin qızılın qiymət artımı daha böyük idi.

1970-ci illərin sonunda müəyyən mərhələdə çıxılmaz vəziyyət yaranmışdı: qızılın bazar qiymətinin yüksəlməsi yeni qiymət artımlarına gətirirdi. İnvestorlar bazar qiymətlərinin həftənin birinci günündən ikinci gününə artım tendensiyasını cümə gününün bazar situasiyasına ekstrapolyasiya edirdilər. Onlar qızılı cümə günü daha yüksək qiymətə satmaq ümidi ilə çərşənbə günü alırdılar. Bu situasiyaya “daha böyük axmaq” nəzəriyyəsini tətbiq etmək olardı, və çox güman ki, bir çox

investorlar dərk edirdilər ki, situasiya süni olaraq gərginləşdirilir və əvvəl əldə olunmuş qızılı “qovuq” partlayana qədər satmağa can atırdılar.

1990-ci illərin sonunda qızılın bazar qiyməti bir unsiyaya görə 300 \$-a yaxın idi. 1900-cı ildən başlayaraq qızılın qiyməti 15 dəfədən çox artıb, ABŞ-da əmtəə zənbilinin bazar qiyməti də təxminən elə bu qədər artıb və bu bir daha onu təsdiqləyir ki, qızıla qoyulan vəsait inflyasiyadan yaxşı müdafiə vasitəsidir.

Belə düşünülməmiş artımın iki daha ilkin izahı İrvinq Fişer və Knut Uiksell tərəfindən verilib. Onlar faiz stavkalarının xeyli aşağı olmasına diqqət yetirmişdilər [15]. İqtisadi ekspansiya şəraitində istehlak mallarının qiymət artımı baş verir və nə qədər ki, faiz stavkalarının səviyyəsi artır, istehlak qiymətləri inflyasiyaya nisbətən daha yavaş tempə qalxır, buna görə də faiz stavkalarının real səviyyəsi aşağı düşür. Kreditorlar “pul illüziyasının” əsiri olduqları və faiz stavkalarının real düşümünə etinasızlıq göstərdikləri müddətdə borc alanlar situasiyanı düzgün qiymətləndirirlər və onlar bu növ illüziyalardan azaddırlar. Mənfəətin artımı və real faiz stavkalarının düşümünün gözlənilmədiyi şəraitdə rasional investorlar daşınmaz əmlak və qiymətli kağızlara daha çox vəsait yatırırırlar. (Fişer və Uikslerin təklif etdiyi izahatlar 1970-ci illərdə nominal və real faiz stavka dəyişikliklərinin təsvirindən ibarətdir).

Verilmiş model bu hal üçün xüsusi seçilmiş ehtimala əsaslanır: bazarın bu iki qrup iştirakçısı arasındakı daimi fərq onların “pul illüziyasına” həssaslığındadır. Həddindən ziyadə kiçik faiz stavkaları çox güman ki, daha geniş fenomen - maliyyə innovasiyalarının qiymətinin xüsusi halıdır. İlkin olaraq belə innovasiyalar alıcını cəlb etmək məqsədi ilə ziyanə satılan əmtəə kimi lazımınca qiymətləndirilməyə bilərdi, lakin aşağı qiymət hədsiz tələbata gətirə bilər. Və ya təzə yaradılan kompaniyalar hədsiz risklərə gedə bilərlər, çünki onlar artıq etibarlı ad-san qazanmış rəqiblərinə nəzərən bazar paylarını böyütməyə can atırlar. Bununla bağlı nümunə kimi məşhur bankir Cey Kuku göstərmək olar. O, 1870-ci illərdə *Northen Pacific* [16] dəmiryol kompaniyasını dəstəkləmişdi. Bundan başqa bura Rocers Koldvellin munisipal istiqraz bazarında 1870-ci illərdəki fəaliyyəti [17], həmin dövrdə ABŞ Bankının ipoteka kreditləşməsi proqramını reallaşdıran Bernard Markus [18], Franklin National Bankda 1970-ci illərin əvvəlində işləyən Maykl Sindonu aid etmək olar [19].

Spekulyasiyanın geniş vüsət alması bir qayda olaraq, iki mərhələdə həyata keçirilir. Birinci, şüurlu mərhələdə, ev təsərrüfatları, kompaniyalar və individual investorlar qiymət təkanına şüurlu reaksiya verirlər. İkinci mərhələdə onların fəaliyyətində kapital artımının gözlənilməsi dominantlıq təşkil edir. İlk mərhələlərdə olan yüksək faizlər əldə etmək ehtirası tədricən ikinci plana çəkilir və əsas istək kapitalın alınıb satılması yolu ilə varlanmaq olur [20]. 1830-cu illərdə ABŞ-da investorlar torpaq sahələrini ilkin olaraq pambıq plantasiyalarını genişləndirmək məqsədilə alırdılar, sonralar isə torpaqların alınması onların təkrar satışından gəlir əldə etmək məqsədilə həyata keçirilirdi. 1850-ci illərdə fermer və plantasiya sahibləri torpağı həm kənd təsərrüfatı məqsədləri üçün, həm də spekulyasiya obyektini kimi istifadə edirdilər. Onlar torpağın dəyəri düşəcəyi halda, bəcərəcəklərindən artıq torpaq sahələri alırdılar. Bum şəraitində az-çox məntiqə uyğun olan bu əsaslandırma lazımsız kimi kənara atılmış və fermerlər torpağın gözlənilən qiymət artımından maksimum istifadə etməyə can ataraq, yeni torpaq sahələri almaq üçün ipoteka kreditləri götürürdülər, alınmış torpaq isə yeni ipoteka krediti üçün girov kimi istifadə olunurdu [21]. 1830-cu illərdə Böyük Britaniyada dəmir yollarının tikintisi ilə bağlı olan bum da iki mərhələdə baş vermişdi. Birinci mərhələdə, 1835-cü ilə qədər layihələr hələ “qovuuq” deyildi, ikinci mərhələdə, 1835-ci ildən sonra isə artıq “qovuuq” idilər. Birinci fazada səhmlər yerli ticarət palatasına, Lankşirdən olan kapitalist-kvakerlərə və biznesmenlərə, tacirlərə, sənayeçilərə - dəmir yollarının tikintisinin onlara dividend gətirəcəyini ehtimal edən varlı adamlara satılmışdı. Bu adamlar 5-10% həcmində avans ödənişləri edə bilmişdilər və tikintinin gedişatı boyunca ödənişlər edəcəkdilər. İkinci fazada səhmlərin satışı üzrə vasitəçilər, onların əksəriyyəti yalnız tez bir zamanda qazanc əldə edilməsində maraqlı olan fırlıdaqçılar idi, başqa tip investorları, o cümlədən qadınları və keşişləri cəlb etdilər [22]. Belə bir şərait 1870-ci illərdə Vyanada da tikinti meydançıları satılarkən yaranmışdı. İlkin olaraq meydançalar tikinti üçün alınsa da, sonradan onlar spekulyasiya obyektinə çevrildilər [23]. İlza Mints 1920-ci illərdə Nyu-Yorkda xarici istiqrazların ikipilləli satış prosesini qeyd edir [24]. 1970-ci illərin əvvəlində Meksikada və Braziliyada kreditlərin verilməsi borc götürənlərin kreditödəmə qabiliyyətlərinin realistik qiymətləri əsasında

həyata keçirilirdi. Lakin sonralar banklar öz gəlirlərini artırmaq məqsədilə kreditlərin həcmi artırıldı, lakin kreditləşmə obyektlərinin keyfiyyət qiymətlərinə olan tələblər aşağı düşmüşdü. Mahiyyət etibarilə iki anlayış dəyişik salınır – məqsəd və proses. Tədricən kreditorlar o dərəcədə prosesə aludə olurlar ki, onun mümkün nəticələri haqqında düşünmür və özlərinə sual verməyi unudurlar: əgər yeni borcların verilməsi prosesi dayandırılmış olarsa, nə baş verəcək? Bu zaman borc götürənlər faizləri və əsas borc məbləğini vaxtında ödəyə biləcəklərmi?

İpoteka kreditləri ilə dəstəklənərək artan qiymətlə alınıb-satılan Cənubi Kaliforniyada natamam tikilmiş evlər bazarı 1981-ci ildə öz pik nöqtəsinə çatır, sonra isə qiymətlər 40% düşür [25]. 1985-1986-cı illərdə Bostonda kondominiumlarda mənzillərin kütləvi şəkildə alınması baş verirdi, bundan sonra isə yeni sahiblərdən 60%-i həmin mənzilləri satmaq niyyətində idi. Bu bazar 1988-ci ildə [26] çökdü və bu hadisə 1881-ci ildə Çikaqoda “mənzil həyəcanı” situasiyası ilə analogiya təşkil edir [27]. Oxşar “qovuş” 2003-cü ildə Çikaqoda mənzil bazarında partlamışdı.

Bazardakı iki davranış stadiyasının analizi iki qrup spekulyantların – insayder və autsayderlərin olmasını fərz edir. İnsayderlər qiymətləri qaldıraraq situasiyanı destabilləşdirir, sonra isə aktivləri autsayderlərə satırlar, bu zaman autsayderlərə dəyən ziyan insayderlərin gəlirinə bərabər olmalıdır. Concon hesab edir ki, hər bir destabilləşmə törədən spekulyanta əks addımları həyata keçirən bir nəfər müvafiq gəlməlidir [28]. Lakin professional insayderlər yüksələn və enən trendlərin göstəricilərini üstələməyə çalışırlar; onlar “trend – mənim dostumdur” ideyasının tərəfdarlarıdır. Etaplardan birində belə insayderlər “tape watchers” – “lenti izləyənlər” adlanırdılar, lakin yaxınlarda onlara “momentum investors” (ani investorlar) adı verilib. Autsayderlər - yüksək qiymətə alıb, ucuz qiymətə satan diletantlar, eyforiyanın əsas qurbanlarıdır. Topladıkları vəsaiti itirdikdən sonra onlar öz gündəlik fəaliyyətlərinə qayıdaraq 5-10 ildən sonra növbəti “qovuşlarda” iştirak etmək üçün yenə də vəsait yığmağa başlayırlar.

Əgər 1869-cu ildə qızılın qiymətinin qalxması ilə əlaqədar baş vermiş panikaya qayıtmış olsaq, deməli ki, tədqiqatçılardan biri olan Larri Uinner hesab edir ki, o zaman destabilləşdirici situasiya yaradılmamışdı. Lakin sübutlar mövcuddur ki, Qould və Fisk qızılın qiymət artımına təkan

vermiş və sonra qiymətlər öz pik nöqtəsinə çatanda isə satmağa başlamışdılar, bu isə özlüyündə destabilləşdirici spekulasiya idi [29]. Hər iki qrup spekulyantın işlətdikləri informasiya fərqlənir. İlkin mərhələdə Qould ABŞ hökumətini buğdanın qiymətini qaldırmaq üçün qızılın təyin olunmuş kursuna əlavə ödəmələri artırmaq yolu ilə dolların süni yolla qiymətdən salınmasının zəruriliyində əmin etməyə çalışırdı. Eyni zamanda autsayderlərin hərəkətləri onların bu gözləmələrinə əsaslanırdı: hökumət qızılın təyin olunmuş kursuna əlavə ödəmələri elə tərzdə azaltmağa çalışacaq ki, kağız pulların mübadilə pariteti müharibədən qabaqkıya uyğun gəlsin. Sentyabrın 16-da autsayderlər bu gözləmələrə əlvida deməli və Qouldun fikri ilə razılaşmalı olaraq qızıl almağa başladılar və qızılın qiyməti artmaqda idi. Sentyabrın 22-də Qould öz inanılmış adamından, prezident Qrantın qohumundan xəbər bilir ki, autsayderlərin ilkin rəyi düzgün imiş və onun planı qəbul edilməyəcək. Buna görə Qould təcili qızılı satmağa başlayır, autsayderlər yubanma ilə aşkar edirlər ki, qızılı satın almaq barədə verilmiş qərar düzgün deyilmiş və hər şey 1869-cu ilin 23 sentyabrı, Qara cümə günü bazarın çökməsi ilə bitir.

Bu iki qrup arasındakı fərqi aşkar şəkildə nümayiş etdirən digər nümunə birja kontorlarıdır ki, burada da qeyri-leqal spekulasiya oyunları aparılır. Bugünkü gün müvafiq qanunvericiliklərin qəbulundan sonra belə kontorların fəaliyyəti praktiki olaraq dayandırılıb, lakin onların (“boyler” adlanan) bəzi ardıcılıarı hələ də qalmaqdadır. Belə kontorların fəaliyyətinin təsvirinə çox vaxt romanlarda rast gəlmək olar. Kristina Stidin “Bütün millətlərin evi” kitabı belə romanların klassik nümunəsidir [30]. Romanda bu növ kontordan olan insayderlər qiymətli kağızların alqı-satqısı üçün sifarişlər qəbul edir, lakin sifarişləri yerinə yetirmirdilər, çünki belə hesab edirdilər ki, insayderlərin stavkaları səhvdir. İnsayderlər haqlı olduğu halda isə təşkilatçılar sadəcə olaraq qaçıb aradan çıxmaq fikrində idilər. “Bütün millətlərin evi” romanında onlar Latviyaya qaçırlar, bizim günlərdə isə Braziliya, Kosta-Rika və ya Kubaya yollana bilərdilər.

Bugünkü gündə qanunsuz birja oyunları keçirən birja kontorları hazırlıqsız investorları qısa bir zamanda asan qazanc vədələri ilə cəlb edən “boyler”lərə çevriliblər. “Boyer” sahibləri əzəldən praktiki olaraq

onların fərdi mülkiyyətçiləri idilər. Zamanla onların adları dəyişir, mahiyyət isə olduğu kimi qalırdı. Aksiyaların qiymət artımının sürətini artırmaq üçün onlar öz əlaqələrindən istifadə edir və müəyyən məqamda telemarketing tətbiq edərək aksiyaların geniş kütləyə satışına başlayırdılar. Onlar gündəlik tədrici qiymət artımını o zamana qədər təşkil edirdilər ki, praktiki olaraq bütün səhmlər öz “uğurlu” yatırımlarına sevinən sadələvh investorlara satılmış olsun. Bu investorlardan hər hansı biri səhmlərini satmağa cəhd edəndə isə, alıcı tapılmırdı.

Aktivlərin alınmasının satışına nəzərən daha yüksək qiymətlərlə həyata keçirildiyi destabilləşdirici spekulasiyalara daha bir nümunə dahi fizik İsaak Nyutonla bağlıdır. O, 1720-ci ilin yazında demişdi: “Mən göy cisimlərinin hərəkətini hesablaya bilərəm, lakin insanların divanəliyini yox”. 1720-ci ilin aprelində o, Cənub Dənizləri Kompaniyasının ona məxsus səhmlərini sataraq 7000 funt həcmində 100% mənfəət əldə etmişdi. Lakin bu zaman bum hələ öz yüksəlişində idi. Ajiotaj bütün dünyanı və o cümlədən, Nyutonu bürüyür. O, daha baha qiymətə, yeni, daha böyük səhm paketini satın alır və nəticədə 20 000 funt itirir. Bir çox digər zərərçəkmişlər kimi o da bu uğursuzluğu unutmağa çalışmışdı, lakin ömrünün sonuna qədər o, Cənub Dənizləri Kompaniyasının adını sakit qarşılaya bilmirdi [31].

Bundan başqa, insayderlərin və autsayderlərin spekulasiyaları ajiotaja və panikaya gətirə bilər, əgər iştirakçılardan hər birinin davranışı özlüyündə rəşional təsir bağışlayırsa. Bütöv tam ayrıca götürülən hissələrin cəmindən fərqlənərkən, səhv birləşmə problemini nəzərdən keçirək. Bu halda hər bir iştirakçının əməlləri rəşionaldır və ya rəşional olardı, əgər, bir çox digər iştirakçılar da özlərini bu şəkildə aparmasaydılar. Əgər investor situasiyaya kifayət dərəcədə çevik reaksiya verirsə, o, müvəffəq ola bilər, adətən insayderlərlə elə bu baş verir. Karsvel Cənub Dənizləri Kompaniyasının səhm bazarındakı “qovuğun” bir iştirakçısından sitat gətirir:

Səhmlərin qiymətinin həqiqətdə mövcud olan kapitaldan artıq əlavə artımı real əsaslara malik olmayacaq. Birin üstünə biri necə gəlirsən gəl, hesabın qanunlarına görə heç vaxt təsəvvür etdiyin üç yarım altına bilməz, buna görə də biri üçün təsəvvür edilən istənilən qazanc, digəri üçün ziyan demək olacaq. Uğursuzluğun qarşısının alınmasının yeganə üsulu –

aktivləri vaxtında satmaq və şeytana sonuncunu götürməyə imkan verməkdir [32].

“Şeytan axıncını alır”, “bacaran, xilas olsun”, “itlər astagəli qapır” – bu kimi deyimlər panika şəraitində hərəkət tərzini çox aydın təsvir edir. Analoji olaraq adamlar dolu teatrda “yanğın” deyər qışqıran şəxsi göstərmək olar. Zəncirvari göndərilən məktub da yaxşı nümunə ola bilər, belə ki, zəncir sonsuz olaraq uzana bilmədiyindən, yalnız cüzi sayda investorlar, zəncirin başlanğıcına yaxın olanlar qazanc əldə edə bilərlər. İndividuum üçün zəncirin ilk stadiyalarında iştirak etmək və başqalarının da ağılla hərəkət etdikləri barədə düşüncələrinə inanmaq məntiqə uyğun görünür.

Birləşmə səhvinə yaxın nümunə sadə iqtisadi sistemlərdəki situasiyadır, bu zaman tələb və təklif arasında rabitəsizlik var, onların fəaliyyəti bazarı hər məqam təmizləyən auksionda olduğu kimi eyni zamanda baş vermir. Təkan situasiyanın dəyişikliyinə, imkanların genişlənməsinə və gözlənilənlərin (ümidlərin) dəyişməsinə gətirib çıxarır. Məsələn, fizika, riyaziyyat və digər məktəb fənnlərinin müəllimlərinə ehtiyac yarandıqda bir çox gənclər bu ixtisaslara yiyələnmək üçün universitetlərə daxil olurlar; lakin onlar təhsillərini bitirən vaxt belə mütəxəssislər çoxluq təşkil edə bilər və işə düzələ bilmək imkanları kəskin azalar. Bu ona görə baş verir ki, mütəxəssislərin artıq olması yalnız təhsil müddəti bitdikdən sonra aşkarlanır. Analoji olaraq əmtəələrə, qəhvə, qənd, pambığa olan tələbat da son dərəcə yüksək ola bilər. Tələbat dalğasına cavab olaraq bu əmtəələrin qiyməti kəskin artır, sonra isə daha böyük templərlə aşağı düşür, çünki müəyyən zaman kəsiyindən sonra təklif tələbi üstələməyə başlayır.

Ajiotaj və panikalar tarixində xarici təkanə destabilləşdirici reaksiya nümunələri çoxdur. 1808-ci ildə Braziliya bazarı Böyük Britaniya üçün əlçatır olan kimi bir neçə həftə ərzində Mançesterdən ora konki və isti paltar da daxil olmaqla, son 20 ildə istehlak edildiyindən artıq mal göndərilmişdi. Bu, Klephemin sözlərinə görə, XIX əsr iqtisadiyyatçılarının kommersiya divanəliyini nümayiş etdirirdi [33]. 1820-ci ildə İspan koloniyalarının əldə etdiyi istiqlalçılıq yeni Latın Amerikasına hökumətlərinə verilən kreditlərin həcmi genişlənməsinə, kömür sahəsinə investisiyaların qoyulmasına və eksportun genişləndirilməsinə təkan oldu. Lakin

investisiyaların sürətli artımı həddindən artıq oldu. “Tələbat gözlənilmədən yarandığı kimi, gözlənilmədən də kəsildi. Lakin bir çoxları bunu sezmədi və elə hərəkət edirdilər ki, sanki o hələ də davam etməkdədir” [34].

1830-cu illərdə bu kimi uyğunsuzluqlar ikiillik perioda malik idi. “Hər bir alverçi, onun malları bazarda olan müddətdə analoji əməliyyatları həyata keçirən alverçilərin sayından, çox güman ki, xəbərsiz idi ” [35]. Analoji mülahizə 1850-ci ildə Kaliforniyada qızıl yataqlarının kəşfindən sonra ABŞ-da bərqərar olmuş situasiyanı xarakterizə edir:

Ekstorsionerlər və həddindən artıq ümidlər nəinki ABŞ-da , həm də bu ölkədə (Böyük Britaniya) özünü biruzə vermişdi. Bu zaman qızıl aşkar edildikdən sonra Kaliforniyanın potensial imkanları, şübhəsiz, Amerika böhranının nəticələrinin güclənməsi və genişlənməsinə səbəb oldu. Hər dəfə Londonda və ya Bostonda gəmilərin San-Fransiskoya göndərilməsindən danışılanda, 6, ya da ən çoxu 8 yüklənmiş orta ölçülü gəmi tələb olunurdu və ya istehlak oluna bilirdi. Bunun müqabilində sərqli eksportçular ayda 12-dən-15-ə qədər yüklənmiş iritonnajlı gəmi göndərirdi [36].

1880-cı ildə Fransada şərabçılıq sahəsinin problemləri üzümkükləri məhv edən xəstəliklə bağlıdır. Lakin bir çoxları bu səbəbi əsaslı hesab etmir, çünki yaranmış problemlərin həqiqi səbəbi ingilis pivə bişirənlərinin bir-birinin ardınca öz kompaniyalarının səhmlərini satmaları üzündən ingilis pivəbişirmə sənayesində yaranmış “qovuşma” idi. Onların arasında 1,7 mln. funta alınıb, 3,2 mln funta satılan *Arthur Guinness & Co* göstərmək olar [37]. Bu müvəffəqiyyət start tapançasının signalı idi və 1890-cı ilin noyabrına 86 digər pivəbişirən kompaniya ilkin açıq yerləşdirilmə üçün yeni səhmlərini buraxdı [38].

Birinci Dünya müharibəsinin sonunda Böyük Britaniyada müharibədəki qələbənin kömür, polad, dəmiryol daşınmaları, pambıq parça sənayesində Almaniyanın rəqabət qabiliyyətini xeyli aşağı salacağı ilə bağlı ehtimallarla əlaqədar bum baş verir. Bu zaman sənaye aktivləri, səhmlər, gəmilər və hətta evlərin qiymətləri qalxırdı. Kompaniyaların qovuşması aktiv templərlə gedirdi; bir çox hallarda bu, borc götürülən vəsaitlər hesabına maliyyələşirdi. Nəticədə, baş verənlər 1921-ci ilin ikinci rübündə kömür sənayesində tətillərə gətirib çıxardı [39] .

Üç digər hadisə rasionallıq nöqtəyi-nəzərindən mübahisəlidir. Bunlardan birincisi müəyyən gəlir səviyyəsinə adət etmiş kəslərə aiddir,

onlar gəlirləri azaldıqda xərclərinin azalması ilə bağlı çətinliklər hiss edirlər. İstehlak nəzəriyyəsinə əsasən belə situasiya Dyussenberri effekti ilə izah olunur. Bu, işçi qüvvəsinin təklifi çərçivəsində qiymət artımı müqabilində təklifin aşağı düşməsidir; bununla əlaqədar əmək haqqının artımı məhsuldarlığın yüksəlməsinə səbəb olmur, faydalı iş əmsalını artırmaq üçün əmək haqqını zaman vahidinə azaltmaq məqsədəuyğundur. İqtisadi tarix kitablarından bu prinsip “Con Bull hər şeyə tab gətirə bilməz, lakin 2%-ə davam gətirər” kimi məlumdur. Con Stüart Mill bunu aşağıdakı kimi ifadə edir:

İndiyə kimi qeyri-rasional spekulyasiyalarla başlayıb kommersiya böhranı ilə yekunlaşan hadisələrin belə növbələşməsi kapitalın artımı ilə daha nadir hadisəyə çevrilməyib və ya sərtliyini azaltmayıb, çox güman ki, bunun əksi baş verir və çox vaxt bunu rəqabət mübarizəsi ilə əlaqələndirirlər. Lakin mənim fikrimcə, bu, hadisələrin normal inkişafı şəraitində gəlirlərin aşağı olmasına aiddir, bu da kapitalistləri qane etmir [40].

Fransada, Bərpaetmə dövrünün sonunda və İyul monarxiyasının əvvəlində, yəni 1826- 1832-ci illərarası, fransızların əyri yolla qazanılmış pullara inamsız münasibətinə baxmayaraq, spekulyasiya geniş yayılmışdı. Torpaq sahibkarları öz aktivləri ilə 2,25-dən 3,75%- ə qədər qazanırdılar; sənayeçilər 2-dən 4%-ə qədər təşkil edən uzunmüddətli investisiyalardan artıq qazanmağa çalışırdılar və 7-9% qazanırdılar. Xammal satanlar öz investisiyalarından 20-25% gəlir əldə etməyə can atırdılar. Çarlz Uilson qeyd edirdi ki, əvvəllər tacir olan niderlandlılar bankir olurdular (tənbəllikdən və acgözlükdən). 1822, 1824 və 1888-ci ildə Böyük Britaniyada dövlət borclarının iri həcmli konversiyası faiz stavkalarının səviyyəsinin düşməsinə gətirib çıxardı və Britaniya investorlarını xarici emitentlərin qiymətli kağızlarını almağa sövq edirdi [43]. “ Faiz stavkaları aşağı düşəndə ingilis işgüzar aləmi yeni davranış modelinə adaptasiya oluna bilmədiyindən öz həmişəki biznesini kənara qoyub, baxışlarını daha mənfəətli və buna görə də daha riskli işlərə cəm edirdilər...Lakin belə hərəkətlər fəlakətə gətirir və yekunda onun nəticələri Mərkəzi Bankın çiyinlərinə çökür”, - deyə Andreades qeyd edir [44].

1970-ci illərdə üçüncü ölkələr üçün sindikatlaşdırılmış kreditlər “qovuğunun” ardınca ABŞ dollarında nominasiya edilən qiymətli kağızların faiz stavkalarının səviyyəsinin kəskin düşməsi baş verir, çünki 1970-ci ilin yazında FRS daha ekspansiv siyasət qəbul etmişdi. Bu dövrdə banklar yüksək likvidliyə malik idilər və sərfəli borc alanların axtarışında idilər və axtardıqlarını inkişaf etməkdə olan, əsasən Latin Amerikasının ölkələrinin hökumətləri və dövlət kompaniyalarının simasında tapdılar. Əksər Amerika bankları üçün 1960-cı illər sürətli beynəlmilləşmə dövrü kimi qeyd olunub və onların xarici filiallarının sayı çox sürətlə artırdı. Meksika, Braziliya və bir sıra digər ölkələrdə əmtəə qiymətlərinin kəskin artımı üzündən nominal və real gəlirlərin böyüməsi baş verir. 1980-ci illərin əvvəlində ABŞ-da faiz stavkalarının səviyyəsinin böyüməsi nəticəsində bu ölkələrdə malların qiymətləri düşür, bundan sonra isə nominal və real gəlirlər də ixtisar olur. Banklar malların qiymətinin aşağı düşməsinin qaçılmaz olduğunu qabaqcadan görməli idilərmidi?

Daha bir mübahisəli hal yaxşılığa doğru dəyişikliklər ümidilə inadlı fəaliyyət və ya dəyişmiş vəziyyət şəraitində müəyyən əməli hərəkətlər etməyə qadir olmama ilə əlaqədar idi. Bununla əlaqədar 1873-cü ildə *New York Warehouse and Security Company, Kenyon, Cox & Co, Jay Cook & Co* kompaniyalarının cəmiyyətin Missuri, Kanzas, Texas, Kanada və *Southern Northern Pacific* dəmiryollarının tikintisi üçün cəmiyyət tərəfindən verilən borclara görə bankrotluqlarını qeyd etmək olar. Bu zaman Berlin və Vyana bankları ABŞ kompaniyalarına kreditlərin verilməsini dayandırır, dəmiryol kompaniyaları isə başlanılan tikintiləri başa çatdırmaq üçün zəruri olan vəsaiti cəlb etmək üçün istiqrazları satmaq iqtidarında olmadılar [45]. 1828-ci ildə Nyu-York bankları və investisiya evləri alman borc götürənlərinə qısamüddətli kreditlər verməkdə davam edirdilər. ABŞ bankları bu zaman Almaniya uzunmüddətli kreditlərin verilməsini dayandırmışdılar, çünki Amerika investorları istiqrazların alınmasını dayandıraraq, vəsaitin çox hissəsini səhmlərin alınmasına yönəlmişdilər. Pələngi minib və ya ayının quyruğundan tutarkən inad göstərməyə dəyər, ən azı müəyyən zaman ərzində.

Buraxılan səhvlərə nümunə kimi Krım müharibəsi dövründə Rusiyaya qaçaq malların gətirilməsində iştirak edən İsveç banklarına verdikləri kreditlərlə bağlı Hamburq banklarının yasadıqları problemləri

qeyd edək. Sülh müqaviləsi bağlandıqdan sonra alman bankları bu kreditləri ləğv edə bilmədilər. İsveçlilər əldə olunan vəsaiti gəmiqayırmada, kömür sənayesində spekulyasiyalara istifadə etdilər, bu da Hamburqun 1857-ci il dünya böhranına cəlb olunmasının səbəblərindən biri oldu [46].

Üçüncü mübahisəli hal nəticədə səhv olduğu aşkar olan rəşional modelin mövcudluğu zamanı baş verir. Daha məlum nümunə kimi alınmaz hesab edilən fransız müdafiə xətti Majinonu göstərmək olar, hərəçənd bu halda söhbət gecikmiş ayılmadan deyil, qeyri-rasional gözləmədən gedə bilər. Pontsinin fikrincə, “əgər insanın diqqəti bir əşyaya cəm olunubsa, o özünü kor kimi aparır” [47]. Bu yerdə Baydixotun Maltius haqqında dedikləri yerinə düşərdi: “Fövqəladə və orijinal konsepsiya yaradıcısı çətin ki, ondan əl çəkə bilər” [48]. 1760-cı ildə Hamburq tacirləri Yeddiillik müharibə bitənə qədər əmtəələrin qiymətinin düşməsinin özlərinə təsirini hiss etmədilər. Beləliklə, Hapoleon müharibələri davam etdiyi müddətdə onlar qiymətlərin düşməsinə hazır deyildilər; qiymət düşümü 1798-ci ildə Napoleonun kontinental blokadası yarılandıqdan sonra baş verir [49]. Və yaxud da, məsələn, 1888-ci ildə Fransız bank sahibləri və müəssisə sahibləri tərəfindən mis bazarını nəzarətdə saxlamaq üçün birlik yaradıldı. Birlik, 1880-ci illərin əvvəlinin Cənubi Afrikada almaz sindikatu və ispan civəsinə Rotşild monopoliyasından ruhlanaraq vüsət alan poladərilmə, kömürçixarma və sənayenin bir sıra digər sahələrindəki kartel hərəkatının timsalında yaradılmışdı. (Bir sıra iqtisadçılar və analitiklər Neft Eksportçuların Təşkilatına üzv ölkələrin 1970-ci illərdə neftin qiymətinin qaldırılmasında aşkar uğurlarına əsasən ehtimal edirdilər ki, müvəffəq qiymət artelləri praktiki olaraq hər bir xammal və ərzaq növünün istehsalını ixtisar edəcək, bu işə növbəti qiymət artımına gətirəcək). 1890-cı il üçün fransız sindikatu 60 000 ton bahalı mis və üstəgəl onun alınmasına olan kontraktlar məxsus idi. Köhnə şaxtalar yenidən tikiləndən sonra, metallın emalına başladıqları zaman misin qiyməti kəskin düşür. Bir ton misin qiymətinin 80 funtdan 38 funta qədər düşməsi *Comptoir d'Ecote* bankının praktiki olaraq iflasına gətirib çıxarır; onu Fransa Bankının verdiyi borc xilas edir [50].

Derequlyasiya və liberallaşma formasında maliyyə innovasiyaları çox vaxt təkən xarakteri alır. 1970-ci illərdə Ronald Makkinon inkişaf etmək-

də olan ölkələrdə maliyyə bazarlarının segmentasiyası ilə əlaqədar olan “Maliyyə repressiyalarına” intellektual həmləyə başçılıq etdi. Onun konsepsiyasına görə üstünlük üç tip borc alanlara verildi: hökumətlə əlaqədar olanlara, beynəlxalq ticarətə cəlb olunanlara, həmçinin iri kompaniyalara [51]. Əsasən Latin Amerikası ölkələrinə aid olan bu müraciətə həmçinin Çikaqo liberalizm doktrinası təsir etmişdir. Bir çox ölkələr öz maliyyə sistemlərinin deregulyasiyasını həyata keçirdilər. Bu isə bankların sayının sürətli artımı, kreditverilmənin aktivləşməsi, inflyasiyanın artımı ilə müşayiət olunurdu, sonra isə bir sıra yeni yaradılmış kredit təşkilatlarının bankrot olmasına gətirib çıxardı [52]. Makkinon hesab edirdi ki, bu kimi iqtisadi fəlakətlərdən deregulyasiya prosesini reallaşdırarkən xüsusi ehtiyatlılığın zəruri olması ilə bağlı ibrət dərsi götürülməlidir [53].

1980-ci illərin sonu və 1990-cı illərin əvvəlində Polşa və keçmiş SSRİ Respublikalarında analoji məsələlər iqtisadiyyatın komanda modelindən bazar modelinə keçid sürətinin müzakirəsi prosesində yenidən aktual oldu. Belə bir təsəvvür formalaşdı ki, iqtisadiyyatın transformasiyasının müvəffəqiyyəti insanların sovet hakimiyyətinə qədər mövcud olmuş kapitalist həyat tərzini haqqındakıları yaddaşlarında nə dərəcədə qoruyub saxlamasındadır. Polşada bazar iqtisadiyyatı ilə əlaqə Rusiyaya nisbətən daha davamlı idi; Rusiyada isə o, sosializmin qərar tutduğu uzun illər ərzində praktiki olaraq məhv edilmişdi. Keçid dövrünün uğurla başa çatması üçün özəlləşdirmə sürətindən və dövlət nəzarətinin ixtisarından daha vacibi olanların yaddaşdan silinməməsidir.

Karlo Pontsinin əməli işi Tiranada yaşayır və qələbə qazanırdı

Şərqi Avropanı 1990-ci illərin əvvəlində bürümüş idarə olunan iqtisadiyyatdan bazar iqtisadiyyatına keçid dövrü o demək idi ki, maliyyə strukturlarının fəaliyyəti artıq tənzimlənmişdir. Yeni sahibkarlar, onlardan bir çoxu keçmiş hərbi qulluqçular idi, öz bizneslərini yüksək gəlir, deyək ki, ayda 30% əldə etmək ümidi ilə başlamışdılar. Bu ölkələrdə əhəlinin əlində xeyli miqdarda valyuta yığımları toplanmışdı, onların çoxunun

dövlət banklarında depozit hesabları var idi, bu hesablar üzrə faiz stavkaları çox aşağı idi. Buna görə də yeni yaradılan maliyyə strukturlarının yüksək faiz ödəmək haqqında vədləri çox cəlbedici səslənirdi. Bu növ “banklar” arasında yaranan rəqabət də faizlər haqqında vədləri yüksək səviyyədə saxlamağa bir təkan idi.

Bəzi albanlar öz evlərini satır, əldə olunan vəsaiti belə maliyyə institutlarına etibar edir və aylıq faizlər hesabına öz keçmiş evlərində icarəçi kimi yaşayırdılar, çünki faizlər icarə haqqını xeyli üstələyirdi. Evləri isə bir çox hallarda həmin maliyyə kompaniyalarının sahibkarları alırdılar. Nyu-Yorkda, Çikaqoda və digər şəhərlərdə yaşayan albanlar pul toplayaraq Tiranaya göndərirdilər ki, onların qohumları həmin pul vəsaitlərini depozitlərə qoysunlar. Bəzi albanlar hətta işləməməyə başladılar, çünki faizlər onlara verilən əmək haqqından dəfələrlə çox idi. Bütün bunlar həqiqət olmaq üçün xeyli xəyali idi.

İrrasional variantlardan biri o yerdə yaranır ki, orada cəmiyyət öz ümidlərini cari iqtisadi şəraitlə az bağlı olan hər hansı xüsusi, əlamətdar hadisə ilə kor-koranə şəkildə bağlayır, digər variant isə haqqında düşünmək belə istəmədikləri aşkar faktlara əhəmiyyət verilməməsi üzündən baş verir. Bir çox Avstriya müəssisələri 1873-cü ildə keçirilən Dünya sərgisi ilə əlaqədar əhəmiyyətli üstünlüklər əldə edəcəklərini gözləyirdilər və tədbirin keçirilməsinə böyük miqdarda vəsait investisiya qoymuşdular. Nəticədə isə onların likvidlik üzrə öhdəlikləri likvid aktivlərini xeyli üstələdi və onlar kəskin maliyyə problemləri ilə üzləşməli oldular. Bu qəbildən olan sərgilərin keçirilməsində məqsəd işgüzar fəallığı artırmaqdır, buna görə də xeyli vəsait iştirakçıların yerləşdirilməsi üçün zəruri olan infrastrukturların yaradılmasına qoyulur. Belə şəraitdə bank kreditlərinin verilməsi maksimal həddə qədər genişlənilir; əmtəələr, torpaq, səhmlər nağd vəsaitə konversiya edilir, “dostyana” veksellər zənciri isə mümkün olan həddə qədər uzanır. Bunula belə banklar və kompaniyalar sərgi açılışını gözləməkdə ısrarlı idilər, çünki satışların artaraq situasiyanı xilas edəcəyinə ümid edirdilər. Sərgi açıldıqda isə satış artımı gözlənildiyindən xeyli aşağı oldu və bir neçə gündən sonra bazar çökdü.

Ziddiyyətli sübutların sakitləşdirilməsinə - koqnitiv- dissonans halı – illüstrasiya kimi Almaniya hökumətinin 1920-ci illərin sonunda qısamüddətli xarici borcları uğursuz məhdudlaşdırmaq cəhdlərinin

analizini nəzərdən keçirək. Tədqiqatın müəllifi D.U.Bayen hesab edirdi ki, bu halda mümkün risklərə hətta maliyyə naziri etinasızlıq göstərmişdi və bu yerdə əlavə etmişdi ki, “bu şüurun susdurulduğu nə birinci, nə də sonuncu hal deyil” [55]. Gətirilən nümunələr ona dəlalət edir ki, rasionallığın mümkün hesab edilməsinin ümumi səmərəsizliyinə baxmayaraq, bazar şəraitində hətta hər bir iştirakçının öz hərəkətlərini rasiona hesab etdiyi halda belə, bəzən irrasional hadisələr baş verir.

Təkanlar

İqtisadiyyatda təkan dedikdə gözlənilən mənfəətin alınması həddləri, ümidləri və imkanlarının dəyişməsinə gətirən xarici hadisə (təsir) və ya şok, davranış – “məyyə qəfil, qətiyyə gözlənilməyən xəbər”- başa düşülür [56]. Neftin qiymət artımı dalğası – bu, əlbəttə ki, təkanlardır. Gözlənilməyən devalvasiya – bu da təkanlardır, baxmayaraq ki, bir çox devalvasiyalar proqnozlaşdırılır. Belə təkan böyük iqtisadi nəticələrə gətirə bilər. Gündəlik baş verən hadisələr gələcək perspektivlərdə dəyişikliklər doğurur, lakin onlardan yalnız bəziləri təsirli təkan kimi səciyyələnməli üçün kifayət dərəcədə əhəmiyyətlidir.

Güclü təkanlardan biri kimi müharibələri nəzərdən keçirmək olar. Böhranların bəzi növləri müharibənin bilavasitə əvvəlində, sonunda və ya dərhal ondan sonra bütün mövcud ümidləri təkzib etmək üçün baş verir. Bu mənada müharibənin əvvəlində baş verən ən görkəmli böhran 1914-cü ilin avqustunda baş vermişdi. Müharibələrin sonuna təsadüf edən təkanlar isə 1713, 1763, 1783, 1816, 1857, 1864, 1873 və 1920-ci illərin böhranlarını əhatə edir. Bundan başqa bir sıra böyük böhranlar müharibə bitdikdən 7-10 il sonra baş verib. Bu zaman kəsiyi ilkin böhrandan sonra formalaşmış ümidlərin puça çıxması üçün kifayət edir. Belə böhranlar 1720, 1722, 1825, 1873-cü illərdə ABŞ-da (əgər bu vətəndaş müharibəsi ilə bağlı idisə) və 1929-cu ildə baş verib.

Uzunmüddətli nəticələrə gətirən siyasi dəyişikliklər də sistemi sarsıdaraq ümidlərin (gözləmələrin) dəyişməsinə gətirib çıxara bilər. 1688-ci ilin məşhur inqilabı kompaniyaların yaradılmasında buma gətirib çıxardı. 1695-ci ilə artıq cəmi 4,5 mln.funt kapitalla malik 140 səhmdar cəmiyyəti yaradılmışdı ki, bun kompaniyaların 80%-i son 7 ildə

yaradılmışdı. 1717-ci ilə bu kompaniyaların kapitallaşması 21 mln. funta çatmışdı [57]. 1720-ci ilin iyulunda qəbul edilmiş qanunvericiliyə əsasən parlamentin təsdiqi olmadan yeni səhmdar cəmiyyətlərinin yaradılması qadağan edilmişdi və bu məhdudiyyət 1856-cı ilə qədər qüvvədə idi. Bu qanunvericilik Cənub Dənizləri Kompaniyasının spekulyativ fəaliyyətinə qarşı istiqamətlənmiş kimi qarşılansa da, bəzi tədqiqatçılar hesab edirdilər ki, qəbul edilmiş aktın məqsədi tamamilə əksinə idi. Belə addımlar bu kompaniyayı dəstəkləmək üçün atılmışdı, çünki kral və parlament rəqib firmaların fəaliyyətini boğmağa can atırdılar. Belə ki, qiymət “qovduğu” böyüdükcə Cənub Dənizləri Kompaniyası pul vəsaitinə kəskin ehtiyac hiss etdiyi bir zamanda, rəqib kompaniyalar həmin vəsaiti özlərinə cəlb edə bilərdilər [58].

Napoleon müharibələri ilə yanaşı Fransız inqilabı, Terror, Direktoriya, Konsulat və İmperiya dövrünün hadisələri 1792-1793 və 1797-ci illərin pul sistemlərindəki geniş miqyaslı dəyişikliklərə, Avropa bazarlarının və digər bazarların Britaniya və müstəmləkə malları üçün açılmasına və bağlanmasına səbəb olmuşdu. Sonralar Fransada daha bir neçə vacib siyasi hadisə baş verir. Bərpa (1815), İyul Monarxiyası (1830), Fevral İnqilabı (1848) və nəhayət, İkinci İmperiya (1852) onlardandır. Ardınca hərbi inqilab baş verən Hindistan sipaylarının 1857-ci il may üsyanı da öz növbəsində London maliyyə bazarında problemlərin yaranmasında səbəblərdən biri idi [59]. Bu hadisələr 1931-ci ili sentyabrında İnverqton şəhərindəki iğtişaşları qabaqlamışdı. O zaman əmək haqlarının yeni milli hökumətin təqdiri ilə ixtısarından qəzəblənən Britaniya dənizçiləri tətıl etmək həddinə çatmışdılar. Belə reaksiya kontinental Avropa tərəfindən Britaniya cəmiyyətinin mühüm hissəsi olan donanmada üsyan kimi interpretasiya edilmişdi və bu ona səbəb olmuşdu ki, Britaniya hökuməti tərəfindən funtun qızıl paritetinin süni yolla dəstəklənməsi dayandırılmışdı [60].

Xarici hesab edilən pul və maliyyə dəyişikliklərinin təsviri zamanı daha böyük çətinliklər ortaya çıxır. Lakin bimetallizm şəraitində qızılın və gümüşün mübadilə nisbətini təhrif edən uğursuz yenidən sikkələmə cəhdləri, hökumət xərclərinə qənaət məqsədilə edilmiş və gözlənilmədən investisiya prioritetlərinin dəyişikliyinə gətirən konversiyalar, neqativ

gözləmələrə baxmayaraq, gəlir gətirən yeni istiqrazlar – bütün bu hadisələr təkanlar kimi nəzərdən keçirilə bilər.

Əvvəldə adı çəkilən “Kipper und Wipperzeit” (1619-1623) dövrü zərbcxanaların çox miqdarda tədarük etdikləri “xarab” sikkələrdən istifadə edən sərtafların fırıldaqçı fəaliyyəti nəticəsində məşhur olmuşdu. Sadələvəh kəndlilər, dükançılar və sənətkarlarla mala görə həmin pullarla hesablaşırdılar. Sikkələrin qiymətli tərkib hissəsinin sürətlə artan azalması bir dövlətdən digərinə o zamana qədər yayılmaqda davam etmişdi ki, gündəlik dövriyyədə işləyən sikkələr öz dəyərini tamamilə itirmişdi [61].

Əks nümunə kimi Almaniyada sonrakı iki sikkə kəsilməsini göstərmək olar. 1763-cü ildə prussiyalı II Fridrix Yeddillik müharibəni maliyyələşdirmək üçün korladılmış sikkələri dəyişdirmək məqsədilə yeni sikkələrin kəsilməsi üçün borc vəsait hesabına Amsterdamdan gümüş alır. O, köhnə sikkələri dövriyyədə yenisi buraxılmamış çıxarır, bu isə deflyasiya böhranına və veksəl zəncirində kollapsa gətirib çıxarır [62]. Franko-Prussiya kontribusiyasından 100 ildən çox keçən zaman alman hökuməti tərəfindən yeni pullar buraxılır, lakin buna qədər köhnə sikkələr dövriyyədə çıxarılır (onlar üzrə olan faiz ödənişlərində qənaət etmək məqsədilə). 3 ildən sonra dövriyyədə olan pulun miqdarı 3 dəfə artmışdı, bu isə inflyasiyaya gətirməyə bilməzdi [63].

Bu əsrdə bir qədər əvvəl, 1863-cü ildə ABŞ-da Şermanın 1890-cı ildə qəbul olunmuş Gümüş Aktı nəticəsində qızılın konversiya edilməsində yaranmış təhlükə ilə əlaqədar yaranmış böhran qeyd olunurdu. Həmçinin Britaniyada 1822, 1824, 1888 və 1932-ci illərdə borcların konversiyasının nəticələrini qeyd etmək olar (sonuncu halda yaşayış tikintisi sahəsində canlanma yaranmışdı, lakin o, böhrana gətirib çıxarmamışdı). Fransada 1923-cü ildən sonra dövlət beşfaizli qiymətli kağızlarının konversiyası pul təklifinin genişləndirilməsi kimi qiymətləndirilirdi və əgər investorlar onları nominaldan yüksəyə almağa imtina etmiş olsaydılar, bu qiymətli kağızlar üzrə faiz stavkaları düşmüş olardı. Konversiyanın məqsədlərinə gəldikdə isə, onlar, əlbəttə ki, müxtəlif ola bilər. Belə ki, Rotşild bu alətdən istifadə edərək qiymətli kağızların satışını genişləndirməyə çalışırdı, Qreffül (və Uvrrar) kanalların tikintisinə investorların cəlb olunmasına ümid edirdilər, Laffit sənayenin inkişafını təmin etmək istəyirdi. Belə hallarda siyasi maneələr zəruri qanunverici aktların qəbu-

luna mane olur və sonda nəhayət ki, bazar belə qiymətli kağızların nominal dəyərlərindən yüksək qiymətə satılmaq ideyasını kənara qoyur. Faiz stavkalarının səviyyəsinin sürətli düşümü spekulyasiyalara gətirir [64]. Kanalları hökumət xüsusi kapitalı cəlb etməklə tikdirmiş [65], dəmir-yol bumunun zəif nəticələrini isə Fransada Luara, Rona və Senanın bütün boyunca görmək olardı. Lakin spekulyasiyanın baş predmeti Paris, Lion, Marsel və Qavr kimi əsas şəhərlərin daxilində və ətrafında yaradılmışdı [66]. Balzakın romanlarından biri olan “Sezar Birotto” 1830-cu ilin bu hadisələri əsasında yazılmışdır. Kitabda Madeleyn ətrafında tikinti sahələrinin borc pulla alınmasına cəlb olunan parfümerin kədərli əhvalatından bəhs olunur [67].

Bir qədər əvvəl kitabda Napoleon və Fransa-Rusiya müharibələrindən, eləcə də Birinci Dünya müharibəsindən sonrakı reparasiyalar və təkrar olunan ziyanəvəzi ödəmələrlə bağlı olan müvəffəqiyyətli kredit-vermələr artıq qeyd olunmuşdu. İstiqrazlara dəfələrlə yazılma baş verdiyindən və istiqraza yazılanlar üçün tez bir zamanda mənfəət -mükafat) əmələ gəldiyindən, qiymətli kağızların buraxılışındakı istənilən gözlənilməz uğur borc alanları, kreditorları və xüsusilə də investisiya bankirlərini cəlb edir. *Baring* bankının 1819-cu ildə - “Britaniya bankları tərəfindən verilmiş ilk xarici kredit ”- Fransa, Prussiya, Avstriya və sonralar İspaniyanın istiqlalıyyət əldə etmiş keçmiş müstəmləkə ölkələrinə verilən borclar seriyasına yol açmış oldu. Qiymətli rent kağızlarının Tyer tərəfindən buraxılışı fransız bankirlərini xarici kreditlərin alınmasına can atmağa vadar etdi, bu ehtiras 1888-ci ildə Rusiyaya verilən konversiya kreditindən sonra daha da möhkəmləndi. Bu, alman investorlarını çətinliklərdən xilas etdi, fransız investorlarını isə 1917-ci il inqilabından sonra rüsvayçılıqla bitən yola yönəltdi. 1924-cü il Daues Kredit planı Amerika investorlarının gözlərini xarici qiymətli kağızların ən azı 5 il müddətinə alınması romantikasına açdı. Tyerin rent kağızlarına olan tələb təklifi 14 dəfə, Daues planı ilə bağlı öhdəliklərdə isə 11 dəfə üstələyirdi. Bütün bunlar kütlənin reallığı üstələyən ümidlərindən xəbər verir. Rozenberq Fransada 1854 və 1855-ci illərin üç istiqraz buraxılışını sensasiya kimi təsvir edir. Belə ki, birincinin yerləşdirilməsindən əldə edilən məbləğ ehtimal olunandan 2 dəfə (250 mln. franka qarşı 468 mln) , ikincinin yerləşdirilməsindən 4 dəfə (500 mln. franka qarşı 2175 mln.frank), üçün-

cünün yerləşdirilməsindən 5 dəfə (750 mln. franka qarşı 3653 mln frank) artıq idi. Lakin Avstriya və Almaniyada 1850-ci illərin spekulyasiya bumları zamanında *Credit Anstalt* səhmlərinin satışından əldə edilən məbləğ ilkin məbləğdən 43 dəfə artıq idi. Bu zaman insanlar səhmləri almaq üçün gecələri növbələrdə dururdular. Həmin bu dövrdə, 1853-cü ildə *Brunswick bank* 2 mln. taler həcmində qiymətli kağızlara yazılma elan edəndən sonra əldə olunmuş məbləğ ilkin məbləğdən 112 dəfə artıq idi [69].

Əvvəldə qeyd olunduğu kimi, aşağıdakılar son dövrlərin əsas təkanları olmuşdur: bankların və maliyyə institutlarının fəaliyyətlərinin deregulyasiyası, derivativlər (əvvəllərdə kiçik həcməldə mövcud olan) kimi innovasiyaların meydana çıxması, böyük risk hesabına olsa da, rifah yüksəlişinin yeni imkanlarını yaradan qarşılıqlı fondlar və xedj-fondlar, daşınmaz əmlakın idarəsinin etibar fondları, kreditlərin və ipotekanın banklar tərəfindən bazar qiymətli kağızları kimi cekyurizasiyası, xüsusi kompaniyaların İPO-su.

Yaponiyada 1980-ci illərdə, xüsusilə ikinci yarısında, qiymət “qovuşunun” əmələ gəlməsinə səbəb olan əsas faktor maliyyə institutlarının fəaliyyətinin deregulyasiyası olmuşdu. Hər bir yapon bankı uğur paradında aktivlər və depozitlər baxımından tutduğu mövqedə maraqlı idi və hər bir bank yüksək pillələrdə olmağı arzu edirdi. Bu kreditləşmənin həcmələrini siyahılarda yüksək mövqe tutan banklara nəzərən genişləndirmək demək idi.

1920-ci illərin texnoloji inqilabı böyük sarsıntı idi. Bu inqilab avtomobillərin kəskin artımına, Amerikanın çox hissəsini elektrikləşməsinə, telefon rabitəsi şəbəkələrinin sürətli inkişafına, kinoteatrların sayının artmasına səbəb oldu və geniş radioverilişi şəbəkəsinin başlanğıcını qoydu. İnvestisiyalar axını başlandı. Oxşar şərait 1990-cı illərin ikinci yarısında informasiya texnologiyaları sferasında inqilab baş verən zaman yaranmışdı. Çoxsaylı vençur kompaniyaları istənilən texniki ideyanın aktiv maliyyə təminatçısı olmağa hazır idilər. San-Fransisko Bey rayonunda yerləşmiş kompaniyalar bu işdə xüsusi səy göstərirdilər.

Sonrakı mərhələrdə belə pul qoyuluşu “mezonin maliyyələşməsi”¹ formasını almışdı. Növbəti mərhələdə firmalar öz səhmlərinin (İPO) ilkin açıq yerləşdirilməsini həyata keçirirlər. Bu əməliyyatları *Merrill Lynch, Morqan Stanley* və ya *Credit Swiss First Boston* kimi aparıcı investisiya bankları həyata keçirirdi. İnvestisiya bankları qiymətli kağızların müştərilərə təklif olunan yeni buraxılışının “road-show” –adlanan geniş prezentasiyalarını təşkil edirdilər; onların nümayəndələri pay və pensiya fondlarının rəhbərlərinə və investisiyalar üçün sərbəst vəsaitə malik digər investorlara müraciət edirdilər. Konsolidə edilmiş tələbin həcmi nəzərə almaqla investisiya bankları yerləşdirilən səhmlərin qiymətini bir səhmə görə 19\$, 23\$ və ya deyək ki, 31\$ səviyyəsində təyin edir və bu qayda ilə səhmlərin 20%-ə qədərini satırdılar. Çox vaxt belə səhmlərin qiyməti birinci hərrac gününün sonuna ilkin yerləşdirmə qiymətindən 3 və ya hətta 4 dəfə artıq olurdu.

Birinci hərrac günündə səhmlərin qiymətinin “şişirdilməsi” reklam fəndi olub, yeni aksiyaların kotirovkalarının ancaq yüksələcəyi təəssüratını yaratmağa xidmət edir. 1990-cı illərin sonunda açıq bazarda ilk dəfə ortaya gələn səhm buraxılışlarının çox böyük miqdarı birja hərracının ilk günündə fantastik qiymət alırdı. Bu tendensiya daha çox yeni İPO –ların yaranmasını həvəsləndirirdi.

“İNDEKS DOW – 36 000 PUNKT”, “İNDEKS DOW – 40 000 PUNKT”, “İNDEKS DOW – 100 000 PUNKT”²

1999-cu ildə demək olar ki, eyni adda üç kitab nəşrdən çıxmışdı. Bu kitablarda təqdim olunan ideyalar da demək olar ki, identik idi - əgər faiz stavkaları aşağı səviyyədə qalmaqda, korporativ gəlirlər isə artmaqda davam edəcəksə, onda yekunda Dow Cons birja indeksi qaçılmaz olaraq görünməyən yüksək səviyyəyə çatacaq. Müəlliflərin məntiqi təkzibolunmaz idi. Çünki bu, Arximedin kifayət dərəcədə böyük manivellanın kö-

¹ “Mezonin maliyyələşməsi” – qarışıq maliyyələşmə, özündə borc və səhm maliyyələşməsi elementlərini birləşdirir, kreditlər səhm kapitalında pay alınması əvəzinə verilir.

² James Classman and Kevin A. Hasset, *Dow 36 000: The new strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (Random House, 1999); Devid Elias, *Dow 40 000: Strategies for profiting from the Greatest Bull Market in History* (Mc-Graw-Hill, 1999); Charles W. Kadles, *Dow 100000: Fact or Fiction* (Prentice Hall, 1999)

məyi ilə bütün dünyanı çevirməyin mümkünlüyü ideyasının az-çox ətraflı forması idi .Səhmlərin cari səviyyəsi mahiyyət etibarı ilə üç faktoru əks etdirir. Ümumi daxili məhsulun artım templəri, səhmlərdən ÜDM daxilində gələn gəlir və səhmlərin dəyərinin korporativ gəlirə olan nisbəti və ya populyar P/E əmsalı (səhmin qiymətinin ona müvafiq gələn korporativ gəlir hissəsinə olan nisbəti). Səhmlərdən gələn gəlir Amerika ümumi daxili məhsulunda təxminən 8% təşkil edərək qibtəediləcək sabitliyi ilə seçilirdi, aksiyanın qiymətinin ona uyğun gələn gəlirə olan nisbəti isə təxminən 18 səviyyəsində yerləşirdi. İnvestorlar daima çətin seçim etməli olurlar: istiqraz və ya səhm almalı? İstiqrazlar üzrə orta faiz stavkası o zaman təxminən 5% təşkil edirdi; istiqraz qiymətinin gətirdiyi mənfəətə olan nisbəti bu şəraitdə 20-yə çatırdı.

Dow birja indeksinin 36 000 punkta çatacağını proqnozlaşdırırlar, hesab edirdilər ki, P/E əmsalının səhm bazarı üçün qiyməti cari səviyyədən xeyli yuxarı qalxmaldır, çünki səhmlər maliyyə aləti kimi istiqrazlardan heç də təhlükəli (riskli) deyil.

Spekulyasiya obyektləri

XX əsrin son onilliyində investisiyalar üçün əsas obyekt kimi ilk növbədə daşınmaz əmlak və səhmlər çıxış edirdi; lakin tarixin daha uzaq mərhələlərində spekulyasiya obyektləri daha böyük rəngarəngliklə fərqlənirdilər. Spekulyasiya silsilələrinin ümumi cədvəli əlavədə təqdim olunur. Cədvələ baxsaq görürük ki, spekulyativ aktivlərin siyahısı zamanla daha müxtəlif olurdu. Hətta bitkin olmasa da belə, bu siyahı müəyyən mülahizələrə gətirir. Hər hansı inqilabi dönüş nəticəsində insanların öz kapitallarını (həmin kapitalın artımından yaxın gələcəkdə gəlir əldə etmək məqsədi ilə) hər hansı aktivlərə qoymağa atılacaqları nə dərəcədə mümkündür? (Ondan çıxış edək ki, inqilabi dönüş stabilliyə öyrəşmiş və rəşional düşünən insanların aləmində baş verir. Bundan başqa, qeyd olunan dönüş formalaşmış sistemə nəzərən böyük dərəcədə xarici olub, insanların həmin zaman kəsiyində tam mənasında qiymətləndirə bilmədikləri perspektivlərə işarədir). Aləm daima müxtəlif növ dönüşlərin təsiri altındadır, lakin onlardan yalnız az qismi spekulyasiya əjiotajlarının yaranışını törədir.

Ortaya sual çıxır: İki və ya daha artıq spekulyasiya obyektı olacaq, məsələn, daşınmaz əmlak və səhmlər kimi; spekulyasiya əjiotajı dövründə, situasiya özünün böhran qaynama nöqtəsinə çatana qədər oxşar tərzdəmi aparmalı? Sonradan böhrana gətirən spekulyasiya əjiotajının eyni zamanda bir neçə müxtəlif obyekt və bazara toxunduğu nümunə hallarını nəzərdən keçirək.

1720-ci illərdə Cənub Dənizləri və Missisipi kompaniyalarının qiymət “qovuqları” qarşılıqlı əlaqədə idi və eyni zamanda iki ölkədə baş verən pul-kredit ekspansiyası hesabına maliyyələşirdilər. Bu, spekulyasiya əjioitajını böhran dərəcəsinə qədər gərginləşdirməyə imkan verirdi. Cənub dənizləri Kompaniyasının, İngilis *Sword Blade Bank*-nın, Missisipi kompaniyasının və Con Lounun Fransadakı banklarının qiymətli kağızlarının ətrafındakı spekulyasiya tez bir zamanda digər aktivləri, eləcə də istehlak mallarını və torpağı əhatə etdi; bu ikinci dərəcə aktivlərin çoxu birbaşa fırldaqçılıqla bağlı idi. Belə ki, Cənub Dənizləri Kompaniyası 1720-ci ilin iyununda qəbul olunaraq *York Buildings, Lustrinqs və Welsh Copper* kimi kampaniyalara qarşı yönəldilmiş “babbl-akt” adlanan qanunla rəqib spekulyasiyaları dəf etmək cəhdi ilə özünü sarsıtmışdı. Bu səylər “anti-əjiotaj ” qanununun təşəbbüskarlarına qarşı bumeranq effekti ilə qayıtdı [70]. Spekulyasiya əjiotajı meşə yangını kimi bir obyektədən o birinə keçərək yayılırdı; bu ona görə baş verirdi ki, Cənub Dənizləri Kompaniyasının səhmlərini onların qiyməti pik nöqtəsinə yaxınlaşan məqamda satan spekulyantlar, əldə etdikləri pula bankların, sığorta kompaniyalarının səhmlərini və daşınmaz əmlak alırdılar [71]. Müxtəlif banklar arasında o dərəcədə sıx əlaqə yaranmışdı ki, müəyyən məqamda torpaq sahələrinin qiyməti Cənub Dənizləri Kompaniyasının səhmlərinin kotirovkalarının dinamikasına tam uyğun olaraq dəyişirdi [72]. Fransada torpaq sahələrinin qiyməti o zaman qalxmağa başladı ki, Missisipi kompaniyasının səhmlərinin qiymət “qovuğunun” gətirdiyi mənfəəti spekulyantlar ələ almağa başladılar [73].

1763-cü bəmunun səbəbi müharibə aparılmasında çox böyük hökumət xərcləri və onların diskont borc öhdəlikləri vasitəsilə maliyyələşdirilməsi zərurəti oldu. DeNeufville Brothers kompaniyasının iflası “malların, gəmilərin və bir çox holland kompaniyalarının qiymətli kağızlarının” panika içində satılmasına gətirib çıxarmışdı [74]. Yüz min florin

həcmində borclar çox nadir hallarda bir neçə min qulden nağd pulla təmin olunurdu. 1762-ci ildə İngiltərədə baş vermiş görünməmiş quraqlıq və onun nəticəsi kimi ot çatışmazlığı, ət, yağ və pendir defisiti iqtisadi tənəzzülün inkişafında müəyyən neqativ rol oynamışdı [75].

1772-ci ilin böhranı Amsterdam və London şəhərlərində İst-İnd kompaniyasının səhmləri ilə spekulyasiyalar və *Ayr Bank (Douglas, Heron & Co)* –ın iflası ilə sürətlənmişdi. Bu böhranın bir çox səbəbləri var idi, o cümlədən: İst-İnd kompaniyasının qarşılaşdığı siyasi dəyişikliklər və İngiltərənin Dövlət Bankının onun kredit xəttinə qoyduğu məhdudiyyətlər; Ayr Banka tətbiq edilmiş pis aktivlərin çıxarılmasının yeni bank təcrübəsi (təsisçilər bütün qeyri-sərfəli istiqrazlarını ona vermişdilər); 1772-ci ildə İst-İnd kompaniyasının səhmlərini vaxtından qabaq satmaqla öz kompaniyasının pullarını bazarda uduzmuş Aleksandr Fordisin qaçması. Aksiyların katastrafik düşümündən sonra sindikata rəhbərlik edən holland bankı Clifford & Co qiymətləri qaldırmağa cəhd edir, lakin nəticədə müflisləşir. Hər nə olursa olsun, bütün bu hadisələr kifayət dərəcədə əhəmiyyətli görünməyə bilər. Bəziləri belə hesab edir ki, Böyük Britaniya hökuməti tərəfindən binaların, magistralların, kanalların və digər obyektlərin tikilməsinə böyük həcmli büdcə investisiyalarının edilməsi resurs çatışmazlığına gətirdi və təmin olunmamış kreditin həcmnin artmasına səbəb oldu [76]. Mənbələrdən biri 1772-73-cü il maliyyə böhranını qəhvənin 1770-ci ildən başlamış qiymət düşümü ilə əlaqələndirir [77], lakin digər mənbələr, Vilson, Eşton Klepxem və ya Byust kimiləri bunu təsdiq etmirlər [78].

1793-cü il böhranının kompleks səbəbləri var idi: dövlət bankları, kanallarla bağlı problemlər, kapitalın Böyük Britaniyaya axınını stimullaşdıran terrorun hökmranlığı, eləcə də məhsul qıtlığı. 1799-cu ildə iqtisadiyyatdakı tənəzzülün yeganə səbəbi var idi – blokadanın gücləndirilməsi və zəiflədilməsi. 1809-1810-cu illərin böhranının artıq “iki ayrıca səbəbi vardı: Cənubi Amerikada spekulyasiyalara cavab reaksiyası və kontinental blokadanın əvvəlcə zəiflədilməsi və sonradan sərtləşdirilməsi” [79]. 1815-1816-cı illərdə satıcıların imkanlarını üstələyən Avropa və Amerika Birləşmiş Ştatlarına malların eksport bumu başlandı. Buna buğdanın qiymət düşümü də əlavə edildi. 1825-ci ildə aşağıdakı səbəblər bir yerdə birləşmişdi: kanalların tikintisi, Cənubi Amerika hökumətlərinin istiq-

razları ətrafındakı bum; Britaniya eksportu, pambıq, Birləşmiş Ştatlarda torpaqların satılması, dəmir yollarının tikintisi bumunun başlangıcı . Bunların hamısının 1830-cu illərin ortasında yaranmış böhranda öz payları var idi. 1847-ci il böhranının səbəbləri: dəmiryol bumu, kartof xəstəliyi, buğda məhsulunun qıtlığı və növbəti ildə yığılmış görünməmiş bol məhsul, bütün bunlar Avropada başlanmış inqilabla müşayət olunurdu.

Beləliklə, əksər böyük böhranlar zamanı baş verən hadisələrə ən azı iki spekulyasiya obyektinə və azı iki bazar cəlb olunmuşdu. Əlbəttə ki, milli bazarlardakı spekulyasiyalar onların əsasında duran pul-kredit əlaqəsinə görə qarşılıqlı asılı ola bilər. Lakin biz ilkin səbəbləri 1847-ci ildəki kimi müqayisə edilməyən obyektlər - dəmiryolu və buğda olan böhranı nəzərdən keçirəndə böhranın yaranmasının təsadüfi hadisə olduğunu ehtimal etməyə əsas yaranır, əgər o, sistemə olaraq pul-kredit zəifliyi ilə qidalandırılırsa.

Yaponiyada və digər Asiya ölkələrində daşınmaz əmlak və səhm bazarlarında qiymət “qovuşqlarının” böyüdülməsi paralel baş verirdi. Bəzi, xüsusilə, kiçik ölkələrdə, daşınmaz əmlak sferasında işləyən kompaniyaların bazar dəyəri verilmiş fond bazarının bütün səhmlərinin dəyərinin böyük hissəsini təşkil edir. Buna görə də daşınmaz əmlakın qiyməti artanda iqtisadiyyatın bu sferasında məşğul olan kompaniyalara məxsus müvafiq aktivlərin dəyəri yüksəlir və belə kompaniyaların bazar dəyəri yüksəlir. Daşınmaz əmlakla işləyən kompaniyaların səhmlərini satan investorlar sərbəst nağd pul vəsaiti əldə edirlər ki, bunun da çox hissəsi görünür, daşınmaz əmlak bazarı ilə əlaqəsi olmayan, digər iqtisadiyyat sahələrində məşğul olan kompaniyaların səhmlərinə investisiya edilir. Bundan başqa, daşınmaz əmlakın qiyməti yüksəldəndə tikinti biznesi sürətlə inkişaf etməyə başlayır, və tikinti kompaniyalarının bazar dəyəri çox böyük ehtimalla yüksəlir. Daşınmaz əmlakın qiyməti artdığı müddətdə bank kreditləri üzrə itkilər aşağı düşəcək. Və əlbəttə ki, əks halda mövcud sıx əlaqələr ona gətirəcək ki, daşınmaz əmlakın qiyməti düşən zaman səhmlərin kotirovkaları da çox güman ki, aşağı düşəcək.

Spekulyasiya temperamentinin milli özəllikləri

Belə bir fərziyyə var ki, bəzi ölkələrin investorları spekulyasiyaya digər ölkələrdə yaşayan həmkarlarına nisbətən daha meyllidir. Rut Benediktin [80] mədəniyyətlər arasındakı fərqləri müəyyən tip temperamentin - Apollon (ehtiyat) və ya Dionis (impulsivlik) üstünlüyü əsasında verdiyi təsvirə baxmayaraq, bu fikrin doğruluğu şübhə doğurur. Bununla belə tarixçilər XVI yüzillikdə Antverpen sakinlərinin qumar oyunlarına hədsiz meylliklə seçilmələri fikrində həmrəydirlər. Bu da şübhəsizdir ki, 1576-cı ildə ispanlar tərəfindən mühasirəyə alınmış və 1585-ci ildə dağıdılmış Antverpeni tərk edərkən onun sakinləri yeni məskənlərinə öz temperamentlərini də aparmışdılar [81]. Hollandiyada bankirlərin, investorların və hətta sadə adamların azart instinkti daima lüteran qənaətcilliyi və mülayimliyi ilə münəfişdə idi [82]. Belə halda, ola bilsin ki, bu fakt bir ölkənin bank müəssisələrinin digər ölkələrdəkinə nisbətən spekulyasiyalara daha meylli olmasına işarə etsin. Məsələn, Jüqlar iddia edir ki, XVIII əsrdə baş vermiş Fransa böhranları dərinliyinə və gücünə görə Britaniya böhranlarına güzəştə gedirdi, çünki Con Lounun işindən sonra Fransada kredit az populyar olmuşdu və ondan az sui-istifadə edirdilər [83]. Digər müəllif bunun səbəbini bankrotluq haqqında Fransa qanunvericiliyinin ciddiliyi və amansızlığında görür:

Hüquq elminin yaxşı inkişafı və ya ənənəyə görə Fransada yüksək işgüzar düzgünlük standartı mövcuddur. Atanın borclarını ödəmək üçün oğulları neçə illər işləməyə, notariusları öz peşələrinin istənilən nümayəndəsinin israflarını, hətta hər hansı bir şəxsi əlaqə olmadıqda belə, ödəməyə məcbur edən qanun, borc və işgüzar öhdəliklərə yüksək etibar krediti müəyyən edir. Bu isə yerli əhalinin maddi rifahında əks olunmaya bilməz. Təəcüblü görünə bilər ki, əsgərlərinin cəngavərliyi ilə seçilən xalq öz iş metodlarında konservatizmin təəcəssümü olan maliyyəçilər və işgüzar insanlar doğurur, lakin belə bir fakt aşkardadır.

Həmin müəllif sonra davam edir: “İngiltərə o ölkədir ki, onun avantürizm və spekulyasiya ruhu böhran və depressiyaların başlıca hərəkətverici qüvvəsi olub”[84]. Tarixçilərdən biri ehtimal edib ki, dağ işləri və qoyunların yetişdirilməsi qumar oyunlarına məhəbbətin yaranmasına səbəb olur və müvafiq olaraq, bu belə bir faktı izah edir ki, 1851-1852-ci

illərdə qızıl axtarışlarına başlayan avstraliyalılar nəticədə, cıdır və torpaq sahələrinin spekulyasiyası şəklində azart oyunlara spesifik məhəbbət əldə etmişdilər.

Belə hesab edilir ki, Birləşmiş Ştatlar “kommersiya və maliyyə panikasının yaranması üçün ideal yerdir”, bu, çox güman ki, yerli bankirlərin risklərə hədsiz meylləri ilə izah olunur [86]. Belə bir nəticəyə 1830-cu ildə gələn Mişel Şevalye [87] fransız ehtiyatlılığını Amerika avantürizminə qarşı qoymuşdu (lakin kim düşünə bilərdi ki, sonuncular kanalların, dəmir- və avtomobil yollarının, fabriklərin tikintisini, yerlərin məskunlaşmasını stimullaşdıracaq). Özünün Amerikadan Fransaya olan 25-ci məktubunu o bütövlükdə spekulyasiyanın müzakirəsinə həsr etmişdi: “Burada hamı tamamilə hər şeylə spekulyasiya edir. Men ştatından başlayaraq Red –Riverə qədər (Arkanzasda) Birləşmiş Ştatlar bir nəhəng Ryu Kuenkampuaya [Missisipi kompaniyası ətrafında canlanma olan dövrlərdə Uoll-stritin analoqu]” [88] çevrilib. Qismən bu, Amerika icazə sisteminin yumşaqlığı ilə izah olunur. Lakin dünyanın müxtəlif ölkələri haqqında müasirlərin çox sayda, bir-birinə zidd olan nəticələrini tapmaq çətinlik təşkil etmir. “Fransız milləti ehtiyatlı və qənaətcildir, ingilis milləti isə işgüzar və spekulyativdir” [89]. “Fransızlar Şotlandiya əhalisinə xas olan ehtiyatlılığın heç bir hissəsinə də malik deyillər; onlar həddindən artıq impulsiv, kredit işlərində qabiliyyətli və həssadırlar” [90]. “Bu millətin (Britaniya) xarakteri onunla seçilir ki, hər şeyi ...həm ləyaqəti, həm də qüsurları ifrata aparır” [91]. 1866-cı ildən sonra o zamanlar deyildiyi kimi, “yeni təkəbbür” almanları bürümüşdü, lakin onlar fransızları yalnız “birja fırldaqçılığı məharətində və pis spekulyasiyalarda” üstələmişdilər [92]. Morqenştern Fransa tarixində 10 təşviş hesablayıb, bu, Birləşmiş Ştatlardakından 2 dəfə artıqdır və “fransız siyasətçilərinin çılğın xarakterini nəzərə alsaq, təəccüblü deyil” [93]. Sözsüs ki, burada spekulyasiyalara deyil, inqilablara meyil nəzərdə tutulur. Lakin yuxarıda deyilənlərlə “fransızlar pulu onun açdığı imkanlara görə deyil, onun gətirə biləcəyi gəlirə görə sevirlər” [94]. söyləyən fransız maliyyəçisinin fikri təzad təşkil edir. Harvard və Yell universitetləri arasındakı 1931-ci il debatlarında uydurulmuş fransız və ingilisin adından səslənən iki fikri nəzərinizə çatdırmaq.

Uilyam Bertilyon: İngiltərə - hər növ makler üçün milad bayramıdır. Nəcabətli lordlar bir neçə iclasda iştirak etməkdən ötrü istənilən kompaniyanın idarə heyətinə daxildirlər. Və kütlə. Başdan başa dəlilər və ya ağılsızlar. Tanrı görür, mən heç vaxt belə adamlar haqqında eşitməmişəm. Onların inandıqlarına, olsa-olsa Bessarabiyanın bəzi kəndliləri və ya Kame-rundakı zəncilər inana bilərlər. Fantastikadır. Ən inanılmaz istənilən biznes növünü onlara təklif edin və onlar acgözlüklə bu ideyanı udacaqlar [95].

Stüart: İngiltərə - hələ heç vaxt və heç kimi aldatmayan dünya bankıdır. Hər şey də ona görə ki, o öz sözünə sadıqdır. Burada Amerika Fond birjasının şöhrət tapdığı heç bir spekulyasiya yoxdur. Əvəzində hər bir Tom, Dik və ya Harri buna bənzərini Fransada yaratmağa can atır [96].

Heç-heçə! Müxtəlif ölkələrin sakinləri spekulyasiya temperamentlərinə görə seçilə bilərlər. Hər bir ölkədə spekulyasiya ajiotajının səviyyəsi zamanla dəyişir və milli əhval-ruhiyyənin şıltaqlığından – ümumi ruh yüksəkliyi və ya depressiyanın olmasından asılıdır.

YANĞININ ÜZƏRİNƏ YANĞIN ƏLAVƏ EDİLMƏSİ: KREDİTİN GENİŞLƏNDİRİLMƏSİ

Bir nömrəli aksioma.

İnflyasiya pul kütləsinin artımından asılıdır.

İki nömrəli aksioma.

Qiymət fond «köpükləri» kredit kütləsinin artımından asılıdır.

Möhtəkirlik ajiotajı pul-kredit kütləsinin artması hesabına həmişə güclənir. Əksər hallarda pul və kredit təklifinin artması möhtəkirlik ajiotajının avtomatik yaranmasına səbəb olur, lakin hər bir ajiotaj kreditin genişləndirilməsi ilə əlaqələndirildi. Təxminən son 100 ildə kreditin genişləndirilməsi, demək olar ki, yalnız bank və maliyyə sistemi tərəfindən aparılırdı, bir qədər uzaq keçmişdə isə kredit kütləsinin artması ilə qeyri-bank kreditorları məşğul olurdu. XVII əsrdə zanbaq soğanaqları ətrafında baş qaldırmış bum soğanaq satıcılarının verdiyi kreditlərlə bəslənirdi ki, bu da «vendor maliyyələşməsinin» belə bir forması idi (1). Con Loul kredit mənbəyi kimi özünün Generale, daha sonra Royale bankından istifadə etdi, Cənub dənizləri Kompaniyası isə Sword Blade banka ümid bağlayırdı. 1763-cü ildə Hollandiyada kredit kütləsinin artımı ticarətçilərin bir-birinə yazıb keçirdikləri «dostluq» vekselləri piramidasının yaradılması vasitəsilə maliyyələşdirilirdi. 1793-cü ildə Böyük Britaniyada kanalların tikintisi ətrafında baş qaldıran ajiotaj, meydana təzə çıxmış saysız-hesabsız bankların «kanal biznesində» iştirak edən sahibkarlara verdiyi asanlıqla əldə edilən borclarla qızıqdırılırdı.

Çox vaxt kreditin genişlənməsi ənənəvi pullara əvəz axtarılması prosesində baş verirdi. Məsələn, XIX əsrin əvvəllərində Birləşmiş Ştatlarda kreditin genişlənməsi dövriyyəyə gümüşlə təmin edilmiş veksellərin buraxılmasının nəticəsi idi. Bunlardan haqq-hesab vəsaiti kimi ABŞ, Çin və Böyük Britaniya arasındakı üçtərəfli ticarətdə istifadə olunurdu. Birləşmiş Ştatların Çin ilə ikitərəfli ticarətində, öz növbəsində, Çinin Böyük Britaniya ilə ikitərəfli ticarətində defisit

mövcud idi. Birləşmiş Ştatlar əvvəllər gümüşü Meksikadan alırdı və sonralar onu öz mənfi ticarət balansını ödəmək üçün Çinə göndərirdi. Daha sonra gümüş artıq Çin ticarət defisitini maliyyələşdirmək üçün Çindən Böyük Britaniyaya göndərilirdi. Bu yeniliyin məğzi ondan ibarət idi ki, amerikalı ticarətçilər aldıkları malın ödənilməsi üçün Çinə sterlinqdə nominallaşmış veksellər göndərirdi. Öz növbəsində, çinlilər öz ticarət defisitini ödəmək üçün bu vekselləri Böyük Britaniyaya göndərirdi. Beynəlxalq sövdələrin veksellər vasitəsilə yerinə yetirilməsi xərcləri bilavasitə gümüşlə aparılan hesablaşmalardan xeyli az idi. Bu yeniliyin tətbiq edilməsinin nəticəsi olaraq gümüş ABŞ-da qalmaqla ölkənin pul dövriyyəsinə daxil edilə bilərdi (2).

1850-ci illərin dünya bumu bir çox səbəblərin nəticəsində baş vermişdi. Bura yeni qızıl yataqlarının aşkar edilməsi, Böyük Britaniyada, Fransada, Almaniya və ABŞ-da yeni bankların yaranması; Nyu-Yorkda və Filadelfiyada banklar tərəfindən klirinq palatalarının təsis edilməsi; həmçinin, London bankının hesablama palatasının genişləndirilməsi daxildir. Bank hesablama (klirinq) palatalarının sayının artması və yayılması buranın üzvləri olan banklar arasındakı sövdələrdə kreditdən kütləvi surətdə istifadə edilməsinə gətirib çıxartdı; bu banklar arasında ödəmələr üzrə qarşılıqlı hesablamalarda əmələ gələn bütün uyğunsuzluqlar pulun yeni forması olan hesablama palatasının sertifikatlarının köçürülməsi yolu ilə düzəldilirdi. 1866-cı ildə Böyük Britaniyada kreditin genişlənməsi yaxın vaxtlarda yaranmış səhmdar uçot evlərinin verdiyi borcların sayının artması hesabına idi. 1870-ci illərdə Mərkəzi Avropada başlanan bum – Fransa Prussiyaya qızilla reparasiyalar ödəmələrinə və Almaniya maklerbanken - broker banklarının yaranması, sonra Avstriyaya yayılması, Avstriyada baubanken - tikinti banklarının yaranması, öz növbəsində, bunların Almaniya daxil olmasına əsaslanırdı.

O dövrdə yaranmış kreditin növlərindən biri 1882-ci ildə Fransada fond birjasındakı sövdələrin nəticəsi üzrə iki həftəlik klirinq sisteminin tətbiqi idi. Bu da möhtəkirlərə reportage adlanan vaxtı uzadılmış ödəmələr hesabına kredit almaq imkanı verirdi. Səhmləri alanlar ödəmə üzrə 14 günlük möhlət əldə edirdilər ki, bu da əslində, ödəməyə qədər faizsiz borc idi. (lakin ədalət naminə qeyd etmək lazımdır ki, bu borcların dəyəri, yəqin ki, alınan səhmlərin qiymətinə

daxil edilmişdi). Nyu-Yorkda onkol borclar bazarında kreditin bu cür genişlənməsi 1920-ci illərin sonunda baş qaldıran birja bumunu maliyyələşdirməyə kömək etdi. 1893-cü ildə ABŞ-da kreditin genişlənməsinin katalizatoru Amerika pul kütləsinə gümüş sikkələrin əlavə edilməsi oldu; 1907-ci ildə isə kredit kütləsi trast kompaniyalarının fəal borc verməsi hesabına artdı. Birinci Dünya müharibəsinə qədər və ondan sonra beynəlxalq kredit bazası «qızıl mübadiləsi standartının» inkişafı hesabına genişlənirdi, hansı ki, həcmcə böyüyən beynəlxalq ticarətdə qarşılıqlı hesablamalar aparılmasını əvvəllər monetar qızılla aparılan hesablamalarla müqayisədə oldüqca yüngülləşdirdi. 1920-ci illərdə Birləşmiş Ştatlarda kredit kütləsinin sürətlə genişlənməsi avtomobil alınması dalğasının artmasına səbəb oldu (belə ki, avtomobillərin və istifadə müddəti uzun olan digər istehlak mallarının miqdarının hədsiz artması ödəmə haqda çoxpilləli müqavilələrin sayının sürətli artımına gətirib çıxartdı).

İkinci Dünya müharibəsindən sonra sərbəst tədavül edən depozit sertifikatlar kreditin genişlənməsində əhəmiyyətli rol oynadı. Avstriya bankları 1870-ci illərdə faizli (cassenschneine) adlanan müqavilələri depozit sertifikatına oxşar yeni maliyyə alətini tədavülə buraxdı. Bu alətə tələbin artması kreditin də artmasına, həmçinin, effektiv pul kütləsi və ya ehtiyatların dəyişməz həcmində xərclərinin həcmnin artmasına gətirib çıxartdı. 1950-ci və 1960-cı illərdə iri Amerika bankları menecment məsuliyyətinin yeni təcrübəsindən istifadə etməyə başladı. Bu ondan ibarətdir ki, depozitlərin həcmi verilən borcların həcmnin artması sürətindən asılı idi: belə ki, əvvəl istifadə olunan aktivlərin idarə edilməsi təcrübəsinə əsasən, borcların həcmnin artımı depozitlərin həcmnin artım sürətindən asılıdır. Belə yanaşma bank rəhbərlərinə öz borclarının və depozitlərinin həcmnin artmasına dair daha təcavüzkar siyasət aparmaq imkanı verirdi.

1977-1982-ci illər arasında Küveytdə «bank kreditinin» genişləndirilməsinin unikal forması mövcud idi. Belə ki, səhmlər və daşınmaz əmlak Küveyt Souk-al-Manakh fond birjasında gələcək tarixli qəbzlərlə ödənilərək alınıb-satılırdı (bu qəbzləri müəyyən tarixə qədər ödəməyə təqdim etmək olmaz); nəticədə, bu yolla tədavülə daxil olmuş «müddəti uzadılmış» qəbzlərin nominal dəyəri milyardlarla dinara, yəni təxminən 100 mlrd dollara çatdı. Səhm və daşınmaz

əmlak alıcılarının verdikləri qəbzlərin nominal qiyməti onların bank əmanətlərinin həcmi xeyli keçirdi. Səhm və daşınmaz əmlak satıcıları öz xərclərini artırdılar, çünki onlar hesab edirdilər ki, alıcıların bank əmanətlərindən, qəbz üzrə ödəmə vaxtı gəldikdən sonra onlara gəlməli olan zəruri vəsaitə malikdirlər. 1982-ci ildə səhm satıcıları ödəmə vaxtı alınmış qəbzləri nağd etmək istəyərkən rədd cavabı aldılar (4).

Bu nümunələrdən gələn nəticə odur ki, kredit genişlənməsi faktları təsadüfi hadisələr ardıcılığı deyil, bir neçə yüz il boyu davam edən planlı inkişafın yekunudur. Belə ki, maliyyə bazarlarının iştirakçıları daima transsəhmlərin qiymətini salmağa və pul tarazlığını və likvidliyi qorumağa cəhd etmişlər. Kredit genişlənməsinin hər bir konkret halda aldığı forma təsadüfi ola bilərdi – Çin mallarının ödənilməsi üzrə gümüşün veksellərlə əvəzlənməsi və ya avrovalyuta bazarında depozitlərin inkişafı, hansı ki, müəyyənlanmış «hədd» Amerika banklarına faiz dərəcələrini artırmağa icazə vermirdi, hansını ki, onlar bunu Nyu-Yorkda, Çikaqoda və Los-Ancelesdə depozitlər üzrə ödəyə bilirdilər. Real pulların yeni əvəzedicilərinin meydana gəlməsi, görünür, mövcud qaydalarda müxtəlif dəyişikliklərə cavab olaraq dövrü baş verir və bu proses sonsuzdur. Pul-kredit kütləsinin genişlənməsi təsadüfi və ekzogen yox, sistemli və endogen xarakter daşıyır.

İqtisadi bum zamanı ödəmə vasitəsi kimi çıxış edən pul kütləsi fasiləsiz artırılır və iqtisadiyyatın yüksəlməsinin maliyyələşməsi, həm də kapitalın artırılması məqsədi daşıyan daşınmaz əmlak, qiymətli kağız və resursların alınması üçün daha effektiv istifadə edilir. Pul kütləsi artımının məhdudlaşdırılmasına və idarə olunmasına yönələn Mərkəzi bankların səyi pula yaxın əvəzedici keyfiyyətində olan yeni maliyyə alətlərinin yaranması və inkişafı ilə tarazlaşırdı. Məhdudlaşdırıcı səylərin uzun tarixi var və cingiltili sikkələrlə ödəməyə qayıtma müxtəlif ölkələrin valyutasının qızıl konversiya edilməsi kimi üsullara malikdir ki, bunlardan müharibələrin sonunda istifadə edilirdi. Metal pulların demonetizasiyası - əvvəlcə mis sikkələr, sonra mis gümüş sikkələr əvəz etdi, daha sonra gümüşün pkl-kredit rolu qızıl ilə əvəz olundu – pul kütləsi üzərində daha böyük nəzarətin olmasına istiqamətləndi. Valyuta banknotları buraxılışına xüsusi,

milli və səhmdar (korporativ) bankların hüququnu məhdudlaşdıraraq, daha sonra tamamilə ləğv edərək Mərkəzi banklar kağız pul buraxılışına monopoliyanı əldə etməyə çalışırdı. 1844-cü il «bank aktından» başlayaraq bank ehtiyatları girovuna buraxılan kağız pulların həcmi sonralar FES-in müddətsiz və depozit hesablarına (1913-cü il FES haqda qanunda müəyyənləşdirildiyi kimi), daha sonra sərbəst tədavül edən depozit sertifikatlarına, London, Sürix və Lüksemburq daxil olmaqla ofşor maliyyə mərkəzlərində Amerika banklarının aldığılarına FES-in istifadə etdiyi ehtiyat tələbləri vasitəsilə qanunla məhdudiyyət qoyulurdu. Perpetuum mobile, sizif əməyi olan pulların tarixi mövcud pul kütləsinin daha effektiv istifadəsinə istiqamətlənən yeniliklərin fasiləsiz yaranması prosesi və pul tədavülünə aid mövcud formal tələbləri ötmək məqsədilə ənənəvi pullara yaxın əvəzedicilərin banklar tərəfindən uydurulmasıdır. 1960-cı illərdə avrovalyuta depozitləri bazarının uğurlu inkişafı FES və depozitlərin sığortalanmasının Federal korporasiyasının Amerika banklarına qoyduğu tənzimləyici qadağaya qarşı cavab tədbiri idi. Londonda, Lüksemburqda və Sürixdə Amerika bankları fəaliyyətə başladığından dollar depozitləri vəsaitlərin rezervləşdirilməsinin vacibliyi və sığorta haqlarının ödənilməsi, depozitlər üzrə faiz dərəcələrinin həddini müəyyənləşdirən təlimatlardan artıq asılı deyildi. 1970-ci illərdə Amerika broker firmaları pul fondları bazarlarının inkişafına kömək edirdi, hansı ki, investorlara depozitlər üzrə faiz almaq imkanı verirdi (belə depozitlərə Amerika hökuməti tərəfindən heç bir zamanət verilmirdi).

Pul məktəbi Bank məktəbinə qarşı

Pul - kredit nəzəriyyəsinin inkişafı tarixinin aspektlərindən biri pul kütləsi artımının idarə olunmasına dair iki müxtəlif fikirlər – Pul məktəbi və Bank məktəbi arasında davam edən debatlardır. Pul məktəbi tərəfdarları inflyasiya ilə üzləşməmək üçün həmişə pul kütləsinin genişlənməsi üçün ciddi sərhədlərin müəyyənləşdirilməsinin vacibliyini israr edirdilər. Bank məktəbi tərəfdarları isə, öz növbəsində, ehtimal edirdilər ki, pul təklifinin artması nə qədər ki, kommersiya zəruriliyindən irəli gəlsə, bu, inflasiyaya səbəb olmayacaq. 1890-cı illərdə

ABŞ-da belə ideoloji mübahisələr inflyasiyadan ehtiyat edən təminatlı pul tərəfdarlarına və iqtisadiyyatın artımına arxalanan pul kütləsinin böyüməsinin qiymətlərin yüksəlməsinə səbəb olmayacağını iddia edən populistlərə ayrılmaqla nəticələndi. Pul kütləsi artımının idarə olunmasına dair iki fikir arasındakı bu debatlar təxminən 300 il davam edirdi.

Pul məktəbi pul kütləsi artımının sürətinin 2-4%, maksimum 5% səviyyəsində müəyyən edilməsinə əsaslanan adi qaydaya əməl olunmasını təkid edirdi. Bu, indiki monetarizm tərəfdarlarının təklifinə çox oxşayır (5). XIX əsrin ziddiyyətləri yığcam formada Viner tərəfindən göstərilmişdir:

Pul məktəbi banknotlardan fərqli formada, qiymətlərə toxunan amil kimi, banklar tərəfindən verilən kreditlərin vacibliyini azaltmaq və ya tamam inkar etmək fikrində idi. Torrens isə israr edirdi ki, depozitlərin idarə olunması problemi banknotların buraxılışının idarə olunması probleminə oxşar həll edilirdi. Bu halda məktəbin nümayəndələri adi avtomatik qaydaya riayət olunmasını istəyirdilər və Bankın əsas kredit əməliyyatlarının idarə olunması üçün beləsini tapa bilmirdilər. Bundan başqa, onlar dövlət müdaxiləsinə və bank sisteminin qanunverici idarə olunmasına qarşı çıxırdılar, hansı ki, bu çox zəruri idi (6).

Nə pul, nə də Bank məktəbi qeyri-bank kreditinin genişlənməsinə xüsusi diqqət ayırmırdı. Belə ki, 1609-cu ildə yaranmış Bank of Amsterdam qiymətli metalların depozitləri ilə təmin olunmuş öz notlarını buraxan jirobank idi; əslində bu notlar bilavasitə «metal» depozitlərə bağlı əmanət kağızları idi. Əvvəlcə Bank of Amsterdam krediti genişləndirmirdi; lakin sonralar XVIII əsrdə IV Anqlo-holland müharibəsi dövründə holland Ost - İndiya kompaniyasını xilas etmək məqsədilə öz borclarının miqdarını artırmağa başladı. Bundan başqa, Bank of Amsterdam veksəl bankı kimi də fəaliyyət göstərirdi (Wisselbank, holland sözü «wissel» - «veksel» deməkdir). Ticarətçilər Bank of Amsterdama depozit qoyurdular, əvəzində ödəməyə təqdim olunan borc öhdəlikləri alırdılar. Qiymətli metalların depozitləri banka öz emissiya əməliyyatlarında senyoraj qazanmaq imkanı verirdi, beləliklə bank depozitlər üzrə kiçik faizlər vermək imkanı

qazanırdı. 1614-cü ildə Amsterdamın bələdiyyəsi tərəfindən Bank of Lending təşkil edildi; bu bank ticarətçilər öz kredit zəncirini yaratmaq imkanı verirdi, lakin bank özü fəal kreditor deyildi (7). Ticarətçilərin yaratdığı kredit sistemi veksellərin dövriyyəsinin hədsiz böyüməsinə gətirib çıxartdı və 1763-cü ildə ticarətçilərdən birinin borcu ödəmək üçün pulu olmadığından zəncir qırıldıqda DeNeufville bankı iflasa uğradı.

1668-ci ildə əsas qoyulmuş İsveçin Riksbank-ı iki bölmədən ibarət idi (8): Bank of Amsterdam (Wisselbank) şəklində ona oxşar Mübadilə bankı və Kredit bankı (Liinebank). Bu bölmə 1844-cü ildə Böyük Britaniyada qəbul edilən və iki məktəb arasında kompromisi bərqərar edən bank qanununun yaranmasını qabaqladı. Bu qanuna uyğun olaraq emissiya idarəsi İngiltərə Dövlət bankının avuarları ilə təmin olunan müəyyənləşdirilmiş fidusiar emissiyadan üstün banknotların buraxılışını yerinə yetirməli idi. İngiltərə Dövlət bankı pul və ya qiymətli metal depozitləri şəklində «metal» təminatı olduğu halda Britaniya hökumətinin borclarının sahibidir. Digər bölmə olan bank idarəsi emissiya idarəsinin buraxdığı banknotların ehtiyatını artırmaq üçün borclar götürə bilərdi. Beləliklə, emissiya idarəsinin təsisatı Pul məktəbinin qələbəsi idi, hansı ki, İngiltərə Dövlət bankını 1797-ci ildə qızıl standartın fəaliyyəti dayandırıldıqdan sonra borclar verməsi və banknotların emissiyasına görə tənqid edirdi (İngiltərə Dövlət bankı belə bir təcrübədən istifadə etməsini onunla əsaslandırırdı ki, borclar ticarət əməliyyatlarının maliyyələşməsinə istiqamətlənəndə inflyasiyanın artımı böyümür). Öz növbəsində, bank idarəsinin təsisatı Bank məktəbinin, həm də kreditin genişləndirilməsi iqtisadiyyatın bərpaasının ilk mərhələsində maliyyələşməyə kömək edəcəyinə guman edənlərin qələbəsi idi.

Pul məktəbinin iqtisadi imkanların inkişafına istiqamətlənən kreditin genişlənməsinin mütləq inflyasiya ilə nəticələncəyi fikri doğru idi. Bank məktəbi nümayəndələrinin iqtisadi artımın başlanğıcı üçün kredit kütləsinin böyüməsinin zəruriliyi fikri də ədalətli idi. Pul məktəbinin uçot veksellərinin faktiki kommersiya sövdələrinə sıx bağlılığına istiqamətlənən tələbləri «real hesablamalar doktrinası» adını aldı. İqtisadiyyatın artımı veksəl dövriyyəsinin və pul kütləsinin böyüməsinə səbəb oldu, son nəticədə, inflasiyaya gətirib çıxartdı.

Kreditin genişlənməsi prosesi mühüm siyasi sual meydana çıxarırdı - məhdudlaşdırıcı çərçivənin qanuni olaraq müəyyən edilməsi realdır və bu çərçivə avtomatik işləyən qaydaya müvafiq müəyyən edilə bilirmi?

Əsas problem effektiv pul kütləsinin ölçülməsindən ibarətdir. Uolter Beycxot yazırdı: «İngilis biznesmenləri pul məsələsini xoşlamır. Onlar pulun nə olduğunu müəyyənləşdirməkdə çətinlik çəkirlər: onlar necə saymağı bilirlər, amma nə saymağı bilmirlər» (9).

Tarixi fakt ondan ibarətdir ki, hər dəfə nəzarətedici pul-kredit orqanları hər hansı pul kütləsi həcmi - M (absolyut həcmə və ya qabaqcadan müəyyən edilmiş artım norması üzrə) nəzarətə götürdükdə, iqtisadi eyforiya dövrlərində böyük miqdarda «pul kimilər» və ya puləvəzləyiciləri meydana çıxır. Likvid qiymətli kağızlar pulun qəbul edilmiş təyini altına düşdükdə, iqtisadi eyforiya «kreditin pula çevrilməsinə» gətirib çıxara bilər. Pulun tədavülünün sürəti (xərclərin və ya milli gəlirin ümumi miqdarının pul kütləsinə bölünməsi ilə müəyyənləşdirilir) ənənəvi üsullarla müəyyən edilmiş pulun həcmi dəyişilməz qalsa da, artacaq. Nəticədə, debatlar ona gətirib çıxartdı ki, pullar M_1 – yəni bilavasitə pul plus tələbli depozitlər kimi, M_2 – yəni M_1 plus müddətli depozitlərə bərabər; M_3 isə M_2 plus yüksək likvidli hökumətin qiymətli kağızlarından ibarət və ya başqa cür müəyyən edilməlidir.

Sanki məsələnin həlli mümkün deyildi. Hər hansı M_i -ni müəyyən edin və iqtisadi bum dövründə bazar müəyyənləşdirilmiş çərçivədən kənara çıxan yeni formalı pullar və «pul kimilər» yaradacaq.

1959-cu ildə Böyük Britaniyada Redkliffin komissiyası təsdiq edirdi ki, inkişaf etmiş iqtisadiyyatda «maliyyə institutlarının qeyri-müəyyən geniş diapazonu» və «çoxlu yüksək likvidli aktivlər mövcuddur, hansı ki, real pulların əvəzləyicilərinə yaxın olaraq əldən-ələ keçəcək və onları ödəməyə təqdim etmək anında heç nəyə dəyməyən zibilə çevriləcək». Redkliffin komissiyası «pulun tədavülünün sürəti» terminindən istifadə etmədi, çünki «pul-kredit tədavülü tarixində pul tədavülünün sürətinin hər hansı həddi olduğunu bildirən əsas tapmaq mümkün deyildi» (10) Komissiya pul kütləsinin ənənəvi idarə edilməsi əvəzinə maliyyə institutlarının geniş diapazonunun idarə edilməsi üzrə kompleks tədbirlərin aparılmasının zəruriliyi haqda tövsiyələrin

öyrənilməsinə diqqət yetirdi və bu nəticəyə gəldi: «Belə bir perspektiv əsasən müşayiət edən inzibati çətinliklərə görə yox, yeni maliyyə idarələrinin sayının get-gedə artmasının vəziyyəti daim hakimiyyətin nəzarətindən çıxmasına gətirib çıxardığına görə ancaq əlacsız qalıqda mümkündür» (11).

Məhz hansı elementlərin «pul» anlayışına daxil edilməsi haqda məsələ iqtisadçılar tərəfindən 200 il ərzində davam edirdi. Anlayışlardan biri ondan ibarət idi ki, ən müvafiq təyin odur ki, özündə ən yüksək səviyyədə iqtisadi fəallığın dəyişiklikləri ilə olan əlaqəni əks etdirəcək. İqtisadi fəallığın dərəcəsinin ölçülməsi nisbətən birmənalıdır. İqtisadi fəallığın dərəcəsinin dəyişikliyi ilə ən yüksək korrelyasiyası olan pul – kredit dəyişənlərinin eyniləşdirilməsi zaman müddətində və ölkədən ölkəyə dəyişilə bilər. «Sadə dildə desək, bank pulları tədaviyə ehtiyac olan banknotlar – «kağız pullar» deməkdir. Bəzi müəlliflər həmin tərifə çəkləri və adi vekselləri, hətta istiqrazları və depozitləri də daxil edirlər» (12).

Debatlar Con Stüart Millem tərəfindən səliqə ilə yekunlaşdırılmışdı:

İnsanın alıcılıq qabiliyyəti hər hansı zamanda faktiki olaraq onun cibindəki pullarla məhdudlaşmır, fərqi yoxdur, biz pul dedikdə metal və yaxud kağız banknotları nəzərdə tuturuq. Əslində alıcılıq qabiliyyətinə birincisi, onun sərəncamında olan pulun miqdarı; ikincisi, onun bank hesabında olan, həmçinin, digər ona qaytarılmalı pullar; üçüncüsü, onun ala biləcəyi hər hansı kredit daxildir (13).

Pulun miqdarı anlayışını ona kredit və ya borcun ümumi miqdarını daxil etmək hesabına dəqiqləşdirmək ideyası inqilabi idi (14). Belə yanaşma pulun nə olduğunu dəqiq təyinindən uzaqlaşmağa imkan verir, lakin kreditin hansı elementlərinin hesablamalara daxil edilməsi və çıxarılmasını həll etmək tələbi yarandıqda yeni variantlar meydana çıxarır. Millin müəyyən etdiyinə görə, analitik nəzəriyyədə bilmək istəyir ki, ev təsərrüfatı, firma və ya hökumət müəyyən zamanda hansı həcmdə kredit almaq qabiliyyətinə malikdir və bu ölçü, yəqin ki, geniş diapazonda dəyişəcək. Belə ki, kredit almaq imkanı müəyyən tələblərdən asılıdır, iqtisadi yüksəliş şəraitində həm ev təsərrüfatları, həm də firmalar bunlara müvafiq olmağa daha hazır

olacaq. Banklar və digər kreditorlar firmalar və özəl borc alanlar üçün öz kredit limitlərini genişləndirməyə razıdır, lakin əldə edilə biləcək kreditin miqdarı borc alanların qoyulan tələblərə nə dərəcədə müvafiq olduğundan asılıdır.

1960, 1970 və 1980-ci illərdə Londonda və digər ofşor bank mərkəzlərində qeyd olunan ABŞ dollarlarında depozitlərin həcmnin sürətli artımı vəziyyətini nəzərdən keçirək, hansı ki, bu depozitlər üzrə faiz dərəcələrinin əmanətlər üzrə faiz dərəcələrinin məhdudlaşdırılmasının nisbətən artmasına cavab idi ki, bu da ABŞ-da qanunla müəyyənləşdirilmişdi. Ofşor bank mərkəzlərində belə depozitlər təklif edən banklar alınan kapitalı Amerika kompaniyalarını dollarda borclarla kreditləməyə sərf edirdi. Yəqin ki, başqa şəraitdə bunlar belə borcları öz Amerika nümayəndəlikləri vasitəsilə verərdi. London ofşor banklarından dollar kapitalı borc götürən kompaniyalar, yəqin ki, aldıkları vəsaiti Birləşmiş Ştatlara köçürməli idilər. Belə ki, guya onlar bu pulları Nyu-Yorkda, Çikaqoda və ya Los-Ancelesdə borc götürüb. Bu halda Londonda və başqa ofşor bank mərkəzlərində alınan borcların həcmi Amerika pul kütləsinin ölçüsünün hesabına daxil etmək lazımdır?

Daşınmaz əmlak girovuna açılan kredit xətti nisbətən bu yaxınlarda yaranan maliyyə yeniliyidir; banklar və digər kreditorlar daşınmaz əmlak sahiblərinə onların əmlakının dəyərinə bərabər və ya bəzi hallarda bu dəyərdən bir qədər çox pul təklif edirlər. (Əvvəl əmlak girovuna verilən borclar təkrar girov kağızı kimi tanınırdı). Belə krediti almaq imkanı o deməkdir ki, ev sahibləri öz pul və ya «pula yaxın» aktivlərinə qənaət edirlər və bu kreditlərin həcmnin artırılması pul kütləsinin həcmi saxladıqda xərclərin artmasına gətirib çıxarır.

İnsanın alıcılıq qabiliyyəti bir ölkənin sakinindən digər dövlətin sakininə asanlıqla aid edilə bilməz, belə ki, milli bank idarələrindən, həmçinin, iqtisadi eyforiyanın dərəcəsiindən asılı olaraq bir adam üçün mümkün olan kreditin ölçüsü digəri üçün daha çox və ya daha az ola bilər. Kredit haqda bir romanist yazırdı:

Kredit çox yaxşıdır! O, müasir cəmiyyətin əsasıdır. Kim deyər ki, bu, qarşılıqlı etibarın, insan vədlərinin məcburiyyətinə qeyri-məhdud əminliyin təntənəsi deyil? Kredit -

müasir cəmiyyətdə spesifik hadisə olmaqla, bütöv ölkəyə məşhur qəzet lətifəsinin mənasını və ədalətliliyini etiraf etmək imkanı verir. Lətifəd möhtəkir deyir: «İki il əvvəl mənə sent çatmırdı, indi isə mən iki milyon dollar borcluyam» (15).

Bu ümumiləşmənin əsasını real pullara yaxın əvəzləyicilərin tarixi inkişafı təşkil edir, hansı ki, kredit kütləsinin və ümumi xərclərin artmasına gətirib çıxartdı. Bunları yada salmaq kifayətdir: veksellər, onkol borclar, qızıl mübadiləsi standartı, daha sonra banknotlar, bank depozitləri, hesablama palatasının şəhadətnamələri, ixtisaslaşdırılmış bankların borcları (məsələn, broker və ya tikinti bankları), trast kompaniyaların borcları, depozit sertifikatları, avrovalyutalı depozitlər, möhlətlə ödənilməli kreditlər, kredit kartları və NOW - hesablar (cari hesabın faizlərinin ödənilməsi və nağdsız hesabdan silinməsi tipi).

Borcun keyfiyyəti

Kredit qabiliyyətinin qiymətləndirilməsi agentlikləri (reyting – kredit agentlikləri) fərdi borc alanların - kompaniyaların, hökumətlərin, hətta, ev təsərrüfatlarının borcunun keyfiyyətini qiymətləndirmək üçün təşkil edilmişdi (16). Minskiyə görə korporativ borcun taksomaniyası kompaniyanın əməliyyat fəaliyyətindən gələn nağd vəsait axını və mövcud borcların xidmətinə yönəldilən nağd pulun planlı getməsinin müqayisəsinə əsaslanan fərqli üç kateqoriyadan ibarətdir. Kompaniyanın əməliyyat fəaliyyətindən daxil olan nağd pulun həcmi, mövcud borclar üzrə zəruri olan bütün ödəmələrdən üstün olduqda «xec maliyyəsi» meydana çıxır. «Möhtəkir maliyyə» isə kompaniyanın əməliyyat fəaliyyətindən daxil olan nağd pulun kompaniyanın borcları üzrə faizləri vaxtında ödəməyə kifayət etdikdə yaranır. Lakin kompaniya borcun əsas məbləğini ödəmək üçün pul götürməyə məcburdur. Kompaniyanın əməliyyat fəaliyyətindən daxil olan nağd pul mövcud borclar üzrə faizləri vaxtında ödəməyə kifayət etmədikdə «Pontsi maliyyəsi» yaranır. Sonuncu halda kompaniya məcbur olcaq ki, borclar üzrə faizləri ödəmək üçün borc alsın və ya faizlərin ödənilməsi üçün zəruri vəsait əldə edilməsinə görə öz

aktivlərinə kapitalın artımını təmin etmək məqsədilə tədbirlər görsün (17). («Pontsi maliyyəsi» və «möhtəkir maliyyə» arasındakı fərq maliyyə ədəbiyyatında işlənən büdcə balansı anlayışına qohumdur, hansı ki, hökumət büdcəsinə vergi və digər daxilolmaların məbləği və faizlər nəzərə alınmayaraq, bütün ödəmələrin məbləği arasındakı fərqi toxunur. Büdcə defisitli olduqda hökumət cari faizlərin ödənilməsi üçün zəruri olduğundan çox pul borc götürməlidir).

Minski qeyd edirdi ki, borcun «keyfiyyəti» kreditin strukturunun kövrəkliyi dərəcəsini müəyyən edir; «möhtəkir maliyyə» və «Pontsi maliyyəsi» bu kövrəkliyi nəzərə çarpdırır. «Pontsi maliyyəsi» termininin mənası ondan ibarətdir ki, kompaniya əgər ona «möcüzə» kömək etməsə, yəqin ki, öz borclarını vaxtında ödəməyə imkan çatmayacaq (18). Borc anlayışı etibarsız müəssisələrin maliyyələşdirilməsi riskləri ilə qırılmaz bağlıdır.

Bundan əvvəlki fəsildə təsvir edilən model göstərir ki, iqtisadi eyforiya dövrlərində kredit kütləsi artır, belə ki, kreditorlar və investorlar risklərə qarşı daha dözümlü olurlar. Əvvəllər onlara olduqca etibarsız görünən borc alanlara pul verməyə meylləri artır. İqtisadi artımın azaldığı dövrdə kompaniyaların çoxu mövcud ümidlərə dair onların gəlirlərinin arım sürətinin enməsi ilə üzləşirlər, odur ki, nəticədə, əvvəllər «hec maliyyəsi» qrupuna aid olan bir sıra kompaniyalar «möhtəkir maliyyə» qrupuna enir, bəzi kompaniyalar isə «möhtəkir maliyyə» qrupundan «Pontsi maliyyəsi» qrupuna keçir.

Drexel Burnham Lambert, Maykl Milken və «zibil» istiqrazlar 1980-ci illərdə gözə çarpan maliyyə yeniliklərindən biri «zibil» istiqrazları bazarının inkişafı idi. Bu istiqrazların krediti ödəmə qabiliyyətinin qiymətləndirilməsi üzrə agentliyin verdiyi reytingi yox idi. Bu istiqrazlar üzrə faiz dərəcələri orta hesabla investisiya reytinglərindən birinə malik istiqrazların faiz dərəcəsindən 3-4% punktu yuxarı idi. Bu istiqrazların çoxu «bədnam mələklər» idi; yəni kompaniyalar tərəfindən onlar iqtisadi göstəriciləri daha yaxşı olduğu dövrdə buraxılmışdı və beləliklə, kredit ödəmə qabiliyyətinin məğbul qiymətini ala bilmişdi. Lakin sonrakı uğursuzluqlar kompaniyanın kredit ödəmə qabiliyyətinin qiymətini pisləşdirdi, nəticədə, ən aşağı investisiya səviyyəsi

yəsinə endi, əgər daha bir neqativ baş verərsə, onda reyting agentlikləri kompaniyanı qeyri-investisiya (möhtəkir) kateqoriyasına yerləşdirər.

Tənzim edən hakimiyyət bir çox maliyyə institutlarına kredit reytingi investisiya kateqoriyasından aşağı olan istiqrazlara kapital qoyuluşunu qadağan edir və bu hədd keçildikdə tənzimləyici məhdudiyyətə malik banklar və sığorta kompaniyaları bu istiqrazları satmalı olacaq ki, bu da həmin istiqrazlar üzrə faiz dərəcələrinin kəskin artmasına gətirib çıxaracaq.

Kommersiya ideyası ondan ibarət idi ki, «zibil» istiqrazların alıcıları bu istiqrazlardan diversifikasiyalı portfel toplayaraq «müftə səhər yeməyi» alırdılar, belə ki, əlavə faiz gəliri borc alanların müflisləşməsi səbəbindən istiqrazların bir və ya bir neçə növünün lazımsız kağızlara çevrilməsinə görə olan itkilərin yerini doldurmağa kifayət edirdi.

1970-ci və 1980-ci illərdə meydana çıxan yenilik ondan ibarət idi ki, o zaman ikinci növ investisiya bankı olan Drexel Burnham Lambert ədəbli dairələrdə «yüksək gəlirli istiqrazlar» kimi tanınan «zibil» istiqrazlar buraxmağa başladı; bu yeniliyin məxfi başçısı Maykl Milken idi.

Bu yüksək gəlirli istiqrazları buraxan kompaniyaların kredit ödəmə qabiliyyətinin reytingi çox aşağı olduğundan investorlar bu istiqrazların faiz dərəcələri kifayət qədər yüksək olduğu halda onları almağa başladılar. Bir çox kompaniyalar «zibil» istiqrazlar buraxırdı ki, pul yığıb səhmlərin kontrol paketini geri alsın; kompaniyaların topmenecerləri kütləvi bazarda satılan bütün səhmləri almağa çalışırdı və ya A kompaniyası yüksək gəlirli istiqrazlar buraxırdı ki, pul yığıb B kompaniyasını əldə etsin və onun pul yığıb A kompaniyasını almaqda qabaqlasın.

Belə ki, bu istiqrazlar heç bir reyting kredit agentliyi tərəfindən qiymətləndirilməmişdi, odur ki, bu borc öhdəlikləri üzrə ödənilən faiz dərəcələri investisiya kateqoriyası olan istiqrazların faiz dərəcəsindən 3-4 % punktu yuxarı olurdu.

Sadalanan faktlar mübahisə predmeti deyildi. Milkenin qarantiyalı sövdələlərindən bəzisinin qanunsuz və qeyri-etik olması mübahisəli məqam idi. Nəzakətli tənqidçilər qeyd edirdi ki, «zibil» istiqrazların alıcıları olan kompaniyaların çoxu borc-əmanət assosiasiyaları, depozit idarələri və sığorta kompaniyaları idi; bu kompaniyaların bəzisinin rəhbərləri və sahibləri Drexel Burnham Lambertdən anderrauter kimi istifadə edirdilər ki, mülkiyyət hüququ və kontrol əldə etmək üçün zəruri olan pulu yığsınlar. Depozit idarələri Amerika hökumətinin qarantiyaları ilə təmin olunmuş depozitləri satırdı. Onlar öz depozitləri üzrə çox yüksək faiz dərəcələri təklif edirdi və satışdan əldə etdikləri pulları «zibil» istiqrazların alınmasına sərf edirdi, onları Milken və Drexel Burnham Lamberta yerləşdirirdi. Drexel Burnham Lambert vasitəsilə «zibil» istiqrazlar buraxmış kompaniyaların təxminən yarısı nəticədə iflasa uğradı, bu da depozit idarələrinin böyük itkilərinə səbəb oldu; bazarı yüksək gəlirli istiqrazlar üçün təmin edən bu idarələrin çoxu müflisləşdi ki, bu da Amerika vergi ödəyicilərinə 10 milyardlarla dollar miqdarında zərər vurdu. Lakin bununla belə, hər şey hüquqi cəhətdən qanuni idi.

1988-ci ildə Revco D.S.İnc. Apteklər şəbəkəsi 1987-ci ildə bu kompaniyanın səhmlərini almaq üçün borc götürdüyü 1,3 mlrd dollara faizləri ödəməyə imkanı olmadığından öz iflası haqda elan etdi (19). 1980-ci illər «zibil» istiqrazlar dövrü sona çatdıqda Drexel Burnham Lambertdə yerləşdirilən buraxılışların yarısından çoxu defolta uğradı. İstiqraz sahiblərinin və Amerika vergi ödəyicilərinin itkisi onlarla milyard dollar təşkil edirdi.

Henri Kaufman özünün gələcəyi xəbər verən kitabında borcların bütün növlərinin - istehlak, hökumət, girov və korporativ, həmçinin «zibil» istiqrazların artmasını pisləyirdi; Kaufman göstərirdi ki, borcun miqdarı artdıqca onun keyfiyyəti azalır (20). Görkəmli investisiya bankiri və Lazard Freres Amerika ofisinin rəhbəri Feliks Roqatin Birləşmiş Ştatları «zibil istiqrazların kazinosu» adlandırırdı.

Bununla yanaşı, müəyyən müddət «zibil» istiqrazların sahibləri ənənəvi istiqrazların sahiblərindən daha yüksək faizlər qazanırdı.

1980-ci illərin sonu 1990-cı illərin əvvəlində iqtisadi enmə zamanı «zibil» istiqrazlar buraxan kompaniyaların çoxu müflisləşdi. Aparılan araşdırmalar göstərdi ki, «zibil» istiqrazların sahibləri, orta hesabla qoyduqları pulun 1/3-ni itirir və bu istiqrazlar üzrə əlavə 3-4%-li punkt illik gəlir bu itkilərin kompensasiyası üçün kifayət deyil.

«Zibil» istiqrazlar üzrə defoltların çoxu Minski taksomaniyasına yazılır. Bu istiqrazların çoxu, yəqin ki, onların ilk dəfə bazara buraxıldığı yaxşı iqtisadi dövrlərdə «möhtəkir qrupa» daxil idi. Amerika iqtisadiyyatı enməyə başladığında, bu istiqrazları buraxan kompaniyaların pul gəliri azaldı və istiqrazlar «Ponti maliyyəsi» kateqoriyasına endi. Yalnız iqtisadi möcüzə onları defoltdan qurtara bilərdi.

«Müftə səhər yeməyi» olduqca baha öəşə gəldi.

Veksellər

Veksellər gələcəkdə ödənilməli olan borc tələbləri idi, ilk əvvəl metal pulların təklifi qeyri-elastik olduğundan ticarətçilər vitlərdən istifadə edirdi. Veksellər vendor maliyyə forması idi (21). Əmtəə satıcısı öz alıcılarına satışı yüngülləşdirmək üçün kredit verirdi; alıcı öz üzərinə borcu 90 və 120 gündən sonra ödəmək öhdəliyi götürürdü. Bu veksellər banklar tərəfindən tez-tez nəzərə alınır, banknot və ya sikkə formasında, XIX əsrdə isə bank depozitləri şəklində təminat verilirdi. Veksellər bilavasitə ödəniş üçün istifadə olunurdu. Malın satıcısı alıcıdan vekseli alan kimi, öz növbəsində, bunu başqasına ödəmə məqsədilə verə bilərdi. Vekseli əldə edən hər bir kəs onun üzərinə keçirici yazıya uyğun öz adını əlavə edirdi. Beləliklə, vekselin üzərində 5, hətta 10 keçirici yazıların daxil edilməsi üçün forma mövcud idi. «Veksel pul oldu». Eştonun dediyinə görə, əgər vekselin keçirilməsi zəncirində bəzi həlqələr şübhəli kredit ödəmə qabiliyyətinə malik idilərsə, onsuz da veksel banknot kimi öz hərəkətini davam etdirəcəkdə (22). XIX əsrin birinci yarısında böyük olmayan nominallı

bəzi veksellər, məsələn, 10 funt sterlinq öz üzərində 50-60 keçirici yazı daşıyırdı.

Ödəmə formaları fərqlənirdi. XIX əsrin əvvəllərində Lankaşirdə banknotlara inamsız yanaşırdılar və nəticədə, burada əsas ödəmə vasitəsi sikkələr və veksellər oldu (23). Ödəmə zamanı veksellərdən istifadənin artmasına görə İngiltərə bankının banknotlarının tədavülü 1852-1857-ci illərdə iqtisadi artım dövründə 9 mln funt sterlinq azaldı. Londonda 5 bankın depozitləri 17,7-dən 40 mln funta qədər artdı. Newmarch-ın müasir qiymətləndirilməsinə görə tədavüldə olan veksellərin orta həcmi həmin dövrdə 66-dan 200 mln. funta qədər artmışdı (24).

Əvvəl veksellər müəyyən sövdələrə görə buraxılırdı və vekselin məbləği bu sövdənin dəqiq dəyərinə təqribən müvafiq olurdu. Tədricən mal satışı üzrə sövdələr ilə veksəl buraxılışı arasındakı sıx əlaqə pozuldu. 1763-cü ildə Londondan Lindeqrenə yazılmış Carlos and Claes Grill İsveç kompaniyasının vekselləri konkret mal yüklənmələrinə bağlanıla bilmədi, hansı ki, çox vaxt sürətli ardıcılıqla baş verirdi. Lakin kompaniya kreditörlərin borcunu ödəmək üçün pula ehtiyacı olanda təxirə salınırdı (25). Beləliklə, borc öhdəliyi tədricən arxasında duran ticarət sövdəsindən ayrıldı və veksəl «dost veksəl», vaxtı uzadılmış qəbz və ya borc qəbzi oldu.

Bəzi iqtisadçılar «dost veksellərin» yaranmasına qarşı çıxırdı, belə ki, onlar hesab edirdilər ki, belə öhdəlik müstəqil ödəməli komersiya vekselləri ilə müqayisədə daha aşağı keyfiyyətə malikdir, axı, vekseli buraxan kompaniyanın vekselin ödənilməsi üçün təyin edilən müddətə nağd pula malik olması zəmanəti ciddi surətdə zəifləmişdi (26). Bununla yanaşı, qiymətlərin düşdüyü zaman, yüksək keyfiyyətli komersiya veksellərinin dəyəri artırılmış olur, belə ki, satıcılar öz mallarını gəlirlə sata bilmədikdə öz borc öhdəliklərini zəmanətli pul ödəmələri ilə təmin edə bilmirlər (27). Borcun, həcmnin borclunun gəlirinin və ya kapitalının həcminə olan nisbəti kreditin keyfiyyətinin ən dəqiq ölçüsüdür (Franklinin dediyənə görə) (28).

Akkreditivlər biznes üçün çox əlverişlidir, belə ki, onların köməyi ilə böyük məbləğlərin uçotunu aparmaq, bir yerdən başqa yerə köçürmək asandır, onlar az yer tutduğundan səyahətlər zamanı və ya ehtiyatlar üçün təhlükəsizdir,

onların digər üstünlükləri də çoxdur. Banklar imkanlı adamlar, ticarətçilər və iri ticarətçilər üçün universal kassirlərdir... Bu, vekselləri elə etibarlı edir ki, İngiltərədə onlar həmişə puldan az qiymətləndirilmirdi, Venesiya və Amsterdamda isə hətta, puldan çox qiyməti var idi.

İngiltərədə veksellər həmişə «puldan az qiymətləndirilmirdi» fikri bir qədər nikbindir, lakin onların pul qədər yaxşı olduğu kimi, effektivliyi şübhə doğurmur. XIX əsrin birinci yarısında veksellərin «pul», «ödəmə vasitəsi» və ya «alıcılıq qabiliyyəti» ifadəsi olduğuna dair aramsız debatlar gedirdi. Pul məktəbinin üzvləri razılaşırdılar ki, banknotların buraxılışının həcmi nəzarətdə saxlamaq lazımdır, lakin veksellərin və bank depozitlərinin miqdarını idarə etmək və ya məhdudlaşdırmağa heç bir lüzum yoxdur (29).

Borc alanın buraxdığı vekselin əsas dəyəri ilə göstərilən borcun ölçüsü ilə onun kapitalı arasındakı nisbət daha böyük olduqda problemlər yarana bilərdi. Veksellərin zəncirvari ötürülməsi epide-miya xarakteri alırdı. Normal işgüzar təcrübə olaraq, Adam Smitin təsvir etdiyi kimi, o, asanlıqla ağlabatan sərhədləri keçə bilirdi (30). Hər hansı A vekseldə B-nin xeyrinə keçirici yazı edir, B bu yazını C-yə, C isə D-yə keçirərək kredit təklifini artırır. Xoutriyə görə «dost vekselin» qüsuru «investisiya bazarında düzgün uzunmüddətli qoyulmaların zəruri tədarükü alınmadıqda əsas kapitalın təşkilinə istifadə olunmasından» ibarət idi. Xoutri göstərirdi ki, belə qüsurlu təcrübədən 1866-cı il London və 1907-ci il Nyu-York böhranı zamanı, xüsusilə sui-istifadə edirdilər (31). 1763-cü ildə DeNeufvilles-in iflasa uğraması təkcə Amsterdamda deyil, həm də Hamburqda, Berlində və bir qədər də Londonda çaxnaşmaya səbəb oldu. Bu zaman veksellər zənciri açılmışdı. Veksellərin keçirici zəncirinin bir həlqəsi çürüdükdə bütöv zəncir pozulurdu və bu, borcun həcmi öz kapitalına nisbəti qənaətbəxş olan vicdanlı iştirakçılara, həmçinin bu nisbəti daha çox olan iştirakçılara güclü zərbə vura bilərdi. Veksel üzərində keçirici yazı qoyan hər bir kəs borcun bütöv məbləğinə görə məsuliyyət daşıyırdı. «Dost veksellər» məhdud kapitalı olan ticarətçilərə böyük məbləğdə pul borc götürmək imkanı verirdi və bu qısamüddətli borclar, əslində uzunmüddətli borclara çevrilirdi. Belə ki, onlar ödəmə müddəti çatana qədər xeyli fırlanırdı. XIX əsrin əvvəlində qızıl

standartın fəaliyyəti dayandırıldığı dövr ərzində ser Frensis Barinqi heç 100 funt qazanmayan klerklər tanıyırdı ki, onlara veksellərlə 5000-dən 10000-ə qədər məbləğdə borclar verilirdi. O dövrün unikalığı onda idi ki, qızıl standartın istifadəsinin dayandırılması genişləndirilmiş kreditin milli valyutanın mübadilə məzənnəsinə təsiri haqda narahatlığın olmaması deməkdi. Bu dövrdə hökmranlıq edən «ağılsız möhtəkirliklər» Pul məktəbinə güclü təsir göstərdi (32). 1857-ci ildə London mühasibi Con Boll ona məlum olan 10000 funta yaxın kapitalla malik, 900000 funt öhdəliyi olan kompaniya haqda məlumat verirdi, bu zaman o, bildirirdi ki, bu nümunə heç də tək deyil (33). Həmin iqtisadi bum zamanı Hamburqda Şaffl 100 funt kapitalı olan adamın 400000 funt məbləğində vekselləri imzaladığını söyləyirdi.

1994-cü ildə təşkil edilmiş Long -Term Capital Management xec fondu 5 mlrd dollar xüsusi kapitalla malik idi; banklardan, investisiya banklarından və pensiya fondlarından isə 125 mlrd dollardan çox borc götürmüşdü. 25-in 1-ə bərabər belə leveric koeffisienti digər xec fondlarındakı orta hesabla 10-un 1-ə olan göstəricisindən xeyli yüksək idi. XVIII əsrdə 1763-cü il iqtisadi bum zamanı Virtin dediyinə görə, bir çox kompaniyalar öz real kapitallarından 10-20 dəfə çox olan məbləğlərlə möhtəkirlik edirdi. Bir çoxları isə kiçik və ya heç kapitalı olmadan bu təhlükəli prosesdə yalnız borcla iştirak edirdi (35).

«Dost veksellər» kreditin hədsiz genişlənməsinə gətirib çıxara bilərdi. Vaxtaşırı yüksək kredit ödəmə qabiliyyəti təsiri bağışlamaq üçün keçirici zəncirə saxta iştirakçılar daxil edilirdi. Daha bir hiyləgərlik ondan ibarət idi ki, veksəl real kommersiya sövdəsi üzrə hesablamalar üçün təyin edildiyi kimi yuvarlaq məbləğlərdə yazılmırdı. Vaxtaşırı baş qaldıran iddialar (məsələn, alman bankları tərəfindən Holland və Amerika banklarına qarşı) göstərirdi ki, banklar kommersiya vekseli altında maskalanmış təmiz maliyyə kağızı ilə iş gördüklərini bilirdi (36).

Onkol borclar

1882 və 1929-cu illər böhranları dövründə onkol borclardan istifadə edilməsinin genişləndirilməsi böyük əhəmiyyət kəsb edirdi. 1882-ci ildə Fransada baş vermiş süqut çox da məşhur deyildi və məhdud nəticələrə malik idi. Lakin o, banklar tərəfindən birja dəllallarına birgünlük verilmiş onkol borclar və ya pullar ilə maliyyələşdirilən möhtəkir ajiotaj və çaxnaşmanın klassik nümunəsi idi (37). Birja dəllalları bu pullardan öz qiymətli kağızlar portfelini saxlamaq üçün istifadə edirdi və onlar ümid bəsləyirdilər ki, birgünlük kreditləri gündən-günə yeniləşdirə bilərlər.

Union Generale bankı vaxtilə avstriyalı Rotşildlərə işləmiş, sonralar Avstriyada, Serbiyada və Cənub-şərqi Avropada onlarla rəqabət aparmış klerk Ejən Bontu tərəfindən təşkil edilmişdir. 1875-ci ildə yaradılmış əvvəlki Union Generale ciddi problemlərə malik idi. Bontu öz Union Generale bankını 1878-ci ildə Parisdə dəmir yolu şəbəkəsinin genişlənməsi, Süveyş kanalının tikintisi və binklərin artımı nəticəsində Fransanı bürüyən iqtisadi bəm zamanı təşkil etdi. 1881-ci ilin dekabrında bəm öz maksimum səviyyəsinə çatdı və artıq sonrakı ay süqutla nəticələndi. Buve sual verirdi ki, katolik Bontunun uğursuzluğunun səbəbi - özünün səhvləri idi və ya o, çağırılmamış qonağın əleyhinə qalxmış yəhudi və protestant bankirlərin qəsdinin qurbanı oldu.

Bontunun Union Generale bankının başlanğıc kapitalı 25 mln. frank idi, 1879-cu ilin yazında 50 mln. franka, 1881-ci ilin yanvarında isə 100 mln. franka qədər artırıldı. 1882-ci ilin yanvarına planlaşdırılmış üçüncü artım bankın kapitalını 150 milyona qaldıracaqdı. Başlanğıc kapitalın yalnız 1/4- i ödənilmişdi (38). Kapitalın hər bir artımı ilə investorlar səhmlərin bazar qiymətinin qalxmasını hesaba alaraq nominaldan 500 frank artıq mükafat ödəməli idilər. Müvafiq olaraq bu mükafatların miqdarı 20, 175 və 250 frank təşkil edirdi. Səhmlər alıcıların adına qeydiyyatdan keçirdi və nominal dəyərin 3/4 –nə onlar hələ də borclu qalırdılar. Lakin 200000 original səhmlərdən təxminən yarısı bazarda sərbəst tədavüldə idi.

Həm Parisdə, həm də Lionda qiymətli kağızların alveri ikihəftəlik möhlətlə aparılırdı. Alıcı əldə etmək istədiyi səhmlərin dəyərinin

10%-ni nağd pulla ödəyə bilərdi və qalan 90%-i isə, öz növbəsində, onkol borclar bazarında borc götürmüş agent və ya brokerdən borc ala bilərdi. Bu bazara təklif banklar (bankların və digər investorların kapitalını birləşdirib məhz bu bazara istiqamətləndirən xüsusi kassalar (caisses) vasitəsilə) və xüsusi şəxslər tərəfindən daxil olurdu. Bundan başqa, banklar və kassalar konkret səhmlərin alverində ixtisaslaşmış dəllallara yardım edə bilirdilər. Beləliklə, Union Generale və Banque de Lyon et de la Loire tipli banklar bum dövründə yaranmış daha az uğuru olan və ya daha az möhtəkir 3-4 bankda öz səhmlərinin qiymətini qismən saxlaya bilirdi. Bazar sabit olduqda möhtəkirlərin böyük olmayan gəlirləri və itkiləri olurdu, brokerlər isə aktivlərin böyük olmayan dövriyyəsinə malik idilər. Səhmlərin məzənnəsi böyüdükdə möhtəkirlərin qazandığı və bazardan çıxarıldığı gəliri ödəmək üçün artıq böyük həcmli kapital tələb olunurdu. Bu kapital yenidən bazara qoyulurdu, lakin yenidən investisiya qoyuluşu olmadıqda bazarın böyük miqdarda kapitalla ehtiyacı yaranırdı. Tutaq ki, möhtəkir 100 franka səhm alarkən 10 frank nağd pul verir və 90 frank borc götürür. Əgər sonra o, səhmi 110 franka sataraq bazardan öz 20 frankını götürürdüsə (10 qoyduğu + 10 frank gəlir) , bazardan götürülmüş 20 frankdan 11-i yeni möhtəkirdən daxil olurdu, 9 frank isə onkol borclar bazarında götürülən yeni borcların bir hissəsi olmalı idi. Belə ki, səhmlərin qiyməti artdığından onkol borclar üzrə faiz dərəcələri bu bazara yeni pulların cəlb edilməsi məqsədilə böyüyürdü; onkol borclar üzrə faiz dərəcəsi 1880-ci ilin sonunda 4-5%-dən 1881-ci ilin yazına 8-10%-ə qədər artdı və 1881-ci ilin payızında öz zirvəsinə – 12% səviyyəsinə çatdı (39).

Səhmlərin qiyməti azaldıqda da yeni pullar tələb olunurdu, lakin bu dəfə onlar artıq möhtəkirlərdən daxil olmalı idi. Əgər möhtəkir səhmi 100 frank alaraq yenə də öz 10 frankını və 90 frank borc aldığı pulu verirdisə, alınmış səhmlərin qiyməti isə bundan sonra 90 franka düşürdükdə, onda möhtəkir əlavə 9 frank verməli idi ki, götürdüyü borc üzrə 10%-li ödəməni təmin etsin. Əgər möhtəkirin bu tədəbi yerinə yetirməyə imkanı çatmırdısa, broker möhtəkirin səhmlərini sataraq və beləliklə, öz pulunu qaytararaq onun mövqeyini bağlayırdı. Səhmlər 90 frankdan aşağı düşdükdə borc verən broker, bank və ya sahibkar pullarını itirirdi. Möhtəkirlilik ajiotajı dalğasında Union

Generale bankının səhmlərinin qiyməti 1881-ci ilin martında 1250 frankdan həmin il dekabrın 14-də öz zirvəsinə - 3040 frank səviyyəsinə qalxdı. Sonra qiymətlərin enməsi baş verdi: 1882-ci il yanvarın 10-da 2950 frank və yanvarın 16-da 2800 frank oldu. Yanvarın 19-da qiymətlər 1300 frank səviyyəsinədək endi. Həmin gün brokerlər 18 mln frank məbləğində səhmlər satdı, belə ki, möhtəkirlər öz borcları üzrə ödəmələri təmin etmək üçün əlavə pul verə bilmədilər və bu, ayın sonunda - yanvarın 31-də mövqelərin ləğvi yzrə 33 mln. frank idi (40).

Banque de Lyon et de la Loire süqutu daha sarsıdıcı idi, belə ki, bu bankın səhmlərinin qiyməti 1881-ci il dekabrın 17-də çatdığı 1765 frank səviyyəsindən dekabrın 28-də bank öz səhmlərinin müdafiəsinə qalxdıqda 1550 franka, sonra 1882-ci il yanvarın 4-də 1040 franka, yanvarın 10-da 650 franka və nəhayət, yanvarın 19-da 400 franka endi. Ertəsi gün bank öz qapılarını bağladı (41). 1882-ci il yanvarın 4-də elan edilən Bontunun Triyestdə Banque de Credit Maritime-ni açmasına icazə alması Banque de Lyon et de la Loire tam süqutunun başlanğıcına xəbərdarlıq idi. Uğurlu gediş bumeranqla geri döndü (42). Banque de Lyon et de la Loire-nin səhmlərində pullarını itirmiş investorlar Union General-ın səhmlərini satmağa başladılar. Bir neçə gündən sonra birja sövdələrinin bank və şəxsi kreditə arxalanan onkol borclar bazarı vasitəsilə mərhələli işləyən pul-kredit çiyini və kredit mexanizmi ilə birləşməsi bankların, kassaların, brokerlərin, imkanlı adamların və kompaniyaların kapitallarının iflasına səbəb oldu. Fond birjasının süqutundan bir qədər əvvəl, lakin o qədər də pul kütləsinin böyüməsinə görə deyil, birja həyəcanının zirvəsində Lionun bütün işgüzar mühitinin başı Union Generale kağızları ilə möhtəkirliyə qarışdığı üçün böhran həm də iqtisadiyyatın real sektoruna da yayıldı: «ipək alverçiləri, toxucular, sənətkarlar, xırdavatçılar, sənayeçilər, baqqallar, qəssablar, rantyelər, qapıçılar, çəkməçilər böyük kapital real biznesdən fond birjasına, qiymətli kağızlara və onkol bazara keçirilmişdi» (43).

1929-cu ildə Amerika fond bazarının süqutunun fransız banklarının süqutuna oxşar bəzi xüsusiyyətləri mövcud idi: möhtəkirlilik ajiotajının zirvəsində iqtisadi fəaliyyətə zərər vuraraq möhtəkirliyə qapılmaq; səhmlərin qiymətinin artırılması üçün platformaların yaranmasında brokerlərin banklardan və sahibkarlardan aldığı borcla-

rın rolu; həmçinin pul kütləsinin çox da artmaması ilə sonradan baş verən birja qiymətlərinin enməsi. Daha bir oxşarlıq ondan ibarət idi ki, səhmlər öz maksimal qiymətlərinə çatdıqda onkol borcların həcmi 1926-cı ilin sonunda 2 mlrd. dollardan 1928-ci il dekabrın 31-dək təxminən 4 mlrd. dollara çatdı. Marjinal kreditlər olduqca böyük idi. Broker firmaları səhmlərin alıcılarından onların dəyərinin 10%-i səviyyəsində pul təminatı tələb edirdilər; qalan 90% borc götürülürdü. Halbuki, Nyu-York banklarının brokerlərə verdiyi borcların həcmi 1928-ci ilin sonunda zirvədəki 1,6 mlrd. dollardan 1929-cu il oktyabrın 4-nə 1,1 mlrd. dollara qədər azaldı (44).

İflas yaxınlaşdıqca banklar kapitalı onkol borclar bazarından çıxarmağa başladı. Onlar qorxurdu ki, 1873-cü ildə olduğu kimi, fond birjası bağlanacaq və əvvəllər yüksək likvidli olan onkol borclar dondurulacaq (45). Bununla yanaşı, Nyu-York bankları brokerlərə dayaq olaraq ayrılan borcların həcmi, hətta bir qədər artırdı. 1882-ci ildə Banque de Paris et des Pays – Bas (Parisbas) başçılıq etdiyi paris bankları konsorsiumu da Union General bankına 18 mln. frank məbləğində 5 kredit təqdim etdi. Bu o zaman baş verdi ki, Rotştdlər evinin başçılıq etdiyi digər qrup vəziyyətdən çıxmaq və kreditlər üzrə brokerlərə və onların müştərilərinə qarşılıqlı razılıq əldə etmək üçün 80 mln. frank məbləğində borc verdi. Hər iki böhranın nəticəsi bir çox brokerlərin, onların müştərilərinin və 1882-ci ildə banklar və onların kassalarının iflası oldu. Pul bazarının mərkəzi bankları kreditləşmə şərtlərini yüngülləşdirdi, lakin 1882-ci ildə Parisin Union Generale bankını saxlamaq mümkün olmadı.

Birləşmiş Ştatlarda 1930-cu illərdə marjinal kreditlərin verilməsi FES-in tənzimləyici təlimatları ilə sərtləşdirilmişdi, hansı ki, alınanların 50%-i öz vəsaitilə ödənilməsi tələbini müəyyənləşdirmişdi. Lakin maliyyə idarələri asanlıqla bu təlimatlardan yan keçdi. Məhdudiyyətlər Nyu-York fond birjası daxil olmaqla, yalnız mütəşəkkil səhmlər bazarına aid edilirdi. Lakin mövqeyin dəyərini 10% ödəməklə Standard and Poor's (S&P) indeksli fyuçerslərlə alver gedən Çikaqo fond birjasının əməliyyatlarına bunun daxil yox idi. Arbitrajorlar Nyu-York və Çikaqo birjalarını birləşdirərək vahid bazara çevirdilər. Çikaqoda 10%-li ödəmə ilə S&P 500 fyuçers kontraktını alan investor, faktiki olaraq həmin şərtlərlə Nyu-Yorkda səhmlər alırdı. Belə ki,

fyuçers kontraktlarının qiyməti artdıqda, arbitrajorlar, eyni zamanda, Nyu-Yorkda S&P indeksli tərkibdə üstün 500 səhmi alaraq Çikaqoda fyuçers kontraktları satırdılar.

1987-ci il oktyabrın 19-da baş vermiş iflasdan sonra Çikaqo və Nyu-York bazarlarını vahid agentlik - Federal ehtiyatlar idarəsi və ya Qiymətli kağızlar və birjalar üzrə komisiya tərəfindən tənzimlənməsi ideyası meydana gəldi. Bəziləri fyuçerslər bazarında marjinal kredit vermə qaydalarını sərtləşdirməyi tələb edirdi, digərləri isə səhmlərin fyuçerslərlə alverinin tamam qadağan edilməsini vacib sayırdılar.

Qızıl mübadiləsi standartı

Pul kütləsini artırmadan kreditin genişləndirilməsi üçün faktiki olaraq saysız-hesabsız imkanlardan üçüncü üsul beynəlxalq formaya malikdir. Qızıl mübadiləsi standartına görə Britaniya funtları, ABŞ dollarları və alman markalarında nominasiya edilmiş, likvid qiymətli kağızlar şəklində olan Mərkəzi bankların avuarları qızıl ehtiyatı ilə yanaşı rezerv aktivlərə aiddir. Standart Birinci Dünya müharibəsindən qabaq hazırlanmışdı, halbuki, uzun müddət hesab edilirdi ki, o, 1922-ci il Genuya konfransının və Millətlər Liqasının Qızıl nümayəndəliyinin tövsiyələrinə əsaslanan müharibədən sonrakı razılaşmaların nəticəsidir. Qızıl standartının vacibliyini xüsusi fəallıqla İngiltərə bankının rəhbəri Norman Montegyu təkid edirdi, hansı ki, Böyük Britaniyanın ödəmə balansını yaxşılaşdırmaq üçün Britaniya qiymətli kağızları hesabına xarici avuarları artırmağa çalışırdı (46). 1913-1914-cü illər dünya kreditləşməsində baş verən bum Britaniya funtları, ABŞ dollarları və alman markalarında nominasiya edilmiş qiymətli kağızlar şəklində olan Mərkəzi bankların avuarlarının artırılması hesabına maliyyələşdirilirdi.

Banknotlar və veksellər sikkələrdən daha effektiv pul forması olduğu kimi, iri kapital bazarı olan ölkələrin valyutasında nominasiya edilmiş qiymətli kağızlar formasında beynəlxalq ehtiyat aktivləri də pul-kredit sistemi sabit qalanadək külçələrdəki qızıl ehtiyatından üstün idi. Bu aktivlər sövdələr üzrə hesablaşmalarda asanlıqla istifadə olunurdu, belə ki, onların transportirovkaya, mühafizəyə və eksportizaya ehtiyacı yoxdur və milli pul vahidlərinə çevrilmədən istifadə

oluna bilir. Ölkə istiqrazları Londonda və ya Nyu-Yorkda satmaqla öz beynəlxalq ehtiyatlarının həcmi artırılardı və sonra Britaniya funtlarında və ya ABŞ dollarlarında aldığı pul vəsaitini öz Mərkəzi bankının bir hissəsi kimi hesab edərdi. Britaniya və ABŞ kredit superstrukturlarından ayrılıqda belə, sövdələr kreditin genişlənməsinə gətirib çıxarır.

Qızıl standartdan istifadə etməklə aparılan beynəlxalq kredit-vermə qızıl mübadiləsi standartının fəaliyyəti kimi, dəyişkən xarakter daşıyırdı. Əvvəllər öz xarici ödəmə balansını təmin etmək və ölkənin daxili pul-kredit sisteminin genişlənməsi üçün ehtiyatların formalaşmasında qızıl borc götürürdülər. XIX əsr ərzində Birləşmiş Ştatlar Böyük Britaniyada iqtisadi yüksəlişlər dövründə borc götürərək idxal formasında real kapital əldə edirdi və Amerika bank sisteminin qızıl əsasını artırırdı. Qızıl hesablaşmalar əmtəə və xidmətlərin dövriyyəsinə kömək edirdi; qızıl borclar borc alanlara krediti genişləndirmək imkanı verirdi və bu zaman borc verən ölkələrdə kredit kütləsinin azalmasına səbəb olurdu (47).

Kreditin qeyri-sabitliyi və Böyük depressiya

Möhtəkirlik ajiotajları və onların ardınca gələn iflasların kreditin qeyri-sabitliyinin nəticəsi olduğu haqda fikirlər çoxdan yaranıb. İqtisadi mərhələlər haqda yazan Elvin Xansen özünün «İlkin konsepsiyaların» ümumi şərhində, XIX əsrin ortalarındakı iqtisadçılar - Con Stüart Mill və Alfred Marşalla həsr etdiyi «Etibar və kredit» adlı fəsilində bu mövzuya toxunurdu (48). Onun fikrincə bu anlayışlar köhnəlmişdir, belə ki, bunlar iri firmaların investisiya və əmanət qərarlarının təsirini nəzərə almır. Ola bilsin. Lakin kreditin qeyri-sabitliyinə əhəmiyyət verən nəzəriyyələr XX əsrdə də mövcuddur. Bu məsələ üzrə Xoutri klassik mövqe tuturdu. Bundan başqa, Piquinun «Sənaye titrəyişi» adlı kitabında da maliyyə çaxnaşmasına həsr olunmuş fəsil var (49). Paradoks ondan ibarətdir ki, kreditin qeyri-sabitliyinin rolu 1930-cu illər Böyük depressiyanın yaxınlaşması dövrü ərəfəsində azalmağa başlamışdır.

Böyük depressiyaya dair monetar fikirlər Milton Fridman və Anna Şvartsın monumental əsərində verilmişdir; onlar göstərirdilər

ki, 1930-cu illərin əvvəlində müşahidə olunan kəskin iqtisadi enmə FES-in pul siyasətində buraxdığı səhvlərin nəticəsidir. Onlar əsasən öz diqqətini 1929-cu ilin avqustundan 1933-cü ilin martına qədər olan dövrdə pul kütləsinin təhlilinə yetirmişdir. Hər dəfə depressiyanın başlanmasına dair mövzuya toxunulduqda, dəlil gətirilir ki, pul kütləsinə 1928-ci ildə, nə də 1929-cu ildə artırılmadı, hətta o, 1929-cu ilin avqustundan 1930-cu ilin oktyabrınadək 2,6% azaldıldı, halbuki iqtisadiyyatın zəifliyini kompensasiya etmək üçün o, artırılmalı idi. Fridman və Şvarts israr edirlər ki, 1929-cu ilin oktyabrında fond birjasının süqutu xarici səbəblərdən bir qədər və ya heç asılı deyildi, depressiya yalnız Amerikanın daxili siyasətinin nəticəsi idi, qismən kapitalın beynəlxalq hərəkəti, mübadilə məzənnəsi və ya digər ölkələrdəki deflyasiya ilə bağlı idi (50). Depressiyanın səbəbləri haqda belə monetarist təsəvvür Birləşmiş Ştatlarda uzun müddət hökm sürürdü (51).

Keyn nöqteyi-nəzərinin tərəfdarı olan Piter Temin bu fikirlərlə razı deyildi. O, sual verirdi ki, xərclərin ixtisarı pul kütləsinin azalmasının nəticəsi idimi və ya əksinə, pul kütləsinin azalması xərclərin ixtisarının nəticəsi oldu. Bu məsələdə düzgün nəticə çıxarmaq üçün o, mürəkkəb iqtisadi metrikadan istifadə etmişdir. Teminin izlədiyi parametrlərin çox hissəsi faktiki istehlakın gəlirlər, istehlak, sərvət və bu kimi dəyişkənliklər arasındakı münasibətlərə əsaslanan proqnoz səviyyədən nə qədər aralandığını qiymətləndirmək üçün idi, proqnoz qiymətləri o, istehlakın «normal» dinamikası şəraitində müəyyənləşdirirdi. Bundan başqa o, pul kütləsinin həcmnin dəyişilməsi və faiz dərəcələrinin dəyişməsi arasındakı nisbəti tədqiq edirdi. Xərclərin artması pul kütləsinin artmasından qabaq gəlersə, onda faiz dərəcələri artmalıdır, əgər pul kütləsinin artması xərclərin artmasından qabaq gəlersə, onda faiz dərəcələri azalmalı idi və əksinə. Belə ki, 1929-cu il iflasından sonra faiz dərəcələri kəskin sürətdə enirdi (yüksək riskli istiqrazların faiz dərəcələri istisna olmaqla, hansı ki, təbii olaraq bazar iştirakçılarının narahatlığının ümumi güclənməsi səbəbindən artırdı). Temin belə bir nəticəyə gəldi ki, xərclərin ixtisarı pul kütləsinin azalmasından qabaq gəlirdi. O, həmçinin, real pul balansının göstəricilərinin dəyişməsinə də tədqiq etdi (pərakəndə qiymətlərin səviyyəsinin dəyişməsi koeffisientinə korreksiya edilmiş nominal pul

kütləsi) və belə bir nəticəyə gəldi ki, 1929 və 1931-ci illər ərzində real balans M1 və M2 arasında əsas parametrlərin, həmçinin topdansatış qiymət deflyatoru və pərakəndə qiymətin deflyatoru arasındakı seçimdən asılı olaraq 1%-dən 18%-ə qədər dəyişilərək artırdı. Temin müəyyən etdi ki, pul kütləsi 1929-cu ilin avqustundan 1931-ci ilin avqustu arasında faktiki olaraq 5% artıb, mövsümün təsirini tarazlamaq üçün dövrün sərhədini müəyyənləşdirməkdə eyni ay götürülüb. Temin belə bir nəticəyə gəldi ki, fond birjasının iflası və 1931-ci ilin sentyabrında qızıl standartdan Britaniyanın uzaqlaşması arasında baş verən pul kütləsi həcmnin dəyişməsinin depressiyanın səbəbi olmasına dair heç bir sübut yoxdur (52).

Bununla yanaşı Teminin təhlili monetar təsəvvürlərə qarşı ciddi cavab olmasına baxmayaraq, depressiyanın izahını vermirdi. Bir analitik israr edirdi ki, fond birjasının iflası bankları borc alanlar üçün kreditlərin həcmi normalaşdırmağa məcbur etdi və bu, pul təklifi azalmadan depressiyanın başlanmasına gətirib çıxartdı (53). Digər analitik ehtimal edirdi ki, səhmlərin qiymətinin kəskin düşməsi nominal sərvətin və ev xərclərinin azalması ilə nəticələndi; bu vəziyyətdə sərvətin real dəyərinin dəyişməsi istehlak həcmnin dəyişməsinin izahında mühüm rol oynaması nəzərdə tutulurdu (54).

Bu dəlillər iki mühüm vəziyyəti nəzərə almır: 1929-cu ildə sənaye istehsalının sürətinin enməsi və bu enmənin fond birjasının iflasına 4 və ya 5 ay qalmış başlaması faktı. Sənaye istehsalı indeksi iyunda 127 punktdan sentyabrda 122-yə qədər, oktyabrda 117-yə, noyabrda 106-ya, dekabrda 99-a qədər endi; avtomobil istehsalı 1929-cu ilin martında 660,000 avtomobildən avqustda 440,000-ə, oktyabrda 319,000-ə, dekabrda 92,500-ə qədər azaldıldı. İstehsalın azalmasının bu göstəriciləri çox ciddi olduğundan onları pul kütləsinin həcmnin dəyişməsi və ya xüsusi xərclərin azalması ilə izah etmək mümkün deyil.

Lakin bu azalmalar kredit sisteminin qeyri-sabitliyi ilə olduqca yaxşı izah edilir. Fond bazarı qiymət zirvəsinə yüksəldikdə kapital bu bazara istehlak və istehsal sahəsindən axıb gəlirdi; onkol borclar bazarında vəsaitlərin həcmi 1928-ci il dekabrın sonunda 6,4 mlrd. dollardan 1929-cu il oktyabrın əvvəlində 8,5 mlrd. dollara qədər artdı. Bundan başqa, aparıcı Nyu-York bankları, sonra digər Amerika şəhərlərində yerləşən banklar fond birjası iştirakçılarına və başqa borc

alanlara qarşı daha ehtiyatlı kreditorlar oldu. Fond birjası iflasa uğradıqda kredit sistemi birdən-birə dayandı. Qismən idxal qiymətlərinin kəskin enməsinə görə idxalın maliyyələşməsinə gedən borcların həcmi xeyli azaldıldı.

Monetaristlər və keynsçilər arasında debatlar kredit sisteminin qeyri-sabitliyini, bank sisteminin zəifliyini və istehsala neqativ təsiri, qiymətlərin kredit sistemini iflic vəziyyətə salmasını nəzərə almır, belə ki, xammalın və əmtəələrin qiymətlərinin enməsi borc alanların çoxunu götürdükləri borclar üzrə defolta gətirib çıxarır. Bütün bu amillər 1929-cu il depressiyasının ilkin mərhələsində baş verən hadisələri izah edir. Belə təsəvvürə uzun müddət Xayman Minski və Henri Saymons istisna olmaqla, iqtisadçılar tərəfindən əhəmiyyət verilmirdi. Çıxaqolu iqtisadçı Henri Saymons hesab edirdi ki, Böyük depressiya işgüzar etibarın enməsinin nəticəsidir, hansı ki, kredit sisteminin qeyri-sabit şəraitində likvidliyin dəyişilməsinə və pul bazarında baş qaldıran sonrakı problemlərə gətirib çıxarmışdır (55).

Henri Saymonsun fikirləri onun İkinci Dünya müharibəsindən sonra 1930-cu illər depressiyasının güclü təsiri altında yazdığı «Azad cəmiyyət üçün iqtisadi siyasət» (56) adlı işində formalaşdırılmışdır. O, bank depozitləri şəklində rezervlər əvəzinə 100%-li valyuta ödəmələrini tətbiq etməyi və kredit sisteminin hər bir hissəsində qeyri-sabitliyin ləğvi üçün bütün gücü ilə çalışmağı məsləhət görürdü. O, həmçinin, kredit və borcların razılaşdırılmış müddətlər üzrə ödəmələrinə məhdudiyyət qoyulması və hökumət borcunu bir tərəfdən faizsiz pullarla, digər tərəfdən, uzunmüddətli kreditlə (əgər bu, sonsuz uzun öhdəliklər olarsa daha yaxşıdır) məhdudlaşdırmağı təklif edirdi. Saymons elə sistemi müdafiə edirdi ki, burada bütün maliyyə sərvəti fiksasiyasız pul kontraktlarının pay formasına keçirilməlidir ki, heç bir idarə nə bank ola bilsin, nə də ki, pulu əvəz edən effektiv alətlər yaratsın. O, biznes-cəmiyyətin möhtəkir xarakterindən və biznes-mühitdə etibarın səviyyəsinin dəyişməsinə qısamüddətli qeyri-bank kreditlərinin və borcların asanlıqla təsir etməsindən narahat idi.

Maliyyə bazarındakı alətlərin müxtəlifliyini məhdudlaşdırmağı təklif edən Saymonsun tövsiyələri ilə Fridmanın müxtəlif tipli maliyyə aktivlərinə tələb və təklifi müəyyənləşdirməyi bazar qüvvələrinə imkan verməyə liberal hazırlığı arasında kəskin ziddiyyət mövcud idi (57).

Fridman əmin idi ki, idarə olunan pul kütləsinin artımı böyük iqtisadi silsilələrin qarşısını alacaq və kredit mexanizminin qeyri-sabitliyindən qorxmaq lazım deyil. Hətta, Saymonsun bəzi təklifləri münasib olsa belə (amma bu cəhətdən ciddi şübhələr mövcuddur) onlar, sözsüz, öz utopik xarakterinə görə real həyata keçirilə bilməzdilər. Lakin Saymonsun borcalma və ödəmə müddətinin azaldılmasına görə kredit sisteminin qeyri-sabitliyə doğru meyilləri haqda nəticələri doğru idi.

Keçən bir neçə onilliklər ərzində pulların, bank işinin və iqtisadi sabitliyin əlaqəsinə dair daha bir fikir geniş yayılmışdır. Onun müəllifi pul sistemini və bank fəaliyyətini tamamilə nəzarətdən azad etməyi təklif edən yeni Avstriya məktəbidir. Bu qrup başında Fridrix Xayek Böyük Britaniyada, Roland Faubel Almaniyada və Riçard Timberleyk, Lilind Yeger, Lourens Uayt, Corc Selcin ABŞ-da olmaqla dövlətin fəal pul siyasəti aparmasının ləğvini tənqid edirdi. Onların fikrincə, hər bir banka, kompaniyaya və ya, hətta insana «pul» buraxmağa icazə verilməlidir. Bazar mexanizmləri müəyyənləşdirməlidir ki, emitentlərdən hansı «yaxşı» pul buraxır. Müxtəlif kompaniyalar bazara pul buraxarkən, özlərinin pullarının qəbul ediləcəyinə dair zəmanət almaq üçün öz aralarında rəqabət aparır və beləliklə, «yaxşı» pullar tədricən «pisləri» sıxışdırıb çıxarır. Arqument olaraq Uayt şotland banklarının təcrübəsinə istinad edirdi. Onların fəaliyyəti 1772-ci ildə Ayr Bankın iflası ilə 1845-ci ildə «bank aktının» qəbul edilməsi (hansı ki, 1844-cü il bank qanununu Şotlandiyaya yaydı) arasındakı dövrdə tənzimlənmirdi.(58).

Göstərilən dövr ərzində aparıcı kommersiya bankları kiçik bankların banknotlarını yığdı və hər hansı bank-emitent tərəfindən pul təklifinin qeyri-proporsional tez sürətlə artması barədə şübhə yaranan kimi onları metal pullara konversiya etməyə hazır idi. Beləliklə, iri banklar pul kütləsinə qeyri-rəsmi nəzarət edirdi. Lakin bir neçə tarixi nümunə - 1745-1835-ci illərdə İngiltərənin milli bankları, 1830-cu illərdə Miçiqanda riskli bank fəaliyyəti, Latin Amerikasında və xüsusilə Şərqi Asiyada banklar üzərində dövlət nəzarətinin ləğvi ilə bağlı son eksperiment – «yaxşı pulları pisləri sıxışdırıb çıxarmağı bacarır» fikrinin xeyrinə deyildi.

1970-ci illərin qlobal inflasiyası, əsasən ABŞ-ın, sonra isə Avropanın və Yaponiyanın ekspansiv pul siyasəti olan amillərin kombinasiyasının nəticəsində baş verdi. Buna görə ABŞ ilə ticarətdə ödəmə balansının profisitinin yaranması nəticəsində beynəlxalq rezerv aktivlərinin avuarları və pul kütləsi artdı. Mərkəzi Bankın beynəlxalq rezervləri yenidən 1990-cı illərin ortasında və sonunda sürətlə artırdı (59). Üç il sonra fransız iqtisadçısı Paskal Blank Amerika kredit köpüyü haqda yazırdı (60). Qrasiella Kaminski və Karmen Reynxart da oxşar nəticələrə gəldilər. Onlar xarici ölkələri pul kütləsinin artırılmasında, Birləşmiş Ştatları isə ödəmə balansının daimi defisitini saxlamağa görə ittiham edirdilər (61).

Əsas sual ondan ibarətdi ki, Mərkəzi bank kredit sisteminin qeyri-sabitliyini məhdudlaşdırma və möhtəkir proseslərin təhlükəli genişlənməsini ləngidə bilirmi. Əgər pul-kredit hakimiyyəti pul kütləsi həcmi və ya likvidliyin idarə olunması vasitələrini öz əllərinə alsalar və ya öz qüvvələrini faiz dərəcəsi səviyyəsinin idarə olunmasına yönəltmələr, nəticədə onlar böhran qalxma-enmələrini nəzarətdə saxlamağı, böhran hallarını moderləşdirmək və ya tam aradan qaldırmağı bacaracaqlarmı? Mərkəzi bankın möhtəkir ajiotajın ilk əlamətləri görünəndə pul kütləsinin həcmnin saxlanılması, pul bazarının likvidliyinin məhdudlaşdırılması və ya uçot dərəcəsinin qaldırılması üzrə siyasətinin iqtisadi böhranın qarşısını aldığını müəyyənləşdirən heç bir aprior üsul mövcud deyil. İqtisadçılar bu suala dəqiq cavab vermək üçün kifayət qədər ciddi eksperimentlər və tədqiqatlar apara bilmirlər. 1998-ci il böhranı zamanı Long – Term Capital Management - in iflasından və Rusiyadakı maliyyə iflasından sonra FES törəməkdə olan böhranın qarşısını almaq məqsədilə 3 dəfə qısamüddətli faiz dərəcələrini endirmişdi. Lakin belə nümunələri sübut kimi qəbul etmək olmaz, belə ki, əgər tənzimləyici hakimiyyət başqa cür hərəkət etsəydi, biz digər nəticələrə malik olmaqdaıqmı sualı mühakimə etməyə imkan vermir. Lakin tutarlı tarixi dəlillər bir qədər başqa pul siyasətinin, yəqin ki, iqtisadi bumları tam ləğv etməsə də, azalda biləcəyinə dair nəzəriyyəni təsdiq edir.

İngiltərə dövlət bankı uzaq görən olmamasına, belə ki, o, faiz dərəcələrini təcili qaldırmaqdan imtina etdiyindən yaxınlaşan 1839-cu il böhranını görməməsinə görə şiddətli tənqiddə məruz qaldı. Ümumi

fikrə əsasən, bu lənglik faktiki olaraq 1844-cü il «bank aktının» qəbul edilməsinin zəruriliyinə başlıca səbəb oldu (62). Qızılın həddən artıqlığı 1852-1853-cü illərdə faiz dərəcələrinin enməsinə gətirib çıxartdı. Bundan sonra faiz dərəcələri qalxırdı, lakin 1857-ci ilin ciddi böhranının qarşısını almaq üçün bu kifayət deyildi (63). Dövriyyədə olan veksellərin miqdarı uçot dərəcəsi qalxdıqca artırdı və onun enməsində azalırdı. Bunun əvəzinə pul siyasətinin dəyişməsinə əks təsir göstərmək lazım idi. Bu, belə fikir yaradır ki, veksellərin buraxılışına əsaslanan möhtəkirlik uçot dərəcəsinin dəyişməsindən asılı deyil (64). 1850-ci illərin ortalarında yaranan təkliflərdən biri ondan ibarət idi ki, uçot dərəcəsi İngiltərə dövlət bankının ehtiyatlarının ölçüsündən asılı olaraq dəyişməlidir ki, bütün maraqlı şəxslər nə gözləyə bildikləri haqda aydın təsəvvürə malik ola bilsinlər (65). 1863-1864-cü illərdə İngiltərə Dövlət bankı iki dəfə faiz dərəcəsini 9%-ə qədər qaldırdı, bu, yəqin ki, 1866-cı il iflasını ləngitdi, lakin qarşısını almadı. 1864-cü ildə Böyük Britaniya iki silkələnməyə məruz qaldı, lakin əsas deflyasiyanın müddəti uzandı (66). 1869-cu ilin iyulunda Avstriya-Macaristanın Milli bankı faiz dərəcələrini qaldırdı, lakin bu, 1869-cu il böhranının qarşısını almaq üçün çox gec idi. Bu böhran 1873-cü ildə Vyanada baş verən Böyük süqutun solğun sələfi oldu (67). Bank öz uçot dərəcələrini yenidən 1872-ci ildə qaldırdı. Pullar üçün 5% səviyyəsində və lombard borcları üçün 6%- 1873-cü ilin martındakı son artırılmadan sonrakı uçot səviyyəsi Virtə görə çox aşağı səviyyədə qalırdı (68). Həmçinin, 1929-cu il avqustun 9-da Nyu-Yorkun Federal rezerv bankının uçot dərəcəsini 5-dən 6%-ə qaldırması nəticəsiz (bəlkə də, mənfi nəticəli) oldu.

1873-cü ildə İngiltərə Dövlət bankı öz uçot dərəcəsini 24 dəfə dəyişdi və mayda Avstriya və Almaniyanı, həmin ilin sentyabrında isə Birləşmiş Ştatları bürüyən maliyyə böhranından yaxasını qurtara bildi. Noyabrda uçot dərəcəsi 9%-ə qədər qaldırıldı ki, almanlara franko-prus kontribusiyasından sonra qalmış sterlinq hesablarını bağlamağa mane olsunlar (69). Bu, yaxınlaşan böhran təhlükəsinə qarşı uğurlu hiyləgərlik nümunəsi idi və ya kapitalın qısamüddətli hərəkətinə qarşı hissiyyatın güclənməsinə adi illüstrasiya olduğunu ikincidərəcəli mənbələr aydınlaşdırmır.

1907-ci il çaxnaşmasından əvvəl kreditin genişlənməsi Nyu-Yorkun xarici banklardan iri həcmdə kredit cəlb etməsi ilə yanaşı, Londonda «dost veksellər» əsasında böyük məbləğdə borc götürməsi hesabına baş verirdi. Beləliklə, bu halda kreditin genişlənməsi əvvəl nəzərdən keçirdiyimiz kredit vermənin iki formasının kombinasiyası, kənar bankların borclarının cəlb edilməsini qızıl mübadiləsi standartının istifadəsinə bərabərləşdirdikdə baş vermişdir. Nyu-Yorkun Mərkəzi bankı olmadığından faiz dərəcələrini dəyişmək üçün müstəqil hərəkət edə bilmirdi. 1906-cı ilin oktyabrında Londonda qızıl ixracı Amerika borc götürmələrinin nəticəsi olaraq, bank uçot dərəcəsinin qalxmasına gətirib çıxartdı; bu da İngiltərə Dövlət bankının bazar tövsiyəsilə müşayiət olunurdu. Burada bildirilirdi ki, kredit sabitliyi üçün təhlükəli olduğundan Amerika veksellərinin gələcəkdə qəbul edilməsi yaxşı qarşılanmayacaq (71). Bu işlər bumu ləngitdi, lakin 1907-ci ilin martında «varlıların çaxnaşmasının» və həmin ilin oktyabrında tam miqyaslı çaxnaşmanın qarşısını ala bilmədi.

Əgər Mərkəzi bankın bankirləri hər şeydən xəbərdar və hər şeyə qadir olsaydı, onda onlar əlində olan silahdan kredit sistemini sabitləşdirmək üçün istifadə edə bilərdi; qarşılıqlı kredit münasibətlərinin sonsuz miqyasında çətin görünən hər hansı səbəbsizliyi ləğv edə bilərdi. Lakin «fərdi kreditin genişlənməsi üçün heç bir pozitiv məhdudiyyət mövcud deyil» (71).

Mərkəzi bankların fəaliyyəti kredit kütləsinin artımını nəzarətə götürməyə və kredit təklifinin sabitliyini idarə etməyə istiqamətlənib. Mərkəzi bankın fəaliyyətinin gəlir götürməyə yönəldilmiş özəl bank fəaliyyətindən ayrılması böyük nailiyyət idi. 1825-ci ildə Mərkəzi və özəl banklar arasında vəzifələrin bölünməsi üzrə aşkar olunmayan razılıq formalaşdı. İngiltərə Dövlət bankı «böhranı maliyyələşdirdiyi» zaman Londonda və ölkənin digər vilayətlərində özəl bankirlər iqtisadi bumu maliyyələşdirə bilərdilər. Mərkəzi bankı olmayan birləşmiş Ştatlarda 1837-ci ildən sonra aparıcı Nyu-York bankları iki stulda oturmağa çalışırdı. Başqa bankların depozitlərinin sahibi rolunu yerinə yetirərək retabelliyi təqib edir, kredit qeyri-sabitliyinə kömək etməklə yanaşı, onunla mübarizə aparırdı. Beləliklə, gəlirliliyin təminatı üzrə qısamüddətli narahatlıq və maliyyə sabitliyinə dair narahatlıq arasında münaqişə «baş qaldırdı» - şəxsi və ictimai

maraqların münaqişəsi. Nyu-York banklarının ictimai maraqları məsuliyyətlə qorunmalı olduqlarını müəyyənləşdirən heç bir dekret yox idi. Onlar belə hərəkət etməklə özlərinə ya şərəf, ya da zərər gətirirdi. Siyasəti və biznesi ümumi problem birləşdirir ki, bu da kimin ictimai maraqları qorumasından ibarətdir.

BÖHRANLI MƏRHƏLƏ. ÜMİDLƏRİN DƏYİŞMƏSİ

Maliyyə böhranına gətirən hadisələrin ardıcılığının standart modeli belədir: ilkin təkan iqtisadi buma keçən iqtisadi artımı doğurur; artan eyforiya dövrü başlanır ki, bundan da sonra aktivlərin qiymət artımında fasilə gəlir. Daha sonra vəziyyət pisləşməyə doğru gedir, aktivlərin qiymətləri enməyə başlayır. Bu pattern mütəmadi olaraq təkrarlanır. Bunun ardınca yüksək ehtimalla çaxnaşma və iflas ola bilər. XIX əsrin ortalarının aparıcı Britaniya bankiri lord Overstoun belə bir sxemi müşahidə etmişdi və onun buna dair şərh-lərini Uolter Beycxot təkrarlamışdı: «sakitlik vəziyyəti, müsbət irəli-ləyiş, nikbinlik, çiçəklənmə, ajiotaj, yenidən alınma, KONVULSIYA, təzyiq, durğunluq, sakitlik vəziyyətinə qayıdış» (1). Beləliklə, Overstoun maliyyə böhranından və ya konvulsiyadan öncə gələn eyforiyanın beş mərhələsini identifikasiya edir.

Rasional ümidlər nəzəriyyəsi ehtimal edir ki, vəziyyətin hər bir ciddi dəyişikliyinə cavab olaraq investorların ümidləri praktiki su-rətdə ani olaraq dəyişir və onların effektiv reaksiyası daşınmaz əmla-kın, səhmlərin və xammalın qiymət dərəcələrinin uzunmüddətli tarazlıq vəziyyətinə keçməsinə istiqamətlənir. Bununla yanaşı, bütün maliyyə tarixi göstərir ki, real aləmdə ümidlər bir halda çox asta, digər halda çox tez dəyişir, bu da aktivlərin proqnoz dəyərinin cari qi-ymətinin əvvəlkindən nə qədər fərqlənməsindən asılıdır.

İnvestorların nikbinlikdən pessimizmə doğru əhvalının dəyişməsi kredit bazarlarında qeyri-sabitliyin mənbəyidir, belə ki, bəzi istər xüsusi, istərsə də korporativ borc alanlar başa düşürlər ki, onların borcu gəlirlərinə nisbətən xeyli böyükdür. Belə borc alanlar öz iqtisadi gələcəyinin təsəvvürünü dəyişdirməyə, borcun qaytarılması və ya pul ehtiyatlarının artırılması üçün nağd pul əldə etmək məqsədilə xərcləri azaldırlar. Bəzi kompaniyalar yenə də borcların ödənilməsi üçün nağd pulun əldə edilməsi məqsədilə öz əməliyyat bölgülərinin satışına cəhd edir. Kreditorlar, öz növbəsində, onların çox təhlükəli borc yığdığını

dərk edir, ona görə də, onlar ən risklilərin bağlanması üsullarını axtarırlar; nəticədə onlar borcun bərpa olunmasından imtina edirlər. Bundan əlavə, kreditorlar yeni borcların verilməsi şərtlərini sərtləşdirirlər.

Maliyyə bəlaları dövrü həftələrlə, aylarla, hətta illərlə davam edə bilər və ya bir neçə günədək sıxlaşa bilər. 1929-cu ildə Amerika fond birjasının iflasından sonra gələn iqtisadi enmə 4 il ərzində, hakimiyyətin dəyişilməsindən davam etmişdir. Yaponiya iqtisadi enmə vəziyyətində 10 ildən artıq müddətdə olmuşdur ki, bu da 1990-cı ilin yanvarında daşınmaz əmlakın və səhmlərin qiymətlərinin enməsindən sonra baş vermişdir. Koreya 1998-ci ildə baş vermiş iqtisadi zərbədən 1999-cu ildə özünə gəldi. 1997-ci ilin ortalarında Qonkonqun Çinin suverenitetinə keçməsi Asiya maliyyə böhranı ilə eyni vaxta düşdü. Deflyasiya dövrü burada beş il ərzində davam etdi, bu dövrdə daşınmaz əmlakın qiyməti 40-50%-ə endi. Birləşmiş Ştatlar xüsusi kapitalın dəyərinin enməsinə 2000-ci ildə səhmlərin məzənnəsinin enməsindən sonra sınaq, bununla belə, 2001-ci ilin resessiyası nisbətən mülayim idi.

Hökumətlər iqtisadi silsilələrin inkişafını nəzarətə götürməlidir? Hökumət siyasəti ümidlərin formalaşmasında çox vacib rol oynayır. Hökumət maliyyə böhranının başlanmasının qarşısını ala bilərmi? Hökumət qiymət «köpüyünün» partlayışından sonra səhmlərin, daşınmaz əmlakın və xammalın qiymətlərinin enməsinin nəticələrini yumşaltmağa cəhd etməlidir?

Xəbərdarlıq

Təkliflər biri bundan ibarət idi: əgər hökumət möhtəkirlərdən fərqli daha tam həcmli informasiyaya malikdirsə, onda ən effektiv nəticə belə olar ki, hökumət bu informasiyanı açıqlasın və ya hadisələrin inkişafına öz proqnozunu nəşr etdirdsin (2). Beləliklə, hökumət investorların qorxusunu dağıda bilər (3). Hökumətdə bir çox insanlar iqtisadi və maliyyə perspektivləri haqqında təsəvvürə malikdirlər, lakin onlar çox vaxt bir-birinə ziddirlər, ona görə də vəziyyətin «hökumət təsəvvürü» yalnız o halda formalaşa bilər ki, əgər

yüksək rəhbərlikdən kimsə - baş nazir, mərkəzi bankın başçısı, maliyyə naziri - razılaşdırılmış fikrin formalaşmasında irəli çıxar.

Tarixi təcrübə hökumət məmurlarının sözlərinin iqtisadi eyforiyanın dərəcəsinə əhəmiyyətli təsir göstərməsinə dair ideyanı müdafiə etməyə kömək etmir. Bəzi hallarda bazar iştirakçılarının «ağla gətirilməsi» kifayət edir, lakin digər hallarda hakimiyyət tərəfindən xəbərdarlıq ola bilsin ki, qeyri-adekvat qarşılansın. İnvestor və möhtəkirlərin aktivlərin qiyməti ildə 20-30 % artdığı zaman hökumət məmurlarının xəbərdarlıqlarının nəzərə alınması ehtimalı çox yüksək deyil.

İlk dəfə belə xəbərdarlıqlar təqribən 1825-ci ildə yaranmışdı. Bir çox müəlliflər 1720-ci ildə çap olunmuş «babl-akta» Robert Uolpoul və Kral II Georqun möhtəkiriyyə qarşı xəbərdarlığı kimi baxırlar. Bu qanunun ilkin məqsədi ondan ibarət idi ki, pul vəsaitini özünə cəlb edən Cənub dənizləri Kompaniyasının rəqiblərini dəf etsin (4). 1749-cu ildə sərtləşən antimöhtəkir qanun həm fıpıldaqçı, həm də qanuni biznesin yaranması prosesini çətinləşdirdi və XIX əsrədək fəaliyyət göstərdi. Bank hakimiyyəti möhtəkir bumlara dair öz xəbərdarlıqlarını XIX əsrdə nəşr etməyə başladı. 1825-ci ilin yazında baş nazir Kanniq, Xəzinədarlıq kansleri, lord Liverpul, ser Frensiz Barinq və U.R.Makkalok artıq möhtəkiriyyənin təhlükəsi haqda xəbərdarlıq edirdilər. Xəbərdarlığın təsiri oldu, lakin bu zaman böhran artıq görünür ki, qaçılmaz idi. 1825-ci ilin dekabrında baş verən çaxnaşma və iflas zamanı lord Liverpul möhtəkirlərin xilas olunmasından imtina etdi, belə ki, 9 ay öncə o, bunu etməyəcəyini xəbərdar etmişdi (5). 1837-ci ildə ticarət naziri D.Pulett Tompson möhtəkir ajiotajın yayılmasını sərt tənqid etdi. Bu, 1825-ci il analoqundan onunla fərqlənirdi ki, sonuncuda möhtəkirlər kapitalı xaricdə yox, evdə saxlayırdılar (6).

1837-ci il böhranı zamanı coşğunluq dalğası La-Manşı keçdi və artıq Belçika, Fransa hakimiyyəti səhmlərin qiymətlərində oyunu qadağan etməklə möhtəkiriyyənin qarşısını almağa cəhd etdi. Onların cəhdləri əbəs idi; möhtəkirlər fond birjası həddlərindən çıxdı və oyuna qeyri-peşəkarlar - rantye və hətta, «qadınlar və əcnəbilər» cəlb edilmiş oldu. Lyej, Vervyer və Antverpendə ticarət palatasının nümayəndələri fond birjasındakı möhtəkiriyyəni pisləyirdilər. Belçika kralı Mutuallite İndustrielle banka imtiyaz verməkdən imtina etdi.

İnvestisiyalar heçə getdi, lakin bu, hökumətin və işgüzar dairələrin nümayəndələrinin bildirişlərinə cavab olaraq yox, iqtisadi fəallığın azalması nəticəsində oldu (7). 1839-cu ilin iyulunda Lamartin fransız nümayəndələr palatasında möhtəkirliyə qarşı nitqlə çıxış etdi və dəmiryol kompaniyalarının qiymətli kağızlarına xüsusi diqqət ayırdı (8).

Möhtəkirliyin rəsmi pislənməsinin lazımi effekt almasının yeganə təsdiqedicisi nümunəsi 1857-ci il böhranını şərh edən fransız icmalçısının yazılarındadır. 1856-cı ilin martında daxili işlər naziri bəzi fırıldaqçılara qarşı məhkəmə iddiası irəli sürür. İmperator III Napoleon ictimaiyyətə şübhəli maliyyə metodlarının təsvirini çatdıran «Pul işbazları» kitabının müəllifi O. de Valleni təbrik etdi. Senat təklif olunan qanunları qəbul etdi. Fransa bankı usot dərəcələrini 10%-dək artırdı. III Napoleon dekabrın 11-də Le Moniteur qəzetində nəşr etdirdiyi məktubunda göstərdi ki, hökumət yalnız qarşısını ala bilmədiyi səbəblərə görə zərər çəkənlərə kömək edəcəkdir. D'Ormesona görə möhtəkir ajiotajı endi və 1857-ci il böhranı fransız kommersiyasının təntənəsinə keçdi.(9). Lakin Rozenberq, öz növbəsində belə bir nəticəyə gəldi ki, hökumət tərəfindən xəbərdarlıqlar çox gec edilmişdir (10).

1869-cu ildə Avstriya milli bankının apardığı məhdudlaşdırıcı tədbirlər «böyük iflasa» gətirib çıxartdı ki, bu da 1873-cü illə müqayisədə yalnız mini-süqut idi (11). Yerli parlamentin üzvü Eduard Laskerin 1873-cü ilin fevralında etdiyi xəbərdarlıqlarında Prussiya hökuməti və dəmiryol konsessionerləri arasındakı qalmaqallı razılıqları açsa da bu, oyunçuların möhtəkir əhvalına əhəmiyyətli sərirləşdirici təsir göstərmədi (12).

1888-ci ildə The Economist jurnalında dərc edilən və Argentina torpaq istiqrazlarının alınmasına qarşı yönəlmiş xəbərdarlıqlar kifayət qədər vaxtında oldu. Apreldə The Economist yazırdı ki, «istiqrazlar... çox riskli qiymətli kağızlar ola bilər... Hal-hazırda Argentina daşınmaz əmlakına qiymətlər süni böyüdülmüşdür, lakin maliyyə çətinliklərinin yaranması onları asanlıqla satılmaz edə bilər» (13). Bunun ardınca mayda «daşınmaz əmlak bazarında «bumun» iflası» oldu ki, bu da «öncədən bilinərək Argentina istiqrazlarının dəyərinin ciddi düşməsinə gətirib çıxartdı» (14). Xəbərdarlıqlar yenə də effektiv olmadı.

Kuhn, Loeb and Co. kompaniyasının partnyoru və FES təsisçilərindən biri olan Pol Vorburqun Kassandraya layiq peyğəmbərliyi daha təsirli oldu. O, 1929-cu ilin fevralında amerikalıları xəbərdar etdi ki, Amerika səhmlərinin qiyməti çox yüksəkdir və 1907-ci il çaxnaşmasının təkrarlanmasına dəlalət edən əlamətlər mövcuddur. Onun xəbərdarlıqları Federal ehtiyat idarəsinin rəhbəri tərəfindən edilən analoji məlumatlarla müşayiət olunurdu. İnvestorlar qısa fasilə etdilər, sonra isə səhmlərin məzənnəsi yenidən yüksəyə qalxdı. 1996-cı ilin dekabrında FES başçısı Alan Qrinspenin «İrrasional bolluq» haqda etdiyi və Amerika səhmlərinin qiymət dərəcələrinə aid olan xəbərdarlığının effektivsizliyi barədə artıq əvvəldə deyilmişdi. 1999-cu ilin avqustunda Qrinspen elan etdi ki, FES uçot faiz dərəcələrini 0,25%-dək artırmaq barədə qərar qəbul edərkən səhmlər bazarında qiymət dərəcələrini nəzərə almışdır. Yenə də fond bazarı bu xəbərdarlığa az diqqət yetirdi.

Əgər səhmlərin və daşınmaz əmlakın qiyməti belə xəbərdarlıqlara baxmadan artmaqda davam edirsə, onda belə bir təəssürat yaranır ki, bütün bu xəbərdarlıqlar bazar iştirakçıları tərəfindən o qədər də etibarlı sayılmır. İqtisadi uzaqgörənlər daşınmaz əmlak və səhmlər üçün tarazlı qiymətlərin gələcək əhəmiyyətini bilməyə qadirdirlər (hər halda, bildiklərini fikirləşə bilərlər), lakin onlar bazar qiymətlərinin məhz nə vaxt bu proqnozlu orta qiymətə çatacağını öncədən deyə bilmirlər. Rocer Babson öz müştərilərinin səhmlərini 1928-ci ildə satdı və bir ildən artıq səfeh hesab edildi, belə ki, bu səhmlərin qiyməti getdikcə artırdı.

Birja sövdələrinin aparılması üçün vaxtın düzgün seçilməsi problemi çox mürəkkəbdir. Əgər hökumət xəbərdarlıqlarının lazimi təsir göstərməsini istəyirsə, onda bunları möhtəkir eyforiyası xərclərini xəbərdar etmək üçün kifayət qədər tez, və bu xəbərdarlıqların realist görünməsi üçün kifayət qədər gec etməlidir. FES-in keçmiş rəhbərinin dediyi kimi, hakimiyyət ictimaiyyətin mümkün mənfi reaksiyasını nəzərə alaraq ehtiyatlı olmalıdır.

Müasir şəraitdə Mərkəzi banklar öz pul siyasətini elə aparmağa qadirdir ki, müxtəlif qiymətlərin və ya hər hansı başqa qiymət indekslərinin artım səviyyəsini düzəltsin; «böhranın səviyyəsinin planlaşdırılması» onların yeni duasıdır. Məsələ bundadır ki, Mərkəzi

banklar səhmlərin və daşınmaz əmlakın qiymət artımını, bunların öz uzunmüddətli tarazlı əhəmiyyətindən vüsətlə ayrıldıqda siyası məsələ olduğu halda nəzərə almamalıdır. Möhtəkirləri yalnız hakimiyyətin bəyanatları ilə inandırmaq cəhdi bir qayda olaraq, əhəmiyyətli deyil.

Maliyyə fəlakəti

«Fəlakət» sözü maliyyə böhranlarının müzakirəsində geniş istifadə edilmişdir. Lakin bu epitet dəqiq deyil: bir tərəfdən o, istirazların olduğunu nəzərdə tutur, digər tərəfdən təhlükəli şəraiti əks etdirir. Kommersiya fəlakətinə daha çox birinci təyin uyğundur, maliyyə fəlakətinə isə ikincisi. Kommersiya fəlakəti nəzərdə tutur ki, qiymətlər, iş fəallığı, gəlirlər aşağı enmiş və bir çox ticarət və sənaye kompaniyaları müflisləşmişdir. Maliyyə fəlakəti ayrıca kompaniya üçün onu nəzərdə tutur ki, onun gəlirləri o qədər kəskin azalmışdır ki, o, əhəmiyyətli itkilər vermiş və kompaniyanın öz hesabları üzrə ödənişlər apara bilməməsi təhlükəsi yaranır (15). Maliyyə bəlası iqtisadiyyat üçün bütövlükdə eyni şəraiti bildirir və iqtisadi düzəlişlər aparmaq zərurətini nəzərdə tutur; bu zaman kompaniyalar müflisləşmə həddində, banklar isə rekapitalizasiyaya ehtiyacılı ola bilər. Bir çox investisiya layihələri icraçıların kifayət qədər maliyyələşməməsi səbəbindən tamamlanmamış qala bilər.

Möhtəkir eyforiyasının sonu və klassiklərin iflas və çaxnaşma adlandırdıqları mərhələnin başlanğıcı arasındakı dövrün təsviri üçün digər epitetlər də - həyəcan, qorxu, gərginlik, sıxıntı, təzyiq, inamsızlıq, təhlükə, zəiflik geniş tətbiq edilmişdir. Daha parlaq ifadələr belə sözbirləşmələrinə daxil idi: «bazarın təhlükəli enməsi» (16), «tufan ərəfəsində atmosfer» (17). Bu zaman meteoroloji metaforalar çox tez-tez istifadə edilirdi: «hamı yenidən atmosferdə fırtına ərəfəsi gərginlik hiss edir» (18). Geoloji metaforalar da tətbiq olunurdu: 1847-ci ilin çaxnaşmasından iki il öncə lord Overstoun öz dostu D.U.Normana (1920-ci illər İngiltərə Dövlət bankının rəhbəri Norman Montequyunun babası) yazırdı: «Hal-hazırda iflas baş vermir, biz yalnız ayaqlarımızın altında torpağın kiçik xəbərverici titrəyişini hiss edirik» (19). Seysmoqrafik metafora həmçinin, Mişel Şevalye tərəfindən də istifadə edilmişdir. O, Amerikadan prezident Ceksonun Amerika

Second Bankına qarşı apardığı müharibə haqqında yazırdı: «Kreditin ümumi iflası o nə qədər qısamüddətli olsa da, daha qorxuludur, nəinki ən dəhşətli zəlzələ» (20). Digər fransız müəllifləri «fəlakət duyumu» haqda danışmışdılar.(21). Alman məktəblərində 1782-ci il bazar enməsi təsvir edilərək «sınma ilə hədələnen əyilmə» haqqında danışılır (22).

Maliyyə bəlasını bir kateqoriya kimi iqtisadi göstəricilərdə qiymətləndirmək çox çətinidir. Görünür, investorlar o zaman həyəcan təbili çalacaqlar ki, nə vaxt müəyyən dəyişikliklərin əhəmiyyəti özlərinin orta qiymətindən son dərəcə yönələcək. Belə dəyişənlər arasında Mərkəzi bankın qızıl ehtiyatının ödəmə həcmi əks etdirən koefisientlər böyük qrup kompaniyaların və ya xüsusi şəxslərin borc və kapitalının həcmi nisbəti; ölkənin xarici borcunun və ixrac mədaxil xidmətləri üzrə xərclərinin nisbəti; həmçinin, daşınmaz əmlak üçün səhmlər və rentə nisbəti üzrə qiymət və gəlirin nisbəti ola bilər. Bunun müasir versiyaları da ola bilər, hansı ki, hansısa hədd dərəcələrini indikator kimi istifadə edir, məsələn, 1944-cü il bank qanununda nəzərdə tutulmuş İngiltərə Dövlət bankının qızıl ehtiyatları ilə buraxılan banknotların təmin edilməsi üzrə minimal tələblər; 1893-cü ildə Amerika Xəzinədarlığı üçün müəyyən edilmiş 100 mln. dollarda minimal qızıl ehtiyatı haqqında tələblər; 1924-cü ildə müəyyən edilmiş Fransa Bankının fransız xəzinədarlığına borcların limiti; 1931-ci ilin iyununda Daues planına əsasən müəyyən elmiş Reyxsbankın qızıl ehtiyatının minimal dərəcəsi; ya da 1932-ci ilin fevralında Qlas-Stiqall qanununun qəbulunadək FES üçün açıq olan qızılın miqdarı. Daxili borcun ölkənin ümumi daxili məhsuluna nisbətinin artması 60% həddinə çatarkən investorlar tərəfindən bu, xəbərdarlıq signalı kimi baxılırdı; bu həddi keçməyi özünə imkan verən ölkələr «nazik buza» daxil olur. Hökumət borcunun ölçüsünün 60% həddi ötən ümumi daxili məhsulun artımına nisbəti, həmçinin, çox yüksək sayılırdı. 1857-ci ildə maliyyə nazirlərindən biri son həddə haqqında belə demişdir:

Şübhə doğurmur ki, böhranın yaxınlaşmasını gözlə görməyə imkan verən son limitin mövcudluğu ehtiyatın yüksəlməsinə kömək etməlidir. Təhlükəni hiss etdikdə insanlar maliyyə çətinlikləri yarandığı zaman onların müraciət edə biləcəkləri fondların qalıqlarının nə qədər artıq olmasını hesablamağa

başlayırlar. Son həddin nə cür müəyyənləşməsi - parlament aktına müvafiq, ya mister Tomas Tukun (Bank məktəbinin lideri) təklif etdiyi kimi, hansısa tövsiyə halında, ya Fransada olduğu kimi, hökumətin Mərkəzi banka göstəriş halında - vacib deyil, əsas odur ki, böhran anlarında bu müəyyənləşmiş hədd həyəcan təbilini çalsın (23).

İki onillikdən sonra bu ideya ilə fransız məmuru çıxış edirdi, bu zaman o, mövcud normativi müdafiə edirdi, buna əsasən Fransa Bankı özündə metal pulların ehtiyatını cari borc öhdəliklərin cəmindən təqribən 1/3 –nə bərabər ölçüdə, lakin sərt müəyyənləşmiş hüquqi tələbsiz saxlamalı idi: «Burada fiksasiyalı münasibət tələb olunmur. Müəyyənləşmiş və absolyut məhdudiyyətlər terroruna keçmək ağlısız olardı» (24). Müəyyənləşmiş həddlərdən çıxmaq psixoloji əhəmiyyət kəsb edə bilər. 1924-cü ilin martında məlumatlanmış fransız bankirləri bildirdilər ki, pul kütləsinin həcmində kiçik artımı böyük zərər gətirməz, lakin kütlə Fransa Bankının fransız Xəzinədarlığına təqdim etdiyi vəsaitin müəyyənləşmiş limitinin dəyişməsinə iqtisadi sağlamlıq indeksi kimi qiymətləndirirdi. Bir nazirin dediyi kimi, fransızlar şəxsi valyutaya etibarın elastikliyinə yüksək həddinə yaxın idilər (25).

Maliyyə bəlasının səbəb və əlamətləri özünü birgə göstərir və özündə kapital bazarının bəzi və ya bütün seqmentlərində faiz dərəcələrinin kəskin artmasını daşıyır; ikincidərəcəli borc alanlar üçün kreditlər üzrə faiz dərəcələrinin birincidərəcəli borc alanlar üçün müəyyənləşmiş faiz dərəcələri ilə müqayisədə yüksəlməsi; müflisləşmənin sayının artması və xammala, qiymətli kağızlara və daşınmaz əmlaka qiymət artımının bitməsi; valyuta bazarında milli valyutanın qiymətdən düşməsi. Bu hadisələr çox vaxt qarşılıqlı əlaqədədir və kreditör tərəfindən qəbul edilən risklərin səviyyəsinin enməsinə cəhdlərin nəticəsidir.

XIX əsrdə maliyyə bəlası yenidən buraxılmış səhmlərin bazara çıxarılması və onları əldə edənlər tərəfindən nağd pulun daxil olması zərurəti ilə bağlı idi. 1825 və 1847-ci illərdə Böyük Britaniyada və 1882-ci ildə Fransada səhmlərin bəzi alıcıları öz aldıklarını ödəmək üçün nağd pula malik deyildilər, görünür onlar götürdükləri kreditlər üzrə hesablaşma vaxtında əvvəl aldıkları qiymətli kağızları gəlirlə satmağı nəzərdə tuturdular. Tomas Tuk 1825-ci ildə mövcud şəraiti

böhranlı kimi təsvir edir, belə ki, nağd vəsaitin daxil edilməsi haqda tələbi kənara qoymaq mümkün deyildi, bu zaman kreditə alınmış səhmlərin gəlirlilik perspektivi, hələ də uzaq və şübhəli olaraq qalırdı (26). Sonrakı belə bəla zamanı - 1847-ci iln yanvarında dəmiryolları səhmlərinin emitentləri tərəfindən nağd vəsaitin daxil edilməsi haqqında tələblər həcmi 6,5 mln. funt təşkil edirdi (27).

Qiymətli kağızların buraxıldığı zaman maliyyə «piramida»sının qurulması əlamətləri Cənub dənizlər kompaniyasının səhmləri ilə bağlı hadisədə göründü, hansının ki, yeni emissayaları əlavə pul cəlb etmə məqsədilə 1720-ci ilin iyununda, iyulunda və avqustunda aparılmışdır. 1881-ci ildə Parisdə ümumi bazar qiyməti 5 mlrd. frank olan qiymətli kağızların 125 yeni buraxılışı satılmışdır, bu halda o zaman Fransada yığının illik artımı 2 mlrd franka qiymətləndirilirdi (28). Söhbət, 1880-ci illərin sonunda Böyük Britaniyada və 1920-ci illərin sonunda ABŞ-da baş verdiyi kimi, xüsusi kompaniyaların böyük sayda açıq bazara çıxdığı dövrdən getmir.

Aktivlərə qiymət artımı dövrünün sonu hər dəfə investorların narahatlığını doğururdu, onların çoxu səhmləri gələcəkdə bazar qiymətinin artması ümidi ilə alırdı. Belə investorlardan bəziləri qiymətli kağızlar alınması üçün götürülmüş kapitala faizlərin ödənilməsi ilə bağlı xərclərin alınan aktivlərin gəlirini üstələməsi halı ilə rastlaşırlar; bu investorlar gözləyirdilər ki, əmlak borcu kimi aldıkları aktivlərin qiymətinin artmasını yeni borcların alınması üçün istifadə edə bilərlər ki, bunlardan da artıq malik olduqları borclar üzrə faizlərin ödənməsində qismən istifadə edə bilərdilər. Aktivlərə qiymətlər artımı dayandıqda bu investorlar bəlaya məruz qalırlar, belə ki, onlar toplanmış borcların ödənməsi üçün nağd vəsaitin alınması imkanını itirirlər.

Maliyyə fəlakəti kapitalın ölkədən axınının artmasının nəticəsi ola bilər - pis yığılan məhsul idxalın həcmının artırılmasını tələb edə bilər, aparıcı beynəlxalq maliyyə mərkəzlərində faiz dərəcələrinin artması isə kapitalın daxili maliyyə bazarından «yuyulmasına» səbəb ola bilər. Daxili kredit bazarında kreditin alınması milli bank sisteminin ehtiyatlarının ixtisarına görə mürəkkəb məsələ ola bilər.

Kapitalın axını potensial xarakter ala bilər; 1872-ci ildə London pul bazarında təhlükəli şərait Prussiya ilə müharibədən sonra

Fransanın reparasiyaların ödənməsi nəticəsində yarandı, bu vaxt Prussiyanın Reichsbank –ı bazarda asanlıqla qızıla konversiya edilə bilən, Britaniya funtlarında nominasiyalanmış qiymətli kağızlar əldə etdi. Belə şərait 1925-ci ilin aprelində dək Britaniya funtunun müharibədən əvvəlki sabitliyinin investorlar tərəfindən qiymətləndirilməsi səbəbinə görə beynəlxalq kapitalın Londona axını dövründə də yer tuturdu; elə ki, funt yenidən qızıla bağlandı, depozitlərin sahiblərinin onları Londonda saxlamaq stimulu itdi. Beləliklə, pul sisteminin idarəsi üzrə İngiltərə Dövlət bankının vəsait seçimi bu kapitalın bir hissəsinin İngiltərəni tərk edə bilməsi ehtiyatına görə məhdudlaşdı. Fransa Bankı Britaniya funtlarının böyük miqdarını 1926-cı ilin sonunda nail olunan pul-kredit sabitliyindən sonra fransız frankının valyuta məzənnəsini məhdudlaşdırmaq cəhdi ilə əldə etdi; fransızların qızıl almaq üçün Britaniya funtunun bir hissəsini və ya bütün yığılmış ehtiyatını istifadə etməsi ehtimalı, həmçinin, Londonda maliyyə hakimiyyəti üçün ciddi həyəcan problemi oldu.

Maliyyə ehtiyatının məğzi inamın itirilməsindən ibarətdir. Bunun ardınca nə olacaq - müxtəlif iqtisadi aspektlərin yaxşılaşması əsasında nikbinliyin astaca bərpası, yaxud qiymətlərin iflası, çaxnaşma, likvidsiz aktivlərdən nağd pullara çıxmaq cəhdləri?

Bu problem Ceyms S.Gibbons tərəfindən qısa ifadə olunmuşdur:

Bankirlər nüfuzlu ticarətçilərin ən xoş ümidlərinin iflası uğraması, sıxışdırılması və ümitsizliyə düşməsi halına həmişə etinasız deyillər. Onlar belə anlarda bazarın üzərində hansı təhlükənin durduğunu başa düşürlər. Kredit kütləsi çoxhəcmli olur; ictimai ehtiyat hisslər dalğasında yüksək həddədək gərginləşir, iri ticarət evinin yalnız bircə ciddi səhvi bəs edər ki, «nəhəng köpük» partlasın. Kim bilir, qabarma bu gün öz zirvəsinə çatıbmi və ya sabah artıq su çəkilməyə başlayacaq? Sonra isə vəziyyət tədricən köhrə məcrasına düşür, etibar yeniləşir və aydın olur ki, heç bir «köpük» heç olmamışdır (29).

Maliyyə təhlükəsi nə qədər çəkir?

Maliyyə təhlükəsi 1806-cı ildə Fransada və 1873, 1907-ci illərdə Böyük Britaniyada olduğu kimi yox da ola bilər, həm də çaxnaşmaya keçə bilər. Banker Xantin 1979-cu ildə gümüş bazarında «korner»³ (ingiliscə corner – bucaq) düzəltmək cəhdinin baş tutmaması; Continental Illinois Bank-ın 1984-cü ildə süqutu və Long – Term Capital Management-in 1998-ci ildə iflası səbəbindən ABŞ-da bazar çaxnaşma ərafəsində oldu. 1982-ci ilin avqustundan sonra uzunmüddətli təhlükəli dövrlər Meksika, Braziliya və digər inkişaf edən ölkələrə verilən bank kreditləri ilə bağlı risklər, həmçinin, Luiziana, Oklaxoma və Texasın depozit idarələrinə verilən borclarla yaranırdı, onlar da neftin qiymətinin 80 dollara (barrel) qalxacağını sübut edən tədqiqatlara ümid edirdilər. 1980-ci illərin sonunda yüzlərlə Amerika banklarının və depozit idarələrinin süqutundan sonra Amerikanın Resolution Trust Corporation (RTC) mülkiyyətinə 10 milyardlarla dollar məbləğində daşınmaz əmlak keçdi, hansı ki, borclar üzrə mülkiyyət girovu kimi istifadə edilirdi. Son hesabda bu mülkiyyət bazarda aşağı qiymətlə satıldı.

Oxşar maliyyə təhlükəsi 1990-cı illərdə uzun dövr ərzində Tokioda hökm sürdü; istənilən qiymət metodikası üzrə böyük yapon banklarının çoxu müflisləşdi, lakin işini davam etdirdi. Bu halda təhlükənin səbəbi bu banklara dövlət siyasəti oldu - heç kim dəqiq bilmirdi ki, onlar bağlanacaq, yoxsa hökumət onların rekapitalizasiyasını əlverişli şərtlərlə təmin edəcək.

1987-ci il oktyabrın 19-da bazar ertəsi baş verən səhmlərin qiymətinin kəskin enməsi çaxnaşma yox, düzəliş kimi görünürdü, belə ki, qiymət uçuşunu digər Amerika bazarlarına yayılmadı, amma eyni vaxta düşən qiymətlərin əhəmiyyətli enməsi digər milli fond birjalarının (Tokio istisna olaraq) çoxunda müşahidə edildi. Gərginlik

³ *Korner* – bazarda elə vəziyyətdir ki, müəyyən səhmlər üzərindəki nəzarət bir treyderin və ya yekdil qrupun əlinə keçir. Məsələn, elə hal yarana bilər ki, «şort-ticarət»dən istifadə edərək bazar iştirakçıları tədricən korneri yaradanlara o qədər səhmlər satırlar ki, sonra real olaraq birjada bunları geri ala bilmirlər. Müvafiq olaraq satıcılara öz «qısa» mövqelərini bağlamaq üçün korner yaradıcılarının şərtlərini qəbul etmək lazımdır. «Şortla» satanlar bu halda çıxılmaz vəziyyətdə qalırlar.

bir neçə həftə ərzində davam etdi, investorlar səhmlərin məzənnəsində enmələrin digər bazarlara keçməsinə diqqətlə gözləmə mövqeyində idilər.

Long-Term Capital Management (LTCM) fondunun iflası təqribən Rusiyada defolt zamanı, 1998-ci ilin yayında baş verdi; həqiqətdə rus böhranı gəlirliliyə əhəmiyyətli təsir göstərdi ki, bu da LTCM –in iflasına böyük töhfə verdi. Baxmayaraq ki, LTCM, adətən xec-fond hesab edilirdi, əslində isə o, idarəedilməyən bank idi. LTCM-i «çox ağıllı» maliyyə idarəsi sayırdılar - axı bu fondun top-menecerləri sırasına maliyyə sahəsində iki Nobel mükafatı laureatı daxil idi. Fondun kapitalı 5 mlrd. dollar, öhdəliklər həcmi isə 125 mlrd dollar təşkil edirdi, beləliklə, LTCM-də borc və xüsusi vəsaitlərin nisbəti ənənəvi bankların və digər xec-fondlarının çoxunun analoji göstəricilərini əhəmiyyətli surətdə ötürdü. Bundan başqa LTCM 10 milyardlarla dollara qiymətləndirilən mövqələrini fyuçers və opsiyon kimi belə törəmə kontraktlar (bunlar bəzən onun aktiv və öhdəlikləri ilə ziddiyyətə girirdi) üzrə tuturdu. LTCM fəaliyyətinin başlanğıcında pul istehsalı üzrə nəhəng maşın hesab edilir və öz maraqlarında oxşar aktiv qiymətlərində ən əhəmiyyətsiz yönəlmələri istifadə etmə bacarığı ilə tanındı. Məsələn, 30 illik Amerika Xəzinə istiqrazları 29 illiklərdən fərqli olaraq fəal satılırdı və beləliklə, 29 illik istiqrazlar üzrə faiz vergisi onların az likvidliyi hesabına 30 illiklərdən bir qədər yüksək idi. Buna gedərək LTCM 29 illik istiqrazları 100 milyon dollarlarla alaraq təqribən həmin miqdarda 30 illik istiqrazlara «qısa» mövqələr açırdı. Gəlir faiz vergisindəki fərq hesabına yaranırdı. Baxmayaraq ki, 29 illik və 30 illik istiqrazlar üzrə faiz vergisinin dərəcəsində fərq az olsa da, fond açdığı mövqələrin böyük həcmi hesabına pis gəlir əldə etmirdi.

LTCM-in böyük kreditorları olan bəzi aparıcı banklar məşhur fondun investisiya portfelindən bəzi mövqələri təkrarlamağa meyilli idilər. Nəticədə, bəzi qiymətli kağızlar bazarında LTCM və onu kreditləşdirən banklar üstün vəziyyət tuturdu.

1998-ci ilin yazında LTCM Amerika xəzinə istiqrazlarının «şortlara» satış riskini xərcləyərək yüksək riskli istiqrazlar üzrə «uzun» mövqe tutur. Belə ki, investorları Rusiyadakı maliyyə şəraiti getdikcə çox narahat edirdi, inkişaf edən bazarların istiqrazlarının

qiyməti düşməyə başladı. FES buna monetar siyasətin əhəmiyyətli dərəcədə yumşaldılması ilə cavab verdi və Amerika xəzinə istiqrazlarının qiyməti yuxarı qalxdı. Nəticədə, LTCM həm əsas, həm də xec mövqeləri üzrə ziyan çəkdi, bu da onun kapital əsasının dağılmasına gətirib çıxartdı. İnkişaf edən bazarların istiqrazlarının qiyməti enməkdə davam edir, LTCM «çəkilə zindan arasında» qalırdı; əgər fond öz aktivlərindən hər hansını satmağa başlasaydı, bu aktivə qiymətlər daha da enərdi və onun xüsusi kapitalı daha böyük sürətlə əriyəcəkdi.

FES LTCM-lə bağlı şəraitə görə narahat idi, belə ki, onun səhvi bütün istiqraz bazarının qeyri-sabitliyinə və enməsinə gətirib çıxara bilərdi. Ona görə federal hökumət öz «administrativ resursundan» istifadə edərək aparıcı bankları (LTCM-in kreditoru olan) öz kapitalını LTCM-ə investisiya qoymağa yönəltdi. Nəticədə, banklar fondun mülkiyyətinin 90%-ni əldə etdi.

Süqut və ya çaxnaşma maliyyə təhlükəsi dövrünün ardınca praktiki olaraq ya tez, həftə ərzində, ya da bir neçə il gec baş verə bilər. Con Lounun qurduğu sistem 1719-cu ilin dekabrında öz zirvəsinə çatdı və 1720-i ilin mayında dağıldı - şöhrətdən unudulmaya doğru cəmi 5 və ya 6 aya keçildi. Cənub dənizləri Kompaniyasının tarixində irəliləyən təhlükə signalı 1720-ci il aprelin sonunda aydın eşidildi, bazar qiymətlərinin düşməsi avqustda oldu, süqut sentyabrın ilk günlərində baş verdi. 1763-cü ildə ağır vəziyyət martda formalaşır, faktiki böhran isə Amsterdamda DeNeufville müflisləşməsi ilə tezləşərək iyulda baş verir. 1772-ci ildə İngiltərə Dövlət bankı ilin əvvəlində öz uçot dərəcəsini artırır; Ayr Bank mayda öz əməliyyatlarını azaldır, lakin bu çox gec idi. Fordis iyunun 10-da qaçır, bu xəbər iyunun 22-də Böyük Britaniyada başlayan çaxnaşmanı tezləşdirir. Amsterdamda ağır vəziyyət dekabrda baş verən Clifford and Co. müflisləşməsinə görə güclənir.

1789-cu ildən 1815-ci ilədək böhranların başvermə anları konkret apokalipt hadisələrlə bağlı idi: 1793-cü ilin yanvarında XVI Luinin edam edilməsi (başçının ölümü həmişə apokalipt hadisədir); 1797-ci ilin fevralında Uelsin cənub-qərbində Fişqardda fransız ordusunun yerləşdirilməsi və 1799-cu ildə kontinental mühasirənin yarılması. Bu hallarda təhlükə və həyəcan dövrləri qısa idi, çünki çax-

naşma faktiki olaraq dərhal başlayırdı. 1809-1810-cu illərdə böhran kontinental mühasirənin güclənməsi və Braziliyaya ixracın artıqlığından yaranmışdı. Bazarlara təzyiq 1809-cu ilin ortalarından yavaş-yavaş artırdı, 1810-cu ilin ortalarından isə gücləndi və 1811-ci ilin yanvarında müflisləşmələrlə müşayiət olunan kulminasiya anına çatdı.

1847-ci ilin yanvarında dəmiryol səhmlərinin alıcıları tərəfindən ödəmə üzrə imzalanan tələblər taxıl bazarında möhtəkirlik üçün gərgin fon yaratdı ki, bu da mayda öz zirvəsinə çatdı, avqustda endi və noyabrda çaxnaşma ilə tamamlandı. 1866-cı il böhranı 1864-cü ildə pambıq bazarının süqutuna kəskin reaksiya idi ki, bu da Fransada çaxnaşma doğurdu. 1864-cü ildə Böyük Britaniya iki «təhlükəli an» yaşadı: biri, yanvarda pambığın qiymətinin düşməsi ilə bağlı real böhran, digəri, ilin sonuncu rübündə (30). Britaniya böhranlı tarixində bu dövr öz dairəsinə uçot evlərini və bir sıra kompaniyaları daxil edən möhtəkirliyin genişlənməsi ilə xarakterizə edilir ki, bunlar da öz kapitalını səhmlərin yeni buraxılışının yerləşdirilməsindən alınan Credit Mobilier kimi qiymətləri sürətlə qaldırmaq və investorları cəlb etmək məqsədilə öz kağızlarını almaq üçün istifadə edirdilər. U.Kinq Albert Qrant adı altında Credit Foncier və Mobilier of England təsis edən Albert Qottxeymer haqqında yazırdı və onların da cəlb edilmiş kapitalı nəticədə 1 mln. funt təşkil edirdi (31). Overend, Gurney & Co uçot evinin səhmdar cəmiyyətə dəyişməsi, 1865-ci ilin iyulunda «dividentlər uğrunda mübarizə» zirvəsində baş verdi, bu da oktyabrda səhmlərin qiymətinin 100% artımına gətirib çıxartdı. İngiltərə Dövlət bankı öz uçot dərəcəsinin 3%-dən 7%-dək artması ilə cavab verdi; süqut 1866-cı ilin mayınadək təxirə salındı. Böyük Britaniyada maliyyə vəziyyəti 7 ay ərzində - 1865-ci ilin oktyabrından 1866-cı ilin mayınadək təhlükəli olaraq qalırdı, bu zaman Fransada analoji dövr 30 ayadək uzandı.

Birləşmiş Ştatlarda pul defisiti və «çaxnaşma Qərb bankları taxılı ödəmək üçün Şərqdən böyük məbləği ləngitdiyi zaman payızda başladı» (32). Kredit vəsaitə tələb öz zirvəsinə payızda çatdı, bu zaman taxıl alverçiləri fermerlərlə hesablaşmada nağd pula ehtiyacılı idilər. Şpruq qeyd edirdi ki, 1873-cü ildə böhran sentyabrda erkən məhsula görə baş verdi. Böhran alovu işgüzar cəmiyyət üçün durmadan sürpriz hazırlayırdı və 1873-cü il böhranı istisna olmadı (33).

Yəqin ki, pula olan mövsümi tələbat yaxşı məlum idi və ona görə də nağda olan tələbin payız artımının nə üçün gözlənilməz olmasını izah etmək çətinidir. 1972-ci ilin sentyabrından 1873-cü ilin mayınadək müşahidə olunan pula «kəskin defisit» dəmiryol kompaniyalarını istiqraz buraxılışı əvəzinə qısamüddətli kreditlər almağa məcbur etdi ki, bu da yaxınlaşan fəlakətin əlaməti idi. Sonra mövsümi pul çatışmazlığı süqutun başlanmasını tezləşdirdi (34).

Bəla vəziyyəti kəskinlik dərəcəsini bir səviyyədə saxlaya bilər, ya da öz ritmində dəyişə də bilər. 1882-ci ilin yanvarında Union Generale süqutuna üç ayrıca gərgin dövrlər - 1881-ci ilin iyulunda, oktyabrında və dekabrında - təkan verdi (35). 1907-ci ilin oktyabr çaxnaşması gözlənilən idi (halbuki Şpruq onun başlamasının dəqiq vaxtını qabaqcadan bilinmədiyini qeyd etdi), ondan əvvəl martda «varlıların çaxnaşması» baş verdi, bu zaman Union Pacific-in səhmləri, pul vekselləri ilə əməliyyatlar zamanı mülkiyyət girovu kimi çox vaxt istifadə olunaraq qiymətdə 50 punkt endi (36). Bazarlar bu xoşagəlməzliyi yaşadıqdan sonra iyunda istiqraz bazarında tələbin böhranı baş verdi (Nyu-Yorkda 4%-li istiqraza olan tələb 29 mln. dollar təklif həcmi üzrə cəmi 2 mln. dollar təşkil edirdi.), sonra iyulda mis bazarı süqutunun növbəsi başladı. Bazar üçün sonrakı təlatüm Standard Oil Company-ə avqustda antimonopoliya qanununda pozuntulara görə 29 mln.-luq cərimə qoyulduğu oldu. Bu həyəcanlı hadisə öz yerini oktyabrda Knickerbocker Trust Company-nin müflisləşməsinə verdi (37). 1929-cu ildə bazar narahatlığı dövrü iyundan oktyabrın sonunadək davam etdi.

Yaponiyada həyəcanlı maliyyə dövrü 1990-cı illərin əvvəlindən başlayaraq bütün onillik boyu davam etdi və sonrakına keçdi. Yaponiya sənaye kompaniyaları xırdalanmaqdan və öz xərclərini cari gəlirlər səviyyəsindən aşağı salmaq üçün hər hansı bir tədbirlərin görülməsindən qəti imtina edirdi; 40 il öncəki dövr ərzində bu kompaniyalar əməliyyat itkilərinin və investisiyaların maliyyələşməsində bankların köməyinə arxalana bilərdi. Yaponiya bankları, öz növbəsində, mühasibat uçotunun istənilən sisteminə görə müflis sayılan belə müəssisələri kreditləşdirməkdən qəti imtina edirdi; istiqamətləndirən hakimiyyət isə müflisləşmiş bankları bağlamağa qəti etirazını bildirdi. Yaponiyada maliyyə itkisinin riski ənənəvi «sosiallaşmışdı»;

cəmiyyət bütün itkiləri (müflisləşən müəssisələrin bağlanması ilə əlaqədar) onların işçilərinin üzərinə qoymaq əvəzinə vergi ödəyiciləri arasında bölmək istəyir.

Argentina, 2001-ci ildə milli valyutası dağıldıqdan əvvəl 1990-cı illərin sonunda və 2000-ci ildə uzun iqtisadi təhlükələr dövrü keçmişdir. 1980-ci illərin sonunda Argentina iki il ərzində hiperinflasiyadan əziyyət çəkmişdir. Prezident Karlos Menemin yeni hökuməti yeni Argentina pesosunu ABŞ dollarına birə bir məzənnəsi üzrə bağladı. Eyni zamanda, Argentina milli valyutanın tam qızıl valyuta təminatı mexanizmini fəaliyyətə gətirdi ki, buna əsasən də ölkənin Mərkəzi bankı pul kütləsini yalnız o halda artırma bilər ki, əgər Pul məktəbinin doktrinasının az-çox dəqiq təcəssümü - onun dollar avuarlarının həcmi artarsa. 1990-cı illər ərzində Argentina hökumətinin vergi gəliri onun xərclərindən az idi və büdcənin defisiti qismən özəlləşmədən gələn gəlirlər hesabına, qismən də hökumət istiqrazları vasitə ilə maliyyələşirdi. 1980-ci illərin hiperinflasiyası o dövrün hökumət borclarının real qiymətini kəskin azaltdı, ona görə də indi inflasiya risklərindən qaçmaq üçün investorlar yalnız elə Argentina hökumətinin istiqrazlarını alırdılar ki, hansılar ABŞ dollarında nominasiyalı idi. Argentina hökumət borcunun ümumi daxili məhsula olan ölçü nisbəti artdığından, hökumətin öz istiqrazları üzrə ödənilməsinə təklif etdiyi faiz dərəcələri də, həmçinin daim artırdı, başqa cür yeni alıcıları cəlb etmək mümkün deyildi. Onilliyin sonuna yaxın Argentina iqtisadiyyatında ABŞ dollarının (pesonun bağlı olduğu) qiymətdə artması, həmçinin, dövlət büdcəsinin defisitinin vergi daxilolmalarının kəskin azalmasına görə artması ilə əlaqədar resessiya başladı. Argentinada iqtisadi enmə 1998-ci ilin yanvarında Braziliya milli valyutası – realın devalvasiyası ilə gücləndi. Braziliya Argentinanın əsas ticarət partnyoru idi. Nəticədə Argentina hakimiyyəti vacib siyasi məsələni həll etməyə məcbur oldu: bir pesoya bir ABŞ dollar nisbətini qoruyaraq Argentina öz büdcə defisitini azalda bilərdi. (Argentinlılar vergi ödəməkdə nümunəvi deyillər, ona görə də bu ölkədə vergi dərəcəsi ənənəvi olaraq yüksək, vergi yığımını isə aşağıdır, Argentina üçün həm də hökumət məmurlarının maaşının yuxarı, onların işinin effektivliyinin isə aşağı olması ənənəvidir). Vergi yığımının artımı və hökumət xərclərinin azalması üzrə cəhdlər bir sıra siyasi problemlərin

yanarına gətirib çıxartdı; argentinalılar bəlaya düşmüş iqtisadi şəraitdə daha yüksək vergi verməkdən qəti imtina edirdilər. Ölkə asta-asta uçuruma yaxınlaşırdı. Sonda Argentina qiymətdən düşmüş milli valyuta ilə hökumət borcları üzrə defolta gəldi.

Təsəvvür edək ki, pul-kredit hakimiyyəti möhtəkirliyin dəyərini artırmaq üçün kredit kütləsini azaldır. Xammal və aktivlər bazarı birgə istiqamətdə - yuxarı və ya aşağı hərəkət edirsə, hökumətin pul siyasəti aydın istiqamət alır. Lakin qiymətlər səhmlərə və ya daşınmaz əmlakla və ya hər ikisinə qalxdıqda bu vaxt xammalın qiyməti sabit qaldıqda və ya düşdükdə hökumət dilemma qarşısında durur. FES bu dilemma ilə 1920-ci illərdə toqquşdu; FES rəhbəri Bencamin Stronq 1925-ci ildə, sonra isə 1927-ci ildə effektiv pul siyasətinin hazırlanması üzərində ciddi çalışdı. Dilemma ondan ibarət idi ki, yüksək məmur-lar bir güllə ilə iki dovşanı birdən vura bilmir və ya əgər daha dəqiq metafora versək, onların problemi ondan ibarətdir ki, onlar iki bir-birinə yaxın əyləşən dovşanlardan yalnız birini məhv etmək istəyirlər. Vəziyyət onunla mürəkkəbləşir ki, güllə tüfəngdən yox, qırma tüfəngdən atılmalıdır. Yapon hökuməti bu problemlə 1980-ci illərin sonunda daşınmaz əmlak bazarında üzləşdi; yaşayış evlərinə olan qiymətlər elə artdı ki, onun alınmasına verilən krediti ailənin üç nəslə ödəməli idi. Eyni zamanda, əmlak bazarında bəzi soyuda biləcək kredit kütləsinin azalması üzrə tədbirlər, yəqin ki, fantastik iqtisadi artımın davam etməsinə mane olardı (38).

FES-in sədri Qrispen 1996-cı ilin dekabrında özünün məşhur «İrrasional bolluq» haqda bəyanatını verərkən Amerika səhmlərinin yüksək qiymətinə və onların artım sürətinə görə narahat idi. Lakin federal hökumət faiz dərəcələrini artırmağı istəmədi, hansı ki, qiymət artımının qarşısını ala bilərdi, bu tədbir də iqtisadi artıma və əmək bazarına təsir edərdi. 1999-cu ildə federal hökumət «2000-ci il» problemindən narahat idi, buna əsas Amerika kompyuter sistemlərinin dağılması ehtimalı idi, belə ki, bir çox proqramlar 2000-ci il təqvimini adekvat qavramağa qabil deyil. 1999-cu ilin son ayları ərzində federal hökumət kompyuter sistemlərinin yeni minilliyə keçidi ilə bağlı istənilən hadisələrin qarşısını almaq üçün pul-kredit sistemə çox likvidlik təqdim etdi. Bu pulları harasa xərcləmək lazım idi,

nəticədə onlar fond birjasında möhtəkiriyyənin maliyyələşməsinə sərf olundu.

Böhranın buraxılma mexanizmi

Məntiqi öyrənən tələbələr hansısa A-nın atdığı petarda haqqında məsələni həll edirlər. Petarda B-nin ayağı altına düşür və C-yə atılır, o bunu D-yə yönəldir və beləcə petarda o vaxtadək atılır ki, nəhayət, Y-ə düşdükdən sonra Z-nin sifəti qarşısında partlayır. Günahkar kimdir? Partlayışın *causa remota* (uzaq səbəb) olan A, yaxud ona *causa proxima* (bilavasitə səbəb) olan Y. İstənilən böhranın uzaq səbəbi kredit və möhtəkiriyyənin genişlənməsidir, bu zaman bilavasitə səbəb kimi isə hansısa insident çıxış edir ki, bu da sistemə inamı itirir və investorları xammalı, səhmləri, daşınmaz əmlakı və ya vekselləri satmağa və nağd ehtiyatları artırmağa təhrik edir. Bilavasitə səbəb adi ola bilər: müflisləşmə, intihar, qaçış, fırıldaqçılığın açılması, bəzi borc alanlara kredit verməkdə imtina edilməsi, qiymətli kağızların iri portfel sahiblərinə onları satmağa başlaması məcbur edən hansısa ümidlərin dəyişikliyi. Qiymətlər düşür. Bazar iştirakçılarının əhvalı tamamilə dəyişir. Enən qiymət hərəkəti tezləşir və təminatı dolduran tələblərə, hansının Ki, altında qiymətli kağızların alınması üçün marjinal verilir, sonra isə səhmlərin və daşınmaz əmlakın satışına gətirib çıxarır. Bazar qiymətlərinin sonrakı enməsi ilə kreditlərin qaytarılmaması ucubətindən bankların itkisi artır, bir və ya bir neçə ticarət evinin, bank və ya brokerlərin müflisləşməsi baş verir. Kredit sistemi çox laxlayır, likvidliyin arxasınca təqib müşahidə olunur.

Kimin birinci satmağa başlamasını müəyyənləşdirmək çox çətin-dir. Bu mənada qəsd nəzəriyyələrindən böyük populyarlıqla istifadə edilir. 1929-cu ilə görə Cozef P.Kennedi və ya Bernard Barux kimi məşhur birja «ayılarını» məsuliyyətli saymaq olar; hesab etmək olar ki, 1882-ci ildə Yucin Bontu protestant yəhudi karteli təhlükə altına qoydu və ya hər şeyə görə Tomas Qayı günahlandırmaq, hansı ki, 1720-ci ilin aprel və iyun ayları arasında 6 həftə ərzində Cənub dənizləri Kompaniyasının səhmlərini satılan hər bir porsiyanın qiyməti heç vaxı 1000 funtu keçmədiyi halda, ümumi məbləği 54 min funt satmışdır (əldə olunan vəsaiti o, adını daşdığı və həmin fond

«köpüyündən» sonra «yaxşı abidə» kimi qalan London hospitalının maliyyələşməsinə göndərirdi) (39).

Həmişə satan adam tapılır. Bəzən bu əcnəbi olur. Məslən, 1847-ci ildə hansısa fransız (S.Sandersə görə onun adı Evans idi) buğdanın artığını alıb onu Böyük Britaniyaya göndərirdi, burada həmin mal yerli bazarın qiymətlərindən xeyli aşağı olan qiymətə satılmışdı. Bu, buğdanın qiymətini kvarta görə 96-dan 56 şillingə düşməsinə imkan yaratdı və taxıl satışı ilə məşğul olan bir çox ticarət evinin müflisləşməsinə gətirib çıxartdı (40). Lakin günahkarı göstərən tarix inandırıcı deyil. Məhsulu məhv edən güclü qasırğalara, həmçinin, İrlandiyanı və Avropanı bürüyən kartof xəstəliyinə görə buğdanın qiyməti 1846-cı ilin avqustunda 46 şillingdən 1847-ci ilin mayında 93 şillingə qalxdı. 1847-ci ilin iyulunda yaxşı məhsul vəd edən əlverişli havaya görə qiymət düşdü. Buğda və unun idxalı 1846-cı ildə 2,3 mln. kvartdan (kvart 8 buşelə bərabərdir) 1847-ci ildə 4,4 mln. kvartadək artdı ki, buna da taxıl haqda qanunların ləğvi səbəb oldu (41). Ona görə də Britaniya bazarına atılan 70 min kvart buğda yuxarıda verilən rəqəmlərdə sadəcə olaraq itir. 1846-cı ildə Fransada son yüz ildə ən pis buğda məhsulu yığılır (problem kartofun məhsuldarsızlığı ilə güclənirdi), 1847-ci il məhsulu isə yüzilliyin ən böyüyü idi. Vəziyyət hamı üçün eyni olsa da, Britaniya buğda ticarətçilərini həddən artıq möhtəkirlik məhv etdi.

Belə bir fikir mövcuddur ki, 1890-cı il böhranını Argentina istiqrazlarının alman satışı yaratmışdır. Alman investorları iki il öncədən ya artan təhlükəyə (42), ya Argentina milli valyutasının zəifləməsində maraqları olduğuna (43), ya daxili bumun onları xarici istiqrazları, ruslarınkı da daxil olmaqla (44) satmağa məcbur etdiyinə görə bu istiqrazları almağı dayandırdılar. Argentina istiqrazlarının alman satışı böhranı yaratmadı, belə ki, bu kağızlara o zaman 200 mln. funtdan çox qoyuluş edən Britaniya investorlarının alması ilə kompensasiya edilirdi. 1888-ci ilin noyabrında Buenos-Aires Drainage və Watervorks Company arasında 3,5 mln.-luq sövdə pozulur və Baring Brothers bankı öz öhdəsinə Argentinaya qısamüddətli kreditlər verməyi götürür. Lakin 1890-cı ildə ixrac məhsula olan qiymətlərin enməsi Argentina hökumətini puldan məhrum etdi ki, bunun da hesabına o, vaxtı bitmiş borclarını qaytara bilərdi. İki narahat ildən

sonra 1890-cı ilin noyabrında baş verən böhran İngiltərə Dövlət bankının Baring Brothers-in ünvanına onun akseptləşməsinə (1890-cı ilin yayında aksept veksellərin həcmi 30mln. funt təşkil edirdi) məhdudlaşdırmaq haqqında xəbərdarlıq göndərdikdən sonra, oktyabrda Nyu-York böhranının başlamasından, həmçinin, noyabrda 4 mln. funtda veksellərin ödəmə vaxtı çatdıqdan sonra (bu zaman Baring Brothers artıq bazarda öz qiymətli kağızlarını yerləşdirə və ya növbəti qısamüddətli kredit ala bilmirdi) yarandı.

Yeni informasiyanın yaranması süqutu sürətləndirə bilər, necə ki, Paris-Marsel dəmiryolunun tikintisi 200 mln. franka yox, 300 mln. franka başa gəlməsi məlum olduğu zaman yaranan vəziyyət buna misaldır (45). Bu halda ən vacib causa remota belə idi: dəmiryolunun tikintisi üçün materialların idxalından yaranan ödəmə balansının böyük defisiti və xüsusən, 1847-ci ildə malın yığılıb qalması ilə müşayiət olunan 1846-cı il məhsuldarlığı. 1873-cü ildə Birləşmiş Ştatlarda qreyncerlər hərəkəti iflasın sürətlənməsinə kömək edirdi. Bugünkü ətraf mühit qoruyucularını xatırladan qreyncerlər 1860-cı illərin sonu və 1870-ci illərin əvvəlində daxili nəqliyyat daşımalarını nizamlayan, diskriminasiyalı töycünü qadağan edən, komissiyaların ədalətli ölçüsünü təyin edən və yük tariflərini məhdudlaşdıran qanunların qəbul edilməsi uğrunda çalışan fəallar kimi başlamışlar (46). Dəmiryol kompaniyalarının qiymətli kağızlarının çox böyük həcmi kreditə satılırdı - Rokford, Rok-Aylend kimi bir çox «mənasız» müəssisələrin, həmçinin, kağızları nominal üzrə, sonra isə qiymətdə 1 dollardan 6 sentədək düşən Sent-Luis dəmiryol xəttinin də kağızları da daxil olmaqla, lakin yük tariflərinin idarə olunmasının yerli hakimiyyətin əlinə keçməsi perspektivi nikbinliyə son qoydu və dəmir yol istiqrazlarının sürətli satışını törətdi.

Böhranın «təsadüfi» detanatorlarından biri kimi çox vaxt gəmi qəzası olurdu. 1799-cu ildə faiz dərəcələri 12 və 14% arasında olan səviyyədə yerləşərkən, şəkərin qiyməti isə maksimum mühasirəni yaranadək olduğu səviyyədə 35% aşağı endikdə Britaniya ticarətçiləri böhrandan zərər çəkən holland partnyorlarına «Lyutin» freqatında milyon funt yola saldılar. Gəmi holland sahillərində qasırğaya düşür və böhranın nəticələrini yumşaltmaq ümidləri itir (47). 1857-ci ildə Nyu-York böhranı zamanı maliyyə bəlasına məruz qalan

Filadelfiya, Sinsinnati və Çikaqoya 2 mln. dollar qızılla yüklənmiş gəminin Panamadan Nyu-Yorka gəlməsi kimi ümidverici xəbər yayılır. İki gündən sonra məlum olur ki, gəmi batıb. Nəinki sığortalanmış yük, həm də insan tələfatı olur (48).

Bədbəxt hadisə böhranı tezləşdirir, lakin bəzən isə həmin nəticələr hakimiyyətin onun qarşısını almağa yönəlmiş hərəkətlərini doğura bilər. Bu mövzunu Foksvel 1808-1809-cu illər böhranını araşdırarkən işıqlandırır:

Kreditləşmədən imtina həmişə təhlükəlidir. Milli bank tərəfindən fərdi köməklik mənfi reaksiya doğurur. Ona görə də bank 1795-1796-cı illərdə istifadə olunan vasitəyə müraciət etməyi lazım bildi, bu zaman kömək proporsional bölünmüşdü... (Pul dövriyyəsinin azaldığı zaman), bu, bazarlarda təzyiqin ciddi güclənməsinə və çaxnaşmanın başlanma riskinin artırılmasına gətirib çıxartdı... Bu zaman bank öz üzərinə bir çox xırda, pis idarə olunan maliyyə idarələrinin (əyalət banklarının) ödəmə qabiliyyətinə görə məsuliyyəti götürürdü, bunu onların müflisləşməsinin kredit sisteminin ümumi süqutunu törədə biləcəyi ehtiyatına görə edirdi (49).

Foksvel yaranmış dilemmayı dəqiq təsvir etdi. Maliyyə intizamının olmaması kredit bazarını təhlükəli dərəcəyədək genişlənməyə imkan verir, lakin sərt tədbirlərin tətbiq edilməsi «köpüyü» partladan və süqudu doğuran sancaq batırması ola bilər.

➤ Sancaq batırması

Qiymət «köpüyünün» təbiəti belədir ki, nəticədə o, uşaq hava şarı kimi deşilər və partlayar. Yaponiya daşınmaz əmlak və səhmlər bazarında formalaşan «köpük» yeni Yaponiya idarəetmə bankının gəlişi ilə deşilmişdir. 1990-cı illərin əvvəllərində bankları verilən borcların ümumi kütləsində (ildə 5-6% artırdı) daşınmaz əmlakın alınmasına borcların artımını məşdudlaşdırmağı təlimləndirdi. İpoteka borclarının artım normasının azaldılması o demək idi ki, bəzi

xüsusi və korporativ borc alanlar artıq köhnə borc üzrə hesablaşmaq üçün kifayət qədər yeni böyük kredit götürə bilmirdilər. Beləliklə, nağd pul almaq üçün onlar əldə etdikləri daşınmaz əmlakın bir hissəsini satmalı idilər. Lakin əgər belə əmr də gəlməsəydi, digər bir üsul da tapılardı ki, böyüyən qiymət «köpyüyny» deşib partlatsın.

1990-cı illər Amerika fond «köpüyünün» sonu FES-in 2000-ci ildə apardığı «deşmə» nəticəsində baş verdi, bu vaxt o, «ikimininci ilin problemlərinin» həllinə yönəlmiş və əvvəlki 6 ay üçün ona köçürülmüş likvidliyin müəyyən hissəsini maliyyə bazarından götürməyi lazım bilir. Bu problem belə bir ehtimaldan yaranmışdı ki, komyuter sistemləri «2000» rəqəminin cari tarixində yarandığı zaman adekvat işləyə bilməyəcək. Federal hökumət bu nəticəyə gəldi ki, bu problemin həllinə maliyyə sisteminə böyük likvidliyin verilməsi kömək edər. Nəticədə, 1999-cu ilin sonuna federal hökumət pul çəkilməsinə başladı. Bu pulların istifadə yeri tapılmalı idi və onların bir qismi səhmlərin qiymətinin artırılmasına getdi. Minilliklərin dəyişməsi ekssessiz keçdi, sonra likvidlik yığımı isə faiz dərəcələrinin artımına gətirib çıxartdı.

Bir çox Asiya ölkələrində 1997-ci ildə qiymət «köpüklərinin» partlama səbəbi «infeksiya effekti» oldu. Tay batının devalvasiyası 1997-ci il iyulun 2-də elan olunaraq, bir növ güclü çağırış oldu. Regionun praktiki olaraq bütün ölkələri (Tayvan və Sinqapurdan başqa) ticarət defisitinə malik idi ki, bunlar da xarici borclar hesabına ötürülürdü. Asiya kompaniyaları dollar əldə etmək istəyirdi. Ona görə ki, belə öhdəliklər üzrə faiz dərəcələri son dərəcə aşağı idi, nəinki onların milli valyutasında borclar üzrə faiz dərəcələri. Bat qiymətdən düşdükdə xarici kreditorlar dərk etdilər ki, Asiya ölkələri artıq əlavə

xarici borclar cəlb etmədən öz valyutalarının mübadilə məzənnəsini saxlamağa qadir deyil. Nəticədə, bu regiona kapital axını kəskin şəkil alır və xarici kreditorların uzaqgörənliyi reallaşır.

Böhranın aradan qaldırılması üzrə hökumətin etdiyi tədbirlər çox vaxt gecikir. Kapitalın getməsinin qarşısını almaq üçün uçot dərəcələrinin artırılması pul axınına kömək edir. İşgüzar ingilis folkloruna əsasən, İngiltərə Dövlət bankının öz uçot dərəcəsini 10%-dək artırması «ölkəyə, hətta Aydan da qızılı cəlb edə» bilər, lakin lazımi nəticənin alınması üçün nə qədər vaxt lazımdır? Bu problem 1844-cü il «bank aktı» kontekstində Bank və Pul məktəblərinin nümayəndələri arasında diskussiya predmeti olmuşdur. 1825-ci, sonra isə 1836-cı ildə möhtəkir bumlar qızılın getməsinə və maliyyə defisitinin yaranmasına gətirib çıxartdı. Versiyaların birinə görə bum, İngiltərə Dövlət bankı öz borc öhdəliklərini azaltmaq məqsədilə uçot dərəcələrini qaldırmazdan əvvəl qurtardı; nəticədə, bahalaşan pullardan və ucuzlaşan əmtəə qiymətindən ibarət kombinasiya böhran doğurdu ki, bu da Dövlət bankını 360 dərəcə dönməyə və uçot dərəcəsini endirməyə vadar etdi (50). Bank məktəbi nümayəndələri hesab edirdilər ki, uçot dərəcələrinin artırılması kapitalın gedişinin dayandırılmasına və onun ölkəyə qayıtmasına çox tez təsir edir. Pul məktəbi tərəfdarları, öz tərəfindən bu məsələyə münasibətdə müxtəlif fikirdə idilər. Bəziləri bazarın qayıdan maliyyə axını halında tez reaksiyasını tanıyırdılar, digərləri, ilk növbədə, Lord Overstoun olmaqla, təsdiqləyirdilər ki, bank zəncirində uçot dərəcəsinin ölçüsünün dəyişdirilməsi zamanı müvəqqəti laqlar qaçılmazdır, ona görə də Mərkəzi bank bu yırtığın doldurulmasını öz üzərinə götürməyə məcburdur (51). Kommersiya banklarının əməliyyatları səviyyəsində olan yubanmalara görə yaranan müvəqqəti laqların mövcudluğunu Xoutri də göstərirdi:

Bankirlər lazımi tədbirlər qəbul edə bilərlər, lakin bununla belə, öz ləngliyinə görə çaxnaşmanı saxlamaya da bilərlər. Ehtimal ki, onlar həqiqətən, yaxınlaşan təhlükənin fundamental əsasını ... pula tələbin azalmasını kənarlaşdırmağa cəhd etmişlər... lakin bununla belə, yeni kreditlərin verilməsinə tələblərin həcmi və nağd pul defisiti yalnız artırdı. Bunun davamı bankirlər arasında çaxnaşmanın yaranması

ola bilər ki, onlar da apardıqları tədbirlərin (kənarlaşmış tələbin yığılmasına görə dərhal reaksiya özünü göstərmir) effektivliyinin səbəbini dərk etməyərək ümitsiz hala düşür və özlərini xilas etməyə çalışaraq, öz borclarının çətin vəziyyətini nəzərə almayaraq verdikləri borcu tələb etməyə başlayırlar ki, bu da təbii olaraq, bu bankların müştəriləri arasında müflisləşmənin sayının artmasına gətirib çıxarır. Fakt odur ki, krediti ağılaşmış həddə qədər genişlənməsinin qarşısını ala bilən heç bir «qızıl qayda» mövcud deyil (52).

Uçot səviyyəsində müvəqqəti laq və səhvlərdən başqa, çaxnaşmanın hakimliyyətin maliyyə bəlasının erkən mərhələsində utanmaz hərəkətləri tezlaşdırə bilər. 1836-cı ilin yayında Amerika ticarət evlərinin Britaniya səhmdar banklarına köçürdükləri veksellər hesabına kreditin genişlənməsi ilə İngiltərə Dövlət bankı üzərində səhmdar bankın adı olan istənilən vekselləri nəzərə almaqdan imtina etdi və öz Liverpul agentinə Böyük Britaniyada fəaliyyət göstərən 7 Amerika bankına daxil olan «W- bankları» adlanan hər üç bankdan (Wiggins, Wildes və Wilson) qiymətli kağızları almamağı tapşırırdı. Belə hərəkətlər «cəzalandırıcı» kimi görünürdü (53) və dərhal çaxnaşmanın başlanmasına gətirib çıxarırdı (54). İngiltərə Dövlət bankı öz siyasətini tezliklə dəyişməli oldu. Oktyabrda o, «W- banklarla» uzun danışıqlar apardı, 1837-ci ilin I rübündə onlar üçün kredit xəttini genişləndirdi, lakin, buna baxmayaraq, onların həmin ilin iyununda baş verən müflisləşməsinin qarşısını ala bilmədi. Bankın hərəkətləri kredit kütələsinin artıq genişlənməsinin qarşısını almaq cəhdi ilə şərtlənirdi. Lakin kredit incə işdir; ümidlər tez dəyişmə xüsusiyyətinə malikdir.

Banka və ya banklara hücum formasında çaxnaşma, adətən xırda əmanətçilərlə başlayırdı, bu, 1980-ci illərdə Ohayo, Merilend və Rod-Aylenddə belə olmuşdur, bunlarda ştatın lisenziyası olan bəzi yerli banklar FDİC əmanətlərinin sığortalanmasının federal sistemində iştirak etmək istəmədilər ki, ştat səviyyəsində sığorta sistemlərində iştirak etmək onlara ucuz başa gəlirdi. (Bütün federal banklar əmanətlərin sığortasının federal sistemində iştirak etməyə məcbur idilər). Fond bazarında çaxnaşma, əksinə, böyük möhtəkir – insayderlər, yaxud pay və pensiya fondları sığorta kompaniyaları kimi, institusional investorların (ehtimal ki, eyni ticarət strategiyasını

istifadə edən) satışı ilə yaranır. Franklin National banka hücum digər, hər şeydən əvvəl, böyük Nyu-York banklarının təşəbbüsü ilə edilirdi, bunlar Franklin National bankının forvard valyuta kontraktlarını qəbul etməkdən, ona federal fondlar verməkdən və ya onunla REPO sövdəsi bağlamaqdan imtina edirdi, təkcə bu banka onların dərin inamsızlığını əks etdirən şərtlər əsasında onlardan başqa (55). 1984-cü ildə Continental Illinois banka olan oxşar «hücum» böyük bankların federal fondlar bazarında və ofşor depozitlər bazarında müddəti ötmüş depozitləri bərpa etmək istəməməsinə görə törəyirdi. 1987-ci ilin oktyabrında fond bazarının enməsi zamanı böyük satıcı rolunda Bostondan Fidelity pay fondu çıxış etdi, hansı ki, Nyu-York fond birjasında ticarətin açılışnadək London bazarında satışa böyük sifarişlər çıxartdı. Bu sifarişlər geriye Nyu-Yorka qaytarıldı, burada onlar alqı-satqının açılışı zamanı satışa olan göstərişlərin bütöv yükünə çevrildi. Bu satışlar öz pullarını fondan götürən payçıların tələblərindən irəli gəlirdi, o da mümkündür ki, fond beləliklə, payçılara nağd vəsaiti səhmlərin qiyməti aşağı düşdükdən əvvəl ödəmək üçün öncədən akkumulyasiya etməyə çalışırdı.

Beynəlxalq maliyyə fondunun 1997-ci il Asiya böhranının erkən mərhələsində ləng hərəkətləri bir çox İndoneziya banklarının süqutunu doğurdu. BVF hökuməti kapitalla daxil olmağa və 15 böyük özəl banklara (onların depozitlərinə zəmanət verərək) kömək etməyə çağırırdı. Lakin bununla belə, digər təqribən 50 batan özəl bankların xilas edilməsi «batan əllərin öz işi» oldu. Nəticədə, bu banklar müflisləşmiş elan olunmazdan əvvəl öz pullarını çıxarmağa tələsən əmanətçilərin hücumuna məruz qaldı.

Çaxnaşma və süqut

Süqut - aktivlərin kollapsı və ya iri kompaniya, ya da bankın müflisləşməsi nəticəsində olur. Çaxnaşma (panika – sözü qorxu gətirən Pan allahın adından yaranıb), «səbəbsiz qəfil qorxu» investor və möhtəkirlərin aktivlər bazarından «pula» və ya hökumət qiymətli kağızlarına qaçışı ilə ifadə oluna bilər ki, bu da hökumətin ona lazım olan miqdarda pul çap edəcəyinə görə müflis olmayacağı ümidi ilə bağlıdır. Maliyyə böhranı, o cümlədən, hökumətə də zərbə vura bilər.

Belə ki, Cənub dənizlər Kompaniyasının və Sword Blade Bankının səhmlər bazarının süqutu az qala İngiltərə Dövlət bankını yıxacaqdı. 1929-cu ildə Nyu-York fond birjasındakı süqut və çaxnaşma həm alqı-satqı, həm də daşınmaz əmlak bazarında xoşagəlməz nəticələr yaratdı, kredit bazarında kollaps isə əhalinin gəlirlərinin enməsinə və işsizliyin səviyyəsinin artmasına gətirib çıxartdı. Bununla belə, pul bazarında heç bir çaxnaşma müşahidə olunmurdu; faiz dərəcələri artmırdı, çünki FES bazara kapital buraxmırdı (56). 1893-cü ildə birləşmiş Ştatların gümüşə olan tələbin təzyiqi altında «qızıl standartı» qorumasına inamın azlığı pul bazarında problemlərin yaranmasına, bankların müflisləşməsinə və qiymətli kəğızların dəyərinin enməsinə gətirib çıxartdı (57).

Sistemin xarakter əlaməti zəncirvari reaksiyanın mövcudluğu. Borc deflyasiyası silsilələri aktivlərə və xammala olan qiymətin enmə mexanizmini verir ki, bu da əmlak girovunun dəyərinin azalmasına gətirib çıxarır və bankları onkol borclara keçməyə və ya yeni kreditlərin verilməsindən imtina etməyə vadar edir; kompaniyalar xammalı və maddi ehtiyatları ona görə satır ki, onların qiymətləri düşür və sürətlə düşən qiymətlər daha çox kompaniyanın müflisləşməsinə gətirib çıxarır. Xüsusi investorlar qiymətli kağızları satır, kompaniyalar isə kredit almır və pulu istehsala qoymur; qiymət düşməsi davam edir. Sonra əmlak girovlarının dəyərinin enməsi onların satışına gətirib çıxarır. Kompaniyaların müflisləşməsi bildirir ki, banklar verdikləri borcu qaytarılmadığı üçün itki verir və öz növbəsində, müflisləşir. Banklar dağılmağa başladığına görə əmanətçilər onlardan öz pullarını çıxarırlar (bu xüsusilə, əmanətlərin sığortalıması hələ olmadığı günlərdə daha aktual idi). Depozitlərin götürülməsi daha böyük miqdarda borcların qaytarılmasını və daha böyük miqdarda qiymətli kağızların satılmasını tələb edir. Alqı-satqı evləri, korporasiyalar, investorlar və banklar - hamısı nağd pul dalınca qaçır. Belə dövrlərdə riskli qiymətli kağızlar alıcının olmaması səbəbindən heç bir qiymətə satıla bilmir. Nəticədə, ən qiymətli kağızların likvidliyin hələ saxlanıldığı bazarlarda satılması ehtiyacı yaranır ki, bunun ardınca qiymət eməsi gəlir. Banklar elə kompaniyaları, korporasiyaları və ev təsərrüfatlarını maliyyələşdirə bilirlər ki, onlar maliyyə bəlası dövrlərində hələ də qiymət və bazarların

bərpasına ümidi saxlayır; onlar kredit sisteminin kövrək dayağını yaradır. Lazım olarsa, bankirlər başqa yolla gedə bilərlər - aktivləri bazar yox, köhnə qiymətlə dəyərləndirmək və ödəmə qabiliyyəti olmayan borcluları kreditləşdirməkdə davam etmək, o şərtlə ki, onlar vaxtı keçmiş borclar üzrə faizlərin bir qismini ödəyə bilsinlər. Lakin borc alan müflisləşdiyi halda, bu banklar öz üzərlərinə daha ciddi itkilər götürməyə məcbur olurlar. Qiymətlər, ödəmə qabiliyyəti, likvidlik və nağd pula olan tələb bir zəncirlə bağlıdır. Böhran təkcə bank idarələrini əhatə etmir; Şpruqun sözləri ilə desək, ev təsərrüfatı, kompaniyalar və banklar «kərpic düzülməsinə çox oxşayır; bir kərpicinin düşməsi bütün qalanların sabitliyinə təhlükə yaradır» (58). Mətafora sadə görünür, lakin bununla belə, dəqiqliyi ilə seçilir.

Çaxnaşmanın qızğın vaxtında, necə deyərlər, pullar əlçatmaz olur. Şahidlər bu şəraiti təsvir edərkən boyaları əsirgəməmişlər. Məsələn, 1825-ci il böhranının təsvirlərindən biri belədir:

Lombard küçəsindən olan bankirlər bazar günü (12 dekabr bank çaxnaşması Pole, Thornton & Co-ya çatdıqdan sonra) rəhbərliyə (İngiltərə Dövlət bankına) xəbərdarlıqla müraciət etdilər ki, əgər 47 əyalət bankı ilə bağlı olan belə böyük evin öz fəaliyyətini dayandırmağa imkan versələr, bunun nəticəsi hər bir London bankına təsir edə bilər.

Hər halda bu baş verdi. Cəmiyyəti indiyədək görünməmiş çaxnaşma bürüdü: hamı pul, pul istəyirdi, lakin onu almağa Times-ə görə, «heç bir imkan yox idi» (59).

Bu elə vəziyyət idi ki, 73 bankın süqutu ona gətirib çıxartdı ki, Xaskinsona görə, Böyük Britaniya 24 saat ərzində barter əməliyyatına keçdi (60). Bu, Vaterlooda olduğu kimi, «dəhşətli dərəcədə gözəl olan süqut - həyatınızda nə vaxtsa gördüyünüz ən möhtəşəm hadisələrdən ola bilsin ki, biri idi» (61). Barter Fransa bankının həyata keçirdiyi gümüşün qızıla dəyişməsi hesabına və həm də İngiltərə dövlət bankının xeyrinə 5 və 10 funtluq banknotların (dövriyyədə başqaları heç yox idi) ehtiyatı bitdikdən sonra anbarlarda 1797-ci ildən qalmış 1 funtluq banknotlar ehtiyatı aşkarlanması hesabına dayandırıldı. Hökumətin sərəncamına əsasən dekabrın 17-də onlar dövriyyəyə buraxıldı və «əla işlədi» (62).

1857-ci ildə New –York Central səhmlərini 93 dollardan 61 dollara, Reading-in kağızları 96 dollardan 36 dollara endi (63). Donuz ətinin qiyməti 24 dollardan 13 dollara; un – 10 dollardan 5 və ya 6 dollara endi (64). Sentyabrda faiz dərəcələri 15-dən 24 %-ə qalxdı, bununla belə, ayın son dörd günü ərzində Pensilvaniyada, Merilenddə, Rod-Aylenddə və Virciniyada 150 bank bağlandı. Çaxnaşma öz zirvəsinə oktyabrda çatdı, bu zaman ABŞ-da artıq 1415 bank işini dayandırdı, faiz dərəcələri isə illik 60-dan 100%-dək yüksəldi (65). Əlbəttə, bu, bir neçə günə verilən borclara aid idi.

Cox yüksək faiz dərəcələri, məsələn, gündə 4%, xüsusi kredit növü müəyyənləşirdi – bu, onkol borclara aiddir, hansının ki, kommersiya dərəcələri 1884-cü ildə gündə 4,5 –5 %-ə çatırdı (66). 1907-ci il çaxnaşmasının əvvəlində də nağd kreditin bir gün üçün faiz dərəcəsi 5%-ə çatırdı (67). Likvidlik defisitinin rekordu görünür 1907-ci ildə qeydə alınmışdır, bu zaman bir bank hər 1000 dollar nağd kreditə 48 dollar ödəmişdir (68). Amerika bazarında fond «köpüyünün» güclü «partlayışından» sonra yaranan 2002-ci ildəki mülayim və uzun sürməyən resessiya FES-in faiz dərəcələrinin tez və aqressiv enməsinə yönəlmiş uçot siyasətinin kəskin dəyişməsi nəticəsində oldu. Nəticədə, yenidən maliyyələşmə bumu yarandı; milyonlarla insan daha aşağı faiz dərəcəsi şərtlərilə qoyduqlarını yenidən qeydiyyatdan keçirirdilər və belə yenidən maliyyələşmədən əldə olunanın bir hissəsini avtomobil və uzunmüddət istifadə olunan malların alınması üçün sərf edirdilər. Federal hökumət qısamüddətli faiz dərəcələrini 1%-dək endirdi. O dövrdə inflyasiyanın dərəcəsi təqribən 2% olduğuna görə real qısamüddətli faiz dərəcələri mənfi oldu. Bu siyasətin nəticələrindən biri əmlak bazarında bumun yaranması oldu; Nyu-York, Boston, Vaşinqton və Los-Ancelesdə evlərin qiyməti artdı. Skeptiklər belə bir sual verirdilər, səhm bazarında fond «köpüyünün» partlamasından sonra qiymətlərin düşməsi artıq əmlak bazarında qiymət «köpüyünün» yaranması ilə müəyyən dərəcədə kompensasiya edilmirdimi?

Böhran insanları daim həyəcanlı gözləmə vəziyyətində saxlayırdı. Dalğa enəcək, fırtına sakitləşəcəkmi? Yoxsa, milli və beynəlxalq miqyasda görülən tədbirlər çaxnaşmanı saxlaya və təhlükəni ləğv edə bilməyəcək, onda maliyyə fırtınası güclənməkdə davam edəcək və bazarları bir-birinin ardınca dağıdacaq?

EYFORİYA VƏ İQTİSADİ BUMLAR

Gəlin, dünyada ən hündür ofis binalarından bir neçəsinin yaranma tarixini yada salaq. Nyu-Yorkdakı Empayr steyt bildinqin bünövrəsi 1929-cu ildə qoyulmuşdur. 1993-cü ildə Kuala-Lumpurda Petronas əkiz güllələrini tikməyə başladılar. 1995-ci ildə Şanxay Caylin gülləsinin tikintisi başlandı. 1980-cı illərin sonunda, demək olar ki, Tokiyonun yarısı nəhəng tikinti kranları ilə doldurulmuşdur. 1990-cı illərin ortalarına yaxın bu qaldırıcı kranların çoxu Şanxay və Pekinə köçürüldü.

Super göydələnlər və fond “köpükləri” arasında sıx əlaqə mövcuddur. 80, 90 və ya hətta 100 mərtəbəli bu qüllələr XX əsrin qiymət “köpüklərinin” vizual göstəricisi oldu. Çox sayda konsert zalları və bədii qalereyaların, hətta universitet kampuslarında tələbə klublarının tikintisini də qeyd etmək lazımdır. Bu mədəni mərkəzlərin çoxunun yaranmasının maliyyələşməsi iqtisadi eyforiya dövründə rifah halı əhəmiyyətli dərəcədə artmış varlı adamların və ailələrin ianəsi hesabına baş verirdi.

Hər hansı aktivin qiymət “köpüyü” və iqtisadi eyforiya arasında da sıx əlaqə mövcuddur. 1980-cı illərin sonunda Yaponiyada ən yaxşı satılan kitablardan birinin adı “Yaponiya, № 1 kimi” idi. Tailand, Malayziya və onlarla qonşu olan ölkələrin səhm və daşınmaz əmlak bazarlarında “köpüklərin” partlayışından cəmi bir neçə il əvvəl Beynəlxalq bank “Şərqi Asiya möcüzəsi” adlı işi nəşr etdi. “Yeni Amerika iqtisadiyyatı” haqda söhbətlər fond “köpükləri” partlayışından və maliyyə defisiti dağıdıcı dalğasının yüksəlməsindən sonra kəsildi. Səhmlərin qiymətlərinin artması hesabına şəxsi rifahın ölçüsünün dəyişilməsi bilavasitə şəxsi və işguzar xərclərin həcminə təsir edir.

Əks əlaqənin iki xətti mövcuddur: bir tərəfdən səhmlərin və daşınmaz əmlakın qiymətlərinin artması arasında, digər tərəfdən milli gəlirin artımı norması arasında. Qarşılıqlı əlaqənin biri – şəxsi rifahın güclənməsinin şəxsi xərclərin artımına gətirib çıxartmasına əsaslanır. Ev təsərrüfatları kapital və əmanətlərə malik olur; aktivlərin qiymətlərinin artması dalğası onların var-dövlətinin dəyərini çoxaltdıqda, ev təsərrü-

fatları istehlak həcmi artıraraq öz gəlirlərinin kiçik hissəsini əmanətə çevirir. İkinci əlaqə səhmlərin dəyərinin artması və investisiya xərcləri rəsındadır. Səhmlərin kotirovkaları artdıqda, kompaniyalar mövcud olan və yeni investorlardan özləri üçün daha sərfəli şərtlərlə nağd pul vəsaiti cəlb etmək imkanı əldə edir ki, bunu da daha az gəlirli yeni layihələrə qoyur. Beləliklə, kompaniya üçün cəlb edilən kapitalın dəyəri onun səhminin dəyərinə əks mütənasib surətdə dəyişilir. Kompaniyanın gəlirinə nisbətən səhmin kursundan yüksək olduqca kapital daha ucuz başa gəlir. Kompaniyalara kapitalın cəlb edilməsi nə qədər ucuz başa gəlsə, onlar bir o qədər istehsal avadanlığına və inkişafına çox investisiya qoyurlar. Belə ki, səhmlərin daha yüksək kotirovkaları onu göstərir ki, kompaniya aşağı rentabellikdə belə gəlirli olacaq.

Iqtisadi fəallığın dəyişikliyinə “qabaqlayıcı faktor”u səhmlərin kursu”dur kimi fikir ayrılığı mövcuddur. Lakin bu zaman, demək olar ki, səhmlərin kurslarının dəyişilməsi son üç resessiyadan altısını qabaqcadan xəbər vermişdi. 1930-cu illərin əvvəlində iqtisadi iflasa 4-6 ay qalmış Amerika səhmlərinin kotirovkası enməyə başladı. 1990-cı ilin əvvəlində səhmlər və daşınmaz əmlakın qiymətləri düşməyə başladıqda, Yaponiya iqtisadiyyatı enməyə doğru getdi. Bununla yanaşı 2000-ci ilin əvvəlində başlanan və iki il davam edən Amerika səhmlərinin kəskin düşməsi çox aramlı enmə ilə müşayiət olunurdu.

Aktivin qiymətinin artmasına cavab olaraq iqtisadi fəallığın yüksəlməsi və aktivlərin qiyməti düşdükdə iqtisadi fəallığın enməsi arasında qarşılıqlı əlaqə mövcuddur. Yüksəlmə fazasında kompaniyalar öz kapitalını artırmaqla möhkəmləndirilmiş iqtibasının həcmi genişləndirir. Banklar verdikləri borcların həcmi artırır və onların verilmə şərtlərini asanlaşdırır. Qiymət “köpüyünün” partlayışı zamanı banklar verdikləri borclara görə zərərə düşür. Belə ki, kapital itkisi onların bəziləri üçün o qədər ciddi ola bilər ki, bu banklar öz fəaliyyətini dayandırmağa məcbur olaraq, vəziyyəti daha sabit olan maliyyə müəssisələri ilə birləşir. Vəziyyətdən çıxış yolunun digəri dövlət tərəfindən yardım axtarışındadır.

Aktivlərinin qiymətinin dinamika və iqtisadi fəallığın səviyyəsi arasındakı güclü müsbət korrelyasiya belə bir sualın yaranmasına gətirib çıxarır ki, bu bağlılıqda hansı amil üstünlük təşkil edir. Yəni aktivlərin qiyməti iqtisadiyyatın vəziyyətinə təsir edirmi və ya əksinə iqtisadi

fəallığın artması (və ya enməsi) aktivlərinin qiymətinin səviyyəsinə təsir edir.

Keçmiş sosialist ölkələrindən biri olan Albaniya planlı xalq təsərrüfatından bazar iqtisadiyyatına keçiddən dərhal sonra maliyyə “piramidalarının” yaranması sxemini öz üzərində təcrübədən keçirdi. Keçid dövründə tənzimləyici orqanların verdiyi bank sərəncamları lazımı gücə malik deyildi. İşbazlar investorlara ayda 30, hətta 40% səviyyəsində faiz gəliri söz verirdilər. Təklif olunan şərtlər əmanətçilərə tez varlanma vəd edirdi; məsələn, ayda 35% dərəcə ilə ilin əvvəlində qoyulan 1000 lek ilin sonunda 64,000 çevrilməli idi. Gəlirin belə səviyyəsinə cəlb olunan əmanətçilər öz pullarını və yığılan gəlirlərini götürmək əvəzinə investisiyalarının həcmi artırmağa maraqlı idilər. O dövrdə bir sıra albanlar öz iş yerlərini atırdılar, belə ki, onların faiz gəliri əməkhaqqlarını üstələyirdi. Digərlərini rifah halının sürətlə yüksəlməsi xərclərini artırmağa sövq edirdi. Əmanətçilərin vəsaitlərini idarə edən sahibkarlar çalışırdılar ki, daxil olan nağd pul axını daim artsın. Bu da onlara çıxarılan pulların əvəzini qoymaq və öz tələbatlarını ödəmək üçün böyük məbləğlər xərcləmək imkanı verirdi.

Depozit “piramidası” dağılanda bir çox albanlar müflisləşdilər. İqtisadi fəallıq sürətlə endi. Belə ki, ev təsərrüfatları maliyyə itkilərini ödəmək üçün qənaətcil rejimə keçməli oldu. Hər halda kifayət qədər həcmli qiymət “köpüklərinin” yaranması, demək olar ki, həmişə iqtisadi eyforiya ilə əlaqədardır. Əksinə “köpüklərin” partlayışı, adətən iqtisadi fəallığın enməsi və maliyyə müəssisələrinin böyük miqyasda müflisləşməsi ilə müşayiət olunur. Belə müəssisələrin fəaliyyətinin dayandırılması kredit kanallarının dağılmasına gətirib çıxarır ki, bu da, öz növbəsində, iqtisadi fəallığın enməsinə aparır.

“Tülpan maniyası”

1636-cı ilin payızında holland tülpanlarının qiyməti bir neçə yüz faiz, ekzotik növlərin soğanaqlarının qiyməti isə daha çox artdı. Bəzi təhlilçilər, xüsusən bazarın rasionallığı və effektivliyi nəzəriyyəsinin tərəfdarları həddən artıq şişirdilmiş qiymət “köpüyünə” investisiya qoyuluşunu ciddi şəkildə şübhə altına qoydular. Hələ o zamanlar artıq bağ və

ekzotik tülpanların çox müxtəlif növləri mövcud idi. Soğanaq əkildikdən sonra gül açmamışdan əvvəl 6-8 ay müddətində yetişir. Hər belə bir soğanaqdan bir neçə yeni kiçik soğanaqlar törəyə bilər.

Qiymət “köpüyünün” şişirdilməsinə yalnız ekzotik soğanaqlar cəlb edilməmişdi; “qauda”, “şvitser” və ya “ağ tac” kimi adi bağ tülpanlarının müxtəlif növləri sadə insanlar tərəfindən alınıb satılırdı və onların qiyməti də yüksəlmə və enmə ilə müşahidə olunurdu.

Tülpanlar ətrafında ciddi ajiotaj 1636-cı ilin sentyabrından sonra başladı. Bu zaman soğanaqlar normal yetişmə dövrünə müvafiq olaraq, gələn yazda gül açması üçün torpağa əkilir. Bəzi alıcılar artıq torpaqda olan malın haqqını ödəməyə razı idilər, lakin aldığı malı bu zaman görmək mümkün deyildi. 1636-cı ilin noyabr və dekabrında, həmçinin, 1637-ci ilin yanvarında “görünməyən malın” ticarəti var gücü ilə gedirdi.

Bank krediti sisteminin cəmiyyətin maliyyə inkişafının erkən mərhələsində olmadığına görə avans ödənişləri natural formada aparılırdı. Tarixçi Saymon Şama bu cür hesablaşmalara dair bir neçə nümunə gətirir; bir halda “ağ tacın” bir funtuna görə (hollandca “witte croon”, bu soğanaqlar öz adiliyinə görə çəki ilə satılır) mal verildikdə (yəni göründüyü kimi gələn iyunda) 525 florin ödəmək lazım idi, lakin alıcı təcili avans ödənişi şəklində satıcıya 4 inək verməli idi. Digər hallarda avans ödənişləri torpaq sahələri, evlər, mebel, gümüş və qızıl qablar, şakillər, geyim şeyləri, karetlər və atlarla həyata keçirilirdi. Nadir növ olan “vitse-kral” 2,500 florin qiymətləndirilirdi, avansına iki last (ölçüsü malın növündən və yerindən asılı olaraq dəyişən, çəki vahidi kimi 4,000 ingilis funtuna yaxındır) buğda, 4 last çovdar, 8 donuz, 12 qoyun, 2 çəllək şərab, 4 ölçü yağ, 1,000 funt pendir, həmçinin, çarpayı, geyim və gümüş kubok daxil idi.

“Tülpan maniyası” təcrid edilmiş hal deyildi. Holland iqtisadiyyatı İspaniya ilə apardığı müharibəyə görə 1620-ci illər ərzində tənəzzülə uğramışdı. Müharibə 12 illik barışıqdan sonra yenidən başladı, lakin 1630-cu illərdə əhəmiyyətli dərəcədə qaydaya düşdü. 1630 və 1639-cu illər arasında Ost-İnd kompaniyasının səhmlərinin qiyməti Amsterdam ticarət palatasının hərraclarında 2 dəfə artdı. Onlar 1636-cı ilin martında 229 florindən 1639-cu ilin avqustunda 412 florinə qədər yüksəldi və 1640-cı ildə 20% qədər əlavə olunaraq 500 florin səviyyəsinə qalxdı. 1630-cu illərin əvvəlində evlərin qiyməti düşürdü, lakin onilliyin orta-

larında kəskin artdı. Bundan başqa investorlar pullarını, həmçinin Vest-İnd kompaniyasının qiymətli kağızları qurutma sistemləri və kanalların tikintisinə qoyulurdu. Jan de Vris nəqliyyat sistemi haqda yazırdı, hansı ki, insanları xüsusi kanallarla daşıyan at dartı güvvəsi olan sənişin barjalarına əsaslanır. Bunun tikintisi 1636-cı ildə başlayaraq, 1640-cı ildə investisiya “həyacanı” miqyasına qədər çatdı. Bu nəqliyyat şəbəkəsi böyük şəhərləri birləşdirirdi və küləyin istiqamətindən, havadan asılı olan yelkənli gəmilərdən fərqli olaraq tacirlərə, məmurlara rahatlıqla səyahət etmək imkanı verirdi.

1636-cı ildə Amsterdamı daha kiçik şəhərlərlə birləşdirən iki xətt və daha bir xətt Leyden və Delft arasında tikildi. Mürəkkəb nəqliyyat şəbəkəsinin tikintisi öz zirvəsinə 1659 və 1665-ci illər arasında çatdı. Lakın de Vris holland iqtisadiyyatının 1622 və 1660-cı illər arasındakı partlayıcı yüksəlişini təhlil edərək bu layihəni “zanbaq maniyası” ilə bir sraya qoydu.

Conatan İzrael yazırdı ki, “Tülpan maniyasına” ümumi iqtisadi bum fonunda və özlərinin qazanc mənbəyi olan “əyalət alverçiləri, meyxana sahibləri və bağbanları” mühitindəki maniya kimi baxmaq lazımdır. Belə yanaşma Qarberin gəldiyi nəticələrdən birini sübhə altına qoyur. O, hesab edirdi ki, ola bilsin heç bir “Tülpan maniyası” yox idi, belə ki, onun depressiv nəticələrinin əlamətləri yoxdur. 1640-cı illərdə zəifləyən holland iqtisadiyyatı 1650-1672-ci illər ərzində fəallığın möhtəşəm sıçrayışını nümayiş etdirdi. Ajiotaj iqtisadiyyatın bütün sahələrinə yayıldı və xüsusilə 1672-ci ildə fransız basqını nəticəsində dağılmış mənzil və bədii rəsm əsərləri bazarını bürüdü. İqtisadi bumun qızgın çağında hətta güllə saatları ətrafındakı ajiotaj da öz yerini tuturdu. Beləki, Leydendə Ağ Darvazalar gülləsində saat quraşdırıldı. Burada barjalarda hərəkət edən sənişinlərə xidmət göstərən stansiya yerləşirdi. Bu saat nəqliyyat gəmilərinin hərəkət cədvəlinə əməl etməsinə kömək edirdi.

Tülpan soğanaqlarının qiymətinin enməsi iqtisadi fəallığın aşağı düşməsinə gətirib çıxartdı mı? Bəli. Səbəb-nəticə əlaqəsi ondan ibarətdir ki, öz kapitalının əhəmiyyətli hissəsini birdən itirmiş ev təsərrüfatlarının çoxu əvvəlkinə nisbətən daha az israfçı alıcılara çevrildi.

Səhmlər və daşınmaz əmlak bazarı

Fond “köpüklərinin” çoxu daşınmaz əmlak bazarındakı qiymət “köpükləri” ilə sıx əlaqəli idi. Bu bazarlar arasındakı qarşılıqlı əlaqənin üç müxtəlif tipi mövcuddur. Birinci tip onunla şərtləndirilir ki, bir çox, xüsusən kiçik ölkələrdə sənayeləşdirmənin erkən mərhələlərində milli fond bazarının kapitalizasiyasının əhəmiyyətli həcmi tikinti və riyətlər kompaniyalarının, həmçinin, bank sahəsi daxil olmaqla daşınmaz əmlakla bağlı sahələrdə işləyən kompaniyaların aktivlərinin dəyəri hesabına təmin edilir. Qarşılıqlı əlaqənin ikinci tipi ona əsaslanır ki, rifah halı özlərinə məxsus daşınmaz əmlakın dəyərinin artması nəticəsində kəskin yüksələn insanlar öz kapitalını diversifikasiya etmək istəyirlər və bu məqsədlə səhmlər alırlar, belə ki, fond aktivlərinə investisiya qoyulduğu diversifikasiyanın ən sadə üsullarından biridir. Üçüncü qarşılıqlı əlaqə ikincinin qüzcülü əksini təşkil edir: fond bazarında səhmlərin qiymətinin artması hesabına tez və asanlıqla pullar qazanmış özəl investorlar əldə etdikləri gəliri daha bahalı evlərin alınmasına xərcləyirlər. Məsələn, Manxetten rayonunda daşınmaz əmlakın enib-qalxan qiymətləri Uolt stritdə ödənilən bonuslarla həmişə sıx bağlı idi.

Homer Xoytun “Çikaqoda torpağın dəyərinin yüzillik tarixi” kitabında şəhərin böyüməsi prosesi ərzində müşahidə olunan Çikaqodakı daşınmaz əmlakın qiymətinin enmə və qalxmasının 5 dövrü təsvir edilir. 1928-1929-cu illərdə Amerika fond birjasında baş verən bum şəhərin mərkəzində, həm də şəhər kənarındakı torpaq sahələri, yaşayış və kommersiya binalarının qiymətlərinin artması ilə əlaqədardır. Bu əlaqə qiymətlər düşəndə də saxlanılırdı. 1890-cı ilin aprelində Chicago Tribune-də çap edilmiş məqaləsində Xoyt göstərirdi:

Hədsiz yüksəliş dövrlərindən sonra gələn iflas dövrlərində daşınmaz əmlakı qəsdən qabaqcadan yüksək qiymətə almış insanlar üçün iş tapılırdı. Bu zaman onlar ümid edirdilər ki, elə səfeh tapılacaq ki, bu daşınmaz əmlak üçün onlara gəlir gətirəcək daha böyük məbləği məmnuniyyətlə ödəyəcək.

Daşınmaz əmlak bazarında Çikaqo bumunun adı elə çıxmışdı ki, 1870-1871-ci illərdə Fransa üzərində qələbəsiindən sonrakı eyforiya fonunda daşınmaz əmlak ətrafında alver ajiotajı ilə əhatə olunmuş Berlin

– “Şpreyde Çıkaqo” adlandırılırdı. Bir müəllif israr edirdi ki, 1871-ci ildə Çıkaqoda hər ikinci kişi və hər dördüncü qadın daşınmaz əmlaka kapital qoyurdular. 1873-cü ilin yayına qədər səhmlər və daşınmaz əmlak bazarlarında “köpüklərin” şişirdilməsi paralel davam edirdi.

Eyforiyanın bir bazardan digərinə yayılması asan izah edilir. Aktivlərin qiyməti böyük sürətlə artdıqda, dullar və yetimlər də özlərini qalib hesab edə bilirlər. Kapitalın artımından gələn gəlirləri almaq üçün xüsusi bacarıq lazım deyil. Aktivlərin qiyməti endikdə səhmlərin sahibləri başa düşürlər ki, onlar ağır vəziyyətə düşüblər və öz borclarını ixtisar etməlidirlər. Uzun kredit vasitələrindən istifadə edən investorlar görürlər ki, onların kapitalı səhmlərin kotirovkalarının enməsindən daha tez azalır. Nəticədə onlar öz səhmlərini satmağa məcbur olurlar və ya onların “uzun” mövqeyi məcburi bağlanmaya məruz qalır.

Daşınmaz əmlak alveri edənlər qiymətlərin enməsi ilə əlaqədar düşükləri vəziyyətin ciddiliyini elə də tez başa düşürlər. Onların kreditləri – brokerlərin verdiyi birgünlük borclar deyil, daha uzunmüddətli borclardır. Onlar kağız maliyyə sənədlərinin deyil, real aktivlərin sahibləridir. Buna görə də onlar bazarın bərpa ediləcəyinə daha çox ümid bəsləyirlər.

İqtisadi enmə daşınmaz əmlaka və torpağa olan tələbatın azalmasına gətirib çıxarır. Buna baxmayaraq, daşınmaz əmlak sahibləri borclar üzrə vergi və faizlərin ödənilməsindən azad olurlar. Xoyt yazırdı ki, maliyyə iflası daşınmaz əmlak alverçilərinə tədricən, lakin möhkəm təsir edir. Onların kreditorları, ilk növbədə, banklar kreditləri qaytarılmadığına görə böyük zərər çəkir. 1933-cü ildə 200 Çıkaqo banklarından 163-ü ödənişləri dayandırdı. Daşınmaz əmlakın alınması üçün verilmiş borcların qaytarılmaması, heç də boşalmamış broker hesabları 1930-1933-cü illərdə 4,800 bankın iflasına başlıca səbəb oldu.

Fond bazarı və daşınmaz əmlak bazarı arasındakı qarşılıqlı əlaqənin Xoyt tərəfindən aparılan təhlili tam şəkildə 1990-cı illərdə Yaponiya bazarlarındakı vəziyyətə şamil edilə bilər. Daşınmaz əmlakın dəyərinin əhəmiyyətli dərəcədə enməsi bildirirdi ki, borc alanların çoxu borclarını qaytara bilməyəcəklər. Tikinti kooperativlərinin kreditləşməsinin həcmi kəskin enir. Buna səbəb o idi ki, onlar dəyəri artıq “plintusdan aşağı” düşmüş daşınmaz əmlakı girov qoymaqla borc alırdılar. Nəhayət,

daşınmaz əmlakın dəyərinin enməsi bank kapitalının əhəmiyyətli dərəcədə azalmasına gətirib çıxarırdı, belə ki, banklar da bu aktivə böyük vəsaitlər qoyurdu.

1987-ci ilin oktyabrında fond bazarında başlayan problemlər kredit resursları çatışmazlığının qarşısını almaq üçün pul-kredit sahiblərinin vaxtında bank likvidliyini artırmaq hesabına aradan qaldırıldı. Marjinal kreditlərin verilmə şərtlərinin bir qədər əvvəl dəyişilməsi də kömək etdi. Lakin daşınmaz əmlak bazarını xilas etmək mümkün olmadı. Başlanmış tikintilər çətinliklə tamamlandı, yeni binalar artıq tikilmirdi. Boş mənzillərin sayı olduqca artdı və evin yerindən asılı olaraq dövlətin, şəhərin mərkəzi hissəsi və ya 1980-ci illərdə fəal tikinti gedən şəhəratrafi dəyişilirdi.

Mərkəzi Manxetten rayonunda yerləşən Rokfeller mərkəzi Mitsubishi Real Estate kompaniyası tərəfindən alındıqdan sonra Rockefeller Center Properties, Inc. kompaniyası 1.3 mlrd. \$ dəyərində girov kağızı verdi. Girov kağızının sahibi Real Estate Investment Trust (REİT) idi. 1987-si ildə rəhbərlik trustın gəlirini artırmağa çalışırdı. Bunu geri alınan istiqrazların (diskontla satılan) əldə edilməsi üçün qısamüddətli kreditlərin cəlb olunması hesabına edirdilər. Gəlir trustın iştirakçılarına dividend şəklində verilirdi. 1989-cu ildə daşınmaz əmlak bazarında böhranın güclənməsi ilə əlaqədar trustın rəhbərləri öz qısamüddətli borclarını qaytarmaq üçün akkreditivlərdən istifadə edərək borc almağa başladılar.

REİT prezidentinin sözlərinə görə “o zaman üçün bu ağıllı qərar idi”. Xoytun təhlili göstərirdi ki, fond bazarında baş verən ucqunun ardınca daşınmaz əmlakın dəyərinin dərin enməsi gözlənilir. Uzun sürən əziyyətdən sonra REİT iflasa uğradı.

1990-cı illərdə baş verən yapon daşınmaz əmlak bazarında qiymət “köpüyünün” partlayışının tarixi öz başlanğıcını 1950-ci illərdən götürür. Bu zaman ölkənin ümumdaxili məhsulu həm nominal, həm də real hesablamada II Dünya müharibəsinin sonundakı “alt” laydan qalxaraq, sürətlə artmağa başlayır (təkcə 1951-ci il ərzində əhalinin adambaşına düşən gəlirinin miqdarı Yaponiyada 1940-cı il səviyyəsinə qayıtdı). İxrac həm həcmə, həm də nomenklaturaya görə sürətlə artırdı. Bura mütəlif cür mallar – ucuz oyuncaqlar, parça, velosiped, motosikl, sonralar avtomobil, elektron cihazlar daxil idir. 1980-cı illərin birinci yarısında hökumət

maliyyə tənzimlənməsini ləğv etməyə başladı. Yaponiya Bankının iyena valyuta məzənnəsinin məhdudlaşdırılması üzrə fəal səyi 1980-ci illərin ikinci yarısında pul və kredit kütlələrinin həcmnin sürətlə artmasına gətirib çıxardı.

Daşınmaz əmlakın qiymətləri davamlı olaraq artırdı, lakin artımın sürəti ildən ilə dəyişirdi. Maliyyə tənzimlənməsi tədbirlərinin görülməsi nəticəsində 1950, 1960 və 1970-ci illərdə müəyyən edilmiş qiymətlə bank əmanətləri və digər aktivlər üzrə gəlirlər mənfi idi; nominal faiz dərəcəsi inflyasiyanın illik səviyyəsindən aşağı idi. Ölkənin altı iri şəhərinin yaşayış evlərinin dəyərində əsaslanaraq, yaşayış binalarının qiymət indeksi 1955-ci ildə 100 punktdan başlayaraq, 1970-ci illərin ortalarında 4,100 punkta, 1980-ci ildə isə 5,800 punkta çatdı. Daşınmaz əmlak sahibləri o dövrdə müsbət gəliri ilə öyünə bilən bəzilərləndən bir idilər. 1980-ci illər ərzində daşınmaz əmlakın qiyməti 9 dəfə artdı. Yaponiyada daşınmaz əmlakın qiymətinin ən yüksək həddə olduğu zaman ABŞ-dakı analoji daşınmaz əmlakın qiymətindən 2 dəfə artıq idi. Daşınmaz əmlakın dəyərinin miqdarı Yaponiyanın ümumdaxili məhsulunun həcmində nisbəti ABŞ üçün analoji göstəricidən 4 dəfə çox idi.

1949-cu ilin mayında Nikkei Yapon fond indeksinin hesablama qeydi 100 punktdan başlayırdısa, 1980-ci illərin əvvəlində bu göstərici 6,000 punkta çatdı. 1980-ci illərin ikinci yarısında səhmlərin kotirovkası sürətlə yuxarı qalxdı və 1989-cu ilin sonunda indeks 40,000 səviyyəsinə yüksəldi. Bu zaman ticarətin həcmi belə böyük sürətlə artmırdı. 1983-cü ildəki 120 mlrd. səhmlər 1989-cu ildə 280 mlrd.-a qədər yüksəldi.

Daşınmaz əmlak bazarında qiymətlərin artması səmlər bazarında bumu maliyyələşdirirdi. Qiymətli kağızlar birjasında sövdələşən emitentlərdən çoxu Tokionun və digər iri şəhərlərin mərkəzində torpaq sahələrinə malik, daşınmaz əmlak ticarəti ilə bağlı olan kompaniyalar idi. Daşınmaz əmlak bazarındakı bum və maliyyə sahəsində dövlət nəzarətinin ləğvi tikinti fəallığına gətirib çıxardı. Belə ki, banklar böyük miqdarda səhmlərin və daşınmaz əmlakın sahibi olduğundan bu aktivlərin qiymətinin artması həmin bankların buraxdığı səhmlərin və istiqrazların dəyərinin yüksəlməsi ilə nəticələnirdi. Banklar, adətən borcu təmin etmək üçün daşınmaz əmlakın girov qoyulmasını tələb edirdi. Beləliklə, daşınmaz əmlakın qiymətinin artması o demək idi ki, əmlak girovunun dəyəri

də böyüyür. Buna görə də, banklar öz maliyyə təməlini möhkəmləndirmək üçün Yaponiya, ABŞ və Avropadakı rəqiblərindən daha çox borc verməyə çalışırdı. İstehsal kompaniyaları çox vaxt daşınmaz əmlakla qoymaq məqsədilə borc vəsaitləri əldə edirdi. Bu onların polad, avtomobil və ya televizor istehsalından əldə etdiyi gəlir normasından bir neçə dəfə çox idi.

Kredit kütləsinin sürətlə artmasına dövlət tərəfindən maliyyə nəzarətinin ləğvi imkan yaratdı, hansı ki, xarici ölkələrin, xüsusilə ABŞ-ın təzyiqinə cavab olaraq həyata keçirildi. Amerika məmurları hər şeydən əvvəl öz kompaniyaları üçün daha əlverişli şərait yaratmağa çalışırdılar. Belə ki, həmin kompaniyalar Tokio bazarına daxil olmağa maneçilik törədən yapon təlimatlarının çoxluğundan şikayət edir, yapon firmalarının isə asanlıqla ABŞ-ın bazarlarına daxil olduğunu bildirirdilər. Təzyiqin ikinci səbəbi ondan ibarət idi ki, Amerika xəzinəsi yapon maliyyə müəssisələrinin simasında Amerika hökumətinin qoymətli kağızlarının alıcısını görmək istəyirdi ki, bu da ABŞ-ın büdcə defisitinin artması ilə əlaqədar lap yerinə düşərdi.

Dövlət nəzarətinin ləğvi mərhələli keçirdi. Bu islahatın gedişinin ən parlaq nümunəsi, yəqin ki, depozitlərə görə verilən faiz dərəcələrinin miqdarı üzrə dövlət nəzarətinin ləğvi prosesi idi. Belə depozitləri müəyyənləşdirən minimal hədd tədricən enirdi: 1986-cı ildə 1 mlrd. iyendən (3 aydan 2 ilə qədər müddətə qoyulan depozitlər üçün) 500 və 300 mln. iyenə qədər, 1987-ci ildə 100 mln. iyenə (1 ay müddətinə qoyulan depozitlər üçün), 1988-ci ildə 50, sonra isə 30 mln. iyenə, nəhayət 1989-cu ildə 10 mln. iyenə qədər aşağı düşdü. Bu prosesin erkən mərhələsində Yaponiya Bankı öz uçot dərəcəsini 1982-ci ildə 5.5%-dən 1983-cü ildə 5%-ə qədər, 1986-cı ilin əvvəlində 3.5%-dən bir il sonra 2.5%-ə endirirdi. 1986-cı ildə dərəcələrin azaldılması ABŞ-ın FRS və alman Bundesbankı tərəfindən eyni vaxta analoji üsulla aparılırdı. Lakin bunun ardınca əks proses başlandı, əvvəlcə ABŞ 1987-ci ilin ortalarında, daha sonra alman hökuməti 1988-ci ildə öz uçot dərəcələrini qaldırmağa başladı. Yaponiya Bankı o vaxta qədər gözlədi ki, 1989-cu ilin dekabrında bankın sədri vəzifəsinə Yasuki Miyeno seçilmədi, hansı ki, o, borclara görə daşınmaz əmlak girovu qoyuluşuna məhdudiyyətlər tətbiq etməyə başlamışdı. İflas 1990-cı ilin yanvarında başlayaraq öz sürətini

get-gedə artırdı. Sonra aydın oldu ki, bir sıra aparıcı banklar özlərinin ən yaxşı müştəriləri üçün kredit itkilərini ödəyərək, bunu saxta hesabatla örtbasdır edirdi.

Yaponiyada eyforiya müxtəlif sahələrə yayılırdı. Əsas kapitalla qoyulan investisiyaların bumu müşahidə olunurdu. Sanki German Kannın “Yapon super dövlətinin yaranması: çağırış və cavab” (1970) kitabında qabaqcadan verdiyi xəbər gerçəkləşirdi. Yapon kompaniyaları parlaq global gələcəyə hazırlaşdı. Tikinti bumu güllə kranlarının hər gün artan miqdarının hesablanması 20-30-cu mərtəbələrdə oturmuş ofis işçilərinin sevimli məşğuliyyətinə çevirdi. Qolf üçün yeni sahələr meydana çıxdı. Tokio dəmiryol stansiyasının yanında tikilmiş yeni ofis binası “Yüzilliyin Sakit okean gülləsi” adını aldı.

Səhmlərin kotirovkası 1989-cu ilin son ticarət günündə maksimum həddə çatdı, lakin sonra 1990-cı ildə 30% endi. Səhmlərin kotirovkasının enməsi o qədər ciddi idi ki, bazar yalnız 2002-ci ildə “dibə qədər” gedib çıxırdı. Daşınmaz əmlakın qiyməti daha asta, lakin əhəmiyyətli dərəcədə dəyişirdi. Aktivlərin dəyərinin enməsi onunla nəticələndi ki, bir çox maliyyə idarələri öz kapitallarını itirdilər və yalnız hökumətin gizli yardımının hesabına güclə saxlanmış oldular. Onlardan bəzilərinə öz fəaliyyətini dayandırmağa icazə verilmişdi (və ya əmr edilmişdi), lakin bütün hallarda buna görə heç bir əmanətçi zərər çəkmədi. Banklar fransız rəssamlarının minlərlə şəkilərinə sahib oldu. Qolf sahələr müflisləşdi.

İqtisadi artım tezliklə aşağı endi. İnflyasiya azalmağa başladı, 10 il sonra qiymətlər endi. Bankların “qabların bəzəyinə getmiş qızılları qaşımağa” heç bir imkanı yox idi. Kompaniyaların müflisləşməsi o demək idi ki, banklar girov qoyulmuş əmlakın sahibinə çevrilirdi və onlar bu əmlakı dempinq qiymətlərlə satmağa məcbur olurdular ki, bu da hələ “sağ” kommersiya kompaniyalarının vəziyyətini daha da mürəkkəbləşdirirdi. Beləliklə, iqtisadiyyat deflyasiya tələsinə düşdü və sərt pikeyə daxil oldu. Hər ay öz iflası haqda növbəti minlərlə kommersiya və istehsal müəssisələri xəbər verirdi. Üç iri kredit ittifaqı hökumət tərəfindən xilas edildi. Banklar və sığorta kompaniyalarının qarşısında duran kapitalın kifayət qədər olması problemi itkilərlə mürəkkəbləşirdi, hansı ki, bu müəssisələr öz investisiya portfellərindəki xarici aktivlərə görə (növbəti fəsil bu mözuya həsr edilir) bu itkiləri verirdi. Yaponiya üzrə iki

İqtisadi ekspert bu ölkəni gələcək onillikdə gözləyən mühüm problem şəklində - “borc, deflyasiya, defolt, demoqrafiya və iqtisadiyyatın dövlət tərəfindən tənzimlənməsinin ləğvini” qeyd edirdilər.

Pul siyasəti. Xammal və aktivlərin qiyməti

Xüsusən 1986-cı ildən başlayaraq Yaponiya Bankının uçot dərəcəsinə azaltması ABŞ və digər sənaye inkişaf etmiş ölkələrin təzyiqi altında baş verirdi. Bu şüurlu hərəkət idi, belə ki, o zaman Yaponiyada qiymətlər sabit idi. Yapon mallarının və xidmətlərin qiyməti iyanın bahalaşması hesabına olduğu kimi saxlanılırdı. 1985-ci ildə təxminən dollar 240 iyenə idisə, 1988-ci ildə dollar 130 iyenə nisbətə satılırdı. Milli valyutanın məzənnəsinin bahalaşmasına baxmayaraq, Yaponiya ticarət balansının profisitini saxlamağı davam edirdi. Lakin onun ölçüsü bir qədər kiçilmişdi.

Əsas məsələ ondan ibarətdir ki, Mərkəzi banklar aktivlərin qiymətinin sabitliyindən narahat olmalıdır. Mərkəzi bankların əksəriyyəti topdan satış qiymətlərdən, pərakəndə satış qiymətlərinin indeksi və ya ümummilli məhsulun deflyatorundan asılı olmayaraq, qiymət sabitliyini saxlamağı öz pul siyasətinin əsas məqsədi hesab edir. Pul siyasətində son əlamət “planlı inflyasiyadır” – Mərkəzi banklar inflyasiyanın artımını 2%-dən aşağı səviyyədə saxlamağa çalışır. Lakin əgər səhmlər və ya daşınmaz əmlak bazarında qiymət “köpüyünün” partlayışı baş versə, Mərkəzi bank aktivlərin dəyərində təsir etmək üçün tədbirlər görməlidirmi? Belə ki, qiymətlərin enməsi bankların kredit qabiliyyətinin aşağı düşməsinə gətirib çıxarır. Fikirlərdən biri ondan ibarətdir ki, qiymətlərin ümumi səviyyəsinin təhlili zamanı aktivlərin qiyməti nəzərə alınmalıdır, çünki effektiv bazar şəraitində onlar gələc qiymətlər və istehlak həcmi proqnozunu özlərində əks etdirir.

QLOBAL İNFEKSIYA BÖHRANA GÖRƏ GÜNAHIN BÖLÜŞDÜRÜLMƏSİ

Geniş yayılmış tarixi əyləncə hər hansı bir böhranda günahı olan ölkəni müəyyən etməkdir. Beləliklə, prezident Gerbert Quver 1930-cu illərdə baş vermiş böhranın səbəbini Avropanın kartellərində və “yaranmış problemləri həll etməyə cəsarətləri çatmayan dövlət xadimlərində” görmüşdü. Dünyada buğdanın, kauçukun, şəkərin, gümüşün, sinkin artıq istehsalı müşahidə olunmuşdu. Fridman və Şvarts iddia edirdilər ki, böhranın mənbəyi məhs Birləşmiş Ştatlardır, ona baxmayaraq ki, qızıl standart beynəlxalq maliyyə sistemini tamamilə zəiflətmişdi. Amerika fond birjasında baş verən iflas və 1930-cu illərin sonunda pul ehtiyatların tükənməsinə gətirən hadisələr buna ilkin təkan vermələrinə baxmayaraq, onlar əslində daxili xarakter daşıyırdı.

1937-ci ildə prezident Cekson o zaman başlanan böhranın günahını Birləşmiş Ştatlar və Böyük Britaniya doğurmuşdu:

Ölkələrimizdə baş verənlərdən sonra, çətin ki, kimsə ölkələrimizdə baş verən hadisələrin ilkin səbəblərinin oxşarlığını şübhə altına qoya bilər. Dünyanın iki aparıcı ticarət ölkəsi öz iqtisadi inkişaflarından bəhrələnidir, lakin birdən heç bir ölkə miqyaslı fəlakət baş vermədən, onlar çətinliyə düşmüşdü. Hər bir ölkədə kağız pulların və digər kredit vasitələrin artıqlığı, eyni möhtəkir canlılıq, oxşar xırda uğurlar və həmçinin, eyni problemlər və yaxınlaşan fəlakətin əlamətləri müşahidə olunmuşdur.

Ona baxmayaraq ki, 1850-ci illərdə 1836-1837-ci illərin hadisələrini Amerikada baş verdiyinə və yalnız ticarət əməliyyatlarda iştirak edən Avropa banklarına təsir etdiyinə görə “Amerika teşvişi” adlandırılmışdı, müasir iqtisadçılar qənaətə gəlirlər ki, “hər hansı böhranın ilkin səbəblərini bir konkret ölkəyə aid etmək cəhdləri” istənilən böhran təhlilinin ayrılmaz tərkib hissəsidir.

Birləşmiş Ştatları 1920-1921-ci illərin böhranında günahkar kimi göstərmək üçün, Fridman və Şvarts ölkədən qızılın çıxardılmasına istinad edirdilər. Digər müşahidəçi bu fikirlə razılaşmır:

Müharibədən sonrakı dövr ərzində baş vermiş böhranın ilkin səbəbləri nə ola bilər?.. Fikirləşirəm ki, bu sualın cavabı aşağıdakı kimi olmalıdır: bu dünyanın iki nəhəng ölkəsinin, ABŞ və Böyük Britaniyanın, məqsədyönlü siyasətidir. Birinciliyi hər hansı birinə vermək çox çətinidir. Əlbəttə ki, ilk siyasi addımlar İngiltərə tərəfindən icra olunmuşdur. Digər tərəfdən, ABŞ tərəfindən təşkil edilmiş tədbirlər də xüsusi çəkiyə malikdir.

Bir neçə böhran yalnız milli seciyəyə malik idi – 1869-cu ildə ABŞ-da baş verən “Qızıl təşviş”, 1878-ci ildə Böyük Britaniyada *City of Glasgow Bank*-ın müflisləşməsi, 1882-ci ildə Fransada *Union Generale*-nin batması, 1879, 1887 və 1908-ci illərdə Kanadada baş verən maliyyə böhranları, çox güman ki, Qərbi Avropanı, Skandinaviyanı və Birləşmiş Ştatları bağlayan pul axınları ilə əlaqəli idi.

Bəzi səbəblərə görə bir çox ölkələr qlobal maliyyə böhranlarından yaxa qurtura bilirlər. Beləliklə, Fransa 1873-cü ilnin böhranını hiss etmədi, çünki bu müddətdə Prusiyaya ödədiyi reparasiyalara görə 1871 və 1872-ci illərdə güclü deflyasiyaya məruz qalmışdır. Birləşmiş Ştatlar Avropanın kartof xəstəliyindən və Avropa buğda bazarında 1871-ci ildə yaranmış vəziyyətdən təcrid olunmuşdur, çünki o zaman Amerikanın ərzaq bazarı Avropa ilə sıx əlaqədə olmamışdı.

Lakin bir çox hallarda maliyyə böhranları bir ölkədən digər ölkəyə zəncirvari reaksiya formasında keçir. Jüqlyar, Mitçel və Morgenştern qeyd edirlər ki, maliyyə böhranları beynəlmiləl meyilə malikdir, bu zaman onlar ya bütün ölkələri birdən əhatə edir və ya tədricən öz əhatə dairəsini genişləndirərək hər dəfə daha çox ölkəyə zərər yetirir.

Ölkələr arasında iqtisadi əlaqələrin növlərindən biri arbitraj prinsipinə əsaslanır; bu prinsipə əsasən müxtəlif ölkələrdə eyni əmtəələrin qiymətləri arasında yaranan biləcək fərq həmin ölkələr arasında mövcud olan daşınma və gümrük xərclərindən artıq olmamalıdır. 1830-cu illərdə bir ölkədə pambığın qiyməti birdən qarxanda, bu məhsulun qiyməti digər ölkələrdə də artmışdır; eyni zamanda 1864-cü ildə pambıq qiymətinin enməsi digər ölkələrə də yayılmışdı. Dünyada məşhur olan məhsulun

qiymətinin enməsi – xüsusilə də, buğda və taxıl kimi geniş yayılmış məhsullar - bazar müvazinəti pozulması mənbəyindən uzaq olan ölkələrin müflisləşməsinə gətirib çıxara bilər. Milli bazarın buna qarşı reaksiyası onun həssaslığından və möhtəkir kredit alətlərindən, genişlənmə miqyasından asılıdır.

Müxtəlif ölkələrin fond bazarları da qarşılıqlı əlaqədədir, çünki burada satılan qiymətli kağızların kotirovkaları cari məzənnə ilə yerli valyutaya çevriləndə faktiki olaraq alınmış qiymətlər yerli qiymətlərə bərabər olmalıdır. Müxtəlif ölkələrdə birjaların siyahısına olan qiymətli kağızların kotirovkaları birlikdə artıb azalır. Daxili qiymətli kağızların qiymətləri bir çox hallarda psixoloji amillərə və kapitalın qısamüddətli hərəkəti nəticəsində faiz dərəcəsinin təbəddüdlərinə görə beynəlxalq bazarların dinamikasına uyğun dəyişir.

1929-cu ildə bütün fond birjalı birdən iflar olmuşdur. Tarix yenidən 1987-ci ildə təkrarlandı, bu zaman enmələr bütün fond birjalarında müşahidə olunmuşdur (istisna yalnız artıq qiymətləndirilmiş Yaponiya fond birjası olmuşdur). Ona baxmayaraq ki, 1980-1990-cı illərdə milli maliyyə bazarları əvvəlki dövrlərlə müqaisədə daha integrasiya olunmuşdur, 1920-ci illərdəki qiymətlər də yüksək korrelyasiya ilə seçilirdi. Müxtəlif ölkələrdə səhm məzənnələrinin güclü korrelyasiyasına görə riskərini azaldmaq məqsədilə fərqli bazarlarda qiymətli kağızları alan bir çox investorlar gözlədiklərindən daha az riks ixtisarlarına malik olmuşdu.

Səhm kotirovkalarında baş verən dəyişikliklər əhəmiyyətli olmadıqda, beynəlxalq korrelyasiyanın əlamətləri bir o qədər də gözə çarpmır. Və əksinə, qarşılıqlı əlaqə səhm məzənnələrinin çox dəyişməsi nəticəsində daha çox hiss olunur.

Məlumdur ki, müxtəlif ölkələrdə səhm kotirovkaları arasında qarşılıqlı əlaqəni müəyyən edən korrelyasiya modeli bir qədər assimetrikdir. Amerika səhmlərinin kotirovkalarında baş verən dinamika digər ölkələrdə səhm məzənnələrinə daha çox təsir edir, nəyinki həmin xarici ölkələrdə baş verən proseslər Amerika qiymətli kağızların kotirovkalarına. 1990-cı illərin əvvəlində Tokio birjasında kütləvi şəkildə qiymətlərin enməsi zamanı, Amerika bazarında səhmlərin qiymətləri əminliklə artmışdır. Lakin 2001-ci ildə Amerika qiymətli kağızların endiyi zaman,

eyni tendensiya həm Tokio, həm Londonda, həm də Frankfurtda müşahidə olunmuşdur. 1994-1995-ci illərin Meksika böhranı (o “tekila böhranı” adlandırılmışdı) əksini Braziliya və Argentina bazarlarında tapılmışdı. Bu əlaqənin səbəbi Latın Amerika səhmlərin alınmasından çəkinən Amerika investorlarının ehtiyatlılığı idi. 1997-ci ilin iyul ayının əvvəlində tay batının devalvasiyası “epidemiya effektini” yaratmışdır, nəticə etibarilə, növbəti 6 ay ərzində qonşu Asiya ölkələrində də milli valyutaların devalvasiyası müşahidə olunmuşdur, sondə isə həmin infeksiya Rusiya və Braziliyaya çatmışdır.

Keçici mexanizmlər

Bum və təşviş bir ölkədən digərinə bir neçə üsulla keçir: xammal məhsulların və ya qiymətli kağızlarla arbitraj sazişləri; istənilən formalarda (metall pullar, bank əmanətləri, veksellər) pul vəsaitlərinin hərəkəti; pul-kredit hökumətlərinin qarşılıqlı əlaqəsi; və həmçinin, qonşu ölkələrdə baş verən hadisələrə insanların psixoloji reaksiyaları.

Müxtəlif ölkələrin milli bazarları bir-birilə pul hərəkətləri ilə əlaqəlidir. 1960-cı illərin axırlarında 1970-ci illərin əvvəllərində Birləşmiş Ştatlarda baş verən inflyasiya ABŞ-dan Almaniyaya, Yaponiyaya və bir sıra ölkələrə pul axınlarının getməsi ilə nəticələnmişdir. Nəticə etibarilə, bu ölkələrdə pul kütləsinin artması ilə inflyasiya da artmışdır. Kapital hərəkəti müharibələr, inqilablar, texniki yeniliklər, yeni bazarların, xammal mənbələrin kəşvi, iqtisadi artımlarda və ya pul, vergi siyasətinin dəyişməsinə olan reaksiya ola bilər. Müxtəlif ölkələrdə dövlət mülkiyyətində olan əmlakın özəlləşdirilməsi bir çox hallarda xarici alıcıları cəlb edir. Kapital o zaman hərəkətə gəlir ki, bazarda bu və ya digər milli valyutanın “səhv qiymətləndirilməsi” baş verir.

Gəlin valyuta məzənnəsinin artması ilə əmtəə bazarında deflyasiya (və ya valyutanın dəyərsizləşməsi ilə əmtəə bazarında inflyasiya) arasında əlaqəyə baxaq. Milli valyutanın bahalaşması idxal olunan məhsulların qiymətlərinin enməsi və həmçinin, maliyyə şirkətlərinin iflasına və kapitalın itməsi ilə nəticələnir. Yapon yenin artması Yaponiyada satılan idxal mallarının təzyiqini azaltmışdır. 1930-cu illərin əvvəllərində Argentina, Uruqvay, Avstraliya və Yeni Zelandiyanın milli valyutalarının

devalvasiyası Birləşmiş Ştatlarda taxıl qiymətlərinin enməsinə təsir etmişdir, bu isə, öz növbəsində, fermerlərin müflisləşməsinə və Missuri, İndiana, İllinoys, Ayova, Arkanzas və Şimali Kaliforniya kimi fermer ştatlarda bank defoltlarına gətirmişdir.

Bum və depressiyaların beynəlxalq xarakteri digər səbəblərlə izah oluna bilər. Bir ölkədə iqtisadi bum həmişə xarici kapitalı cəlb edir. Nəticə etibarilə, bir ölkədə baş verən iqtisadi canlanma əvvəllər digər ölkələrə axan pul kütlələri tükəndirə bilər. Belə ki, 1972-ci ildə Berlin və Vyana Amerika iqtisadiyyatını maliyyələşdirməkdən imtina etmişdir, eyni zamanda, 1928-ci ilin birja bumu Almaniyada, Avstriyada və Latın Amerikasında buraxılan istiqrazların alınmasını və kreditlərin verilməsini xeyli azaltmışdır, bu amil həmin ölkələrin iqtisadiyyatlarını 1929-cu illərdə fond birjanın dağılması zamanı iflas vəziyyətinə gətirmişdir. Eyni ilə, 1982-ci ildə Meksikada, Braziliyada və Argentinada sindikat kreditlərinin iflası həmin ölkələrin valyutasının devalvasiyasına gətirib çıxarmışdır.

1980-ci illərin sonlarında daşınmaz əmlak üzrə qiymətlər və səhmlərin məzənnələri Skandinaviya ölkələrində sürətlə artmışdır. 1980-cı illərin ikinci yarısında Norveçdə həmin aktivlərin qiymətləri iki qat, İsveçdə və Finlyandiyada beş qat artmışdır.

1980-cı illərdə Tokioda qiymətli kağızların və daşınmaz əmlak üzrə qiymətlərin artması yaponlar tərəfindən Nyu-Yorkda Mayami kimi qəbul edilən Havay adalarında daşınmaz əmlak bazarına təkan vermişdir. Yapon turistləri Havay adalarına tez-tez gəlirdilər, bəziləri yerli əhali ilə ailə qururdular və Havay adalarında özlərinə ikinci ev alırdılar. Yapon şirkətləri Havayda adalarında otellərin tikilməsi üçün torpaq sahələri almışdılar. Əmlakın qiyməti o qədər artmışdı ki, otellər öz kapital xərclərini ödəmək üçün bir gecə qalmaq haqqını 800 dollara qədər artırmağa məcbur olmuşdular. Lakin Yaponiya bumu sonu çatdıqdan sonra Havayda adalarında “itirilmiş onillik” adlanan durğunluq dövrü başlamışdır.

Xarab olmuş qəpiklərin” böhranı

Maliyyə tarixinin bu epizodu onunla maraqlı idi ki, bu böhran yalnız metal pullara təsir etmişdir və bank kreditlərindən tamamilə yan keçmişdir. Şahzadələr, keşislər, episkoplar və hətta Roma imperatoru pul dövriyyəsinə buraxdıqları pulların keyfiyyətini aşağı salmaqdan çəkinmirdilər (qəpiklərin tərkibində qiymətli metalların xüsusi çəkisini azaltmaqla və həmin qəpiklərin nominal qiymətlərini artırmaqla). Bu hökmdarlara çox vaxt hərbi hərclərin artması ilə əlaqədar öz xəzinələrini doldurmağa imkan vermişdir. 1616-cı ildə Avropada Otuzillik müharibə başlamışdır. İlk əvvəllər “qəpiklərin tərq edilməsi” yalnız daxili bazar üçün istifadə olunmuşdur. Sonralar həmin qəpikləri digər ölkələrə və əyalətlərə çıxarıb orada bu prosesdən xəbəri olmayan adi insanlarla tam dəyəri olan əsl qəpiklərə əlverişli şərtlərlə dəyişmək ideyası meydana gəlmişdir. Nəticə etibarilə, bu prosesdən zərər çəkmiş əyalətlər müdafiə tədbiri kimi öz qəpiklərində də qiymətli metalların çəkisini azaltmalı və zərərlərini digərlərinə ötürməli oldular. Beləliklə, dövlət xəzinələrində yüngünləşdirilmiş qəpiklərin istehsalı tam həcmdə başlanmışdır.

“Qəpiklərin tərq edilməsi” elə bir miqyas almışdı ki, əldə olan qəpiklər, demək olar ki, öz dəyərlərini tamamilə itirmişdir; uşaqlar onları küçələrdə öz oyunlarında istifadə etməyə başlamışdılar.

Bəzi mənbələr qeyd etmişdi ki, qonşu ölkələrə saxta pulların axını İtaliyadan başlamışdı, episkop Çurskidən isə saxta pullar cənubi Almaniyaya getmişdir. Lakin həmin mənbə qeyd edir ki, Strasburqu özünə daxil edən Yuxarı-Reyn əyalətində qəpiklərin saxtalaşdırılması böyük miqyas almışdır. 1660-cı ildə kiçik həcməldə başlayan bu proses, 1618-ci ildə artıq iri miqyas almışdı və tədricən Almaniyaya, Avstriyaya, Polşaya və sonralar Macarıstan və Çexoslovakiya ərazilərinə də yayılmışdır; bəzi mənbələrə görə isə bu proses Rusiyadan Yaxın və Uzaq Şərqi qəlib çıxmışdır.

Missisipi və Cənub Dənizi şirkətlərinin “köpükləri”

Eykerman 1720-ci ildə baş verən böhranı ilk beynəlxalq böhran adlandırmışdır, çünki 1717-1720-ci illərdə Fransada və Böyük Britaniyada

yanarmış möhtəkir təşviş Hollandiya, şimali İtaliya şəhərlərinə və hməçinin Hamburqa təsir etmişdi. Missisipi və Cənubi dənizlər şirkətlərinin qiymət “köpükləri” bir-biri ilə müxtəlif yollarla əlaqəli idi. Artıq 1717-ci ildə Britaniyalı investorlar Con Lou banklarının və *Pue de Quincampoix* şirkətinin səhmlərinin Parisdə satışını diqqətlə izləmişdirlər. 1719-cu ilin may ayında İngiltərənin Parisdəki səfiri Şotlandiyadakı qohumları və dostları tərəfindən Missisipi şirkətinin səhmlərinin alınmasına dair məktublar almışdı. Otuz min xarici həmin səhmləri şəxsən almaq üçün Parisə gəlmişdir. May ayında səfir Steyer öz hökumətini Con Louya rəqəbət gəlmək və İngiltərədən Fransaya pul axınlarını dayandırmaq üçün tədbir görməyə çağırırdı. Lou tərəfindən yaranmış sistem 1719-cu ildə pik nöqtəsinə çatanda, hersoq Çandossi kimi bəzi möhtəkirlər Cənub Dənizlər şirkətinin səhmlərini sataraq Missisipi şirkətinin səhmlərini almışdılar.

Britaniyalı möhtəkirlər Parisdə Missisipi şirkətinin səhmlərini aldıkları bir müddətdə, bir çox avropalılar Londonda Cənub Dənizlər şirkətinin səhmlərini əldə etməyə çalışırdılar. Ser Teodor Yanssen həmin səhmlərin Cenevrədən, Parisdən, Amsterdamdan və Haaqadan gələn alıcılarının siyahısını aparmışdır. Fransa investorlarından biri bankir Martin idi, bu insan Çarlz Makkey adı altında 500 funt sterlinq məbləğində səhmlərin alınmasına imza atmışdır və həmin sənədə belə bir ifadə yazmışdır: “Bizi əhatə edən dünyanın ağı başından gedəndə, biz də ona müəyyən dərəcədə oxşar olmalıyıq”. İctimai kapitaldan 200 000 funt səhmlərə qoyan və bəzi uğurlu insanlar kimi onlardan can qurtara bilən Bern kantonu 2 milyon funt məbləğində gəlir əldə edə bilmişdir.

Amsterdam öz London və Paris alışlarından da gəlir əldə edirdi. Hollandiyalılar Missisipi şirkətinin səhmlərini vaxtında sata bilmişdilər və böhran zamanı digərlərindən az itirmişdilər. 1720-ci ilin aprel ayında Devid Lyuv bir qədər əvvəl ona məxsus Cənub Dəniz şirkətinin səhmlərini satıb və İngiltərənin Dövlət Bankının və İst-hind şirkətinin səhmlərini əldə etmişdir. Həmin ayın sonunda hollandiyalı bankir Krellius hiss etmişdir ki, birja bazarında baş verən proseslər “ağılsızları birdən küçəyə buraxılmasına” bənzəyirdi. İyun və iyul aylarında Böyük Britaniya və Amsterdam arasında sərnəşin gəmiləri işləyirdi, və 16 iyulda 80 yahudi, presviterian və anabaptist kontinental sığorta şirkətləri hesabına gəlirlərini

artırmaq məqsədilə Hollandiya və Hamburq tərəfə səfərə yola düşmüşdülər.

1720-ci ilin payız aylarında həm Britaniya, həm də Avropa maliyyə iflasına düşər olmuşdur. Fransalı bankir Semuel Bernar Londona orada Cənub Dənizlər şirkətinin səhmlərini satmaq və əvəzində ölkəsinə qızıl gətirmək məqsədilə göndərilmişdir. Hollandiyanın bankları “əməliyyatlarını birdən dayandırmaqlı, avans ödənişləri geri çağırmaqlı, verilmiş kreditlər üzrə uzadılmalardan imtina və girovda olan səhmləri satmaqlı olmuşlar”. Aprel ayında, Cənub Dənizlər şirkətinin səhmləri bahalaşan dövrdə, 35.4 36.1 quldenə qədər bahalaşan funt sterlinq, 1 sentyabr tarixinə 33.9 quldenə qədər enmişdir, çünki “xaricilər İngiltərənin qiymətli kağızlarına olan maraqlarını itirmişdilər”. Lakin təşvişin ən qızmaq vaxtında mübadilə məzənnəsi 35.2 quldenə qədər artmışdır.

1763-1819

1763-cü ilin böhranı londondan başlamaqla öz əhatə dairəsinə Hollandiyanı, Hamburqu, Prusiyanı və Skandinaviyanı salmışdır. Yeddillik müharibədə qarşı tərəf kimi çıxış edən Fransa böhrandan zərər çəkmədi. Corc Çalmers iddia edirdi ki böhranın səbəbi Birləşmiş Ştatlarda torpaq sahələrinin möhtəkir sazişlərə cəlb edilməsi idi, lakin digər subutla bunu da təstiq etmirlər. Amsterdam britaniyalılar tərəfindən yönəldilən ödənişlər üçün vasitəçi rolunu oynayır, hollandiyalılar isə krediti Britaniyanın dövlət istiqrazlarına və Stokholm, Hamburq, Bremen, Leypsiq, Aton, Lübek, Hopenhagen və Sankt-Peterbuq ticarət evləri tərəfindən imzalanmış “dost veksellərinə” sərmae qoyurdular, bu isə, öz növbəsində, zəif əsasları olan nəhəng kredit binasının tikilməsinə bənzəyirdi. Amsterdamda “dost vekselləri” ilə birlikdə əmtəə müqavilələri ilə təmin olunmuş veksellər də dövriyyəyə buraxılmışdır. Müharibə bitdikdən sonra xammal əmtəələrin qiyməti düşəndə isə (xüsusilə də, şəkər tozunun qiyməti, çünki Fransa Vest-Hindistandan idxal bərpa olunmuşdur) veksellər ödənişsiz qalmışdır. Hamburq Amsterdam ticarət evlərini *DeNeufvilles* bankı dəstək almadığı tədqirdə ödənişlər dayandırılacağı haqqında xəbərdar etmişdir. Bir ünvana məktub çox gec çatmışdır. Digəri dedi ki, ləkələnmiş adı olan bankı dəstəkləyə bilməz. Nəticə etibarilə *DeNeufvilles*

bankı iflas elan edilmişdir və öz kreditorlarına borcunun yalnız 70%-ni ödəyə bilmişdir, lakin bunun haqqında məlumat həmin bankın kreditorları ilə 60% borcunun ödənilməsi haqqında razılığa gəldikdən sonra elan edildi. Nəticə etibarilə, hamburq kreditorları heç olmazsa bu məbləği əldə etmək üçün 36 il gözləməli oldular. Sonuncu nöqtəni Prusiya kralı II Fridrix öz hərbi xərclərini ödəmək üçün 1759-cu ildə gümüş qəpiklərin “tərq” etməyə başlayanda qoymuşdur. O, bütün köhnə qəpiklərini yığıb yenilərini Amsterdamda kreditin əvəzinə hazırlatmışdır. İstehsal üçün dövriyyədən çıxarılan qəpiklər pul kütləsinin azalmasına görə kreditə deflyasiya təzyiqi göstərmişdir.

London Amsterdama kömək etmək məqsədilə Hollandiyanın Rusiya və Skandinaviya ilə ticarət və maliyyə sazişlərin bir hissəsini üzərinə götürmüşdür. Bütün ziddiyyətlərə baxmayaraq, kral Fridrix Berlin ticarətçilərinə kömək etməyə məcbur idi, çünki onların vekselləri protest olunmuşdur. İsveç ticarət evləri 1762-ci ilin payızında hesablarının Amsterdamda ödənilmədiyindən şikayətlənirdilər. Görəsən, Amsterdam öz maliyyə sistemini Britaniya qiymətli kağızların satışı vasitəsilə xilas etmək istəyirdi? Vilson iddia edirdi ki, Amsterdam məhs bu yolla böhranı Londona ixrac etmişdir. Karter, öz növbəsində isə iddia edirdi ki, o bu kimi satışların mövcud olmasını təstiq edən bir sənəd tapa bilməmişdir.

1772-ci ildə böhran Şotlandiya və Londondan Amsterdama və sonralar Stokholma və Sankt-Peterburqa yayılmışdır. Parisdən Londona kütləvi şəkildə metal pulların axınları 1792-ci ildə “terrorun hökmranlığı” müddətində (pik nöqtəyə terror 1793-cü ildə kral XVI Luinin başı kəsildikdə müşahidə olunmuşdur) provinsial banklar ətrafında təşviş artmışdır. Metal pulların axınının istiqaməti yalnız 1797-ci ildə dəyişmişdir, onda pul-kredit sistemində hər hansı səliqə yaranmağa başlamışdır.

1810-cu ilin Britaniya böhranı lokal xarakter daşıyırdı: Britaniya ixracatçıları ilk əvvəllər Braziliya ilə satışlarla ağ etmişdirlər, sonralar isə blokadaya görə Baltik dənizə çıxışları məhdudlaşdırılmışdır. Bu böhranın sədası sonralar Hamburqa və Nyu-Yorka qədər çatmışdır.

1816 və 1819-cu illərdə baş vermiş böhranın beynəlxalq aspektləri 1814-cü ildə müharibənin qurtarmasından sonra açılmış perspektivlər və kontinental Avropada Britaniya malların satışının artması ilə izah olunmuşdur. “Ağılsız ixrac”, Cənub Dəniz və Missisipi şirkətləri ətrafında

bum dövrü sonralar bitmişdir. Qiymətlər düşdükdən sonra, yükdaşımlar Şimali Amerikaya yönəlmişdir və nəticə etibarilə ABŞ-da 1816-cı ildə gömrük rüsumları tətbiq edilmişdir. Nəticədə böyük depressiya dövrü başlamışdır. 1818 və 1819-cu illərdə sıx iqtisadi əlaqələrlə bağlı olan təşviş Atlantikanın hər iki tərəfində müşahidə olunmuşdur. Britaniyada 1819-cu ildə baş verən böhran 1818-ci ildə ticarət möhtəkirliklərdən dərhal sonra başlamışdır. 1819-cu il kağız pulların metal pullata dəyişdirilməsi və Mançester fəhlələrinin və onların ailə üzvlərinin dövlət mühafizə orqanları tərəfindən öldürülməsi ilə yadda qalmışdır, onda 8 nefer qətlə yetirilmişdir; Smart o ili “faciə ili” adlandırmışdır. Amerikada təşvişi öz filialları vasitəsilə əlində olan dövlət öhdəliklərinin ödənməsini tələb edən *Second Bank of the United States* salmışdır. Burada söhbət Avropada 1803-cü ildə Fransadan Luizana ştatını almaq məqsədilə alınmış kreditlərin ödənilməsi üçün tələb olunmuş 4 milyondan gedir. Lakin *Second Bank* özü-özündə 1811-ci ildə bağlanmasıdan sonra 1817-ci ildə bərpa olunmuş “köpük” idi. Bank pulgir direktorlar tərəfindən idarə olunurdu, onlar səhmlərin ödənişi kimi adi veksəl alırdılar, inhisarın qarşısını alan qanun tələblərindən yan keçmək üçün səhmləri müxtəlif adlara qeydiyyatla alırdılar, qiymətli kağızlar müqabilində kredit və ya bank səhmlərini verirdilər, hətta həç bir əmlak təminatı olmadan müştərilərin kredit limitini aşmağa imkan yaradırdılar. Xammond qeyd etmişdir ki, XVIII əsrdə müşahidə olunan sahibkarlıq inkişafının sabit templəri həmin dövr ərzində sürətlə varlanmaq həvəsi ilə əvəz olunmuşdur, ən böyük həvəskarlar isə *Second Bankın* idarə heyətində əyləşmişlər.

1825-1896

1825-ci ilin böhranı, əsasən Böyük Britaniyanı və Cənubi Amerikanı əhatə etmişdir, eyni zamanda o, Fransaya da təsir etmiş və Parisdə 1828-ci ildə baş verən təşvişə səbəb olmuşdur. 1825-ci ilin dekabr ayında başlayan Britaniya təşvişi kontinental satışların həcmi azaldaraq Parisdə, Lionda, Leypsiqdə və Vyanada bütün banklara neqativ təsir göstərmişdir, bu isə, öz növbəsində, İtaliya və digər asılı bazarlarda tələbin azalmasına gətirmişdir. Ən acınacaqlı vəziyyət geyim istehsalı üzrə ixtisaslanmış

Elzas rayonunda müşahidə olunmuşdur. Nağd pulların çatışmazlığına görə şirkətlər ümumi həcmi 9-16 milyon frank təşkil edən veksellərdən istifadə etmişdir. 1827-ci ilin dekabr ayında bu sistem dağılmışdır, çünki Paris bankları Elzas qiymətli kağızlarını qəbul etməkdən imtina etmişdirlər. Həmin dövrdə Cənubi Amerika qiymətli kağızların alınmasına görə əmələ gələn London böhranı Avropaya təşrif buyurmuşdur.

Eykerman 1825 və 1836-cı illərin böhranlarını “ingilis-amerikan” adlandırmışdır, baxmayaraq ki, 1847-ci ilin böhranı ingilis-fransız olmuşdur. Lakin ingilis-amerikan böhranları da biri-birindən fərqlənmişdir: 1825-ci ilin böhranı ingilis-cənub amerikalı olmuşdur, 1836-cı ilin iflası isə ingilis-amerikan iqtisadi münasibətinin nəticəsi idi. Bundan başqa, 1836-cı ilin böhranı müqaisədə daha acınacaqlı vəziyyət yaratmışdır.

Əvvəllər qeyd olunduğu kimi, prezident Cekson 1836-1839-cu ilin böhranına görə həm İngiltərə, həm də Amerika bərabər məsuliyyət daşımalıdır, eyni zamanda Metyuz hesab edirdi ki, ilkin səbəbin araşdırılması əhəmiyyətsiz məsuliyyətdir.

Hər iki ölkədə pul-kredit genişlənməsi tamamilə müxtəlif ssenari üzrə getmişdir. Başlanmış gümüş ixracına görə Amerika bankirləri hətsiz dərəcədə böyük riskləri üzərlərinə götürmüşdülər, İngiltərədə isə 1826 və 1833-cü illərdə qəbul edilmiş yeni qanunlardan sonra yeni səhmdar banklar yaranmağa başlamışdır. Britaniyalılar pambıq, pambıq məmulatları və dəmiryol şirkətlərin səhmlərini mühtəkir əməliyyatlarında istifadə edirdilər, ABŞ-ın mühtəkir təşvişi isə əsasən pambıq və torpaq sahələri (xüsusilə də pambıq əkini üçün yararlı olan sahələr) ətrafında müşahidə olunurdu. Bundan başqa, Birləşmiş Ştatlara gedən Britaniya ixracı İngiltərənin ingilis-amerikan ticarət evləri tərəfindən maliyyələşirdi.

Böhran heç bir halda sırf ingilis-amerikan daxili problemi deyil idi, baxmayaraq ki bu məsələ çox vaxt məhs bu kontekstdə müzakirə olunurdu, hətta hesab olunurdu ki, bu münasibətlər İngiltərənin Dövlət Bankının diskount siyasətinə təsir etmişdir. Xoutri bəyan etmişdir ki, 1836-1837-ci illərdə Böyük Britaniyada başlanmış böhran əvvəlcədən Birləşmiş Ştatlara, sonralar 1838-ci ilin may ayında İngiltərə özünə gələndən sonra, böhran Belçika, Fransa və Almaniya ərazilərinə daxil olmuşdur, 1839-cu ildə yenidən Böyük Britaniyaya və Birləşmiş Ştatlara qayıtmışdır. Birləşmiş Ştatlarda yaranmış böhran birbaşa idxalın azalması, qiymətlərin

enməsi və mövcud olan maliyyə əlaqələri vasitəsilə Almaniya və Fransaya təsir etmişdir. Beləliklə, birdən satış həcmlərinin azalmasına görə Fransanın Lion şəhəri dərhal böhranın təsirini hiss etmişdir. Böhrandan əvvəl Amerika tələbi Frankfurtda və Leybsiqdə aparılan uğurlu ticarətin təminatı idi. Əsasən Londonda əməliyyatlar üçün vəsait axtaran Parisdəki Amerika broker firmaları və həmçinin Londondan maliyyəyə arxayın olan Samuel Uels artıq 1837-ci ildə müflisləşmə təhlükəsi ilə üzləşmişdir. Fransa bankı *Maison Hottinguer* Amerika bankiri Nikolas Biddla pambıq bazarında korneri maliyyələşdirməyə dəstək olmuşdur, həmin ildə ingilis-fransız baykotuna görə korner tamamilə iflas olmuşdur. Bundan başqa, Fransa Bankı İngiltərənin Dövlət Bankına da dəstək göstərmişdir. Beləliklə, 1830-cu illərdə Böyük Britaniya, Birləşmiş Ştatlar və Fransa arasında mürəkkəb transatlantik ticarət, qiymət və maliyyə əlaqələri mövcud idi.

1847-ci ilin yanvar ayında Londonda dəmiryolların səhmlərinin alınması ilə əlaqədar yaranmış mürəkkəb maliyyə durumu yayda böhrana çevrilmişdir. Eykerman iddia edirdi ki, bu hadisə sırf ingilis-fransız xarakter daşıyırdı, lakin onun nəticələri ingilis-Hindistan ticarət münasibətlərə təsir etmişdir, onun nəticələrini Hollandiyada, müəyyən dərəcədə Almaniya və hətta ABŞ-da hiss etmişdirlər. Yayılmış böhranın miqyasını daha yaxşı Evans tərəfindən hazırlanmış hesabatdan anlamaq mümkündür, həmin sənəddə iflas olmuş bankların siyahısı verilmişdir, lakin bankların ölçüləri və vəsaitlərin həcmi qeyd olunmamışdır. Çox güman ki, İngiltərə üzrə bu məlumatlar daha dəqiqdir, çünki digər ölkələr üzrə yalnız iri iflaslar qeyd olunmuşdur. Ciddi çatışmazlıqlara baxmayaraq, cədvəl 7.1 həmin dövrdə böhranın “dağıdıcı dalğasının” ölkərə necə yayıldığını təsvir etməyə kömək edir. Buradan görünür ki, Londonu nəzərə almasaq, Fransa və Almaniya baş verən inqilablar bitdiyi müddətdə (1848-ci ilin mart və aprel aylarında) böhranı demək olar ki, yekunlaşmışdır.

Cədvəl 7.1 1847-1848-ci illərdə baş vermiş böhran dövründə
şəhərlər üzrə müflisləşmələrinin siyahısı (sayı)

Şəhərlər	1847					1848								
	Avq	Sent	Okt	Noy	Dek	Yan	Fev	Mar	Apr	May	İyun	İyul	Avq	Okt-Dek
London	11	19	21	25	7	3	7	3	1	8	2	1	1	1
Liverpul	5	4	28	10	4		3						1	
Mançester		6	11	8	1				1					
Qlazqo	2	4	6	9	7	6				1				
Böyük Britaniyanın digər şəhərləri	2	4	16	7	7	2		1	1					1
Kalkutta					1	11	5		1	2				1
Britaniya İmperiyasının digər şəhərləri											1	2	1	4
Paris		1				2	1	14	2					
Havr				1			1	5	2					
Marsel		1			1	1		2	13					
Fransanın digər şəhərləri			2			1		1		1	1			
Amsterdam				3	1	1		14	4		1			
Hollandiyanın digər şəhərləri	1		1	4				4		1	1			
Hamburq	1			2		1			7	4	3	1		
Frankfurt					3	1			1					
Berlin								3	4	1				
Almaniyanın digər şəhərləri		2			1		1		6					
İtaliya		3		7	1									
Avropanın qalan ölkələri		1		3	2	1	1		1	1				
Nyu-York		1		3	1				1	5				4
ABŞ-ın digər şəhərləri														7
Dünyanın qalan ölkələri		1			1					2	1			2

Mənbə: siyahı D. Moryer Evans tərəfindən hazırlanmışdır. (D.Morier Evans, *The Commercial Crisis, 1847-48*, 1849; Reprint nəşriyyatı, Nyu-York: Oqastus M. Kelli, 1969), s. 69, 74, 91-2, 103-4, 105-6, 112-13, 118-20, 123, 127.

29 mart 1848-ci ildə *Schaaffhausen Bank of Cologne*-nin müflisləşməsi alman bank işinin inkişafında böyük rol oynamışdır. Kreditin genişlənməsinə qarşı çıxan siyasətinə baxmayaraq, Prussiya hökuməti bankı səhmdar cəmiyyətinə çevirməklə onu iflasdan qurtarmışdır; bu hadisə 1850-ci illərdə alman bankların sürətli inkişafına və iqtisadi artıma səbəb olmuşdur. Köln Qanza şəhəri olduğu üçün adı çəkilən bank, çox güman ki, Evans qeyd etdiyi London-Amsterdam-Hamburq-Bremen-Havr-Marsel ticarət-bank sisteminə daxil olmuşdur. Tarixçilərdən biri qeyd edirdi ki, Köln Hollandiya, Branbaton, Fransa şərqi, şimali Almaniya arasında keçid nöqtəsi idi və 1825-ci ildə Britaniyada baş verən böhran nəticəsində bu şəhər kütləvi iflaslar yaşamışdır. Həmin mənbə qeyd edirdi ki, Latin Amerikasından dərinin ixracının maliyyələşdirmədə iştirak istisna olmaqla, bank maliyyənin əsas hissəsi yerli ağır istehsalın dəstəklənməsinə yönəlmişdir. Yoxan Volter və Abraxam Şaaffhauzen dəri alverçiləri kimi başlamışdılar, onlar əvvəlcə dərinin Amsterdamdan sonralar isə birbaşa Latin Amerikasından İspaniyaya dəri idxal etmişdir. Kiçik Abraham ticarətçi, komissioner, ekspeditor və beynəlxalq əlaqələri olan bankir idi. Lakin 1848-ci ildə baş verən hadisələr əsasən Kölnə daşınmaz əmlaka qoyulan sərmayələrin maliyyələşdirilməsi ilə əlaqəli idi. Bank aktivlərinin dördü bir torpaqdan və bir tikinti müəssisəsinə verilən kreditlərdən ibarət idi, həmin tikililərin ümumi həcmi 1,6 mln. taler təşkil edirdi, eyni zamanda bankın nizamnaməsi 1,5 mln. taler qiymətləndirilmişdir. Sosial təşvişlərin genişlənməsi ilə daha çox əmanətçilər öz əmanət hesablarını bağlamağa və pullarını nağd şəkildə saxlamağa başlamışdılar. Buna davam gətirmək üçün bank əvvəllər hollandiyalıları partnyorlardan, sonralar isə Prussiya Bankın *Prusian Seehandlung*-un iki filialından və Prussiya lotareyasını keçirən agentlikdən kömək istəməli oldu. *Schaaffhausen'scher Bankerverein* bankın səhmdar banka çevrilməsinə, bəlkə də, səbəb bankların tikinti sahələrinə və möhtəkir aktivlərə kapital qoyulmasına qadağa idi.

1857-ci ildə təşviş gətirən bum bütün dünyanı əhatə etmişdir. Kaliforniyada (1849) və Avstraliyada (1851) qızıl yataqlarının tapılması bu ölkələrə ixracın və Avropa ilə Birləşmiş Ştatlarda kredit bazasının artmasına gətirib çıxarmışdır. Hindistanda idxaldan daha çox ixracın olması faktı, həmin ölkəyə ABŞ-la birlikdə Böyük Britaniyadan kapital

axınına gətirib çıxarmışdır, maraqlı fakt odur ki, Hindistan pullarını böhrana bürünmüş Avropaya qoymamışdır. Tədiyyə balansının aktiv saldosu Avropada yenidən tapılmış qızılla dəyişən gümüşlə ifadə olunmuşdur. Həm Avropada, həm Birləşmiş Ştatlarda dəmiryol və bank bumu müşahidə olunmuşdur. Kredit bazasının genişlənməsində ticarət və sənaye şirkətləri kreditlərlə təciz edən Böyük Britaniya, Almaniyanın səhmdar bankları və həmçinin, Fransanın *Credit Mobilier*, *Credit Foncier* və *Credit Agricole* bankları böyük rol oynamışdır. Skandinaviyanın iqtisadi artımı İngiltərənin “buğda” qanunlarının ləvğ edilməsinin, meşə rüsumlarının və naviqasiya aktlarının qəbul edilməsinin nəticəsi idi. Rusiya ixracını dayandıran Krım müharibəsi və pis məhsul bütün dünyada buğdanın qiymətinin qalxmasına gətirmişdir.

Bu illər 1846-cı ildə buğda qanunlarının ləvğ edilməsinə baxmayaraq, demək olar ki, Britaniya fermerləri üçün qızıl illər idi. Müharibədən sonra buğda qiymətləri yenidən qalxmış, çünki Rusiya buğdası yenidən bazara qaytmışdır və dəmir yolların tikinti miqyası azalmışdır. “Domino” effekti *Ohio Life Insurance and Trust Company*-nin (daha doğrusu, bu bankın Nyu-York filialının), Nyu-Yorkda, Oqayoda, Pensilvaniyada, Merilenddə, Rod-Aylenddə və Virjiniyada, sonralar isə Liverpulda, Londonda, Parisdə, Hamburqda, Osloda və Stokholmda iflaslara gətirmişdir. 1857-ci ildə iflasların sayı haqqında Evansın hesabatı hissəvi xarakter daşıyırdı, buna görə böhranın “dağıdıcı dalğasının” yayılmasını izləmək çətin idi. Amerika banklarının iflasları, demək olar ki, Londonda faiz dərəcələrinin qalxması ilə əlaqədar Birləşmiş Ştatlardan Britaniya kapitalının axması ilə üst-üstə düşmüşdür.

Böhranın 24 avqustda Nyu-York bankının iflası, 12 noyabrda Londonda “bank aktının” qəbulu və 10 dekabrda Avstriyada Hamburq borcuna qədər genişlənməsi sürəti heyranə gətirir. Klepxem qeyd edirdi ki, böhran, eyni zamanda özünü Birləşmiş Ştatlarda, Böyük Britaniyada və Mərkəzi Avropada özünü büruzə vermiş, həmçinin Cənubi Amerika, Cənubi Afrikada və Uzaq Şərqdə hissə olunmuşdur. Rozenberq bu “ilk global böhran” adlandırmışdır.

Elberfeld ticarət palatası iddia edirdi: “Sənaye və ticarət dünyanı birləşdirmişdir”.

1866-cı ilin böhranı 1864-cü ildə başlamış böhranın sonuncu fazası idi. Eykerman qeyd edirdi ki, həmin böhran 1857-ci ilin böhranın ssenarisi ilə eynidir, çünki, o vətəndaş müharibəsindən sonra başlamışdır, eynilə Krım müharibəsindən sonra 1857-ci ilin böhranı başlamışdır, 1866-cı ildə pambıq bazarının iflası on il bundan əvvəl baş verən buğda bazarının iflası ilə bir çox ümumi cəhətləri var idi. 1864-cü ilin hadisələrin nəzərdən keçirdikdə, görürük ki, böhran sırf Britaniya əlaməti deyil idi. “Qara cümə” günü 11 may 1866-cı ildə baş verən təşviş həyacanlı birja gözləmələri və pruss-Avstraliya müharibənin başlanması ilə əlaqəli idi. Həmin gün İtaliya hökuməti liranı qızıla dəyişməsinə dayandırmış və milli bankdan 250 mln lira borc almışdır. Qızıl təminatının ləvğ edilməsi Parisə pulların axması ilə əlaqəli idi, bu isə, öz növbəsində, xarici qiymətli kağızların satışına mənfi təsir göstərmişdir. London bazarı müharibə gözləməsinə görə qeyri-sabit qalmışdır. Berlin fond birjası 2 mayda bir dəfə və 12 mayda təkrarən təşvişə düşmüşdür. 11 mayda Pruss Mərkəzi Bank öz faiz dərəcəsini 9 faizə qədər qaldırmışdır. Həmin gün Londonda başlamış təşviş çətin maliyyə dövründə riskli qiymətli kağızlardan pulların çıxarılması cəhdi ilə. Misirdə fəaliyyət göstərən Paris bankiri Alfred Andre Londonda işgüzar səfəri zamanı “ağır günlər” keçirirdi. O 17 mayda Parisə qaydanda əmin olmuşdur ki, investisiya şirkətləri dağılmışdır, İtaliya, Prusiya, Avstraliya və Rusiyada biznes iflic olmuşdur. Eyni zamanda, Fransa hələ də buna tab gətirmişdir, lakin heç kim bilmirdi ki, bu nə qədər sürəcək.

1869-cı ilin sentyabr ayında Amerikada baş verən “qızıl” böhranla həmin ayda baş verən Avstriya böhranı açıq-aşkar əlaqə nəzərə çarpmır. Hər iki ölkənin valütası üzən idi. Hər iki ölkədə müharibədən sonra investisiya bumu müşahidə olunurdu, lakin müharibənin dağıdıcı nəticələri ABŞ-da daha çox hiss olunurdu. Vərt “1873-cü ilin böyük iflasının” qısa məzmunu Avstriya və Almaniyanın Birləşmiş Ştatlarda investisiyalar, Amerika məhsullarının Avropa bazarına daxil olması və bank, nəqliyyat əlaqələri haqqında informasiyanı özündə əks etdirirdi. ABŞ-da 1869-cu ildə baş verən “qızıl” böhran haqqında verilən hesabatda Avstriyanın adı çəkilmir. Lakin bu ölkənin Cey Qulun və Ceyms Fiksin qızılın bahalaşmasında uduşa çalışmaq əlaqəsi buğda qiymətlərində “qızıl mükafatı” nəzərə alıqda gözə çarpır. 1869-cu ilin sentyabrda baş

verən böhranın nəticələri buğdanın becərməsi ilə yaşayan Macaristanda da öz əksini tapmışdır. Quld qeyd edirdi ki, qızıl ajio 45 səviyyəsində olanda Birləşmiş Ştatlar buğda satışında ucuz əmək güvvəsi və Aralıq dənizə yaxınlığa görə uğurla rəqabətə girə bilərdi, lakin qızıl ajio 40 səviyyəsində aşağı olanda ticarət aparmağa mümkün olmurdu. Sentyabrda Birləşmiş Ştatlarada qızıl ajionun enməsi Macaristanın iqtisadi imkanlarını yaxşılaşdırırdı bilərdi.

1873-cü ilin böhranının tarixi Fransa tərəfindən Prusiyaya kontribusiyanın ödənilməsindən başlamışdır. Nəzərdə tutulmuş pulun onda biri 1871-ci ildə qızılla ödənilmişdir, bu isə Almaniyada möhtəkir əməliyyatların sayını artırmış və sonralar bu proseslər Avstriyaya da yayılmışdır. *Northern Pacific* qiymətli kağızlarla əməliyyatlarda zərər çəkmiş Cey Kuk həmin müddətdə Avropada dəmiryollarının tikilməsi üçün kapital axtarışında idi. O, Frankfurtda pul borca almaq istəmişdir, lakin Almaniya və Avstriya tikinti bumu ilə rəqabət apara bilməmişdir. Növbəti mərhələlər 1869-cü ildə Suets kanalının açılması; Almaniyada köhnə pulları dövriyyədən çıxarmadan yeni pulların dövriyyəyə buraxılması; 9 oktyabr 1871-ci baş verən Çikaqo yanğını və Bismarkın başçılığı altında Almaniyanın birləşməsi idi. Fransadan alınmış kontribusiya hesabına alınan 90 mln. funt sterlinq məbləğində alman investisiyaları böyük Britaniyanın maliyyə sistemini təhlükə altına qoymuşdur. Kontribusiyanın ödənilməsi nəticəsində pul qıtlığı yaşayan Fransa Avropanı bürüyən inflyasiyanın təsirlərini hiss etməmişdi.

1873-cü ilin may ayında Avstraliya və Almaniyada baş verən iflasla sentyabrda Birləşmiş Ştatlarda müşahidə olan gərginlik arasında əlaqənin mövcud olub-olmaması məsələsi açıq olaraq qalır. Əlaqələrin mövcudluğunu təstiq edən bir amil də Alman investorların Amerika dəmiryollarının tikilməsinə kapital qoymağa maraqlarının azalması idi. Makkartin bəyan etmişdir ki, 1873-cü ilin böhranı ilk beynəlxalq səviyyəli böhran idi. May ayında böhran Avstriya və Almaniyaya, sonralar İtaliyaya, Hollandiyaya və Belçikaya yayılmışdır, sentyabrda isə artıq Birləşmiş Ştatlara çatmışdır; bir az sonra böhranın əhatəsinə Böyük Britaniya, Fransa və Rusiya cəlb olunmuşdur. Təşvişin ikinci dalğası Vyanaya gəlmişdir, lakin o bir o qədər də uzun sürməmişdir. Morgenstern qeyd etmişdir ki, onun tərəfindən hazırlanmış statistik cədvəl "Sürix və

Amsterdamba il ərzində təşvişin genişlənməsinə dair aşkar subutlar” öz əksini tapmışdır. 1875-ci ildə baron Karl Meyer fon Rotşild Gerson fon Blyaxrodera göndərdiyi məktubda bütün fond birjalarda qiymətlərin enməsinə və “dünyanın bir şəhərə çevrilməsini” qeyd edirdi.

Bundan sonra bir sıra lokal xarakterli təşvişlər baş vermişdir, bunlar arasında 1878-ci ildə *City of Glasgow* bankının, 1882-ci ildə Union Generateinin müflisləşməsi, 1884-ci ildə Nyu-York fond birjasının dağılması; 1887-ci ildə Rusiya və Türkiyə arasında müharibənin başlaması təhlükəsi üzündən Avropa fond birjalarında iflaslar; 1888-ci ildə Paris mis bazarında korner və bunun nəticəsində Comptior d'Escopte-nin iflası; 1890-ci ildə *Baring* bankının dağıdılması; 1892-ci ildə Panama qalmaqalı və 1893-cü ildə Nyu-York təşvişi. Onranın yayılması Morgenstern və Pressnell tərəfindən tədqiq olunmuşdur, bunların arasında Baring bankı və onun İngiltərənin dövlət bankının qızıl ehtiyatlarının həcminə təsiri xüsusilə qeyd olunmuşdur. Baring bankı ilə əlaqəli böhran Nyu-York hadisələrindən daha çox maliyyə gərginliyi yaratmışdır, onda Britaniya investorları yaxşı Amerika səhmlərini pis Latin Amerika ssudalarına dəyişmişdirlər. Belə bir fikir formalaşmışdır ki, 1890-cı ilin oktyabrında Nyu-Yorkda baş vermiş maliyyə böhranı bundan sonrakı Baring bankının iflasını tezləşdirmişdir, çünki bu Londonda bir sıra iflasların səbəbi olmuşdur, bu isə, öz növbəsində, Baring-ın çətin maliyyə vəziyyətinə tab gətirmək qabiloyyyətini azaltmışdır. Argentina problemləri ilə əlaqəli olan Baring bankının müflisləşməsi bütün dünyada Britaniya kreditlərinin həcmi xeyli azaltmışdır və Cənubi Afrika, Avstraliya və Birləşmiş Ştatlarda 1893-cü ilə qədər davam edən iqtisadi böhranların əmələ gəlməsində böyük rol oynamışdır.

1907

İtaliyada 1907-ci ildə başlamış böhranın ilkin əlamətləri bir neçə il əvvəl başlamışdır. Yeni əsrin ilk illərində bu ölkədə iqtisadi artım müşahidə olunmuşdur. Artan kredit kütləsi ilə dəstəklənən möhtəkirliklər geniş yayılmışdır. Yaranmış saxta şirkətlər güya real investisiyalar üçün, lakin əslində şəxsi qiymətli kağızlar bazarlarını dəstəkləmək məqsədilə borca kapital alırdılar; böyük dividendlər isə yeni investorları cəlb etmək

üçün ayrılmış borclardan ödənilirdi. Böhranın ilk dalğası 1905-ci ilin may ayında gəlmiş və bir çox şirkətin iflasına səbəb olmuşdur. İkinci dalğa 1906-cı ilin oktyabr ayında Genuya fond birjasını çətin vəziyyətə salmışdır. 1907-ci ilin aprel, may ayında Paris və London tərəfindən verilmiş ssudaların həcmi azalmışdır və maliyyə gərginliyi güclənmişdir. *Societa Bancaria Italiana* bankı 1898-ci ildə yaranmışdır və ilkin nizamnaməsi 4 mln. lira təşkil etmişdir. Sonralar 1899-cu ildə kapitalın həcmi 5 milyona, 1900-cü ildə 9 milyona, 1904-cü ildə 20 milyona, 1905-ci ildə 30 mln.-a və 1905-ci ildə 50 milyona qədər artmışdır. Kapital artımının hər bir mərhələsində yeni işçi qüvvəsi və köhnə, çox vaxt uğursuz banklar əldə olunmalıdır. Təəssüf ki, Milanda yerləşən baş idarə Genuyada yerləşən nümayəndəliyin üzərinə götürdüyü risklərdən xəbərdar olmamışdır. Məsələn, bu bank qiymətli kağızları girova qoymaqla böyük həcmdə kredit verirdi. *Stringher Banca d'Italia* bankının rəhbərini verilən kreditlərinin aşağı keyfiyyəti və 1906-cı ilin dekabr ayında Mərkəzi bankdan alınmış irihəcmli borclar çox narahat etmişdir.

1907-ci ilin yaz alarında Paris və London İtaliya və Birləşmiş Ştatlara kreditlərin verilməsini dayandıranda, yenidən təsis edilmiş bankın artıq taleyi bəlli olmuşdur. Turinq-Genuya və Nyu-York arasında birbaşa əlaqələr məhdudlaşdırılmışdır. Lakin İtaliyanın maliyyə mərkəzləri Parislə; Nyu-York əsasən Londonla; Londonla Paris isə bir-biri ilə əlaqəli idi. Bonelli iddia edirdi ki, Paris öz Britaniya qiymətli kağızlarını satanda, həm Paris həm də London kreditlərin verilməsini dayandırdı, bu zaman müstəmləkə ölkələr birdən-birə kapitəlsız qalmışdır və cari investisiya layihələrini dayandırmalı olmuşdu, bu isə, öz növbəsində, tələbə, istehsala, məşğulluq və qiymət səviyyəsinə təzyiq göstərmişdir. Müstəmləkə ölkələri ilə İtaliyanın 1907-ci ildə olduqları vəziyyət arasında oxşarlıqlar çoxdur. Bonelli iddia edirdir ki, İtaliyanın Parisdən aldığı kreditlərin azaldılması daha ciddi nəticələrə gətirə bilərdi, çünki ABŞ-dan əsasən emiqrantlardan gələn pul köçürmələri dayandırılmışdır. Bonelli problemi birbaşa əlaqələrin məhdudlaşdırılmasında görürdü, lakin onun bu fikiri “Təşviş, dünya hadisəsi kimi” adlanan işin müəllifi Frank Vanderlip adlı Nyu-York bankirin firikinə zidd idi. Vanderlip iddia edirdir ki, 1907-ci ilin təşvişinə əsas səbəb Bur müharibəsi, Rus – Yapon müharibəsi və San-Fransiskoda baş verən zəlzələ idi.

Lakin bu global səbəblərin ardınca müəllif həm də böhranın ilkin səbəbləri siyahısına trast şirkətlərin və yaranmasını və pul kütləsinin genişlənməsinə olan tələbin mövcudluğunu əlavə etmişdir.

1929-ci ilin böhranın global nəticələri

Prezident Quver bəyan etmişdir ki, böyük depressiyanın əsas səbəblərindən biri Birinci Dünya müharibəsi dövründə Avropa kənarında 1925-ci ildə artıq ifrat dərəcəyə çatmış istehsalın genişlənməsi idi. Bundan başqa, maliyyə çətinlikləri reparasiyaların və hərbi borcların qaytarılması; artıq qiymətləndirilmiş və lazımi qədər qiymətləndirilməmiş frank, və həmçinin Dous Planı çərçivəsində alman reparasiyalarının pul dövriyyəsinə qaytması və alman istiqrazlarının amerikalılar tərəfindən alınması ilə üst-üstə düşmüşdür. Böhranın əmələ gəlməsində günahın bir hissəsi də Amerika maliyyə tənzimləyicilərinin də üzərinə düşür, çünki onlar 1927-ci ilin yay aylarında Böyük Britaniyaya artıq qiymətləndirilmiş funtunu saxlamaq üçün faiz dərəcələrini azaltmışlar, lakin öz daxili məqsədlərinə nail olmaq üçün onlar çox güman ki, faiz dərəcələrini artırmalı idilər. 1928-ci ilin mart və xüsusilə iyun aylarında Nyu-York fond birjasında qiymətlər artanda, Amerikanın xarici istiqrazların alışı, demək olar ki, dayandırılmışdır. Müəyyən müddət ərzində Almaniya, Latin Amerika ölkələri və Avstraliya qısamüddətli maliyyələşdiməyə keçmişdirlər. Almaniya kapital axının azalmasına iqtisadiyyatının boşaldılması ilə cavab vermişdir, bu tədbirlər reparasiyaların ödənilməsi üçün həyata keçirilmişdir. Argentina, Avstraliya, Uruqvay və Braziliya aşkar etmişdi ki, onların tədiyyə balansları xeyli pisləşmişdir. Yığılmış borcları rekonstruksiya etmək və ya yeni kreditləri cəlb etmək imkanı olmadığına görə, bu ölkələrin milli valyutaları birdən ucuzlaşmışdır və 1929-cu ilin sentyabr ayında Nyu-York birjasında taxıl, kofe, kauçuk, şəkər, ipək və pambıq kimi məhsulların qiymətləri düşəndə bu kütləvi xarakter alamağa başlamışdır. Əvvəlcədən qeyd olunduğu kimi, Birləşmiş Ştatlarda sahibkarlıq və bazarlar likvidliyin azalmasından çox əziyyət çəkmişdir.

Nyu-York federal ehtiyat bankın öz təşəbbüsü ilə həyata keçirilən açıq bazar yaranması üzrə proqram Federal ehtiyat idarəsinin etirazlarına baxmayaraq 1929-cu ilin əvvəllərində kredit məhdudiyyətlərin yumşalma-

sına gətirmişdir. 1930-cu ilin birinci yarısında beynəlxalq borcların həcmi xeyli artmışdır. İkinci rübdə xarici kreditlərin həcmi əks edən göstəricilər, 1920-ci və 1930-ci illərin istənilən rübündə olan göstəricidən yüksək idi. Lakin qiymətlərin aşağı səviyyəsi və 1930-cu ilin sentyabr ayında Almaniyada sosial-demokrat partiyasının seçkilərdə udmasında irəli gələn məyusluq onu göstərmişdir ki, dünya, hələ də böhran yaşayır. Mərkəzi Avropanın bankları, ilk növbədə, Almaniya və Avstriyanın, vəziyyətdən çıxmaq üçün səhmlərinin qiymətlərini təzimləyirdilər. Parisdə iki özəl bank müflisləşmişdir, *Banque Adam* və *Banque Oustric*, sonra üç dövlət məmuru iştirak etdiyi qalmaqalın üstü açılmışdır, bu isə hökumətin dağılmasına gətirmişdir. Nəticədə, 1931-ci ilin əvvəlində Fransada Laval hökuməti gəlmişdir.

Avropada deflyasiyanın tuğyanı başlamışdır və bundan sonra Vyanada mayda *Credit Anstalt*-ın, Almaniyada iyulda *Danatbank*-ın müflisləşməsi baş vermişdir, həmin ayda özəl kreditlərə maratoriyin qoyulmuşdur. Londondan avqustda başlayan və sentyabrda pik nöqtəsinə çatan kapital axını başlamış və Britaniya hökuməti funtu qızıla bağlamaqdan imtina etmişdir. Bu mərhələdə Fransa, Belçika, Hollandiya və İsveçrə kimi ölkələr ABŞ dollarına qızıl almağa və onu ölkədən çıxarmağa başlamışdır və beləliklə, Amerika banklarının ehtiyatları azalmağa başlamışdır. Yaponiya “qızıl” standartdan 1931-ci ilin dekabr ayında imtina etmişdir. Birləşmiş Ştatlarda deflyasiya ABŞ dollarının valyuta məzənnəsinin artması ilə deflyasiya (yəni Britaniya funtunun və funta bağlı olan digər milli valyutaların dollara qarşı qiymətdən düşməsi) və bank ehtiyatların azalması başlamışdır. 1932-ci ilin fevral ayında qəbul olunan Qlass-Stiqal qanunu açıq bazarda əməliyyatların keçirilməsi vasitəsilə qiymətlərin artması tədbirlərini özünə daxil edirdi, lakin artıq gec idi. Bank iflasların epidemiyası borcun deflyasiyası, əmtəə qiymətlərinin enməsi və istehsalın dayandırılması fonunda genişlənməyə davam etmişdir. İqtisadiyyat ən aşağı nöqtəsinə 1933-cü ilin mart ayında elan edilmiş “bank tətillərdə” və həmin ilin yazında davam edən dolların ucuzlaşması dövründə çatmışdır.

Göstərilən hadisələrin ardıcılığı onu göstərir ki, 1930-cu ilin Böyük Depressiyasının ilkin səbəblərini ancaq Birləşmiş Ştatlarda axtarmaq lazım deyil.

Şərqi Asiyanın böhran infeksiyası

Dünyanın yarsına təsir edən Şərqi Asiya böhranının başlanma tarixini 2 iyul 1997-ci il hesab olunur, o zaman Tailand xarici borclarının ödəməsinin iqtidarında olmadığını bəyan etmişdir. Birmənalı şəkildə bu böyük böhranın əmələ gəlməsi günahı ondan zərər çəkmiş ölkələr arasında bölünmüşdür, ilk növbədə, Tailand, İndonesiya, Malasiya və Cənubi Koreya kimi ölkələr arasında. Günahkarların siyahısına dövlət nəzarətini ləvğ etməyə çağıran dövlət xadimləri və müstəqil ekspertlər, borc alanlar və borc verənlər daxil edilmişdir, xarici valyutada kredit verən və sonralar onları dəyəndirən sonuncular arasında isə daha çox bankirlər və investisiya şirkətləri qeyd olunurdu. Asiya böhranı ona görə gözlənilməz hesab olunurdu ki, “Şərqi Asiya pələngləri” 1980-cı və 1990-cı illərdə iqtisadiyyatlarının sürətli inkişafını nümayiş etdirmişdir. “Pələnglər” xarici valyuta borclarını, daşənməz əmlaka möhtəkir investisiyaları fəal cəlb etmişdir, qiymətlərin artması şəraitində milli valyutaların ABŞ dollarına bağlılığı isə daxili bazarda milli valyutaların qiymətlərinin bahalaşmasına gətirmişdir. Honkonq hökuməti faiz dərəcələrinin üzərində hakimiyyətini saxlamağı bacarmışdır, beləliklə, o, 1990-cı illərdə tikinti üzrə kreditlərin dərəcələrini 90%-dan 60%-a qədər endirə bilmişdir – bunun əsl məqsədi isə, faiz dərəcələrinin gələcəkdə bank borclarına zərər vurmada qaldırmaq imkanını əldə etmək idi. Asiya ölkələri arasında fərqlər də mövcud idi; məsələn, Tailand hökuməti düzgün, zəif və qərarlı idi; İndonesiyanın isə əksinə rüşvətxor, güclü və qərarlı idi. Ölkələrin pul siyasətləri də fərqlənirdi. Tailand milli valyutasını möhtəkirlərdən müdafiəsi üçün 24 mlrd. dollar ehtiyat vəsaitini itirmişdir, lakin sonda o yenə də qiymətsizləşmişdir. İndonesiya isə tamamilə əks tədbirlər görmüşdür, möhtəkir təzyiqin başlanmasından sonra, hökumət rupiyayı azad şəkildə üzməyə buraxmışdır. Malasiyada doktor Maxatxir böhranın yaranmasında xarici möhtəkirləri günahlandırır, əsasən də rupiyayı “şorta” aldığını boynundan atan *Quantum* xec fondunun başçısını Corc Sorocu; Maxatxir xarici borcunun ödənilməsinə moratori qoymuşdur.

Böhranın Rusiya və Braziliyaya yayılması isə əsasən psixoloji xarakter daşıyırdı, çünki maliyyə bazarları görünürdü ki, onların öz ölkələri də irihəcmli xarici borclara malikdirlər və məzənnələri xeyli şişmişdir,

xüsusilə Rusiyanın halında hökumət başçılarının rüşvətdə boğulması əsas rol oynamışdır. 1990-cı illərin əvvəllərində Rusiyada başlanmış iqtisadi bumun inkişafına ölkənin kommunist sistemindən imtina etməsi və irimiqyaslı özəlləşdirmə tədbirləri təkan vermişdir. Nəticədə, yayımış abuhava aktivlərin həddən artıq alınmasına və investisiyalara gətirmişdir, rüşvətxorluq isə şübhəli mənbəsi olan kapitalın ölkədən getməsinə səbəb olmuşdur. Fond bazarı 11 avqust 1998-ci ildə iflas olmuşdur. Altı gün sonra rubl azad şəkildə üzməyə buraxılmışdır.

Braziliyada maliyyə problemlərinin səbəbi isə dövlət nəzarətinin ləvğ edilməsi, büdcədəki defisit, daxili kapital hərəkətinin dayanması və həmçinin, Asiyada ixrac bazarların itməsi idi, bu isə kağızın istehsalı üçün ixrac olunan taxta materialların satışına təsir etmişdir. İkincidərəcəli devalvasiya və 1999-cu ilin əvvəllərində realın üzən məzənnəsinin tətbiq edilməsi səhm məzənnələrinin qalxmasına və realın valyuta dəyərinin artmasına gətirib çıxarmışdır.

QIYMƏT “KÖPÜKLƏRİN” EPİDEMİYASI: BANKOQDAN KEÇMƏKLƏ TOKİODAN NYU-YORKA

XX əsrin son 15 ilində müxtəlif aktivlərin qiymətlərini süni şəkildə artırmaqdan əmələ gələn dörd qiymət “köpüklərdən” birincisi 1980-ci illərin ikinci yarısında Tokio səhm və əmlak bazarında müşahidə olunmuşdur. İkincisi təxminən həmin vaxtda üç Skandinaviya ölkəsində - Finlyandiya, Norveçdə və İsveçdə - inkişaf etməyə başlamışdır. Üçüncü 1990-cı illərin əvvəllərində Bankoqda, Kuala-Lumpurda, Cakartada, Honkonqda və onlara yaxın olan digər maliyyə mərkəzlərində, dördüncüsü isə 1990-cı illərin ikinci yarısında birjadan kənar satılan Amerika səhmlərində müşahidə olunmuşdur.

Aparıcı sənə ölkələrin qiymət “köpükləri” nisbətən nadir hallarda əmələ gəlir; bundan əvvəlki köpük Birləşmiş Ştatlarda 1920-ci illərdə əmələ gəlmişdir. Yaponiya, digər Asiya ölkələri kimi, bundan əvvəl bu kimi hadisələrə rast gəlinməmişdir. Altı və ya səkkiz ölkədə birdən əmələ gələn köpük qeyri-adi hadisədir; bundan əvvəl bu kimi hadisələr baş verməmişdir. lakin onbeş il ərzində tamamilə fərqli qiymət “köpüklərin” əmələ gəlməsi eynilə qeyri-adidir.

Sadalanmış bütün köpüklər bir-birilə sistemətik şəkildə əlaqəli idi. Skandinaviya ölkələrində əmələ gəlmiş köpük Tokio və Asakada yerləşdirilmiş ofşor banklarının bölmələri tərəfindən verilən kreditlər hesabına maliyyələşdirilirdi. Üst-üstə düşən fakt burada ondan ibarət idi ki, Yaponiyanın bank tənzimləyiciləri Yapon banklarının xaricdə fəaliyyətlərinə məhdudiyyətləri azaltdıqları bir müddətdə, Skandinaviya ölkələrində də bankların xaricdən borc alınmasına qoyulan məhdudiyyətlər azaldılmışdır. Londonda, Sürixdə və ofşor ofislərdə yerləşən Yaponiya banklarından üç Skandinaviya ölkələrinə gələn pul kütlələri qısa müddətdə daşınmaz əmlakın və səhmlərin qiymətlərini qaldırmışdır. Tailandda və digər Asiya ölkələrində köpüyün əmələ gəlməsində əsas rolu bir neçə il

bundan əvvəl köpüyü partlayan Tokiodan gələn kapital oynamışdır. Amerika səhmlərinin qiymətləri 1990-cı illərin ortalarında şişməyə başlamış, bu proses 1997-ci ilin ikinci yarısında Tailand, Malasiya, İndoneziya və qonşu ölkələrdə qiymət “köpüklərinin” partlamasından sonra daha da sürətlənmişdir. Bu partlayış kapitalın Asiyadan Birləşmiş Ştatlara axmasına gətirmişdir. 1998-ci ildə ABŞ-ın FES long-term Capital Managementin iflasında irəli gələn təşvişin öhdəsindən gəlmək üçün Amerika maliyyə sisteminə “likvidliyin doldurulması” ilə məşğul idi, 1999-cu ildə isə kompyuter sistemlərinin ikimininci ilin sisteminə keçməsi ilə əlaqədar problemlərin gözləntilərinə görə FES bazara əlavə likvidlik gətirmişdir.

Bu qiymət “köpükləri” arasında mövcud olan əlaqələr yapon yeninin məzənnəsinin qalxmasına və yapon mallarının rəqabət qabiliyyətinin aşağı düşməsinə səbəb olan Yapon köpüyünün partlamasından sonra pulların Tokiodan Bankoka axması hesabına əmələ gəlmişdir. Yapon şirkətləri xərclərini azaltmaq üçün Çin və Şərqi Asiyanın digər ölkələrinin istehsal resurslarını istifadə etməyə başlamışdır. Tailandda və digər Asiya ölkələrində qiymət köpüklərinin partlaması onların xarici maliyyə durumlarını birdən pisləşdirmişdir; bu ölkələrinin milli valyutarı (Çin yuanı və Honkonqun dollarından başqa), bir də qiymətsizləşmişdir və eyni zamanda, tədiyyə balansının göstəricilərini pisləndirərək Amerika ticarət difisitinə gətirib çıxarırdı. Asiya ölkələrində Birləşmiş Ştatlara kapitalın çıxarılması birdən artmağa başlamışdır, nəticədə Amerika qiymətli kağızlarının məzənnələri artmağa başlamışdır; qeyri-rezidentlərə qiymətli kağızları satan amerikalılar əldə etdikləri gəlirləri, əsasən ABŞ daxilində digər amerikalılardan qiymətli kağızların alınmasına xərcləyirdilər. Həmin qiymətli kağızların qiymətləri artmağa davam etmişdir; eyni zamanda, bu qiymətli kağızların satıcıları satışdan əldə etdikləri pulları növbəti qiymətli kağızların alışına xərcləyirdilər. Pullar “kaynar kartof” kimi investordan investora keçirdi, qiymətlər isə arta-arta gedirdilər.

Bazarın gözə görünməz əli daim fəaliyyətdədir. Pul axınlatrı bir ölkədən digərinə axanda, düzəlişlər avtomatik olaraq həm kapitalın “donoru” olan ölkələrdə, həm də kapitalı alan ölkələrdə baş verməyə başlayır. Alıcı ölkələr üçün belə düzəlişlərdən biri odur ki, onların milli valyutası bahalaşmağa başlayır; bundan başqa aktivlərin qiymətləri də artmağa davam edir. Xaricdən kapital axınının artması, demək olar ki,

həmişə iqtisadi bumla müşahidə olunur. İqtisadi fəaliyyətinin genişlənməsi xarici kapitalı cəlb edir, xarici kapitalın axını isə istehsala sərmayələri artırır, çünki səhm məzənnələrinin artması kapitalın cəlb edilməsi ucuzluğu deməkdir; kapitalın ucuzlaşması zamanı xarici investisiyaların bir çoxu sərfəli olmağa başlayır. Əhalinin rifahının yaxşılaşması istehlakı artırır və eyni zamanda, yığımların həcmi azaldır, çünki aktivlərin qiymətlərinin artması ev təsərrüfatlarının öz yığım məqsədlərinə çatmasını ifadə edir.

Beləliklə, Asiya ölkələrində qiymət köpüyünün şişməsi Tokioda aktivlərin qiymət köpüklərinin partlamasına və 1990-cı illərin əvvəllərində Yaponiyadan kapitalın axmasına səbəb olmuşdur. Bu kapitalın əsas hissəsi Yaponiyaya məxsus idi; müəyyən hissəsi məzənnələrin enməsi ilə əlaqədar olaraq Yapon səhmlərini satan xaricilərə məxsus idi. Tokiodan Tailandda, İndoneziya və digər Asiya ölkələrinə kapitalın axması üzən valyutaya malik olan ölkələrin milli valyutalarının bahalaşmasına, bağlı valyuta sisteminə malik olan ölkələrdə isə pul kütləsinin və beynəlxalq ehtiyatların artmasına gətirmişdir. Bu ölkələrdə daşınmaz əmlakın, səhmlərin bahalaşması ilə əlaqədar olan investisiya və istehlak xərclərini arması ardınca daxili gəlir normaları da artmışdır. Bu ölkələrin sakinləri öz səhmlərini və aktivlərini Yapon investorlarına sataraq, aldıkları pulların əsas hissəsini daxildə digər qiymətli kağızların və daşınmaz əmlakın alınmasına xərcləyirdilər.

“Ağ” termini milli valyutanın valyuta bazarında qiymətinin həmin ölkələrin ticarət partnyorlarının inflyasiya səviyyələri ilə həmin ölkənin daxili inflyasiyası arasında yaranmış fərqi əsasında hesablanmış göstəricidən çox olmasıdır. Tamamilə əks termin isə milli valyutanın az qiymətləndirməni əks edən “çatışmazlıq” terminidir. Bu terminlərin hər ikisi kapitalın beynəlxalq hərəkətində dinamikanın dəyişməsinə reaksiyanı əks edir. Beləliklə, aktivlər və öhdəliklərin valyutasını dəyişən investorlar tərəfində keçirilən irihəcmli valyuta əməliyyatları destabilizasiya rolunu oynamışdır, bu zaman valyuta bazarında valyutanın məzənnəsi müxtəlif ölkələrin daxili inflyasiyaları arasında olan fərqlər əsasında hesablanmış göstəricidən uzaqlaşmasına gətirmişdir.

1980-cı illərdə global indeks fondları Yapon səhmlərini almışdır, çünki onların məzənnələri Tokioda artmaqda idi, açıq investisiya

mövqeiləri isə alınmış qiymətli kağızların qiymətinin artması və yenanın məzənnəsinin qalxması hesabına gəlir gətirirdi. Bu indeks fondları belə bir strategiya seçmişdi: onların investisiya portfellerində Yapon səhmlərinin payı Yapon səhmlərinin bazar qiymətinin bütün milli bazarlarda səhmlərinin ümumi qiymətinə olan nisbəti ilə düz mütənasiblikdir. Yapon səhmlərinin qiymət “köpüyü” partladıqdan sonra, qlobal indeks fondları bu kağızları satmaqla Yaponiyadan kapitallarını çıxartmağa nail olmuşdu.

Yaponiyada, Tailandda, digər Asiya ölkələrində və Birləşmiş Ştatlarda əmələ gəlmiş qiymət “köpükləri” arasında daha bir oxşarlıq ondan ibarətdir ki, bazar iştirakçıları qiymətli kağızların və valyuta məzənnələrinin gələcək dəyərlərini mövcud olan artım templərin ekstropolyasiyası vasitəsilə proqnozlaşdırırdılar. Çox vaxt aktivlərin və qiymətli kağızların qiymətləri onların gəlirliyinin əksidir – ofis binasının qiyməti onun icarə haqqını, Sony və General Electric şirkətlərinin səhmlərinin məzənnəsi isə onların gözlənilən gəlirliyini əks etdirir. Bəzən investorlar səhm məzənnələrinin və daşınmaz əmlakın qiymətlərini proqnoz etmək üçün həmin qiymətlərin cari dinamikasının ekstropolyasiyasından istifadə edirlər. Bu investorlar – müxtəlif dövrlərdə onları “birja lentinin müşahidəçiləri” və ya “impulsu investorlar” və ya “deytreyderlər” adlandırmışlar – yaxın gələcəkdə qiymətləri proqnozlaşdırmaq üçün ayrıca səhmlərin qiymətlərindən istifadə etmişlər. Bu investorlar valyutaları həddən artıq qiymətləndirilmiş aktivlərini alırdılar. Daşınmaz əmlakın qiymətləri artıq icarə haqqlarına əsaslanmırdı, səhmlərin məzənnələri isə gözlənilən gəlirlikdən uzaqlaşmışdır; bunun əvəzində aktivlərin qiymətləri cari qiymət artımının ekstropolyasiyası əsasında müəyyənlanmışdır. Bu qiymətlərin bazar ertəsindən çərşənbə axşamına keçən gecədə qiymət dəyişikliyin əsasında, çərşənbə günü cümə günündə qiymət hansı səviyyədə olmasını proqnozlaşdırmaq cəhtinə bənzəyirdi. Yenicə təsis edilmiş şirkətlər gəlir gətirmədiyinə görə, investorlar bu kimi şirkətlərin dəyərini mənfəət və ya planlaşdırılmış mənfəət əsasında müəyyənləşdirmişdilər.

Yaponiya və digər Asiya ölkələrində qiymət “köpükləri” daşınmaz əmlak bazarında əmələ gəlmişdir; daşınmaz əmlak qiymətlərinin artması ardınca səhmlərinin məzənnələri də qalxmışdır. Birləşmiş Ştatlarda qiymət “köpüyü” səhm bazarında əmələ gəlmişdir, baxmayaraq ki, daşınmaz əmlakın qiymətləri Silikon vadidə və əhalisi maliyyə sektorunda

çalışan digər şəhərlərdə qalxmışdır və aşağı gəlirliyə malik idi. Asiyadakı qiymət “köpüklərinin” hamısı Yaponiya köpüyünə bənzəyirdi, çünki bu ölkələrdə fond bazarının aktivləri, Birləşmiş Ştatlardan fərqli olaraq milli sərvətin əsas hissəsini təşkil edirdi.

Tokio və Osakada qiymət “köpüyü”

1980-ci illərdə Yaponiyanın daşınmaz əmlak bazarında əmələ gəlmiş qiymət köpüyü o qədər böyük idi ki, Tokioda deyirdilər ki, İmperator sarayının altındakı torpaq sahəsinin qiyməti Kaliforniyanın bütün daşınmaz əmlakından baha idi. Təbii ki, Kaliforniyanın sahəsi həmin ərazidən milyard dəfə böyük idi, bu deyim isə onu göstərirdi ki, akr və heqtara görə qiymətlərin arasında nə qədər fərq mövcud idi. Əlbəttə ki, İmperator sarayı altında yerləşən torpaq sahəsini heç kim hərraca qoymaq fikrində deyil idi. Bu ifadəni ilk dəfə işlədən alim isə, sadəcə saray altında torpağın qiymətini təxminən yüz hektara vurmaqla həmin dəyəri almışdır. Kaliforniyadakı əmlakın qiyməti isə FES-nin məlumatlarından almışdır.

1980-ci illərdə Yaponiyanın maliyyə göstəriciləri göyün yeddinci qatında idi. Yapon səhmlərin bazar dəyəri Amerika qiymətli kağızların dəyərindən iki dəfə artıq idi, eyni zamanda, Yaponiyanın ümumi daxili məhsulu Amerikaninkindən iki qat az idi. Yapon və Amerika şirkətləri səhmlərinin gəlirliklərinin müqaisəli təhlili isə daha da heyratə gətirmişdir. Yapon daşınmaz əmlakın bazar dəyəri Amerika daşınmaz əmlakın qiymətindən iki dəfə artıq idi, eyni zamanda Yaponiyanın ümumi sahəsi ABŞ sahəsinin 5% təşkil edir və həmin ərazinin 80%-i dağlardan ibarətdir. Yaponiyada adambaşına düşən əmlak dəyəri ABŞ-ın eyni adlı göstəricisindən 4 qat artıq idi, eyni zamanda, Yaponiyada adambaşına düşən gəlir Amerika səviyyəsinin 60-70%-ni təşkil edirdi.

Yaponiya bankları aktivlərinə və depozitlərinə (gəlirinə görə yox) dünyanın top banklar siyahısına düşürdü; adətən bu siyahının ilk on bankından yeddisi Yapon bankları idi. Yaponiyanın ən böyük investisiya bankı olan Nomuranın ümumi kapitalının həcmi Amerikanın beş ən böyük bankının aktivlərindən çox idi.

Yaponiya iqtisadiyyatına biznes-sərmayələrin axınının artması 1980-ci illərdə ona görə artmışdır ki, kapitalın qiyməti səhm qiymətlərinin artması

templəri ilə düz mütənasiblikdə ucuzlaşmışdır. Bir çox yapon şirkətləri ABŞ dollar nominalında istiqrazlar buraxmağa başlamışdır, bu istiqrazlar, eyni zamanda, azad şəkildə iyenlə ifadə olunmuş istiqrazlara dəyişilə bilərdi. İnvestorlar yapon səhmlərinin uzun müddət bahalaşmasına aldandığı üçün, bu istiqrazlar üzrə faiz dərəcələri heç vaxt 2%-dən artıq olmayıb. Faiz dərəcələrinin aşağı olması o demək idi ki, Yapon şirkətlərinə kapitalı cəlb etmək ucuz başa gəlirdi, müvafiq olaraq cəlb olunmuş vəsaitlər yeni istehsal obyektlərinin tikintisinə və mövcud olan Amerika və Avropa şirkətlərin alınmasına yönəldilirdi.

Birinci fəsildə qeyd etdiyimiz kimi, *Mitsui Real Estate Company* Nyu-Yorkda Exxon şirkətinin binası üçün 625 mln. \$ xərcləmişdir, eyni zamanda satıcının qiyməti 310 mln. \$ idi, buna görə yapon şirkəti Guinness Rekordlar kitabına düşmək arzusunda idi. Digər Yapon şirkətləri də Birləşmiş Ştatlarda daşınmaz əmlakın alınmasında xeyli irəli getmişdi. *Mitsui Real Estate* Rokfeller mərkəzinin 50%-ni əldə etmişdir, *Sumitomo* bankı ilə əlaqəli olan maliyyə qrupu isə Şimali Kaliforniyada qolf-klub əldə etmişdir. *Sony* şirkəti Columbia Records səsyazma studiyasını, sonralar isə Columbia Pictures kino şirkətini almışdır, Sony şirkətinin əsas rəqibi olan *Matsushita* buna *MGM Universal*-ın alınması ilə cavab vermişdir.

Yapon alıcıları artıq Fransa impressionist şəkillərin sərgi-satışlarının, hətta Sotbis, Kristis və digər məşhur hərracların daimi iştirakçılarına çevrilmişdi. Məlum olduğu kimi, Vinsent Van Qoqun əl işi olan “Doktor Qaşenin portreti” əsəri Osakadan olan sahibkar tərəfindən tarixdə sənəd əsərinə ödənilmiş ən yüksək qiymətə əldə olunmuşdur.

Yaponiyada qolf üçün yeni meydanlar yağışdan sonra göbələk kimi peyda olmuşdur. Torpaq sahələri çox baha olduğuna görə, müvafiq olaraq həmin klublarda üzvlük haqqları da çox yüksək idi.

Bütün pullar yaponların əllərində cəmləşirdi, onlar isə onları müxtəlif növ xarici aktiv və daşınmaz əmlakın əldə edilməsinə xərcləyirdilər. Qərribəsi o idi ki, yaponlar pulu elə xərcləyirdilər ki, onların çox varlı olduqları təsuratı yaranırdı, əslində isə alışların əksəriyyəti Yapon korporasiyaları hesabına həyata keçirilirdi.

Yaponiyanın sənə inkişafı XIX əsrin sonuncu rübündə, hökumətin xaricilər üçün ölkəni açmaq qərarının qəbul edilməsindən sonra

başlamışdır (həmin müddətdə hökumət qorxurdu ki, Qərb ölkələri əks halda Yaponiyanı Çinin sahillərinə kimi blokadaya alacaqlar). İmperator öz nümayəndələrini Birləşmiş Ştatlara, Almaniyaya, Böyük Britaniyaya və Qərbi Avropanın digər ölkələrinə Yaponiyanı yeniləmək, dövlət idarəediciliyinin yeni modellərini, iqtisadi və maliyyə sistemlərinin inkişafı haqqında lazım olan məlumatı yığmaq üçün göndərmişdir. Tokioda tikilmiş dəmiryolu vağzalını Amsterdamdakı kimi tikilmişdir, Yaponiya Bankının yaranması prosesi Belçikanın Milli Bankı əsasında edirdi, dövlət qulluğu sistemi Fransa modeli əsasında quruldu, dəmiryol sistemi isə Britaniyadan götürülmüşdür (burada da hərəkət soltərəflidir). Yapon sənəsi feodal ailələr ətrafında inkişaf edirdi; bu xüsusiyyət, hələ də, bəzi iri yapon bank, ticarət və sənaye şirkətlərin adlarında əks olunur, məsələn, *Mitsui*, *Mitsubishi*, *Sumitomo* və *Yarnoto*. Bu ailələrin hər biri sənaye qrupunu (“zaibatsu”) yaratmışdır və onun daxilində olan hər bir vahid, məsələn, ticarət, nəqliyyat və poladəritmə şirkətləri, səhmlərinin iri paketi əlində olan bir bank-holding şirkətinin “qanadı” altında idi. Bu bank holdingi əlaqəli strukturları uzunmüddətli və dövrüyyəni tamamlamaq məqsədilə qısamüddətli kreditlərlə təmin edirdi – bu isə bir qədər alman sisteminə bənzəyirdi.

Bazarda paylarını artırmağa çalışan bu sənaye qrupları arasında rəqabət çox sərt idi.

Bank Holding şirkətlər 1940-cı illərdə imperator Xiroxito ölkənin əsas idarəedicisi kimi general Duqlas Makatur tərəfindən əvəz olunanda qanundən kənarda elan olunmuşdur. Sənaye qrupları isə buna kəsişmə mülkiyyət sistemi ilə cavab vermişdir, burada bank, ticarət və poladəritmə şirkətinin səhmləri həmin qrupa daxil olan nəqliyyat şirkətinə məxsus idi, nəqliyyat şirkətinin səhmləri isə, öz növbəsində, qrupa daxil olan digər şirkətlərə də məxsus idi. Nəticə etibarilə, hər bir şirkət dairəvi müdafiə pozisiyasına durmuş və udulmaq riskini azaldaraq, bu yolla bazarda yeni sahələrin inkişafı üçün yerlərini tuturdu. *Mitsui* nəqliyyat şirkəti poladı *Mitsui* poladəridən zavoddan alır və malını *Mitsui* sığorta şirkətində sığorta edir.

Herosima və Naqasakinin 1945-ci ilin yay aylarında bombalanmasından 40 il sonra Yaponiya iqtisadiyyatı ağılagəlməz uğura nail olmuşdur. Ölkənin sənayesi müharibədən sonra tamamilə dağılmış vəziyyətdə

idi. Yaponiya öz iqtisadi müstəmləkələri olan Koreya, Formozu (sonralar Tayvan) və Mançyoriyada olan ərazilərini itirmişdi. Digər ölkələrlə iqtisadi əlaqələr tamamilə kəsilmişdi. Yaponiya iqtisadi partiya kimi qəbul edilirdi, onun kasıb ixracı isə yalnız təbəsşüm yaradırdı, çünki bu ölkənin məhsulları çox aşağı keyfiyyətli idi və çox vaxt Amerika və Avropa şirkətlərinin məhsullarının aşkar kopiyası idi.

1950-ci və 1960-cı illərdə Yapon iqtisadiyyatı ildə 10% iqtisadi artım nümayiş etdirmişdir. Bu iki onillik ərzində müşahidə olunan iqtisadi artım German Kannı 1971-ci ildə “Yaponiya: ilk super ölkə” adlı kitabı yazmağa vadar etmişdir. Kannın hesablamaları çox sadə idi - əgər Yaponiya öz iqtisadi artım templərini Birləşmiş Ştatlar, Almaniya, Fransa kimi inkişaf etmiş ölkələrin eyniadlı göstəricisinin səviyyəsində yəni, 2-3%, saxlaya bilsə, onda qısa müddət ərzində Yaponiyada adam başına düşən gəlir dünyanın iqtisadi liderləri olan ölkələrin eyni adlı göstəricisini üstələyəcək.

1980-ci illərdə Yaponiya iqtisadi qüvvəsinə görə Almaniyayı arxada qoymaqla dünyada ikinci yerə çıxmışdır, *Toyota*, *Nissan* və *Honda* dünya avtomobil sənəsinin liderlərinə çevrilmişdir. *Sony*, *Matsushita*, *Sharp* və sonsuz sayda digər şirkətlər elektronika bazarında aparıcı yerlərə malik idilər. Yaponlar tərəfindən istehsal edilmiş kompyuterlər isə dünyada ən yaxşı hesab olunurdu.

Yaponiyanın iqtisadi nailiyyətləri Tokio, Vaşinqtonda və digər xarici paytaxtlarda müzakrə və təhlil obyektinə çevrilmişdir. Uğurun əsas hissəsini Maliyyə və beynəlxalq ticarət və investisiya nazirliklərinin işçiləri tərəfindən hazırlanmış plana riayət edilməsi idi. Bu plana görə dövlət işçiləri şirkətlər arasında güclü və zəif olanlarını müəyyən edirdilər, onları əsasən dünya bazarında lider ola bilənlər maraqlandırır. Dövlət agentlikləri bu kimi liderləri ucuz kredit və dövlət sifarişləri verməklə və yenicə yaranmış şirkətlərin öz istehsal xərclərini minimuma sala və məşhur Amerika və Avropa brendləri ilə rəqabətə girə bilənə qədər proteksionist siyasəti tətbiq etməklə dəstəkləyirdilər.

Administrativ baryerlərin tətbiq edilməsi ona gətirirdi ki xarici şirkətlər Yaponiya bazarında mallarını satmaq və ya Yaponiyada nümayəndəliklərini açmaq istəyəndə böyük çətinliklərlə rastlaşırdı. Amerika və Avropa şirkətləri Tokio fond birjasında güclü yer ala bilirdi. Yaponlar

iddia edirdilər ki, Birləşmiş Ştatlarda və ya Avropada da istehsal olunmuş xizəklər Yaponiyadakı qar üçün, Kaliforniyada əkilmiş düyü isə yapon mədəsi üçün yararlı deyil.

Maliyyə Nazirliyinin işçiləri həm bank kreditləri, həm də bank depozitləri üzrə faiz dərəcələri üçün tavan siyasətini tətbiq etmişdilər; depozit üzrə faiz dərəcələri inflyasiya dərəcəsiyəm aşağı idi, buna görə ev təsərrüfatları gəlirlərini artırmaq üçün əlavə mənbələr axtarırdılar, çünki pullar sürətlə dəyərsizləşirdi. Aşağı faiz dərəcəsi şəraitində kommersiya şirkətləri tərəfindən verilən kreditlərə olan tələb təklifi üstələyirdi, çünki dövlət məmurları inzibati resursdan istifadə edərək, banklara kredit verilməsi zamanı üstünlük veriləcək şirkətləri işarə edirdilər.

Geniş maliyyə tənzimləmənin nəticələrindən biri o idi ki, bankların bir çox qiymətli kağızlara (səhmlərdən başqa) qoyduqları sərmayələrdən və əmanətlərdən gələn real gəlirlik mənfəidi. Bundan istisna daşınmaz əmlak və səhmlərə qoyuluşlar idi; burada gəlirlik sabit və yüksək idi.

1980-ci illərin birinci yarısında Yaponiya maliyyəsi liberallaşmaya doğru getməyə başladı, bu isə əsasən amerikalıların təzyiqi altında baş vermişdir, çünki yaponlar Nyu-York və Amerikanın digər maliyyə mərkəzlərində fəaliyyət göstərdiyi kimi sonuncular da Tokio maliyyə bazarlarını və yapon müştərilərini əldə etmək istəyirdilər. Yaponlar qəbul etmişdilər ki, əgər onlar xarici bazarlarda fəaliyyətlərini genişləndirmək istəyirlərsə, onda xaricilər də yerli bazarda özlərini sınaqmaq imkanını əldə etməlidirlər. Depozit və kredit üzrə faiz dərəcələri qaldırılmışdır. Kreditlərin verilməsi zamanı üstünlük verilməsi üçün tətbiq edilən inzibati resurs artıq nadir hallarda istifadə edilirdi. Yapon şirkətlərinin xarici investisiyalarına qoyulan məhdudiyyətlər yumşaldılmışdır. Yapon bankları öz xarici filiallarını və nümayəndəliklərini artırmaq icazəsini almışdı.

Yapon banklarına Nyu-Yorkda, Çikaqoda, Los-Ancelesdə, Londonda, Sürixdə və Frankfurtda həm yapon, həm də xarici şirkətləri kreditləşdirmək icazəsi verilmişdir; bu əməliyyatlar üçün vəsaitləri həm yerli banklararası bazarda, həm də qeyri-yapon banklarından ofşor depozit bazasında əldə etmək olardı. Bu halda Amerika daşınmaz əmlak yapon tələbi birdən artmağa başlamışdır.

Maliyyə liberallaşma o demək idi ki, banklar daşınmaz əmlak almaq və ya yeni ofis binalarını, evləri və ticarət mərkəzləri tikmək istəyən borc

alanları üçün kreditlərin həcmi artırıla bilərdi. İpoteka kreditləşmənin tətbiqi isə daşınmaz əmlakın qiymətinin sürətli artmasına gətirmişdir.

Daşınmaz əmlak bazarında çalışan şirkətlərin kapitallaşması Tokio fond birjasının listinqinə daxil olan şirkətlərin ümumi bazar dəyərinin böyük hissəsini təşkil edirdi. Daşınmaz əmlak üzrə holding şirkətlər pay investisiya fondlarına bənzəyirdi; sərəncamında olan mülkiyyətin qiymətləri qalxanda isə, bunlar heç nəyə baxmadan həmin şirkətlərin səhmlərini almağa başlayırdı, bu isə, öz növbəsində həmin səhmlərin məzənnəsini qaldırırdı. Daşınmaz əmlakın qiymətinin artması tikinti bumuna gətirmiş və yeni-yeni göydələnlər peyda olmuşdur. Yapon bankları iri həcmdə daşınmaz əmlak və səhm sahibləri olduğuna görə, bu aktivlərin qiymətlərinin aramasından gələn gəlir bankın cari gəlirlərindən çox idi. Kapitalın artması ilə banklar təklif edilən kreditləri genişləndirə bilirdi.

Elə gəlirdi ki, Yaponiya “əbədi mühərliyin” maliyyə ekvivalentini qazanmışdır. Daşınmaz əmlak qiymətinin artması səhmlərin birja kotirovkalarını qaldırmışdır; daşınmaz əmlakın və səhmlərin birgə bahalaşması isə bank kapitalını artırmışdı. Bank kapitalının artması isə, öz növbəsində, banklara verilmiş kreditlərini artırmaq imkanını vermişdir, ölkədə keçirilmiş maliyyə liberallaşmasına görə banklar əvvəllər kredit almağa çətinlik çəkən alıcılara da kredit verə bilərdi. Kreditlər əsasən daşınmaz əmlakı qirova qoymaqla verildiyinə görə qaytarılmamış kreditlər üzrə itkilər çox az idi, çünki qiymətlər daim artmaqda idi. Daşınmaz əmlakın qiymətlərinin qalxması ilə bu bazara investisiya qoyan şirkətlərin də gəlirləri artırdı. Müvafiq olaraq, bir çox şirkətlərdə daha çox gəlir əldə etmək üçün daha çox borc almaq istəyi və imkanı yaranmışdır.

Sənaye qruplarının daxilində kəsişmə mülkiyyət formasının tətbiq edilməsi isə o demək idi ki, Tokio birjasında satılan bütün səhmlərin məzənnələrinə həmin şirkətlərin kapitallaşmasında baş verən proseslər təsir edirdi. Sənaye qrupları daşınmaz əmlakı və digər şirkətlərin səhmlərini əldə etmək üçün borclarının həcmi artırır, çünki bu cür fəaliyyət növündən əldə olunan gəlir maşın, elektronika və polad istehsalı kimi onların əsas fəaliyyətindən daha çox idi.

Yapon qiymət “köpüyünün” əmələ gəlməsi tarixinin müəyyənəşdirilməsi

Hər hansı bir aktivin bazarında qiymət köpüyünün əmələ gəlməsi tarixini müəyyənəşdirmək çox çətinidir, çünki aktivin qiyməti köpüyün əmələ gəlməsində xeyli əvvəl qalxmağa başlayır. Yaponiyada daşınmaz əmlakın və səhmlərin qiymətləri 1985-ci ilədək artmağa başlamışdır, yeni zamanda yaon yenasının dəyəri valyuta bazarında kəskin bahalaşmağa başlamışdır.

Yapon bazarında qiymət köpüyünün əmələ gəlməsində əsas rol üç amil oynayır, buna görə, demək olar ki, 30 il müddətində yapon daşınmaz əmlaka qoyulan investisiyalar sabit gəlirlik, digər sahələr isə böyük zərərlər gətirmişdir. O zaman investisiya mühitində belə bir şablon fikir formalaşmışdır ki “torpaq yaxşı investisiyadır, çünki torpağın qiyməti daim artır”. Burada sənaye amillər də mövcuddur - “torpağa qoyulan sərmayələr çox yaxşıdır, çünki o qeybə çıxıb bilməz”. Yapon investorları hər iki deyimə inanırdılar, 1940-cı illərin sonlarından sonra qiymət artımı bu inancını yalnız gücləndirirdi.

İkinci amil maliyyə liberallaşması idi. Ondan əvvəl yapon banklarına daşınmaz əmlakı əldə etmək məqsədilə kredit verməyi məhdudlaşdıran göstərişlər mövcud idi. İndi isə banklar keçmişin əvəzini çıxmaq niyyətində idi və bundan sonra ipoteka kreditlərin ümumi kredit portfelinə payı artmışdır, investorlar kredit lingini əldə etmişdirlər. 1980-ci illərin sonunda müəyyən olunmuşdur ki, dünyada mövcud olan tikinti kranların yarı Tokioda obyektlərin tikintisində məşğul idi.

Üçüncü amil 1980-ci illərin ikinci yarısında pul kütləsinin artması idi, bu isə Yaponiya Bankının yenanın valyuta bazarında dəyərinin aşağı salınması cəhdlərinin nəticəsi idi. 1980-ci illərin birinci yarısında yapon yenası dollara qarşı xeyli ucuzlaşmışdır, bu isə yapon malların dünya bazarında rəqabət qabiliyyətini gücləndirmişdir. 1980-cı illərin ikinci yarısında isə yenə bahalaşmağa başlamışdır, istehsal sərmayələrinə neqativ təsiri azaltmaq üçün Yaponiya Bankı valyutasını nəzarət altında saxlamağa çalışırdı. Müdaxilənin nəticəsi Yaponiyada pul kütləsinin və müvafiq olaraq kredit bazasının artması olmuşdur. Həm bankların, həm də

Mərkəzi bankın ehtiyatlarının artması nəticəsində yapon bankları verilən kreditlərin həcmi artırmaq imkanını əldə etmişdir.

İqtisadi artımın yüksək təməli bankların şirkətlərə və investirlərə kredit vermək imkanı ilə dəstəklənirdi. Nəticə etibarilə, daşınmaz əmlakın qiymətləri orta hesabla ildə 30% artmağa başlamışdır.

Yüksək gəlirlik səviyyəsinin təmin edilməsi yapon şirkətlərinin əsas məqsədlərindən biri deyil idi. Onlar, əsasən öz biznesinin inkişafında, istehsalın genişləndirilməsində və işçilərin həyat boyu məşğulluğunun təmin edilməsində maraqlı idilər. Hər bir şirkət öz sahəsində ilk yer tutmaq arzusunda idi. Bir çox şirkətlər borclarını bazarın daha böyük hissəsini əldə etmək məqsədilə artırırdı.

Yapon bankları borc alanların kreditin genişləndirilməsi ehtiyacını onlara məxsus olan aktivlərin bahalaşması hesabına ödəyirdi. Borc alanlar əldə etdikləri vəsaitləri yenə də daşınmaz əmlakın alınmasına xərcləyirdi, lakin təklif məhdud və ləng artdığına görə, kütləvi alışlar daşınmaz əmlak bazarındakı qiymətləri artırırdı. Artan bu qiymətlər ardınca səhm məzənnələrini də aparırdı.

1980-ci illərin əvvəllərində pul bazarı yeni vasitəçi kateqoriyasını meydana gətirmişdir – kredit ittifaqları (“cusenlər”), bu təşkilatlar ənənəvi yapon bankları verməkdən imtina edən ipoteka kreditləri verirdi. Kreditlərin verilməsi üçün pulları cusenlər banklardan alırdı. Bu cür kreditləşmə sistemini yeddi iri Yapon bankı istifadə edirdi. Lakin eyni zamanda Yaponiyanın Maliyyə Nazirliyi həm adi, həm də ipoteka kreditləri verə bilən dövlət kredit təşkilatlarını yaratmağa başlamışdır. Bundan sonra banklar heç bir vasitəçi olmadan evlərin alınması üçün kredit verməyə başlamışdı.

Səhm məzənnələrinin qalxması o demək idi ki pul vəsaitlərinin cəlb edilməsi şirkətlərə ucuz başa gəlirdi. Daha bir yenilik konvertasiya edilən istiqrazların tətbiq edilməsi idi; şirkətlər faiz gəlirliyi aşağı olan və təsbit edilmiş qiymətdə adi səhmlərə dəyişdirilə bilən səhmləri satırdı. Əslində isə bu cür istiqrazlar səhm alınması üzrə koll-opsiona bənzəyirdi; lakin istiqrazın sahibi səhm üzrə verilən dividenddən çox olan faiz gəliri əldə edirdi. Nəticədə istiqrazların yerləşdirilməsi nəticəsində əldə olunan vəsaitlər şirkətlər tərəfindən üç istiqamətdə istifadə olunurdu: pulları əmanət formasında yerləşdirmək və istiqraz üzrə ödədiyi faizdən 3-4 qat

çox olan faiz qazanmaq; səhm almaq; və ya istehsalın muasirləşdirilməsi və genişləndirilməsinə xərcləmək.

Yaponiyada mövcud olan bank təcrübəsinə görə kreditlər əmlakın girov qoyulması şərtlə verilirdi; adətən banklar qirovun 70%-ə qədər kredit verirdilər. Verilmiş “cusenlər” tərəfindən kreditlərin bəziləri yapon mafiyasının (“yakudzanın”) əlinə düşürdü. Bu qruplaşmalar öz əlaqələrindən istifadə edərək əmlakın qiymətlərini lazimi səviyyədə saxlaya bilirdi. Daşınmaz əmlakın qiyməti ildə orta hesabla 30% qalxdığına görə, qiymətləndirən tərəfindən edilən kiçik səhv tezliklə düzəldilirdi.

Daşınmaz əmlakın qiyməti icarə haqqından tez qalxırdı. Bu da ona gətirirdi ki, gəlir götürülmüş kredit üzrə faizi ödəmirdi. 1980-ci illərin sonunda əmlak alan investorların gəlirləri mənfi idi – icarə gəliri bütün digər xərcləri çıxdıqdan sonra kredit faizini ödəmirdi – lakin əmlakın sürətli bahalaşması bu əmlakı yenidən girova qoymaqla yeni götürülmüş kreditlər hesabına və ya əmlakın satışından əldə edilən gəlir hesabına faiz ödəyə bilirdi.

Daşınmaz əmlakın və səhmlərin qiymətlərindəki artım səhm, daşınmaz əmlak, bank depozitlərinə və xarici valyutaya malik olan yapon ailələrinin rifahını çox yaxşılaşmışdı. İri yapon şirkətlərinin səhmləri sənaye qruplarına daxil olan digər şirkətlərinə (“zaibatsu”-ların əvəzinə gələn “keyretsu”-lara) məxsus olduğuna baxmayaraq, səhm paketinin üçdə biri fiziki şəxslərə məxsus idi. Hər bir yapon şirkəti sənaye müəssisənin və pay fondunun qarşılığını təşkil edirdi.

Yapon səhmlərini bazar qiyməti daim artdığına görə onlar daim Birləşmiş Ştatların və Qərbi Avropa investorların tərəfindən alınırdı. Yapon qiymətli kağızlara maraq global indeks fondları da göstərməyə başlamışdı. Yapon rezidentləri olmayan investorların gəlirləri yalnız səhm məzənnələrinin qalxması hesabına yox, həm də valyuta bazarında yapon yenasının bahalaşması hesabına idi.

Yapon qiymət “köpüyü” nəyə görə və nə vaxt partlamışdır

1989-cu ilin sonunda yapon qiymət “köpüyü” intensiv genişlənmişdir. Daşınmaz əmlakın qiyməti o qədər artmışdır ki, beysbola uduzu olan

Yoqa Berranın “burada yaşamaq o qədər bahadır ki, heç kim bunu edə bilmir” ifadəsi çox məşhurlaşmışdır və doğruluğunu təstiq etmişdir. Banklar yüzillik üç nəsil ödəyəcək ipoteka kreditlərini verirdilər. Yaponiya bankının yeni sədrini yüksək əmlak qiymtlərin yaratdığı sosial disbalans çox narahat edirdi. Mərkəzi Bankın yeni təlimatları yapon banklarını ipoteka kreditlərinin həcmi digər kredit növlərin səviyyəsinə qədər azaltmasını tələb etmişdir.

Kredit kütləsinin artım templəri aşağı düşdükdən sonra, əmlakı yenidən almış insanlar nağd pul vəsaitlərin çatışmazlığını hiss etmişdilər; onların icrə gəlirləri azalmışdır, ödəniləcək faiz isə qalmışdır, lakin indi onlar köhnə krediti yenisi ilə ödəyə bilirdilər. Bu şəraitdə bəzi investorlar əmlaklarını satmaq məcburiyyətində qalmışdılar. Bu satışların və kredit kütləsinin birdən azalması daşınmaz əmlakın ucuzlaşmasına gətirmişdir; əmlakın qiyməti daim artdığı əfsanəsi səhv çıxmışdır.

Səhm məzənnəsi və daşınmaz əmlakın qiymətləri 1990-cı illərin əvvəllərində enməyə başlamışdır; səhm məzənnələri 30% 1990-cı və yenidən bir o qədər 1991-ci ildə azalmışdır. Yaponiyanın fond birjasında enmə trendi müşahidə olunmağa başlamışdır. 2003-cü ilin əvvəlində yapon səhmlərinin qiymətləri iyirmi il əvvəlki səviyyəsinə enmişdir, buna baxmayaraq ölkənin iqtisadiyyatı bu illər ərzində qalxmışdır. Real iqtisadi artım isə orta hesabla 1% təşkil etmişdir.

Pərakəndə satış qiymətləri 1999-cı ildə 1-2% təşkil etmişdir, bu isə klassik borc deflyasiyasına gətirmişdir, nəticə etibarilə bir sıra müflisləşmələrə və öz növbəsində, bankların böyük itkilərinə, aktivlərin satışına və qiymətlərin xeyli azalmasına səbəb olmuşdur.

İndi yapon “əbədi mühərriyi” əks istiqamətdə işləməyə başlamışdır. Daşınmaz əmlakın satışı bazar qiymətlərinin enməsinə səbəb olmuşdur. Daşınmaz əmlak və səhm qiymətlərinin enməsi bank kapitalının azalması demək idi; indi bankların kredit vermək imkanları xeyli məhdudlaşmışdır. Yapon qiymətli kağızların ucuzlaşması ilə amerika qiymətli kağızların bahalaşması üst-üstə düşməsinə görə, global fondlar yapon qiymətli kağızları sataraq Amerika qiymətli kağızlarını əldə edirdi.

Monetar iqtisadiyyatının qanunlarından biri odur ki, qiymət “köpüyün” “partlayışından” sonra deflyasiya başlayır. Yaponiyada istehsal sərmayələrinin həcmi xeyli azalmışdır, buna səbəb birincisi gözlənilən

gəlirliyin azalması, ikincisi isə bundan əvvəl müşahidə olunan iqtisadi bumun nəticəsində atırıq istehsal qüvvələrin əmələ gəlməsi idi. Ev təsərrüfatlarının xərcləri xeyli azalmışdı, çünki milyonlarla ailələr əmlak və səhmlərin ucuzlaşmasından irəli gələn itkiləri örtmək üçün eldə etdikləri gəlirə qənaət etməyə üstünlük verirdilər.

Müflisləşmələrin sayı artmışdır, banklar və digər maliyyə təşkilatları verilmiş kreditlərə görə itkilərə məruz olurdu. İpoteka kreditlərin verilməsi üzrə ixtisaslaşan qeyri-bank təşkilatları isə, demək olar ki, tamamilə müflisləşmişdir.

İflaslara və bank itkilərinə baxmayaraq, yapon əmanətçiləri banklardan pullarını götürməyə tələsmirdilər. Həm fiziki şəxslər, həm də şirkətlər əmin idilər ki, hətta bankların bağlanması tədqirdə, Yapon hökuməti bütün əmanətləri geri qaytaracaq, ona baxmayaraq ki, rəsmi olaraq heç bir sığorta mövcud deyil idi. Bank səhmlərinin uzun müddət ərzində qiymətlərinin qalxması investorlara “bankların iflası uğramaq üçün həddən artıq varlı olmasına” inandırır, on baxmayaraq ki, onların öz kapitalları artıq mənfi idi, çünki verilmiş kreditlərin həcmi depozit üzrə öhdəliklərindən az idi.

Bankların çoxu kreditlərin verilməsi zamanı həddən artıq ehtiyatlı idi. Onlar anladı ki, əmlakı klassik üsulla girov götürməklə kredit vermək prosesi çox təhlükəli idi, çünki əmlak nəinki bahalaşa, həm də ucuzlaşa bilər. İlk dəfə idi ki, banklar qarşısında belə sual dururdu: “Bu krediti versək, onda pullarımızı qaytarmaq etimalı nə qədərdir?” Bankların bu çür ciddi yanaşması isə borc alanları da sual verməyə məcbur etmişdir: “Bəs yeni investisiyalar şirkətimizin gəlirliyini artırmaq üçün lazımı qədər gəlirli olacaqmı?”

Xarici banklar və investorlar artıq yapon banklarının ödəmə qabiliyyətinə şübhə ilə yanaşırdılar. Yapon banklarının xarici filialları ofşor maliyyə bazarında ən böyük borc alan idi; onlar həm yapon, həm də qeyri-yapon şirkətlərinə kredit verirdi. Yapon bankların ofşor nümayəndəlikləri öz kredit portfəllərini çox fəal formalaşıdırırdılar, çünki onlar ənənəvi olaraq fondların cəlb edilməsi xərcləri ilə kreditin verilməsi üzrə faiz dərəcələri arasında mövcud olan çox dar spreddə işləyirdilər.

Yapon bankların kreditorları olan xarici banklar iflas zamanı yapon hökumətinin hər hansı yapon bankına dəstək olacağına inanmırdılar.

Nəticə etibarilə, xarici banklar yapon banklarına verilən kreditlər üzrə faiz dərəcələrini artırmışdı. Birbaşa nəticələrdən biri o idi ki, bir çox kreditlər bundan sonra yapon banklarına artıq əlverişli deyil idi. Bu ona gətirib çıxarmışdır ki, yapon bankları lazım olmayan faizləri ödəməmək üçün kreditləri mümkün qədər tez qaytarırdı.

Yapın kreditləri üzrə risk mü kafatının artması isə həssas investorlar üçün bir işarə idi. Bir çox yapon şirkətləri pullarını Tokiodakı yapon banklarından, həmin Tokioda yerləşən xarici banklara qoymağa başlamışdılar. Yaponiyada artıq depozit üzrə faiz dərəcələri çox aşağı idi, Yaponiyadan kapital axını kütləvi xarakter daşımağa başlamışdı, çünki yapon investorları pulları üçün daha əlverişli yer axtarırdılar. 1991-ci ildə Yaponiyada baş verən resessiya o demək idi ki, idxalın həcmi xeyli azalmışdır, ixrac isə çox artmışdır; bir sıra şirkətlər bütün güclərini xarici bazarların ələ alınması üçün xərcləyirdi, çünki daxili bazarda artmış istehsal qüvvələri öz tətbiqini tapa bilmirdilər. İdxalın azalması, ixracın artması isə Yaponiyanın tədiyyə balansının müsbət olmasına gətirmişdir. Bu artım Yaponiyadan kapital axınını üstələmişdir və yenanın bahalaşmasına gətirmişdir, bu isə, öz növbəsində, ixracyönlü yapon şirkətlərinə zərbə vurmuşdur. Bunlardan bir çoxları xərclərini ucuz əmək qüvvəsi hesabına azaltmaq üçün Çin, Malaziya və Tayland kimi ölkələrə sərmayə qoymuşdur. İxrac sənayesində investisiya xərclərinin artması gəlirlərin artmasını canlandırırdı.

Şərqi Asiyanın iqtisadi möcüzəsi və Asiyanın maliyyə böhranı

1992-ci ildə Dünya Bankı “Şərqi Asiya möcüzələri” adlı materialları dərc etmişdir. Bu möhtəşəm ad altında Tailanddan Cənubi Koreyaya qədər yerləşən ölkələrin iqtisadi nailiyyətlərindən bəhs edilirdi. Bu ölkələrin ümumi daxili məhsulun artması müəyyən dərəcədə Yaponiya tərəfindən 1950-1960-cı illər ərzində alınmış gəlirlərin nəticəsi idi. Koreya yarımadası 1950-ci illərin ortalarında başlanmış müharibə nəticəsində bölünmüşdür; 1960-cı illərin ortalarında Cənubi Koreya üçün iqtisadi artımın qızıl dövrü başlamışdır. 1950-ci illərdə bataqlıq olan Sinqapurun həyat səviyyəsi 1990-cı illərdə artıq dünya standartlarına

cavab vermişdir. 1978-ci ildə Çində hökumətin Mao Tsze-Dundan Den Syaopinə keçməsi, vaxtilə qapalı olan bir ölkəni xarici sərmayələrə açıq olan və beynəlxalq ticarətə can atan ölkəyə çevirmişdir. İqtisadi artım burada 20 il müddətində ildə orta hesabla 10% təşkil etmişdir, Pekin, Şanxay və Şençjen kimi sahil regionlarda artım bundan da çox idi. 1950, 1960 və 1970-ci illərdə sərhəd məntəqəsi kimi çıxış edən Honkonq artıq beynəlxalq ticarətə hazır olan çin məhsullarının mərkəzinə çevrilmişdir.

Tailand, Malaziya və İndoneziyada 1990-cı illərin birinci yarısında səhm məzənnələri 300-500% qalxmışdır, istehsalın emal sahələrində artım fantastik templərlə gedirdi. Şərqi Asiyanın əksər ölkələrində səhm kotirovkaları 1993-cü ildə iki qat artmışdır və 1994-cü ilə qədər artmağa davam etmişdir. Daşınmaz əmlakın ticarət defisitinin həcmi artmışdır. Bu ölkələrdə qiymət köpükləri iqtisadi strukturların, adambaşına düşən gəlirlərin, milli valyutalarının məzənnələrin arasında fərqlərə, eyni zamanda hər bir konkret ölkənin Singapur, Tayvan və ya Honkonq kimi beynəlxalq kreditor və ya Tailand və ya Malaziya kimi beynəlxalq borcalan olmasına baxmayaraq, iqtisadçılar düşünürlər ki, bu ölkələrin “köpükləri” ümumi mənbəyə malik idi və xaricdən şişirdilər.

Amerika, Yapon və avropa şirkətləri məhsullarının Çində, Tailandda və digər Şərqi Asiya ölkələrində istehsal xərclərinin az olmasından istifadə edirdi. Sürətli iqtisadi artım xarici kapitalın axınının həm səbəbi, həm də nəticəsi idi, xüsusilə də Yaponiyadan gələn kapitalın. Yapon investisiyaları, ilk növbədə, bu ölkələrdə ucuz əmək qüvvəsindən istifadə etmək üçün yığma sexlərinin tikintisinə yönəlmişdir; bahalı ehtiyat hissələri hələ də Yaponiyada istehsal olunurdu, sonralar isə yığılmaq üçün qonşu ölkələrə göndərilmişdir. Oradan məhsulların əsas hissəsi Birləşmiş Ştatlara, Yaponiyaya və digər ölkələrə ixrac olunurdu. Birbaşa yapon investisiyalarından sonra Yaponiyadan təchizatçı şirkətlər və banklar gəlmişdir. İqtisadiyyatın əsasını ixrac iqtisadiyyatının artımı təşkil etmişdir, hansıki daim yerli valyutanın aşağı dəyərinə əsaslanırdı. İxracın əsas hissəsini baş ofisləri Birləşmiş Ştatlarda, Yaponiyada və Tayvanda yerləşən şirkətlərin məhsulları təşkil edirdi. Cənubi Koreya şirkətləri kapitallarını Çin və İndoneziyaya yatırmağa başlamışdır, çünki əmək-haqqının səviyyəsi burada nisbətən aşağı idi.

1996-cı ildə qısamüddətli istehlak kreditlərinin verilməsi üzrə ixtisaslaşan tay maliyyə şirkətləri (bunlardan bir çoxu iri tay bankları tərəfindən bu kimi kreditlərin verilməsini qadağan edən təlimatından yan keçmək üçün təsis olunmuşdur) öz kreditləri üzrə iri itkilərə məruz qalmağa başlamışdır. Xarici investorlar tay maliyyə təşkilatlarına verdikləri kreditlərin qiymətini qaldırmağa başlamış, nəticədə xaricdən maliyyələşdirmə mənbəyi azalmışdır. Tailandın Mərkəzi bankının milli valyutanı eyni səviyyədə saxlama qüvvəsi artıq tükənmişdir və 1997-ci ilin iyul ayında Tailandın milli valyutası bat kəskin devalvasiyaya məruz qalmışdır.

Batın qiymətsizləşməsi epidemiyaya çevrilmişdir, növbəti 6 ay ərzində Şərqi Avropa ölkələrin milli valyutaları, Çin yuanı və Honkonq dollarından başqa, 30%-ə qədər ucuzlaşmışdır. Səhm məzənnələri 30-60% enmişdir, buna səbəb xarici investorların pul əldə etmək istəyi və həmçinin autsorsinq şirkətlərinin yüksək gəlir gətirmədikləri idi. Daşınmaz əmlakın qiymətləri kəskin azalmışdır. Sinqapur və Honkonq banklarından başqa, əksər banklar çətin vəziyyətə düşmüşdür. İndoneziyada bankların bir çoxunun bağlanması küçələrdə əsəyişin pozulmasına və dəyərinin 70%-ni itirən milli valyutanın getməsinə səbəb olmuşdur. Şərqi Asiya ölkələrini inkişaf ssenarisi Yaponiyada 10 il bundan qabaq baş verənlərin təkrarı idi. Şərqi Asiya möcüzəsi haqqında söhbətlər dayanmışdır, bunun əvəzinə “blat kapitalizmi”, kütləvi özəlləşdirmə və möhtəkirliyin dağıdıcı güvvəsi haqqında müzakirələr başlamışdır.

Milli valyutanın dəyərdən düşməsi ABŞ dolları, yena və digər xarici valyutalarda kredit götürmüş şirkətlərə zərər gətirmişdir. Bu şirkətlərə kredit vermiş banklar da zərər çəkmişdi; Asiya ölkələrində bankların əksər müflisləşmələrinin səbəbləri aktivlərin həddən artıq qiymətləndirilməsi və müştərilərin zərərləri idi. Milli valyutaların devalvasiyası Asiya ölkələrinin ticarət balanslarına da təsir etmişdir, onların bir çoxu defisitlidən profitliyə çevrilmişdir.

Bu prosesin əksi Birləşmiş Ştatların birdən-birə ticarət balansında defisit artması idi; əslində ABŞ dollarının bahalaşması ona bağlı olan tay batının, Malasiya ringgitin, İndoneziya rupiyasının və həmçinin, Çin yuanın və Honkonq dollarının devalvasiyasının nəticəsi idi.

Səmərəli və qeyri-səmərəli bolluq

1982 və 1999-cu illər ərzində Amerika səhmlərinin məzənnələri ildə 13% artırdı, bu da Amjerikanın 200 illik tarixinin ən yaxşı göstəriciləri idi. Uzunmüddətli prespektivdə Amerika səhmlərinin məzənnələri üç ildən bir enirdi, keçmiş əsrin son iki onilliyində isə səhmlər cəmi 5% enmişdir. Amerika səhmlərinin bazar dəyəri 1982-ci ildə ÜDM-in 60%-dən, 1999-cu ildə ÜDM-in 300%-ə qədər artmışdır.

Ölkə miqyasında daşınmaz əmlak qiymətlərinin artını bir o qədər də yüksək deyil idi, lakin əhəmiyyətli artım Silikon vadi, San-Fransisko, Vaşinqton, Boston və Nyu-York kimi adambaşına düşən gəliri və məşğulluq səviyyəsi yüksək olan regionlarda müşahidə olunurdu.

1990-cı illərdə Amerika iqtisadiyyatı sürətli artım nümayiş etdirdi. İnflyasiya səviyyəsi 1990-cı illərin əvvəllərində 6%-dən, 1990-cı illərin sonunda 2%-ə qədər, işsizlik səviyyəsi isə 8%-dən 4%-ə enmişdir, iqtisadi artım templəri 2.5-3.5% artmışdır, bunların hamısı, eyni zamanda məhsuldarlığın artımı ilə də müşühidə olunurdu. Amerika xəzinədarlığın illik büdcəsi 1990-cı illərin əvvəlində 5%-lq (300 mlrd.\$) defisitdin onilliyin sonunda \$200 mlrd-lq profisitə çatmışdır.

Bu vəziyyətin mənfi nəticələrində biri o idi ki ABŞ-ın ticarət balansının illik defisiti 500 mlrd. \$-ı keçmişdir. Bundan başqa yığımların səviyyəsi isə ən aşağı səviyyəyə enmişdir.

Bu iqtisadi bumun özəlliyi ondan ibarət idi ki, o “yeni iqtisadiyyatın” inkişafına əsaslanırdı, burada əsas rolu informasiya texnologiyaları, kompyuterlər, “dotkomlar” və proqram təminatı, texniki aparatları və yüksək texnologiyalarını istehsal edən şirkətlər oynayacaq. Texnoloji inqilab məlumatın ötürülməsi və saxlanılmasını ucuzlaşdırmışdır. *E-bay* şirkəti ümummilli hərrac bazarına çevrilmişdir, burada insanlar on minlərlə əmtəə ala bilərdilər. Amazon şirkəti kitab və elektron məhsulların satış texnologiyasını icad etmişdir. Peapod insanlara gündəlik aldıkları məhsulları evdən çıxmadan əldə etmək imkanını vermişdir. Milyonlarla insanlar diskont brokeri Çarlz Şvabın və onun rəqib brokerlərin müştəriləri idilər. Yeni texnologiyalar insanlara kompyuter və internetdən istifadə etməklə və kiçik miqdarda komission haqqı ödəməklə səhmlə əməliyyatlar apara bilirdilər. “Deytreyder” tayfası əmələ gəlmişdir – bu

insanlar işlərini ataraq evdə və ya xüsusi təşkil edilmiş otaqlarda səhmlərin alqı-satqısı ilə məşğul idilər. Priceline şirkəti isə aviya şirkətlərə və hotellərə biletdən satışını və nomrələrin icarə verilməsini heç bir əlavə xərc olmadan satmaq imkanını vermişdir.

Öz kommersiya ideyalarını və layihələrini həyata keçirmək istəyən sahibkarlar isə maliyyəni vençur kapitalistlərdən (riskli və yüksək gəlirli layihələrə pul qoymaq istəyən kapitalistlərdən) alırdılar. Vençur kapitalistlər öz investisiya portfellerini müxtəlif şirkətlərə kapital qoyuluşlarından tərtib edirdilər, bu şirkətlər 3-5 il ərzində o qədər böyüməli idilər ki, öz səhmlərini bazara çıxartırlar (İPO mərhələsi) və nəticədə investorlar əldə etdikləri ucuz səhmləri əlverişli sata bilirdilər. Vençur kapitalistlərin gəlirləri yenidən təsis edilən şirkətlərin uğurundan, yeni texnologiyaların bazarda yerləşməsindən, səhmlərin qiymətindən və şirkətlərin IPO mərhələsi yolundan asılı idi.

Texnologiya sahəsinə aid səhm bazarı sürətlə artırdı, vençur kapitalistləri tez gəlir əldə edirdilər və bunun hesabına daha yeni kapitalları cəlb edirdilər. Investorlardan heç biri kənarda qalmaq istəmirdi. Maliyyələşdirmə mənbəyi artıq problem deyil idi; investorlar özləri nou-hau dalınca qaçırdılar ki, onlara kapital qoysunlar. 3-4 ildən sonra vençur şirkətləri səhmlərinin ilkin yerləşdirilməsinə başlayırdı. Adətən, IPO-dan əvvəl ölkədə “road-show” təşkil olunurdu, bu zaman investisiya bankları maraqlı oylatmaq üçün şirkətləri müxtəlif fondlara təqdim edirdi.

“Road-show” bitdikdən sonra investisiya bankları səhmlərin sayını müəyyən etdikdən sonra yerləşdirmə qiymətini təyin edirdilər. 99.46% hallarda yeni səhmlərin qiyməti ilk gününün sonunda yerləşdirmə qiymətindən xeyli yüksək idi, uğurlu alıcılar isə əhəmiyyətli kapital artımını əldə etmişdilər.

Təkrarlanan prosedurların nəticəsi o idi ki, daha çox insanlar IPO mərhələsində yeni qiymətli kağızları ilkin qiymətə əldə etmək üçün iştirak etmək istəyirdilər. İkinci nəticə sahibkarların əqlinə aşkar böyük tələbin olması idi, onlar öz ideyalarını həyata keçirməkərinə görə böyük kapitallara çıxışı imkanları yaranmışdır. Vençur kapitalistlər böyük layihələrdən gələn mənfəətə cəlb olunurdular. Investisiya bankları isə, öz növbələrində, daha çox IPO təşkil etmək və hər birindən komissiya əldə etmək marağında idilər. Investorlar isə səhm qiymətlərinin ilk

yerləşmədən sonra birinci gün, həftə və ya ay ərzində bahalaşmasından irəli gələn kapital artımından qazanmağa çalışırdılar.

Qiymət itələməsi effekti dinamit effektinə bənzəyirdi. Elə gəlirdi ki, investisiya bankları ilk ticarət günündə qiymət itələməsini (nağd pulların qaytmasını yox) həyata keçirmək istəyirdi. Bu nöqtəyi-nəzərdən İPO-ya görə daha aşağı qiymət daha arzu olunan idi, nəyinki yüksək qiymət, çünki bu halda səhmə olan tələbat heç olmazsa qısa müddətə qalxa bilirdi. Sahibkarlar İPO-da səhmlərin yalnız kiçik hissəsini satırdılar; onlar hesablamışdılar ki, qiymət itələmə nə qədər böyük olsa, gəlirləri bir o qədər aşağı idi. Onlar daha çox ticarətin ilk gününün sonunda əldə olunan nəticədə maraqlı idilər.

İlkin yerləşmədən bir neçə gün sonra qiymətli kağızların ticarət dövriyyəsi İPO dəyərindən 3-4 qat artıq olur. Yerləşdirmə qiyməti ilə səhm əldə etmiş investorların əksəriyyəti alışlarını, adətən saxlamaq qərarına gəldikləri üçün, dövriyyədə olan səhmlərin sayını azaldırdı. Nəticə etibarilə bazarda satılan səhmlər əldən-ələ keçərək bir sessiya müddətində 5-6 dəfə bahalaşırdı.

Elə gəlirdi ki Birləşmiş Ştatlar milyonlarla insanları varlandıra biləcək “əbədi maliyyə mühərliyini” əldə etmişdilər. İlk ticarət günündə qiymət nə qədər yüksək qalxsə bir o qədər investor İPO-da iştirak etmək niyyətində olacaq. Investorlardan İPO-da iştirak tələbi artdıqca, daha çox vençur kapitalistlər yeni şirkətlərə pul qoymaq istəyəcəklər. Maliyyələşdirməyə nə qədər çox vençur kapitalı cəlb olunubsa, bir o qədər sahibkarlar yeni işin açılması hesabına gəlir əldə etmək niyyətinə düşəcəklər.

1996-cı ilin dekabr ayında Federal Ehtiyat İdarəsinin sədri Alan Qrinspen ilk dəfə “qeyri-səmərəli bolluq” ifadəsini işlətməşdir. Cou Dons indeksi 6300, NASDAQ isə 1300 punkt səviyyəsində müəyyənləşmişdir. Qrispen həmişə rəqəmlərlə ehtiyatlı idi; səhmlərin 15-20% artıq qiymətləndirilməsi olmasa idi, o bu ifadəni işlətməzdi. 1999-cu ilin dekabr ayında Cou Dons indeksi 11700, NASDAQ isə 5400 pukt səviyyəsinə çatmışdır, NASDAQ-da satılan səhmlərin bazar qiyməti isə Nyu-York fond birjasında (NYSE) satılan səhmlərin dəyərinin 80%-ni təşkil etmişdir.

1990-cı illərin sonunda NASDAQ-da qeydiyyatda olan yeni iqtisadiyyatın təmsilçilərin səhmləri – dotkomlar və ya elektron ticarət, volokon optika, elektron komponentlərin, proqram təminatın, informasiya texnologiyaların və telekommunikasiyaların satışı ilə məşğul olan şirkətlər – daha tez bahalaşırdı, nəyinki NYSE-də iştirak edən *GE*, *GM*, *AT&T* və *Time-Life* kimi “köhnə iqtisadiyyat” nümayəndələri. Lakin yüksək texnologiyalara olan maraq o qədər güclü idi ki, o köhnə sahələri də ardınca aparmaq qüvvəsində idi.

Elə gəlirdi ki, texnologiya sahəsində baş verən proseslər maliyyəni idarə edir. Kompyuterlər həm güclənirdi, həm də bahalaşırdı. Məlumatın köçürülməsi və saxlanması hərcləri xeyli azalmışdır. Kompyuter texnikasının hər il ən azı 30% ucuzlaşmasına dair Mur qanunu dəqiq işləyirdi. Dünya şəbəkəsi sürətlə inkişaf edirdi, bazarın ərazi bölgüsü əlaqəli olmuşdur. Kompyuterlər insanları səhm satışında əvəz edirdi. İnsanlar internet vasitəsilə təyyarəyə bilet sifariş edə bilərdilər. Optik tel Atlantikanın qərb və şərq sahillərini birləşdirmişdir, beynəlxalq zənqlərin qiymətləri şəhərdaxili zənqlər səviyyəsinə enmişdir. Yaddaş qurğuların həcmi və qüvvəsi artırdı. Məlumatın saxlanması və ötürülməsi üzrə ixtisaslaşan minlərlə şirkətlər əmələ gəlmişdir, bu şirkətləri maliyyələşdirən vençur kapitalistlər o qədər gəlir əldə etmişdilər ki, riskli investisiyalar fiziki şəxslərdən, təqaüd, universitet və xeyriyyə fondlarından gələn daha qüvvəli maliyyə axınına çevrilmişdir. İPO-da yerləşdirilən səhmlərə həddən artıq böyük tələb investisiya banklarını ilk yerləşmədə satılan səhmləri yalnız ən dəyərli müştəriləri arasında paylamaq məcbur etmişdir. İnvestisiya bankları tez varlanırdı; onlar bazarda tələb olunan məhsula malik idi, çünki investorlar fikirləşirdilər ki, səhmlərin alınması həmişə gəlir gətirəcək.

Səmərəli bolluq qeyri-səmərəliliyə dəqiq nə vaxt çevrildiyi heç kimə məlum deyil. Amerika bazarında qiymət “köpüyünün” əmələ gəlməsi müxtəlif vaxtlar investorların ağına gəlirdi. İlk dəfə köpük haqqında Krispenin “qeyri-səmərəli bolluq” haqqında ifadəsindən 18-20 ay əvvəl 1995-ci ilin ayında danışmağa başladılar. Səhm məzənnələri 1995-ci ildə 34%, 1996-cı ilin ilk 11 ayında daha 25% qalxmışdır, eyni zamanada, 1994-cü ildə məzənnənin cəmi 4% qalxması müşahidə olunmuşdur.

1995 və 1996-cı ildə Amerika fond birjasında bu dalğanın əmələ gəlməsində 1994-cü ildə Meksikada baş vermiş maliyyə böhranının iki aspektinin rolu var idi; bu aspektlərin hər biri birbaşa və dolaylı təsirə malik idi. Birbaşa təsiri pesonun devalvasiyası oynamışdır, bunun nəticəsində Meksikanın ticarət balansı 1994-cü ildə 20 mlrd. \$-lıq defisitdən növbəti ildə 7 mlrd. \$-lıq profisitə çıxmışdır. Bunun əks sədası isə Amerika ticarət balansının 25 mlrd. \$-lıq defisiti idi, çünki ABŞ Meksikanın ən böyük ticarət partnyoru idi. Nəticə etibarilə, kapital meksikadan Birləşmiş Ştatlara axmağa başlamışdır (lakin bu yalnız 1997-ci ildə Asiya maliyyə böhranından sonra başlanacaq hadisələrə giriş idi). Meksikadan Birləşmiş Ştatlara axan kapital Amerika qiymətli kağızların məzənnələrini qaldırmışdır. İkinci aspekt ondan ibarət idi ki, Federal Ehtiyat Sistemi öz pul siyasətini yumşaltmışdır və 1994-cü ildə həyata keçirdiyi pul bazarının məhdudlaşdırılmasından tamamilə imtina etmişdir.

Amerika qiymət “köpüyünün” yaranmasının alternativ tarixi 1998-ci ilin yayı hesab olunur, bu dövrdə Asiya maliyyə böhranı, Rusiyada defoltu və Long-Term Capital Management fondunun iflası ilə yadda gəlmişdir. Asiya valyutalarının birdən devalvasiyası ona gətirmişdir ki, Amerika ticarət defisiti 150 mlrd. \$-a qədər artmışdır.

Bundan başqa Federal Ehtiyat sistemi siyasətinin yumşaltmasına getmişdir, əsasən də daha peşəkar hesab olunan *Long-Term Capital Management*-in yaşadığı problemlərə görə.

1998-ci ilin iyun ayından 12 ay sonra Nyu-York Fond birjasında satılan səhmlərin bazar dəyəri 9 005 mlrd. \$-dan 12 671 mlrd. \$-ya qədər yeni 40% artmışdır. NASDAQ-da satılan səhmlərin bazar dəyəri 90% artmışdır – 1 777 mlrd. \$-dan 3 209 mlrd. \$-ya qədər.

ABŞ-a kapital axını – bunu yığımların axını kimi qəbul etmək olar – ilk dövrlərdə ABŞ dollarının bahalaşmasına gətirmişdir. Bu daxili investisiyaların artımına və daxili yığımların artım təmlərinin azalmasına gətirmişdir (bu isə daxili istehlakın artımının əks tərəfi idi).

Yığım axınlarının əks tərəfi Amerika ticarət defisitinin artması idi. Xaricdən kapitalın axını ABŞ dollarının valyuta bazarında məzənnəsinin qalxmasına gətirmişdir; dollarla ifadə olunmuş xarici malların qiyməti azalmışdır və Amerika inflasiyasını saxlayırdı. Birləşmiş Ştatlara kapital gətirən investorlar dollarla ifadə olunmuş qiymətli kağızları alırdılar,

məhz bu amil onların qiymətlərini qaldırmışdır. Xaricilərə qiymətli kağızlarını satan amerikalılar, rəndə əldə etdikləri gəlirləri necə istifadə edəcəklərini fikirləşməli idilər. Nəticə etibarilə, əldə olunmuş gəlir digər amerikalılardan digər qiymətli kağızların və amerika məhsullarının alınmasına xərcləyirdilər, çünki yığın məqsədinə artıq nail olmuşdular. Yığımların aşağı artım təmləri və Amerika ticarət defisitinin artması ABŞ-a xarici kapitalın axmasını qaçılmaz etmişdir.

Əldə olunmuş məlumata görə qiymətli kağızların xarici alıcılara qiymətli kağızların satılmasından əldə olunan gəlirin 95-97%-ni digər qiymətli kağızların alınmasına xərcləyirdilər və yalnız 3-5%-i əmtəələrin alınmasına gedirdi. Lakin istehlaka yönəlmiş pulların nə qədər az olmasına baxmayaraq, ev təsərrüfatların yığımları tədricən azalmağa davam etmişdir.

İstehlak məhsullarına çəkilən xərclər “axına” bənzəyirdi. Ev təsərrüfatları əmtəələrin alınmasına nə qədər az xərcləsə, bir o qədər çox qiymətli kağızların və real aktivlərin alınmasına xərcləyə bilirdi. Xərclərin bu cür axını əldə olunmuş aktivlərin daha da bahalaşmasına gətirmişdir.

1999-cu il ərzində FES, banklar və cəmiyyət yaxınlaşan 2000-ci ilin dərdsini çəkirdilər – hamı qorxurdu ki kompyuter sistemləri yeni minilliyin tarixini qəbul etmədiyi tədqirdə iqtisadiyyat dağılacaq. Profilaktika tədbirləri kimi FES bank likvidliyinin səviyyəsini qaldırmışdır. Banklar buna kreditin genişlənməsi ilə cavab vermişdilər. Səhm məzənnələrinin artması Avropa investorlarını cəlb etmişdir, nəticə etibarilə ABŞ dolları avroya qarşı bahalaşmışdır. Dolların real dəyərinin və ticarət defisitinin artması ABŞ-da inflyasiya təzyiqini azaltmışdır. Nəticə etibarilə, FES-nin öz pul siyasətini sərtləşdirmək ehtiyacı yox idi. Yeni minilliyin başlanması ilə federal hökumət likvidliyi azaltmağa başlamışdır. Fond bazarının ümumi enməsi 40% təşkil etmişdir, NASDAQ-da satılan səhmlərin bazar dəyəri isə 80% enmişdir.

Əziyyətsiz pullar və qiymət “köpükləri”

Onbeş illik müddətdə bir-birinin ardınca yaranan üç köpük - əvvəl 1980-ci illərin ikinci yarısında Yaponiyada, sonra 1990-cı illərin ilk yarısında Tailandda və Malasiyada, nəhayət 1990-cı illərin ikinci yarısında ABŞ-da baş verən köpüklər – pul-kredit sahəsində unikal hadisə idi. Yapon köpüyü son üç onillik ərzində daşınmaz əmlak qiymətinin artması, maliyyə tənzimləməsinin liberallaşmasının tədbiqi, yenanın bahalaşmasına qarşı tədbir göstərən Yaponiya Bankının pul-kredit bazasının artması nəticəsində yaranmışdır. Yapon köpüyü partladıqdan sonra pul axını Tokiodan Tailandda və digər Asiya ölkələrinə axmışdır; nəticədə həmin ölkələrdə daşınmaz əmlakın bahalaşması baş vermişdir. Bəzi hallarda bu artım templəri Yaponiyadakıları ilə eyni idi. “Cavan Asiya pələnglərin” iqtisadiyyatının inkişaf sürəti 1980-ci illərin Yaponiyasını xatırladırdı. Bu köpük partladıqdan sonra, pullar Birləşmiş Ştatlara axmışdır; dollar məzənnəsi və Amerika qiymətli kağızları artmağa başlamışdır, nəticədə yeni 1920-ci illərin köpüyündən böyük qiymət köpüyü əmələ gəlmişdir.

Yaponiya, Tailandda, digər Asiya ölkələrində və sonralar Birləşmiş Ştatlarda əhəmiyyətli iqtisadi bum müşahidə olunurdu. Artım templəri qalxırdı, eyni zamanda inflyasiya səviyyəsi çox aşağı idi, çünki valyuta məzənnəsinin enməsi idxal malların qiymətini aşağı salırdı və buna görə ümumi qiymət səviyyəsi az qalxırdı. Pul axınlarının əmələ gəlməsi alqoritmi maliyyə “piramidası” əlamətlərini özündə əks edirdi. Beləliklə, 1980-ci illərdə Yaponiyada daşınmaz əmlaka sərmayə qoyan investorlar banklara faizləri ödəmək üçün pulu həmin banklardan götürülmüş kreditlər hesabına ödəyirdi. Bu sistem davamlı deyil idi. Analoji sxem lakin dövlət səviyyəsində əhəmiyyətli ticarət defisitinə malik olan və beynəlxalq borc alan kimi tanınan Tailandda və digər Asiya ölkələrində tətbiq olunurdu. Bu ölkələr kreditləri artıq mövcud olan borcların ödənilməsi üçün cəlb edirdilər. Eynilə, 1990-cı illərin ikinci yarısında Amerika səhmlərin alıcıları, demək olar ki, “digər ağılsız tap” oyununu oynayırdılar. “Ağsız” səhmi ilan hər bir növbəti alıcı hesab olunurdu. Bazarda “ağsızlar” çox olduqlarına baxmayaraq, onların sayı özlərini ağıllı hesab edən investorları bazarın dağılması zamanı böyük itkilərdən xilas edə bilməmişdilər.

FIRILDAQÇILIQ, HIYLƏLƏR VƏ KREDİT TSİKLİ

Qiymət köpüyünün partlaması həmişə firildaqçılıq və hiylə hallarını üzə çıxardır. Enron şirkəti Amerika fond bazarının pik nöqtəsinə çatdıqdan bir neçə ay sonra borc quyusuna düşmüşdür. Təxminən eyni zamanda *MCIWorldCom* şirkəti öz maliyyə hesabatında bəzi səhvləri (onlar tarixdə ən böyük müflisləşməyə səbəb olmuşdur) haqqında bəyanət vermişdir; şirkət investisiyalarını artıraraq xərclərini 10 mlrd. \$ azaltmışdır. 1980-ci illərin sonunda faiz dərəcələrinin artmasından və 1987-ci ilin oktyabr ayında səhm məzənnələrinin kritik səviyyəyə çatmasından sonra “zibil” istiqrazlar bazarı dağılmışdır.

Süi istifadələrin miqyasları kredit kütləsinin genişlənməsi və daralması üzrə tsiklik hərəkəti ilə sıx əlaqə təşkil edirdi. Ressesiya təhlükəsi yarananda banklar yeni kreditlərin verilməsində daha ehtiyatlı olurdu və kredit sifarişçilərin ödəmə qabiliyyətlərini yoxlayırdı. Kredit defisitini şəraitində firildaqçılıq halları çox geniş yayılmışdır.

“Mühasibat hiylələrinin” əsas hissəsi qanundan kənar idi, lakin bir sıra hallarda onlar hüquqi maneərlə cinayətin arasında sərhəddə dururdular. Top-menecerlərə və digər işçilərə verilmiş səhm özlərsə opsiyaları “əməkhaqqı” maddəsində və ya bu xərclər balansdan kənar qeydlərdə göstərilməlidir ki, xərc hissəsi şişməsin? Bu suala cavabdan şirkətin gəliri və hətta səhmin qiyməti asılı idi. 1990-cı illərdə telekommunikasiya sahəsinin ağaları hesab olunan Genri Blocett, Meri Miker və Cek Qrubman investorlara nəyin əsasında müəyyən sahmlərin qiymətini təyin etdiklərini açıqlamalı idilər? Yoxsa hökumət “həqiqət polisini” investorların aldadılmasının qarşısını almaq üçün yaratmalıdır və ya investorlar özləri kimə inandıqlarını müəyyən etməlidirlər? Ona baxmayaraq ki, işlərin aparılmasının bəzi metodları qanuni idilər, onlar *New York Times*, *Wall Street Journal*, *Chicago Tribune* və ya *London Telegraph* kimi nəşriyyatların ilk səhifələrində öz əksini tapmamışdır, çünki bu açıqlamalar gələcək qurbanları qorxuda bilər.

Gəlin 1990-cı illərdə baş verən qiymət köpüyünə xas *Enron*, *MCIWorldCom*, *Adelphia*, *Tyco*, *HealthSouth*, *Global Crossing* şirkətlərə baxaq. Fırıldaqcılıq prosedurların əsas hissəsi möhtəkir ajiotaj zamanı baş vermişdir, bu zaman səhm qiymətləri qalxırdı və risk sevən investrolar vaxtı çatmış kreditləri ödəmək imkanını əldə etmişdilər. İnvestisiya bankları risklərin müştərilərinin üzərinə keçməsi prinsipi ilə yaşayırdı.

Arthur Andersen kimi peşəkar auditor şirkətləri investorların dərc olunmuş maliyyə hesabatlarında göstərilmiş səhvlər nəticəsində aldadılmasının qarşısını almaq üçün yaradılırdı; bu şirkətlər bu hesabatların düzgünlüyünü yoxlayırdı. Bundan başqa, “böyük beşliyə” daxil olan auditor şirkətləri yoxladığı şirkətlər tərəfindən maliyyələşdirilirdi. Nəticə etibarilə burada investorların aldadılması üçün məxfi anlaşma mövcud idi. Bununla əlaqədar, *Enron* və *MCIWorldCom* kimi şirkətlərə məsləhət verən hüquqi şirkətlər investorlar qəşısında məsuliyyət daşıdığı məsələsi ortaya çıxırdı.

Fırıldaqcılıq, yalan və faktların təhrif edilməsi bazar iqtisadiyyatı üçün adi bir haldır. Bəzi ölkələrdə bu daha böyük, digərlərində isə daha az miqyaslarda baş verir. *Transparency International* hər il müxtəlif ölkələr üçün “təxrif əmsalını” dərc edir; sonuncu hesabatə görə ən yaxşı göstərici Finlyandiya və İslandiyaya məxsusdur, sonuncu yerə görə mübarizəni isə bir neçə ildir Nigeriya, Banqladeş və Konqo aparır. Birləşmiş Ştatlar yuxarı yerlərə daha yaxın mövqedə yerləşirdi, lakin son bir neçə il ərzində ABŞ 1990-cı illərdə korporativ fırladaqcılıq və yalanlar hallarına görə bir neçə pillə düşmüşdür.

Ən populyar yalan metodlarından biri mal-material ehtiyatlarının şişirdilməsinə əsaslanmışdır. 1930-cu illərin sonunda baş verən McKesson Robbins şirkətinin qalmaqalı mövcud olmayan mal-materiallar üzrə qaimələrin kredit üçün təqdim edilməsinə əsaslanırdı. 1960-cı illərdə Texas möhtəkiri Billi Sol Estes kübrə sisternalarını sayının falsifikasiya etməklə, demək olar ki, heç nə ilə təmin edilməmiş krediti almışdır. Tino de Ancelis həmin 1960-cı illərdə kredit üzrə qrupu kimi American Express-ə kifayyət qədər “zeytun yağı” vermişdir. Tino bilirdi ki, yağ sudan daha az sıxlığa malikdir, buna görə o yağla dolu rezervuarların lazımı miqdarı bu yolla əldə etmişdir: 20 funt suyun üzərinə o 6 düym qalınlığında yağ tökmüşdür və nəticədə elə gəlmişdir ki, rezervuar yağla doludur.

Bu və ya digər əmlakın mövcudluğunu təstiq edən sənədlərinin saxtalaşmasına əsaslanan fırıldaqçılığını ifşa etmək bir o qədər də çətin deyil. Axı, Billi Sol Estesə kredit verənlər gedib anbarda əmlakı hesablaya bilərdilər. Kreditlorlar saxta girovlar alırlar və yalanın ifşa olunmasında maraqlı deyillər. Maliyyə bazarlarında yaranan yalan korporativ gəlirin artması haqqında əsassız bəyanətlərə və ya konkret şirkətin səhmlərinin “zəmanətli” qiymət səviyyəsi haqqında vədlərə əsaslanırdı. “Amazon şirkətinin səhmləri 4 iyul tarixinə hər biri 400\$ səviyyəsinə qalxacaq” və ya “tərəfimizdən qeyd olunan proqnoza görə bu səhmlərin qiymət səviyyəsi hər biri \$400 səviyyəsinə çatacaq” kimi ifadələrə tez-tez rast gəlinir. Digər bəyanət belə ola bilərdi: “gözləntilərimizə əsasən yaxın beş ildə korporativ gəlirin artım təpmləri ildə 15% təşkil edəcək.” Maliyyə bazarlarında fırıldaqçılığın əsas hissəsi şirkət gəlirlərinə və səhm məzənnələrində dair optimist gözləntilərə görə baş vermişdir, eyni zamanda həmin proqnozların məlifləri də öz sözlərinə inanmırdılar.

Uol-strit səhmlərin satışından küllü miqdarda gəlir əldə edirdilər, bu kimi nailiyyətlər müəyyən şirkətlərin səhmlərinin gələcəkdə bahalaşması haqqında məlumatı ictimaiyyətə çatdırmaqla məşğul olan analitiklərin hesabına əldə olunurdu. Onlar küçədə tamaşalara dəvət edən carçılara bənzəyirdilər. Səhm qiymətləri, eyni zamanda asanlıqla ikiqat arta və ya azala bilər, yəni gəlirlik bazar ağalarının proqnozlarından asılı idi. İnstitusional analitiklər mənfi rəy verməkdən həmişə çəkinirdilər, çünki həmin şirkətlərin rəhbərləri açıqlanaraq mənfi rəy verən investisiya şirkətin təklif etdiyi xidmətlərdən imtina edəcəklər. Lakin əgər pozitiv proqnozlara baxmayaraq səhm qiymətləri aşağı düşürsə, investisiya şirkəti çətinliyə düşür – amma səhv edən analitikləri əvəz etmək bir o qədər də çətin deyil. Axı, bu yalnız biznesdir.

Fırıldaqçılıqları aşkar etmək iqtisadiyyatın və cəmiyyətin biznes aparmaq üçün sərt qanun və qaydaları olmadığı bir halda daha çətindir. Qayda və normaların olmayan cəmiyyətdə istənilən hərəkət qanunlu hesab olunur, çünki heç bir səthəd yoxdur. Faktiki olaraq hər bir dövlət ticarət risklərini azaltmaq üçün müəyyən qayda və normaları icad edir.

Müxtəlif ölkələr müxtəlif qanunlara malikdir. Bir ölkədə tam qanuni hesab olunan bir hərəkət digər ərazidə qəbul olunmaz hesab edilə bilər. Bundan başqa bir ölkə daxilində biznesin təşkili qaydaları da dəyişə bilər;

beləliklə, 1870-ci illərdə ABŞ-da maliyyə metodları 100 il sonra qanunsuz hesab olundu. Lakin vart keçdikcə baş verən hüquqi dəyişikliklərə və ölkələrin qanunvericiliklərində mövcud olan fərqlərə baxmayaraq, cəmiyyətə və partnyorlara qarşı universal dürüstlük prinsipləri mövcuddur. Bu prinsip bütün dinlərdə belə səslənir: “oğurlama”.

Lakin, buna baxmayaraq, faktiki istənilən iqtisadiyyata yalan xasdır. 1990-cı illərdə ümumi eforiya dövründə həm hüquqi, həm mənəvi normaların aşması halları artmışdır. Maraqlı odur ki, insanlar daşınmaz əmlakın, səhmlərin və xammal məhsulların ildə ən azı 30-40% bahalaşması hesabına varlanması, onları daha çox sərvət əldə etməyə vadar etmişdir, hətta bir sıra hallarda fırıldaqçılıq yollarla. Bəzi insanlar həmkarlarından geri qalmamaq və liderlər dairəsində olmaq üçün istənilən qayda pozuntularına gedə bilərdilər.

Bəzi menecerlər və sahibkarlar gəlirin riskə qarşı nisbətini ifadə edən göstəricini yaxşılaşdırmaq üçün fırıldaqçılığa əl atə bilərdilər; fırıldaqçılıq, hüquqi incəliklər və ictimaiyyətin aldadılmasından irəli gələn gəlir bunların nəticəsi ola biləcəklərdən (cərimə və ictimai qınaqdan) daha çox idi. Bəziləri hətta hesab edirdilər ki, onlar fırıldaqçılığın ifşa olmaması tədqirdə külli miqdarda sərvət qazana biləcəklər; onlar hətta qazandıqlarının yarısını bəzi metodların aşkarı zamanı saxlaya biləcəklər. Eyni zamanda onlar həbsə düşmək etimalının az olmasını da nəzərə almışdılar, özü də iqtisadi cinayətlər üzrə həbsxanalar da adilərdən xeyli fərqlənir.

Sauve qui peut (fransız dilindən - xilas ola bilən xilas olsun) ifadəsi şuarı olan iflas fırıldaqçıları müflisləşmədən və ya digər maliyyə bədbəxtçilikdən xilas olunmaq üçün yalanlara əl atmağa vadar edirdi. Bu gün biraz aldadaraq, sabahki katastrofun qarşısını almaq olar. Bum başa çatdıqda və itkilər qaçılmaz olduqda, böyük stavkaların vaxtı gəlir – burada ya böyük uğur və ya böyük itki olacaq.

Nik Lisson *Baring Brothers* məşhur London ticarət bankının Sinqapurdakı nümayəndəliyinin 5-6 siravi işçilərdən biri idi. Lison səhm üzrə opsiyonları və həmçinin, Yaponiyanın aparıcı indeksi olan *Nikkei* üzrə opsiyonları satıb alırdı. *Barings*-in London ofisi Lison üçün risk edə biləcək məbləğin yuxarı həddin müəyyən etmişdir. Lison *Nikkei* indeksi üzrə koll- və put-opsionlarını əldə edirdi; koll-opsionların alışı yapon qiymətli kağızların bahalaşmasına, put-opsionların alışı isə qiymətli

kağızların ucuzlaşmasına işarə edən gözlənti idi. Koll-opsionun satışı o zaman gəlir gətirirdi ki səhmin qiyməti artmırdı, put-opsionun satışı isə əksinə o zaman gəlir gətirirdi ki qiymət azalmırdı. Lison koll- və ya put-opsionunu aldıqda qiymətlərin əhəmiyyətli dərəcədə dəyişməsi riskini üzərlərinə götürən satıcılara mükafat ödəməli idi; özü opsionları satdıqda isə həmin riski üzərinə götürürdü, gəlir isə alıcılar ona ödədiyi məbləğin hesabına formalaşır.

Bir dəfə Lisonun əməkdaşlarından biri səhv buraxmışdır və bunun nəticəsində treyder hesabı üzrə zərər əmələ gəlmişdir. London ofisinə bu səhv haqqında məlumat verməkdənsə Lison Nikkei-də bir neçə put satmışdır. Onun planı ondan ibarət idi ki, mükafat kimi əldə olunacaq nağd pulların hesabına yaranmış zərəri ödəmək olar. Lakin onun planını Kobedəki zəlzələ alt-üst etmişdir, çünki yaon səhmlərinin məzənnələri birdən aşağı enməyə başlamışdır. Nəticə etibarilə, Lison bu əməliyyatda əldə etdiyi mükafatdan daha çox itirmişdir və treyder hesabı üzrə zərər əvvəlkindən daha çox olmuşdur. Onda Lison zərərləri örtmək üçün stavkasını ikiqat artırmışdır. Təəssüf ki, Lisonun ikiqat qoyuşu da zərərli idi. Hər dəfə zərər aldıqdan sonra Lison qoyuluşunu iki qat artırırdı. Lakin Lisonun uğursuz əməliyyatları o həddə çatmışdı ki, zərər Baring Brothers-in cəmi kapitalına bərabər olmuşdur.

Lison çox güman ki, 4 və ya 5 dəfə uduzmuşdur. Tutaq ki, belə uğursuz cəhdlərin sayı 5 idi. Bu məşhur “qəpik oynuna” bənzəyirdi, qəpiyin müəyyən bir tərəfə düşmək etimalı $1/32$ -ə idi. Əgər Lison heç olmazsa bir uğurlu əməliyyat aparsa idi, onda bu hadisə qəzetlərin ilk səhifəsinə, Lison isə həbsxanaya düşməz idi.

Treyder-fırıldaqcıların şəkillərindən sərgi təşkil etmək olar. Allied Irish Bankın Baltimor ofisinin əməkdaşı Con Rusnak xarici valyuta ilə möhtəkir əməliyyatlar aparmaqla banka məxsus 750 mln. \$ uduzmuşdur. Sutimoto bankının Nyu-York ofisinin əməkdaşı cənab Xamanaka mis bazarında ticarət aparmaqla bir neçə milyard dollar itirmişdir. Sidneydəki National Australian Bank-ın beş treyderləri valyuta bazarında bir neçə milyon dollar uduzmuşdurlar.

Lison, Rusnak və avstriyalı treyderlər tamamilə uduzmaqdan əvvəl bir neçə dəfə ikiqat gəlir əldə etməyə nail olmuşdular. Hər dəfə bu hiylələrin üstü nağd pulların növbəti əməliyyata olmadığı halda açılırdı.

Ola bilsin ki bir çox digər treyderlər də Lisonla Rusnak kimi eyni sxemlə əməliyyatlarını aparırdılar, sadəcə sonuncular uğurlu əməliyyata qədər 2, 3 və hətta 4 dəfə uduzmuşdular. Bu hallarda bankın kapitalı toxunulmaz qalmışdır və treyderlərin fırlıdaq əməlləri üstü bağlı qalmışdır.

Bu fəsildə maliyyə fırlıdaqçılığına daha çox kinayəli yanaşma təqdim olunur. Guinness Rekordlar kitabı hələ maliyyə fırlıdaqçılığına həsr olunmuş fəsl özündə əks etmir. Maliyyə fırlıdaqqlar Amerikada Vətəndaş Mühəribəsindən sonra iqtisadi artım dövrünə daha çox təsadüf etmişdir. 1920-ci illərin sonunda bəzi banklar hələ Latin Amerikasının bir neçə ölkəsinə məxsus qiymətli kağızları satmışdır, ona baxmayaraq ki, bu ölkələrin ödəmə qabiliyyətinin zəif olmasını elan olmuşdur.

BCCİ – *Bank of Credit and Commerce International* – 1970-ci illərdə neftin bahalaşmasından ən çox gəlir əldə edən təşkilatlardan biri idi. İlk əvvəl BCCİ Pakistanda qeydiyyatla alınmışdır, sonralar bank filliallar şəbəkəsini Yaxın Şərqdə, Londonda və Avropa ilə Afrikanın müxtəlif şəhərlərində açmışdır. 1970-ci illərdə neftin bahalaşması əsasında BCCİ uğurlu inkişaf etmişdir; Yaxın Şərq pullarla dolu idi, bankın ilk investorları ilə varlı şeyxlər idi. BCCİ öz müsəlman əmanətçilərinə xüsusi yanaşma tapa bilmişdir. Bank müştərilərinə siyasi məqsədlərinə çatmaq üçün kredit verməklə, yüksək rütbəli insanların rəğbətini qazanmışdır. Açılmış depozitlər üzrə faiz dərəcələri bir o qədər də yüksək deyil idi.

Çox güman ki, BCCİ tarixdə ən böyük maliyyə piramidası idi və heç vaxt gəlir qazanmamışdır. Əlverişsiz kreditlərin yenidən maliyyələşdirilməsi yalnız xərcləri artırırdı. BCCİ tərəfindən nəqliyyat maqnatlarına verilmiş kreditlər heç qaytarılmamışdır, bank isə maliyyə hesabatlarının təhrifinə əl atmışdır, auditorlara isə rüşvət verilmişdir. O zaman BCCİ kreditlər üzrə itkiləri kompensə etmək üçün opsiyonlarla əməliyyatlar aparırdı və nəticədə ticarət “sıfır hesabı” ilə aparılırdı. BCCİ-nin mövcudluğu müştərilərinin əmanət hesablarının açılması müddətində davam etmişdir.

1990-cı illərin əvvəllərində yapon qiymət köpüyünün partlamasından sonra Tokio və Osakada yerləşən iri banklar kreditlər üzrə böyük itkilərə məruz qalmışdır, əsasən daşınmaz əmlakın alınması üçün verilən kreditlər üzrə. Bundan başqa yapon bankları ipoteka kreditləri ilə məşğul

olan kredit korporativlərə verilmiş kreditlər üzrə də itkilərə məruz qalmışdır. Yaponiyanın bəzi regional bankları kreditlərin qaytarılmaması üzündən böyük itkilərlə qarşılaşmışdır. Qolf meydanların, hotellərin və luna-parkların tikilməsi üçün ayrılan kreditlərin məqsədi ölkənin iqtisadiyyatını inkişaf etdirmək idi. Yaranmış ənənəyə görə yapon borc-alanları kreditin qaytarılmasının yeganə yolunu yeni kreditlərin götürülməsində görürdülər. Əvvəl götürülmüş kreditlər üzrə faizlər yeni götürülmüş kreditlər hesabına ödənilirdi. Nəticədə, borcun ümumi məbləği artmışdır. Yenidən maliyyələşdirmənin bu forması təhlükəsiz hesab olunurdu, çünki daşınmaz əmlakın qiyməti faiz dərəcələrində 3-4 dəfə tez artırdı. Adətən banklar borc alanların onlara məxsus olan əmlaklarını təqdim edilməsi ilə kifayətlənirdi. Adətən verilən kreditin məbləği əmlak dəyərinin 70% təşkil edirdi. Daşınmaz əmlakın qiymətləri qalxana qədər girovun dəyəri yalnız artırdı və banklar yeni kreditləri verməkdə özlərini rahat hiss edirdilər.

Daşınmaz əmlakın qiymətləri düşməyə başladıqdan sonra kreditlərin verilməsi ilə əlaqəli çox saylı fırıldaqçılıq halları üzə çıxmışdır. Osakada kiçik restorana malik olan bir qadın Sumitomo Bankının bir şöbəindən bir neçə milliard dollara bərabər kredit ala bilmişdir. Əlbəttə ki, buna həmin xanımın banla “dostluq” əlaqələri təsir etmişdir. Banklar üçün arayış verən bir çox qiymətləndiriciləri rüşvət almışdılar və ya yakudza tərəfindən qorxudulmuşdur. Burada əmlakın qiymətləndirilməsi haqqında saxta sənədlərin təqdim edilməsi kifayət idi. Bundan başqa iri regional bankların rəhbərləri tikinti üçün krediti yalnız o şərtlə verirdilər ki, tikinti şirkətləri onlara məxsus torpaq sahələrini alacaqlar. Məlum olmuşdur ki, Maliyyə Nazirliyinin bir sıra yüksək rütbəli məmurları əyləncə məkanların daim qonaqları idilər; bundan başqa onlar həmin məkanlarının sahiblərinə maliyyə təlimatlarında baş verəcək dəyişikliklər haqqında məlumat verirdilər.

Tailand, Malaziya və digər Asiya ölkələrinin əmlak bazarlarında qiymət köpüyünün partlaması yalnız bankların iflaslarına yox, həmçinin bəzi borc alanlara müəyyən səbəblərə görə bank tərəfindən üstünlük genişverilmə açılmışdır. İqtisadi artımın ilk dövrlərində bu hallar geniş miqyaslı xarakter daşıyırdı. İndonesiya iqtisadiyyatı 30 il ərzində ölkə başçısı Suxatonun “ailə biznesinə” çevrilmişdir, özündə ÜDM-in artımını

nəzərə alsaq, bu biznesi uğurlu da hesab etmək olar. Artım dövründə indonesiyalı bankirlər prezident ailəsinin üzvlərinin başçılıq edən şirkətlərə kredit verməklə özlərini xoşbəxt hesab edirlər. Eyni zamanda, onları maliyyələşdirilən layihələrin nə dərəcədə uğurlu olduğu maraqlı deyil idi.

1980-ci illərin əvvəllərində Amerikanın işgüzar nəşrlərində əmanət-kredit təşkilatlarının olduğu təhlükə haqqında yazılar dərc edilirdi. Bu maliyyə təşkilatların əsas məqsədi amerikalılara ev almağa dəstək göstərmək idi. Bu əmanət təşkilatları vəsaitləri təsbit edilmiş faiz dərəcəsi ilə qısamüddətli əmanətləri satmaqdan əldə edirdilər. Əmanətlər üzrə ödənişlər kredit üzrə ödənişlərdən əvvəl olduğuna görə, qısamüddətli faiz dərəcəsinin uzun müddətilərə nisbətən artması riskini yaratmışdır; kredit üzrə ödənişlərdə əmanətdən gələn gəlirlər arasında fərq azala və hətta mənfi ola bilərdi. Əmanət təşkilatları bu risk şəraitində 50 ildən çox əməliyyatlarını aparırdı, çünki qısamüddətli əmanətlər üzrə faiz dərəcələri hökumət agentlikəri tərəfindən banklar arasında rəqabəti tənzimləmək üçün müəyyən edilirdi. Lakin 1970-ci illərin ikinci yarısında ABŞ dollarla ifadə olunmuş qiymətli kağızların faiz dərəcəsi xeyli artmışdır və bir çox əmanətçilər pullarını əmanət təşkilatlarından götürərək Amerika xəzinədar istiqrazlarına və fondlara qoymağa üstünlük verirdilər, çünki sonuncular onlara əmanət təşkilatlarından daha yüksək faiz dərəcələrini təklif edə bilirdilər.

Əmanət təşkilatları “çəkiçlə dəmir arasında” qalmışdı: əgər onlar faiz dərəcələrini rəqabət qabiliyyətli səviyyəyə qədər artırıbsaydı, onda onlar kreditlərdən qazandıqları pullardan daha çox əmanətlər üzrə ödəməli idilər, nəticədə onları öz kapitalları azalma təhlükəsinə qoya bilərdilər. Əgər onlar əmanətlərin cəlb olunmuş həcmi və faiz xərclərini azaltmaq məqsədilə kreditlərin satılmasına getsəydilər, həmin an böyük itkilərlə məruz qalardılar, çünki həmin kreditlərin bazarda tələb qiyməti ona ödəniləcək qiymətdən xeyli aşağı idi.

Əmanət təşkilatların əksəriyyəti əmanətlər öyrə daha yüksək faiz dərəcələrin ödənilməsinə getmişdilər – uzun sürən ölüm anlıq ölümdən yaxşıdır. Hər bir əmanət təşkilatı kapitalın aylıq azalmasını müəyyən edə və müvafiq olaraq kapitalın nə vaxt bitəcəyini hesablaya bilirdilər.

Müəyyən müddətdən sonra minlərlə bu kimi təşkilatlar müflisləşmişdir. İlk əvvəllər müflisləşmiş əmanət təşkilatların itkiləri Kredit-əmanət sığorta üzrə Federal korporasiyası (FSLİC) və ya Əmanətlərin Sığortası üzrə Federal Komitəsi (FDİC) tərəfindən ödənilmişdir. Bu dövlət təşkilatları müflisləşmiş əmanət təşkilatlarının likvid kreditlərini digər təşkilatlara satırdı və əldə olunmuş vəsaitləri tam məbləğlərin ödənilməsi üçün istifadə edirdilər.

Bir neçə il sonra FDİC və FSLİC tərəfindən 50 il ərzində yığılan bütün pullar tükənmişdir. İndi artıq sığorta şirkətləri dəmlə çəkilər arasına düşmüşdür. Vəsaitlərin çatışmazlığı üzündən onlar əmanət üzrə sığorta təminatını təklif edə bilmirdi, lakin onlar öhdəliklərini yerinə yetirməli idilər, onlara hüquqi incəlik lazım idi ki, mənfi balans olan əmanət təşkilatları fəaliyyətlərini davam edə bilsin. Bunun nəticəsi “qənaət” siyasətinin tətbiqi idi.

FDİC və FSLİC-nin itkiləri sağ qalmış banklara və əmanət təşkilatlarına qoyulmuş sığorta hesabına ödənilməli idi. Təbii ki, bu maliyyə institutları keçmiş rəqiblərinin itkilərini ödəmək məqsədini daşıyan yanaşmaya qarşı çıxırdı.

Konqresin bəzi üzvləri müflisləşmiş əmanət təşkilatlarının öhdəliklərini ödəmək üçün Xəzinədarlıqdan FDİC və FSLİC-yə subsidiyaların ayrılmasına etiraz edirdilər. Beləliklə, bu millət vəkili maliyyə sahəsində baş verən prosesləri maliyyə tənziqləməsini aradan qaldırmaq üçün istifadə etmək istəyirdilər. Müflisləşmiş bəzi əmanət təşkilatları aktivlərini birləşdirərək və bu aktivlərin müqabilində “xoxməramlı kredit” almaqla yenidən kapitallaşmışdır. Bunun əsas ideyası ondan ibarət idi ki, növbəti 20-30 il ərzində yenidən təsis edilmiş təşkilatların gəlirləri qoyulmuş vəsaitləri qaytarmağa imkan yaradacaq.

Bəziləri hesab edirdilər ki, əmanət təşkilatlarını xilas etməyin ən yaxşı yolu onlara cəlb olunmuş əmanətlərin və verilən kreditlərin həcmi artırmaq idi ki, yeni kreditlər hesabına keçmiş itkilər bağlansın. 1982-ci ildə Konqres əmanət təşkilatların fəaliyyətini tənziqləməyən yeni təlimatlar qəbul etmişdir; indi onlara istənilən qiymətli kağızları almaq icazəsi verilmişdir. Həmin dövrdə hər bir insanın əmanət bankında maksimum qoyacaq əmanət məbləği 40 min \$-dan 100 min \$-a qədər artırılmışdır. (Lakin bu düzəliş heç bir şeyi dəyişməmişdir, çünki təsbit edilmiş limiti

müxtəlif ailə üzvləri adına əmanət hesabı açmaqla aşmaq olar. Məsələn, cənab Cons 100 min \$-lıq, onun həyat yoldaşı da 100 min \$-lıq və eyni zamanda Cons ailəsi birgə 100 min \$-lıq təmin edilmiş əmanət açmışdı. Bundan başqa bu ailə hər bir övladı üçün də müxtəlif kombinasiyalı əmanətlər açmışdı).

Zərər çəkmiş əmanət təşkilatları Konqresdən güzəşt aldıqdan sonra yüksək faiz gəlirliyini təmin edən müxtəlif növ borc öhdəliklərini və qiymətli kağızlarını almağa başlamışdı. Nəticə etibarilə onlar tezliklə “zibil” istiqrazlar üçün “təbii bazara” çevrilmişdi. İlk əvvəllər “zibil” istiqrazların təklifi “ölmüş mələklərin” (vaxtilə yaxşı investisiya qiymətinə malik olan, lakin sonralar maliyyə çətinlikləri ilə üzləşən şirkətlərin) kağızları ilə məhdudlaşdırılmışdır. İnvestisiya reytinginin itirilməsi o demək idi ki, bəzi maliyyə təşkilatları mövcud olan təlimatlara görə bu şirkətlərin səhmlərini öz investisiya portfellerində saxlaya bilməyəcək. Bu öhdəliklər üzrə risklər xeyli artmışdır və nəticə etibarilə faiz dərəcələri də qalxmışdır.

Drexel Burnham Lambert investisiya şirkətinin əməkdaşı Maykl Milken “zibil” istiqrazların bazarda həm tələbini həm də təklifini artırma biləcək yeni bazar sxemini icad etmişdir. Faiz dərəcələrinin enməsi və 1980-ci illərdə sürətli iqtisadi inkişaf bu kimi bazarın inkişafı üçün əlverişli şərait yaratmışdır. Milkenin biznes-layihəsi hər hansı “zibil” istiqrazın faiz dərəcəsinə daxil olan risk mükafatının çox yüksək olması fərziyyəsinə əsaslanırdı (xüsusilə istiqraz emitentinin müflisləşməsi və bununla əlaqəli olaraq istiqraz sahibinin itkilərinin az ehtimalını nəzərə alsaq).

Milken maliyyələşdirməni yalnız bəzi dostları və partnyorları üçün təşkil etmişdir, bunun məqsədi gələcəkdə “zibil” istiqrazların “təbii” alıcıları olacaq əmanət təşkilatları, sığorta şirkəti və digər şirkətlərin üzərində nəzarət əldə etmək idi. Milken, həmçinin fəaliyyətdə olan şirkətlərin alınmasında maraqlı olan sahibkarlara təklif məktublarını göndərmişdir, və söz vermişdir ki, Drexel bütün maliyyələşdirməni üzərinə götürəcək. Onun dostları istehsal şirkətlərin sahibləri olan kimi, “zibil” istiqrazları buraxmağa başlayırdılar, onların yerləşdirilməsini isə üzərinə Drexel götürmüşdür, Milken isə bu kağızları rəhbərləri yenə də onun dostları olan

sığorta şirkətlərinə və əmlak təşkilatlarına satırdı. Bundan başqa, Drexel həmin “zibil” istiqrazları alan özünəməxsus pay fondları da yaradırdı.

Beləliklə, Milken “pul çap edən maşın” icad etmişdir. Drexel şirkəti yeni emissiya olunmuş “zibil” istiqrazların yerləşdirilməsindən kommissiya haqqı, pay fondlarına istiqrazların satışından və həmçinin, pay fondlarının idarə edilməsindən gəlir əldə edirdi.

Merrill Lynch-da kənarda qala bilməzdi; Kaliforniyada və cənub-qərbdə əmanət təşkilatları əmanətlər üzrə daha yüksək faiz dərəcəsi təklif etdiklərinə görə, Merrill-in brokerləri ölkədə mövcud olan bütün pulları Milkenin adamlarının nəzarəti altında olan əmanət təşkilatlarına köçürülürdü. Bu təşkilatların təklif etdikləri əmanətlər Amerika Xəzinədarlığın təminatına malik idi – bu isə alıcılar üçün kifayət idi.

Problem ondan ibarət idi ki, Milkenin dəstəyi ilə idarəetməyə qədəm qoyan insanların heç də hamısı korporativ idarəetmə təcrübəsinə malik deyildi. Buna baxmayaraq, bu insanlar dövlət tərəfindən təmin edilmiş əmanətlərin satışından 50-dən çox şirkət ala bilmişdir. Çox vaxt onlar hətta dəyərindən daha çox pul ödəyirdi, bu isə təbiidir, axı, onlar öz ciblərindən yox, “Sem dayının” cibindən ödəyirdilər.

Alınmış bir çox şirkətlər buraxılmış istiqrazlar üzrə faizləri ödəmək üçün kifayət qədər gəlir qazana bilməmişdi. Bu problemi həll etmək üçün şirkətlər əlavə istiqraz buraxırdı. Milkenin əmlak təşkilatları isə bu qiymətli kağızların alıcıları kimi çıxış edirdi. “Pul maşını” zibil istiqrazlar bazarı sabit qalana qədər işləməyə davam etmişdir.

Lakin 1980-ci illərin sonunda bu bazar federal hökumət əmanət təşkilatlarına “zibil” istiqrazları almağa qadağan etdikdən sonra iflas olmuşdur. Nəticədə bu kağızların qiymətləri birdən düşməyə başlamışdır; istiqraz sahibləri itkilərə məruz qalmışdılar; “zibil” istiqrazlar bazarı isə tamamilə likvidliyini itirmişdir. Drexel şirkəti belə istiqrazlara iri həcmdə malik olduğuna görə o qədər böyük itkilərə məruz qalmışdır ki 1992-ci ildə müflisləşmişdir.

Əmlak təşkilatların müflisləşməsi federal hökumətə 150 mlrd. \$ dollar bahasına başa gəlmişdir. Əgər 1980-ci illərin əvvəllərində konqres sığorta şirkətlərinə və agentliklərə müflisləşmiş təşkilatları bağlamaq üçün maliyyə yardımı versə idi, onda bu hadisə cəmi 20-30 mlrd. dollara başa gələrdi. Əlavə xərclərin əsas hissəsini o amil təşkil edirdi ki, vaxtından tez

bağlanmış təşkilatların hamısı “zibil” istiqrazların alıcıları idilər. Bazarda 1980-ci illərdə meydana gələn bu istiqrazların əksəriyyəti Drexel investisiya şirkəti tərəfindən yerləşdirilirdi və onların yarsından çoxu defolta uğramışdır. Milken və ailəsi varlı idilər və çox güman ki, 550 mln. \$ cərimə ödədikdən sonra varlı olaraq da qalmışdılar.

“Zibil” istiqrazlar haqqında yalan və həqiqətlər

Korporativ udmalar və “zibil” istiqrazlar kimi hallar bir sıra maraqlı nəşrlərin dərc edilməsinə səbəb olmuşdur. Siz bu mövzuya həsr edilmiş məqalələrin adlarına diqqət edin: Tom Volfun “Yekəxanalıq ocağı” – Nyu-Yorkun maliyyə elitasının vərdişlərinin təsviri. Konni Brakin “Yırtıcılar balı” – “zibil” səhmlərin alıcıları üçün hər il təşkil edilən qəbulun təsviri. “Varvarlar qapının ağzında” – RJR Nabisco şirkətinin potensial udulması haqqında məqalə. Məqalənin qəhrəmanlarından həqiqətən kim qurban olduğunu müəyyən etmək çətinidir. Ceyms Styuartın “Oğrular məkanı” Milken və onun dostları haqqında bəhs edir. Ben Şteyn “Oğruluğa lisenziya” kitabında 1980-ci 1990-cı illərdə baş verən ən iri korporativ müflisləşmələri və bu şirkətlərin emissiya etdiyi qiymətli kağızları təhlil etmişdir.

1990-cı illərin ikinci yarısında Birləşmiş Ştatlarda fırldaqçılıq görünməmiş miqyasda çatmışdır. Əvvəllər qeyd olunduğu kimi, fırldaqçılıq üzrə birinci yer tutan təşkilat təbii qazın nəqli üzrə ixtisaslaşan iki korporasiyanın birləşməsi əsasında qurulmuş Enron şirkəti idi. Enronun nümayəndəlikləri Hindistanda elektrik stansiyanın, Böyük Britaniya və Meksikada su təchizatı sisteminin tikilməsinə böyük investisiyalar qoyurdular. Bundan başqa, şirkət elektrik enerjisinin, təbii qazın istehsalı və satışından, daxili bazarda əlverişli satıla biləcək hər şeydən gəlir əldə edirdilər. Mətbuatda deyilirdi ki, Enron elektrik enerji bazarında dövlət nəzarətinin ləvğ edilməsində lobbicilik edən ən böyük qüvvə idi.

Korporasiyanın sürətli genişlənməsi istehsal qüvvələrinə, ticarət avadanlıqlarına və proqram təminatına böyük investisiyaları tələb edirdi. Lazım olan vəsaitləri əldə etmək üçün Enron iri həcmdə istiqrazlar buraxmağa başlamışdır, yeni zamanda Merrill Lynch və Salomon Smith Barney kimi investisiya banklarına yaxşı pul qazanmaq imkanını vermişdir. Pik

nöqtəsində korporasiyanın kapitalizasiyası 250 mlrd. \$ təşkil etmişdir, Enronun hər bir səhmin qiyməti 100\$, istiqrazların yerləşdirmə qiyməti isə 40\$ təşkil etmişdir. General Electric və ya Microsoft kimi nəhənglərə nisbətən bir o qədər də çox deyil, amma digər emitentlərlə müqayisədə əhəmiyyətlidir.

2000-ci ildə Amerika səhmləri birdən ucuzlaşmağa başlayanda, Birləşmiş Ştatların yeddinci ən böyük korporasiyası, *Fortune* jurnalı tərəfindən Amerikanın ən qabaqcıl şirkəti adlandırılan Enron öz müflisləşməsini elan etdi. Şirkətin bazar qiyməti tədricən enmişdir, istiqrazlar dəyərdən düşmüşdür.

Burada əsas məsələ Enronun top menecerləri nə vaxt maliyyə hesabatlarının saxtalaşmasına əl atdıqları maraqlıdır. Burada Enrona xidmət göstərən audit və hüquq məsləhətçilərə digər bir sual yaranır – onlar baş verənlərdən xəbərdar idilərmə?

Gəlirlərin əsas hissəsini Enronun top menecerləri onlara mükafat formasında verilən səhm opsiyonlar hesabına əldə edirdilər. Enronun gəlirləri nə qədər tez artırdısa, səhmlər bir o qədər bahalaşırdı və top menecerlər bir o qədər də varlanırdılar. Beləliklə, Enronun başçıları gəlirin daha da böyüməsində maraqlı idilər. Məndən başqa, onların mükafatları da səhmlərin qiymətlərindən asılı idi.

Hər kvartal Enron Uoll-Strit-in analitiklərinin gözləntilərinə uyğun olaraq maliyyə hesabatlarını dərc edirdi. Bir sıra hallarda proqnoz qiymətlərə nail olmayanda, səhmlərin qiymətləri 10-20% azalırdı. Nəticədə, Enronun yüksək rütbəli məmurları analitiklərin gözləntilərinə uyğun olaraq maliyyə hesabatlarını tərtib edirdilər.

Enron Merrill Lynch və JP Morganla Nigeriyada enerji layihəsi üçün avadanlığın alınması üzrə qarşılıqlı lizin müqaviləsini bağlamışdır. Eyni zamanda, Merrill və Morgan bu sazişi bazar qiymətindən yüksək müəyyən etmişdir ki, Enron artıq ödəmələr hesabına öz maliyyə göstəricilərini yaxşılaşdırma bilsin. Merrill və Morgan xeyriyyə fondu olmadıqları üçün, bu saziş əks tərəfə də malik idi: müvafiq icarə müqaviləsinə görə illik ödənişlər müəyyən məbləğ qədər artırılmışdır. Lakin Enron nöqtəyindən, gəlirin artması faktını növbəti illərə də şamil etmək olar.

Enronun iqtisadçıları gəlir göstəricilərini artırmaq üçün əllərindən gələni edirdilər (ona baxmayaraq ki, etdiklərinin nəticələri növbəti illərə

nə qədər mənfi təsir göstərəcək). Nəticə etibarilə cari ildə gəlirin artırılması tədbirləri, sadəcə növbəti illərə köçürülürdü.

Bundan başqa Enron əhəmiyyətli məbləğləri 5-10 illik və bazar kotirovkası olmayan hansısa sirli fyuçerslərə qoymuşdur. Öz hesabatlarında Enron ildən-ilə bu müqavilələrin dəyərini artırır, bu isə illik gəlirə təsir edirdi, bu müəyyən mənada 1990-cı illərdə yağ sisternalarıyla fırılacaqılıq əməliyyatları aparan Billi Sol Estesin əməlinə bənzəyirdi.

Maliyyə hesabatlarına edilən əlavələr, Enronun gəlirlərini 1 milyard qədər artırmışdır, əslində korporasiya partnyor layihələrə (SFV) aid olan balanslardan kənar hesablarda gizlənmiş böyük borclara malik idi. Bir çox banklar və sənaye şirkətləri bu SFV-ləri balanslarından borcları silmək və beləliklə kredit almaq şansları artırmaq üçün istifadə edirdi. Mühəsibat qaydaları bu partnyorluqları ayrıca subyektlər kimi qeydə almağı tələb etdiyi üçün SFV-lərin 3% kənar şəxslərə malik idi. Enron korporasiyası 97%-ə malik idi, qalan 3%-i isə top-menecment üzvlərinə malik idi. Bu partnyorluqlardan bəzilər filmlərdən götürülmüş adlara malik idilər. Bu partnyorluqlar banklardan öz adlarına kredit götürüldülər, güya onların Enronla əlaqəsi yox idi.

Bu yolla alınmış pulları Enron öz səhmlərinin qiymətlərini saxlamaq üçün istifadə edirdi. Bu müəyyən mənada Nik Lissonun strategiyasına bənzəyirdi – “ya hər şey, ya heç nə”. Əgər səhm qiymətləri düşərsə, onda onlar dalınca partnyorluqları da aparacaq. Lakin bu XIX əsrdə dəmiryolları tərəfindən istifadə olunan ən geniş praktika idi. Şirkətlər krediti öz səhmlərini girova qoymaqla götürürdülər, səhmlərin qiymətləri düşdükdə isə, əldə etdikləri pulları səhmlərin dəstəklənməsinə xərcləyirdilər; əgər səhm məzənnələri birdən düşürdüsə, girov dəyərdən düşürdü və tələb girovdan əvvəl təqdim olunurdu.

Aparıcı investisiya bankları asanlıqla bu partnyorluqları kreditləşdirirdi, çünki Enron şirkəti həmişə yaxşı müştəri və gəlir mənbəyi hesab edilirdi.

Enronun iflası amerikanın ən güclülərdən biri olan Arthur Andersen auditor şirkətinin dağılmasına gətirib çıxarmışdır; eyni zamanda, bir neçə kreditorlar Arizonanın Baptist Hospitalın, Üstə Management və bir neçə digər müştərilərin maliyyə hesabatlarını vicdanlı yoxlamadığına görə Andersenə məhkəməyə vermişdirlər. Enron işinin araşdırılması zamanı

qiymətli kağızlar üzrə komitə Anderseni audit şirkətini vacib maliyyə sənədlərinin ləvğ edilməsində günahlandırmışdır.

Andersen şirkəti Enrondan audit xidmətləri üçün 2 milyon \$, məsləhət xidmətlərinə görə isə 25 milyon \$ alırdı. Gəlir mənbəyini saxlamaq istəyi, Andersen-ə vacib müştərisinə onun etdiyi “səhvlərə” göz yummağa vadar etmişdir. Andersen Enronun öz tərəfinə cəlb etdiyi yeganə müstəqil nümayəndə deyil idi; direktorlar şurasında bir sıra maraqlar münaqişəsi mövcud idi, çünki üzvlərin bəziləri “məsləhətlərə” görə pul alırdılar. Enron, həm də KİV nümayəndələrindən ibarət məsləhətçi qrupuna da malik idi, hansılar ki ildə bir dəfə yığışdıqlarına görə 25 000 \$ alırdılar. Enronun rəhbəri Kennot Ley siyasi xadimlərin əsas sponsoru idi. 2002-ci ilin iyun ayında aparılan araşdırmalar nəticəsində bəlli oldu ki Andersen ədalətə qarşı çıxmışdır. Nəticədə şirkət yuzlərlə müştərilərin itirdiyinə görə fəaliyyətini dayandırmışdır.

Enron şirkətinin 30 işçilərinə qarşı iddialar qaldırılmışdır. Üç əsas maliyyə fırıldaqçılığını növləri müəyyən edilmişdir; onların hamısı şirkətin gəlirlərini şişirtmək və öhdəlikləri azatmaq məqsədini daşımışdılar. Bəzi yüksək rütbəli insanlar hətta gəlirlərini vergidən yayındırmaq məqsədilə azaltmışdı. Kennet Ley və başqaları şirkət haqqında ictimaiyyəti çaşdıran maliyyə məlumatlarının yayılmasında günahlandırılmışdılar. İstintaqın nəticəsində 5 nəfər günahkar elan edilmişdir; 15 nəfər özləri günahlarını boyunlarına almışdılar və bəziləri həbs olunmuşdular. 8 nəfərə qarşı kitab yazıldığı müddətdə istintaq hələ də aparılmışdır. Enronun ikinci adamı olan Cefri Skillinq 35 qayda pozuntusunda günahkar bilinmişdir. Maliyyə direktoru Endryu Fastou qiymətli kağızlarla fırıldaqçılıqda günahkar bilinərək ən azı 10 illik həbs cəzasını almışdır; onun həyat yoldaşı Li Fastou vergilərdən yayındığını etiraf edərək 6 ay müddətinə həbs olunmuşdur. İnvestisiya departamentinin rəisi ben Qlisan qiymətli kağızlarla fırıldaqçılığa görə beş illik müddətə həbs olunmuşdur. Maliyyə direktoru Maykl Kuper özünü fırıldaqçılıqda və pulların yuyulmasında günahkar bilmişdir. Enron başçıları şirkətin səhmdarları tərəfindən 168 milyon \$-lıq isk üzrə pul ödəyirdilər; bu məbləğin 13 milyon \$-ı direktorların öz ciblərindən ödəməli idilər, qalanları isə sığorta polisi hesabına ödənilməli idi. Bundan başqa, məhkəmə çəkişmələri

nəticəsində investisiya şirkəti Lehman Brothers 222 milyon \$, Bank of Amerika 69 milyon \$ ödəmişdir.

1990-cı illərdə WorldCom 60-dan artıq alışlarına görə ən qabaqcıl telekommunikasiya şirkətlərindən birinə çevrilmişdir. Missisipi ştatında orta məktəbin keçmiş tarix müəllimi Berni Ebbers sürətli korporativ genişlənmənin ustası idi. Gəlirlilik göstəricisi ona görə artırdı ki, hər bir səhmə düşən gəlirin nisbəti hər bir ayrıca alınmış şirkət üçün həmin göstəricidən artıq idi. WorldCom öz alışlarını yenidən buraxılmış səhmləri alınan şirkətlərin səhmlərinə dəyişdirməklə maliyyələşdirirdi.

Gəlirlilik göstəricilərinin sürətlə artmasına səbəb böyümə yox, əldə etdiyi şirkətlərin gəlirlərinin səhm qiymətlərinə nisbətən yüksək olması idi. (WorldCom heç vaxt öz səhmlərindən bahalı səhmli şirkəti almaz idi, çünki bu onun məcmu gəlirlilik göstəricilərini aşağı salar idi).

Ebbers ucuz səhmli şirkətləri almaqla WorldCom səhmlərini lazımi səviyyədə saxlaya bilirdi. WorldCom öz gəlirlilik təmlərini yalnız ucuz şirkətlər almaqla saxlaya bilərdi. Genişlənmənin bu metodunda yeganə çatışmazlıq alınacaq telekommunikasiya şirkətlərinin sayının məhdud olması idi.

WorldCom-un sonuncu alışы Amerika bazarında ən innovativ hesab olunan MCI şirkəti idi; öz texnologiyalarını istifadə etməklə bu şirkət ATET şirkətinin uzaq rabitə xidmətin sahəsində inhisarını əlindən almışdır. MCI o qədər böyük şirkət idi ki, birləşmə nəticəsində alınmış yeni şirkət MCIWorldCom adlanmağa başlamışdır. Bundan sonra MCIWorldCom korporasiyası gəlirlərini artırmaq üçün US Sprint şirkətini də əldə etmək istəyirdi, lakin bu saziş hökumət tərəfindən dayandırılmışdır.

Bundan sonra MCIWorldCom üz iflası haqqında bəyanət vermişdir – bu Amerika tarixində ən böyük müflisləşmə idi. Sonrakı araşdırmalar onu göstərmişdirlər ki, şirkətin başçıları gündəlik 4.8 mlrd. \$-lıq xərci investisiya kimi göstərmişdir; nəticədə ümumi artırma 10 mlrd. \$ təşkil etmişdir. Bu fırldaqçılığın aparıcı qüvvəsi gəlirlərin artım təmlərini saxlamaq idi, çünki əks halda səhmlərin məzənnələri birdən aşağı düşmüşdür. MCIWorldCom-un iki rəhbəri günahlarını etraf edərək həbs olunmuşdular.

Bundan sonra məlum olmuşdur ki, MCİ Berni Ebbersa 400 mln. \$ kredit vermişdir və bu məbləğ maliyyə hesabatlarında əksini tapmamışdır. Ebbers WorldCom səhmlərini girov kimi istifadə edərək, alınmış pulları yeni səhmlərin alınmasına xərcləmişdir. Çox güman ki, Ebbers investisiya elminin ilk dərslərini yaxşı öyrənməmişdir – aktivləri diversifikasiya etmək lazımdır.

Enron və WorldCom öz uğurlarının qurbanları olmuşlar. Uolt-stritin analitikləri hər bir şirkət üçün rüblük proqnozları tərtib etmək özlərinə borc bilmişdirlər. Əgər şirkət bu gözləntiləri qarşılamırdısa, onda səhm qiymətləri 15-20%-ə enməyə başlayırdı. Böyük zərbədir. Bu kimi halların qarşısını almaq üçün aparıcı maliyyə şirkətləri iki üsula əl atırdılar. Əgər gəlirlərin gözləntilərdən çox olması gözlənilirdisə, onda menecerlər əvvəlcədən ödənişlər etməklə, gəlirləri növbəti dövrlərə transfer edirdilər. Bu onunla izah olunur ki, birja analitikləri bu kimi birdəfəlik amilləri nəzə almadan sonuncu nəticələr əsasında proqnozlarını qururdular. Və əksinə, əgər gəlirlər aşağıdırsa, onda menecerlər ödənişləri gecikdirməklə gəlirlik göstəricilərini yaxşılaşdırma bilirdilər. Təbii ki, problemin miqyası növbəti dövrlərdə daha da böyüyürdü.

Berni Ebbersona qarşı ictimaiyyəti şirkət haqqında yanlış maliyyə məlumatlarını yaymaqla çaşdırdığına görə iddia 2005-ci ilin yanvar ayında qaldırılmışdır. Ebbersonun vəkili deyirdilər ki, Ebberson maliyyə meneceri Skott Salivan tərəfindən aldadılmışdır, sonuncunun danışıqları isə yalnız həbs müddətini azaltmaq məqsədini daşıyır. WorldCom-un keçmiş 10 direktoru səhmdarların 54 mln. \$ iddiasını ödəmək üçün öz ciblərindən 18 mln. \$ ödəməyə razılaşıbmışdılar.

200 mlrd. \$ qiyməti olan konqlomeratın sahibi Dennis Kozlovski, onun maliyyə meneceri Mark Şvarts federal hökumət tərəfindən milyonlarla dollar mənimsənilməsində günahlandırılmışdılar. Bunun üçün onlar iki üsuldən istifadə etmişdirlər: direktorlar şurasının icazəsi olmadan özlərinə səhm üzrə opsiyonlar vermişdilər və həmçinin şirkət hesabına şəxsi xərclərini ödəyirdilər. Bu kimi xərclərin arasında 6000\$ qiymətində olan duş kabinasının alınması və Kozlovskinin ikinci həyat yoldaşının Sardiniya adasında ad gününün keçirilməsi üçün 2 mln. \$ xərclənməsi idi, Tyco xərclərin 50%-ni ödəmişdir. Xərclərin əsas hissələrindən biri

Mikelanjelo heykəlinin buzdan düzəlməsi və həmin heykəldən arəğin təkülməsini təşkil etmək idi.

Tyco bir necə yüz şirkət almışdır, adətən səhmlə və ya istiqrazlarının satışından əldə etdiyi nağd pullarla hesablaşır. Eyni zamanda, Tyco alınmış şirkətlərin süni gəlirlərini azaldır. Alış razılığına gəldikdən sonra, şirkətin gəlirləri qəstən azaldılır ki, sonralar gəlirlərin artması Tyco ailəsinə gəlişi ilə izah olunsun. Əlbəttə ki, bu gəlirlərin artmasına və eyni zamanda, Tyco səhmlərini bahalaşmasına gətirmişdir.

Bundan başqa Tyco xərclərinin və vergi ödənişlərinin optimallaşdırılması ilə məşğul idi; şirkətin əməliyyat ofisləri Nyu-Xempşirdə (gəlir vergisi götürülməyən ştatda), baş ofisi isə Bermud adalarında qeydiyyatda düşmüşdür ki, amerikan vergilər ödənilməsin.

Nyu-York ştatı Kozlovskini Nyu-Yorkda aldığı şəkillərə görə 1 mln. \$ vergidən yayıldığına günahlandırır, on baxmayaraq ki, Kozlovski güya onları Nyu-Xempşirə aparmaq üçün almışdır; əslində isə ora yalnız boş qutular getmişdir, şəkillərin hamısı isə onun Nyu-Yorkdakı mənzilindən çıxmışdır.

İlk məhkəmə prosesində heç bir qərara gəlməmişdilər, axı WorldCom və Enrondan fərqli olaraq Tyco müflis olmamışdır.

Riqas ailəsinə federal hökumət ABŞ-da kabel şəbəkəsinin ölçülərinə görə altıçı olan Adelphia Communications şirkətinə məxsus 2.3 mlrd. \$ məninənilməsində təqsirləndirirdi. Ailə şirkətin nizamnaməsində 3 mlrd. \$ kredit almışdır, sonralar isə bu məbləğ kapital xərclərin şişirdilməsi hesabına gizlədilmişdir. Adelphia şirkəti Riqas ailəsinin tam mülkiyyətində olan kiçik şirkətdən böyümüşdür; bu kimi hallarda korporativ və şəxsi hesablar arasında fərq çox vaxt itirir.

Şirkətin borclarının bir çoxu ailənin zəmanəti altında götürülürdü, və əksinə ailənin götürdüyü kreditlərin bir çoxuna şirkət tərəfindən zəmanət verilirdi. Riqas ailəsi tərəfindən cəlb edilmiş əksər kreditlər şirkət səhmlərini lazımi qiymət səviyyəsində saxlamaq üçün istifadə olunmuşdur. Şirkətin keçmiş maliyyə direktoru və vise-prezidenti öz günahlarını qəbul etmişdir. Riqas ailəsinin iki üzvü həbs olunmuşdular.

HealthSouth-ın təsisçisi və rəhbəri Riçard Skraşi 3 mlrd. \$ məbləğində fırıldaqçılığa görə günahlandırılmışdır. Məhkəmə istintaqı 2005-ci ilin yanvarında başlamışdır, tərəflər fırıldaqçılığın olması haqqında

razılığa gəlmişdilər. Eyni zamanda Skraşi qeyd etmişdir ki fırıldaqçılıq onun əməkdaşları tərəfindən həyata keçirilmişdir və ona qarşı deyilənlərin yeganə məqsədi günahlarını azaltmasıdır.

İmClone şirkətinin təsisçisi və rəhbəri 6 maddə üzrə günahını boy-nuna götürdüynə görə federal həbsxanaya düşmüşdür. Bundan başqa dövlət komitəsinin dərmanlar və ərzaqlar haqqında mənfi rəyinin dərc edilməsindən bir gün əvvəl Uoklson yaxınlarına şirkət səhmlərini satmaq göstərişini vermişdir.

Marta Styuartın 5 ay müddətində federal həbsxanasına düşməsinin səbəbi də Uolksun göstərişi idi, ona baxmayaraq ki, Marta iddia edirdi ki, bütün səhmlərini şirkətin rəhbərindən heç bir məlumat almadan satmaq qərarına gəlmişdir. Maraqlı təsadüfdür. Federal hökumət Styuarta “ədalətə qarşı çıxmasında” təqsirli bilmişdir. Məhz bu maddəyə görə o, həbs olunmuşdur.

Nyu-York fond birjasının sədri Riçard Qrasso qazetlərin ilk səhi-fəsinə təqaüdə çıxdığına görə 150 mln. \$ məbləğində müavinət alacağına görə düşmüşdür. Birja onun üzvlərinin mülkiyyəti hesab olunur. O, yalnız ticarət məkanı yox, həmçinin ticarət qaydalarını təşkil edən bir qurumdur. Bu nöqteyi-nəzərdən birja nəyin düz olub-olmamasını müəyyən edən hakimdir. Fond birjanın direktorlarının əksəriyyəti birja tərəfindən tənzim-lənən şirkətlərin yüksək rütbəli məmurlarıdır. Qrassonun müavinəti birjanın gəlirləri və digər direktorların müavinətinə nisbətən çox böyük idi.

Buna görə Qrassonun onun maaşını müəyyən edən direktorların şirkətlərinə həddindən artıq loyol olmasına şübhə yaranmışdır. Qrassodan sonra gələn və digər direktorlar həm Qrassoya həm də digər direktorlara qarşı məhkəmə iddiasını qaldırmışdılar.

Global Crossing şirkəti investorları cəlb etmək üçün şəbəkəsinin buraxma qabiliyyətini digər operatorların qüvvələrini özünə yazmala artırmışdır. Nəticədə şirkət bütün sənədlərini ləvğ edərək müflisləşmişdir, lakin bundan əvvəl Harri Vinnik səhmlərinin satışından 800 mln. \$ qazana bilmişdir.

Shell Oil öz neft ehtiyatlarını kağızlarda şişirtdiyinə görə Amerika və Britaniya hökumətlərinə 150 mln \$ cərimə ödəməyə razılaşmışdır. Şübhəsiz ki, neft ehtiyatlarını yoxlamaq Billi Sol Estesin yağ sisterna-

larından daha çətindir. Cərimədən başqa Shell şirkəti bir neşə əməkdaşını işdən çıxartmışdır, lakin onlardan heç kim həbs olunmamışdır.

Pay fondları ilə əlaqədar 2003-cü ildə qalmaqallar

2003-cü ildə Amerikanın ən böyük pay fondları - ən böyük 20-sindən dənəmək olar ki, yarısı – pay fondlarının digər payçıları hesabına müəyyən xec fondlarına imtiyaz verməklə daha çox gəlir əldə etmək imkanını verməklərinə görə ittiham olunmuşdu. Bəzi sazişlər tam qanuni idi, lakin bütün payçıları yeni dərəcədə xidmət almaq hüquqları barədə yazılmamış qanun də var. Hər bir Amerika Pay Fondu qiymətli kağızlar üzə dövlət komitəsində qeydiyyatdan keçməlidir, və bu qurum payçılar üçün oyun qaydalarını müəyyən edir. Adətən investor tərəfindən alınış paylarla ilk bir neçə gün əməliyyat (girdin-çıxdın əməliyyatları) aparmaq qadağan olunur. Əgər investor fond payını aldıqdan bir necə gün sonra satmaq istəsə, o xüsusi komisiyon haqqı ödəməli olacaq, əks təqdirdə saziş bir neçə gün geciktiriləcək. Standart qaydaların digər maddəsində pay fondunun əməkdaşları fond tərəfindən sərmayə qoyulmuş şirkətlərin səhmlərini ala bilməməsi qeyd edilir. Lakin əgər belə bir ehtiyac duyulursa, onda fond əməkdaşları onları şəxsən özləri üçün ala bilərlər, lakin ancaq fond öz alış əməliyyatını bitirdikdən sonra. Bundan başqa fondun qaydalarına görə investisiya paketinin tərkibi haqqında məlumat yalnız rübün sonunda açıqlanır. Fondun qiymətli kağızlarla əməliyyatları haqqında məlumat, ümumiyyətlə müvafiq dərclərin işiq üzü görmədiyinə qədər açıqlanmır.

Bir çox xec fondları pay fondların payları ilə əməliyyat aparırdı. Əlbəttə ki, xec fondlarına pay fondlarının paylarını o zaman almaq əlverişli idi ki, bazara xec fondunun hər bir payına düşən xalis aktivlərini artırma biləcək məlumatlar daxil olsun. Bu kimi məlumatları əldə etmək imkanı, xec fondlara payları “dünənki qiymətlərə” satmaq şəraitini yaratmışdır. İlk öncə bu imkan ona görə yaranmışdır ki, bəzi pay fondları investisiya portfellərində xarici qiymətli kağızları saxlayırdı və bu kağızların bazarları amerikalılardan əvvəl bağlanırdı; ikincisi, bəzi pay fondları portfelində olan xarici qiymətli kağızlar haqqında məlumat verirdilər və həmin məlumatla digər payçılarla bölüşməyə yaddan

çıxarırdı. Buna görə xec fondlarına, məsələn, yapon fond birjasının bağlanma qiymətlərini bilməklə, Amerika fond birjalari bağlanmamış hər bir investisiya payının dəyərini hesablama qalırdı. Fondların bəzi rəhbərləri isə hətta “girdin-çıxdın” əməliyyatlarını da aparırdılar.

Pay fondlarını payçıları qarşısında öhdəliklərini yerinə yetirməməyə nə vadar edirdi?

Hər şey çox sadədir – biznesdə “xidmətə görə xidmət” prinsipi mövcuddur. Xec fondları bu xidmətin müqabilində maliyyə dəstəyinə ehtiyacı ilan şirkətin rəhbərliyi altında fəaliyyət göstərən pay fondunun paylarını aıla bilərdi.

Canary Capital xec fondu yol verdiyi səhvlərə görə pay fondlarının payçılara 20 mln. \$ və qiymətli kağızlar üzrə dövlər komitəsinə 10 mln. \$ məbləğində cərimə ödəməyə razılığını vermişdir.

Massachusetts Financial Services, Amerikanın ən köhnə pay fondu, ona qarşı iddianı 200 mln.\$ ödəməklə həll etməyə üstünlük vermişdir. Allince Capital 250 mln.\$ cərimə ödəmək və növbəti bir necə il ərzində alacaq mükafatını 350 mln.\$ həcmində azaltmağa razılaşmışdır. Strong Funds pay fondunun təsisçisi və rəhbəri vəzifəsindən imtina edərək bir neçə milyon cərimə ödəmişdir. Morgan Stanley öz brokerlərinə yalnız öz pay fondunu, digərlərini yox irəli çəkməyə göstəriş vermişdir; eyni zamanda, Morgan Stanleyin müştəriləri brokerlərin qərəzli yanaşmamalarından xəbərsiz idilər.

Yalanların və fırıldaqçılığın miqyasının artması iqtisad nəzəriyyəçilərinin marağına səbəb olmuşdur. Maliyyə piramidi prinsipinə əsaslanan fırıldaqçılıq sxemlərinin əksəriyyəti, Minskinin fikirincə, şirkətin faizlər üzrə ödənişlərinin onun əməliyyat gəlirlərinin üstələyəndə əmələ gəlir. Digər nəzəriyyəçi qeyd edir ki, borc alanalar öz öhdəlikləri üzrə faiz dərəcələrini müəyyən edə biləndə də piramidin qurulmasına cəlb olunurlar, bu zaman onlar yeni kreditdən alınmış nağd pullarını köhnə borclarını ödəmək üçün istifadə edirlər. “Ponsi sxemini” (piramid sxemini) istifadə edən sahibkarka etdiklərindən agahdırlar; hökumətin onlara əli çatana qədər onlar bir neçə ay və ya il dəb-dəbəli yaşayırlar. Bəzi hallarda hökumətin əlinə günahsız qurbanlar da düşür.

Henri Blocett, Meri Miker və Cek Qrubman

1990-cı ilin sonunda Henri Blocett 10 mln. \$, Meri Miker 15 mln. \$, Cek Qrubman 20 mln. \$ qazanmışdır. Henri, Meri və Cek 1990-cı illərdə telekommunikasiya və “dotkomlar” bazarında şişmiş fond “köpüyünün” ağaları idi. Onlar ulduzlanlardan az qazanmırdılar, çünki şirkətlərinə küllü miqdarda gəlir gətirirdilər. Baxmayaraq ki, onların gətirdiyi gəlirlə aldıkları maaşları arasında təsbit edilmiş əlaqə yox idi, şübhəsiz ki, gəlir maaşdan bir neçə dəfə çox idi.

Merrill Lynch-dən Henri Blocett onunla məşhurlaşmışdır ki, bum dövründə o, dotkom səhmlərinin bahalaşmasını qabaqcadan müəyyən etmişdir; bu hadisə Blocettin peyğəmbər qabiliyyəti kimi qəbul olunmuşdur və gələcək proqnozlar üçün əsas vermişdir. Sonralar Henri qalmaqala düşdür, çünki onun Merrill-in bəzi əməkdaşları ilə gizli yazışmaları aşkar olunmuşdur. Məktublarında o Amerika investorlarına tövsiyə etdiyi səhmlərin gəlirlərindən kinayəli danışır. Nəticədə Henri investisiya biznesini tərk etməli olmuşdur.

Sitigroupn ailəsinə daxil olan Salamon Barney-dən olan Cek Qrubman rəhbəri Sendi Ueylin xahişi ilə AT&T şirkətinin səhmlərinə dair rəyini dəyişmişdir. “Xidmətə görə xidmət” prinsipi burada da özünü göstərmişdir – Sendi ona övladlarını 92-ci küçədə bağçaya qoymağa kömək etmişdir. Bu bağça Sitigroupdan böyük yardım almışdır. Cek Salamon Barney şirkətini tərk etmişdir və mükafat kimi 20 mln. \$ almışdır. İstintaqın nəticəsində Cek 20 mln. \$ cərimə ödəmişdir və investisiya sahəsində işləməmək sözünü vermişdir.

Parlamat (bu ad iki sözün birləşməsindən ibarət idi – Parma şəhəri və “lette” (“süd”) sözlərindən) – Parma, İtaliyada, yerləşən ərzaq şirkəti əmanət sertifikatlarını saxtalaşdırmaqla öz aktivlərini 4 mlrd. \$ artırmışdır; saxta sertifikatlar sadəcə surət formasında idi. Bu dəhşətli yalan və fırıldaqçılıq 10 ildən çox davam etmişdir.

“Boyer” – b investisiya ictimaiyyətinin aldadılmasının daha bir növü idi. First Jersley Secuirities şirkətinin əməkdaşı Robert Brennan bu fırıldaqçılıq sxeminin istifadəsində əsil usta idi, bunun mahiyyəti isə müəyyən səhmlər ətrafında təşviş yaratmaqdan ibarət idi. Adətən ilkin dövrdə bu səhmlərin qiyməti çox ucuz idi – hər biri üçün 2-5 dollar. Eyni

zamanda, bu səhmlərin əksər hissəsi sxemin iştirakçılarna (insayderlərə) məxsus idi. İnsayderlər bir-biri ilə elə ticarət aparırlar ki səhmlərin qiyməti, məsələn, 2 dollardan 3 dollara qalxmışdır, nəticədə bu səhmlər investisiya ictimaiyyətinə reklam olunurdu və eyni zamanda, qısa müddətdə 50%-lik artım xüsusi qeyd olunurdu. Proses investorların sürətlə bahalaşan səhmlərə investisiya qoymaqlarına əsaslanırdı. Bundan başqa, qeyri-peşəkar investorlar ucuz səhmlərə üstünlük verirdilər.

Fırıldaqlıq oğruluqdan onunla fərqlənir ki, birinci etibardan süi istifadəyə əsaslanır. Daniel Defo hesab edirdi ki, 10 000 dəfə aldadan birja marleri istənilən işi qurdurda pisdır, çünki o tanıdığı insanları – çox vaxt qohumları və dostları – heç bir fiziki risk olmayaraq soyurlar.

Xüsusi rolu hökumət nümayəndələrinə və ya bir şirkətin digərinə rüşvət verilməsi prosesi oynayır. Bu qanunsuz və/ya vicdansız sazişlər rüşvətin genişlənməsinə və investisiya ictimaiyyətin bazarın iri iştirakçıların etibarının itməsinə gətirirdi. Bəlkə, Artur Andersen Enrondan aldığı 25 mln. \$-a uymuşdur? Berni Ebbers Cek Qrubmana səhmlərin yerləşməsinin ilk günlərində əldə etmək imkanına görə rüşvət vermişdir? Qiymət köpüyünün şişməsi dövründə səhm qiymətləri ilk yerləşdirmə günündə bahalaşmışdır. Bəlkə Berni Qrubmanı xahişini yerinə yetirmədiyinə görə digər investisiya şirkətinin xidmətlərində istifadə edəcəyi ili hədələyirdi? Fond və fyuçer birjaların qaydalarının məqsədi hər bir bazar iştirakçısına bazarın şəffavlığına inandırmaqdır.

Qiymətli Kağızlar dillerlərin Milli assosiasiyası təsbit edilmiş qaydaları pozanlar üzvlərinə qarşı sərt tədbirləri görürlər. Son illərdə bu tədbirlər assosiasiyanın üzvlərlə işçilərinə qarşı görülmüşdür.

Rüşvətin tarixi, rüşvət sxemlərinin bazar mexanizmlərində istifadə edilməsi metodlarını və bundan gəlir əldə etmə prosesi Yakob van Kleveren tərəfindən tədqiqi edilmişdir. Bu həm Hindistanın Kliv və ya Qastinqsontərəfindən həyata keçirilmiş talanması kimi qara bazarda qadağa qoyumuş əməliyyat da ola bilərdi. Van Kleveren, həm də Royal African Company və Ost-Hind şirkərinin insayderləri arasında əlverişsiz sazişlərin bağlanmasını və nəticədə səhmdarların gəlirlərinin şirkətlərdən aparılmasını tədqiq etmişdir. Bu üsulla, 1873-cü ildə Birləşmiş Ştatlarda Credit Mobilier Union Pacific-dan gəlirləri digər insayderlərin ciblərinə göndərirdi, onların arasında Massaçusets ştatından konqressmen Ouks

Eyms və onun yaxın adları var idi. Dryu, Fiks və Qould həmin sxem üzrə Erie Railroad dəmiryol şirkətini “sağırdılar”.

Maliyyə bazarlarında yalan müxtəlif formalarda mövcuddur – direktorlar səhmdarları aldadırlar; anderraiterlər səhmlərin yerləşdiyi şirkətləri və investorları borcalanlar bankları aldadırlar; və hətta şirkətin bir qrup işçiləri digərini aldatmağa nail olurlar. Bəzi fırıldaqçılar saxta veksəl buraxırlar, onlar əldən ələ saxtakarlıq aşkar olmayana qədər gedirlər.

Vicdansız və düzgün əməllər arasında sərhəd indi əvvəlkinə nisbətən daha dəqiqdir. Müasir cəmiyyət ibtidaidən etikanın mövcudluğu ilə fərqlənir. İşgüzar münasibətlərin inkişafında ilk dövrlərdə səlislik və vici-dan yalnız ailə daxilində mövcud idi. Qohumluq oğruluğun qarşısını ala biləcək ən güclü vasitə idi. 1720-ci ildə şirkət insanın xidmətini ala bilirdi, lakin sadıqlıq toxunulmaz qalırdı; klerk olmaq o demək idi ki, insan fırıldaqçılıq və yalandan azad olan rəqabətli mühitə dəvət almışdır. Sahibkarlıq və oğurluq, ticarət və quldarlıq arasında sərhəd çox ciddi idi. Hammond qeyd edirdi ki bank işçilərinin kredit götürməsi tamamilə 1799-cu ildə qadağa olunmuşdur, ona baxmayaraq ki, 1720-ci ildə Cənub dənizlər şirkətinin “köpüyünün” araşdırması zamanı Konqress nümayəndələri qaydaları pozan insanları investorların itkilərini ödəməyə məcbur etmişdir.

Nonsiinin bioqrafiyasına ön söz yazan jurnalist 1920-ci və 1970-ci illər arasında parallel çəkmişdir və iddia etmişdir fırıldaqçılığın miqyasının artmasında inflyasiyanın rolu böyük idi; yəni qiymətlər ailə büdcələrini azaltdığına görə onlar gəlirlərini artırmaq üçün əlavə risk üzərlərinə götürmək qərarına gəlmişdilər. Digər yanaşma ondan ibarətdir ki, düzgün məlumatın qıtlığı şəraitində möhtəkir qumara bənzəməyə başlayır, və onun iştirakçıları böyük etimalla uduzacaqlarını bilirlər.

Sual bundan ibarətdir ki, yalanı savadsızlıqla mübahisə metodu kimi başa düşmək olar və ya yox. Bəzi siniklər həm Fayldsın “Düzgün insanı aldatmaq olmaz” iddiası, həm də aldanılanlar bunda özləri günahkardırlar iddiası ilə razılaşa da bilirlər. Mundus vult decipi – ergo decipitur: “Əgər cahan aldanmaq istəyirsə, ona mane olmayın”. Bəzi psixiatorlar iddia edirlər ki, fırıldaqçı ilə onun qurbanları arasında hər iki tərəfi qane olan simvolik məhəbbət-nifrət hissi mövcuddur.

Fırılداqlar və bumlar

Müxtəlif fırılдаqların miqyas və kəmiyyəti iqtisadi bum zamanı artır. Rifah halının artması insanların pul qazanmaq həvəsini stimullaşdırır, fırılдаqçılar isə bu fürsətdən istifadə edirlər. İqtisadi bum gücünü artırana qədər milyonlarda qoyun qırılmasını gözləyəcək. “Səfehlər hər an doğulur”. Dikkensin “Körpə Dorrit” adlı kitabında Ferdinand Bernakl Artur Klemanna deyəndə ki, cənab Merdlin yalanının ifşa olunması digərlərinə dərs olacaq, birinci belə cavab verir: “Əlverişli şərait yaranan kimi onun yerinin yalana zövqü olan növbəti adam tutacaq”.

Həmin tamahkarlıq insanları çoxlu sayda fırılдаqlara, oğruluqlara və yalanlara əl atmağa vadar edir. “kornərlər evi” kimi tanınan Overend, Gurney and Company şirkətinin əyləncə sevən Çempenin əlinə keçdikdən sonra məsləhətçi vəzifəsinə keçmiş mühasib Edvard Uotkins Edvards təyin olunmuşdur, o şirkətin fəaliyyət dairəsini taxıl biznesindən genişləndirmək təklif etmişdir, beləliklə şirkətin fəaliyyət dairəsi dəmir istehsalı, gəmi və dəmiryol tikintisi sektorlarına keçmişdir. Şirkət istənilən möhtəkir növ biznesin partnyoruna çevrilmişdir, Edvards isə hər bir əkilmiş koldan kuponlarını qırırdı. 1860-cı ildə şirkət 500 min funt təmiz itkiyə məruz qalmışdır, baxmayaraq ki, yalnız diskont əməliyyatlarından gəlir 200 min təşkil etmişdir. Uğursuzluğun səbəbi şirkətin dəmiryol sahəsində yeni partnyorların partlamış qiymət köpüyü nəticəsində müflisləşmələri idi.

Bu hadisəni daha yaxşı təsvir etmək üçün Onore Balzakın “Bağışlanmış Melmot” romanını istifadə etmək olar, burada bank kassiri Kastanye gümüş və xrustaldan olan bahalı əşyaları sevən məşuqəsinə iri həcmdə pul xərcləyirdi. Bir müddət o veksellər yazmaqla başın saxlayır. Nəhayət, o barclarının ümumi məbləğin sayır və görür ki, kritik həddə çatıb. Çox güman ki, o məşuqəsinə atsaydı xilas ola bilərdi, lakin məhəbbət çox güclü idi. Ona aydın olur ki maliyyə manevrlərdən artıq istifadə etmək təhlükəlidir və ödəniləcək faizlərin məbləği getdikcə artır – yeganə çıxış yolu özünü bankrot elan etməkdir. Lakin o başqa yola əl atır- o kassadakı pullardan istifadə etməyə başlayır.

Fırılдаq və yalanın iqtisadi bum dövründə geniş yayılması tamahkarlığın gəlirliyi üstələməsindən irəli gəlir; elə gəlir ki, rifahın artması

yalnız tamahkarlıq hissini artırır. Kozlovski Amerikada ən varlı insanlardan biri idi, lakin evində 6000\$ duş kabinasını quraşdırmaq xərcini Tyco şirkətinin hesabına ödəmişdir – direktorların xəbəri olmadan. Yalanların sayı maliyyə böhranları zamanı investisiya aktivlərin ucuzlaşması dövründə daha da artır. Bu kimi hallarda fırıldaqçıların əsas məqsədi tam müflisləşmədən özünü qorumaqdır. Karlo Ponsi partnyorların pulu götürüb aradan çıxmaq təklifini rədd etmişdir, onlar isə, öz növbələrində, onu aldatmışdılar. Londonlu bankir Henri Fountleroy kredit almaq üçün girova qoyulacaq torpaq mülkiyyətini təstiq edən sənədlərini saxtalaşdırmışdır. Bu cənablar Trollopun “Biz necə yaşayırıq” romanının qəhrmanı fırıldaqçı Avqust Melmott üçün nümunə olmuşdular, bu insan Meksika dəmiryollarının səhmlərindən pul ala bilməyəndə mülkiyyət hüququnu təstiq edən sənədləri saxtalaşdırmışdır. Cənub Dənizlər Şirkətinin idarə heyətinin sədri Con Blant, Union Generate-dan Yucin Bontu, Darmstader und Nationalbank-dan (Danatbank) Yakob Vasserman və həmçinin Credit Anstalt-ın direktorları – açıq bazarda şirkətlərin səhmlərini lazımi səviyyədə saxlamaq üçün onları iri həcmdə alırdılar. Öz səhmlərini alan bank nüfuzunu ən azı ona görə itirir ki, o nağd pullarını səhmlərə qoyur və beləliklə, nağd pulların depozitlərə olan nisbəti azalmağa başlayır. 1720-ci ildə İngiltərənin Dövlət Bankı öz səhmlərini girov qoyumaqla kredit götürməyə əl atmışdır. Klepxem qeyd edirdi ki, İngiltərənin Dövlət Bankı Cənub Dənizlər Şirkətinin “vıcdansız maliyyə əməliyyatlarında” iştirak etməmişdir.

Yalanların və fırıldaqların ifşa olunması maliyyə fəlakətini daha da gərginləşdirir və təşviçə çevrilir. 1772-ci ildə Aleksandr Fordis Ayr Bankın 550 min funt sterliq məbləğində öhdəlik qoyaraq Londondan Avropaya qaçmışdır. İflasın səbəbi fordisin Ost-Hind şirkətinin səhmlərini şort əsasda alması idi. 1857-ci ildə Ohio Life Insurance and Trust Company-nin Nyu-York ofisindəki kassiri fond birjasında şəxsi əməliyyatlarında iştirak etmək üçün şirkətin demək olar ki, bütün aktivlərin mənimsemişdir. Bu xəbər sonralar Londonda, Liverpulda, Parisdə, Hamburqda və Stokholmda müflisləşmələrlə nəticələnmişdir. Yüz ildən sonra oxşaq hadisənin qəhrmanı Nik Lison olmuşdur.

1929-cu ildə özünə bir sıra investisiya trastını, istehsal və şəkil avadallığının, kameraların, slot-maşınlarının təchizatı ilə məşğul olan

ticarət şirkətlərini daxil edən London imeriaya Xatrısı müflisləşmişdir. Xatri United Steel şirkətini alaraq polad biznesinə daxil olmaq istəmişdir, lakin 8 mln. funt sterlinq məbləğində kredit götürərək qirova saxta əmlak sənədlərini qoymuşdur. Onun müflisləşməsi Britaniyanın pul bazarında defisitə, Amerika bazarından onkoll kreditlərin çıxarılması və fond bazarında artan trendin qırılmasına gətirmişdir.

“Köpüklər” və yalanlar

Bəzi köpüklər yalanın nəticəsində əmələ gəlmişdir, digərləri isə yox. Missisipi şirkətinin köpüyü yalanın üzərində yox, Cənub Dənizlər Şirkəti isə məhz yalanın əsasında şişmişdir. İstənilən “köpük” qanuni və yaxud yarı-qanuni əsasında əmələ gəlir. Missisipi şirkəti köpüyə Con Lou milli vergilərin yığılmasını üzərinə götürdükdən sonra çevrilmişdir. Louya Vandom meydanında yerləşən tikintilərin üçdə biri, Parisdə qiymətli daşınmaz əmlak və həmçinin, kənd zonalarında torpaq sahələri məxsus idi. Onun fəaliyyəti yalan olmamışdır, lakin onun müflisləşməsi iki yalnız təsəvvürə əsaslanırdı: 1) səhm və istiqrazlar puldur; 2) tələbə müvafiq olaraq iri həcmdə pulların buraxılması inflasiyaya səbəb olmur.

Cənub Dənizlər Şirkətinin köpüyündə Cənub Atlantikada ticarətdə inhisarçılıq, sadəcə bəhanə idi. Britaniya hökumətinin dövlət borcunun konsolidasiyası bu şirkətinin ticarət aspektlərini tamamilə dağıtmışdır, bundan sonra isə birja oyunu dövlət borcunu tamamilə dağıtmışdır. Con Blant və onun partnyorları qirova qoyduqları səhmlərinin bahalaşması hesabına varlanmaq istəyirdilər. Əldə etdikləri pulları onlar daşınmaz əmlakın alınmasına xərcləyirdilər; iflas zamanı Blant 6 əmlakın alınmasına dair müqaviləyə malik idi; Şurman adlı insan isə ümumi məbləği 100 min funt sterlinq olan 4 müqaviləyə malik idi. Gəlir əldə etmək üçün Cənub Dənizlər Şirkəti daim kapitalını və səhmlərinin qiymətini artırmalı idi. Eyni zamanda, hər iki istiqamətdə Ponsinin piramid modelində olduğu kimi artım artan templərlə getməli idi.

Ponsi əmanətçilərə 45 gün müddətində 40%-lik gəlir ödəməyə söz vermişdir. Bu qədər qeyri-adi gəlirlik onunla izah olunurdu ki, o qiymətsizləşmiş xarici valyutaları alır və bu pullara Beynəlxalq poçt itti-faqın kuponlarını alırdı. Bu kuponları sonralar rəmzi məzənnə ilə Amerika

dollarına dəyişdirilə bilərdi. Çox güman ki, bu növ arbitraj 1922-ci ilin avqust ayında Ponsi həbs olunduqda gəlirli idi. Ponsi həbs olunmuşdur və 7.9 mln. \$ öhdəliyə və 61 mln. \$ kupona malik idi.

Ponsidən əvvəl olan insanlar tarixdə daha az iz qoymuşdular. Münxendən olan aktrisa Bavariya fermerləri tərəfindən alınmış əmanətlər üzrə 20% ödəməyə söz vermişdir. Ona cəmi 3 mln. qulden verilmişdir. Nəticədə o və onun köməkçiləri 1872-ci ildə uzun müddətə həbs cəzasını almışdır. Plaxt adlı keçmiş məmur 1600 dul qadın və yetimlərdən aldığı pullara görə fond birjasında əməliyyat həyata keçirməklə 40% illik faiz ödəməyə söz vermişdir. Lakin onun aldığı səhmlər gəlir gətirməmişdir, nəticədə o, 6 il ömrünü həbsdə keçirmişdir.

İqtisadi bum inkişaf etdikcə tamahkarlıq artır və fırıldaqçılar qiymət köpüyünü şişirtmək üçün mürəkkəb sxemləri icad etmək məcburiyyətində olurdular. 1720-ci və bir dəfə 1847-ci ildə fırıldaqçılar bir çox insanları aldatmağa nail olmuşdurlar, ona baxmayaraq ki, yalan ağ saplarla tikilmişdir. Məsələn, 1720-ci ildə fırıldaqçı investorlara hər hansı fantastik ideya üzərində pul qazanmağı təklif etmişdir, sirri isə müəyyən vaxta açmağa söz vermişdir. Digər sxem isə mövcud olmayan aktivlərin satışına əsaslanmışdır. 1990-cı illərdə birja bumunun sonunda şirkətlər əllərində biznes planları hələ olmadan investorların pullarını cəlb etməyə bacarmışdı.

Növbəti misalda fırıldaqçılar qadınların maliyyə müstəqilliyini əldə etmək arzusundan istifadə etmişdirlər:

Bir neçə xanım tərəfindən yaranmış layihə hollandiya analoqlarından geri qalmayan rəngli kətan parçaların istehsalını nəzərdə tutur.... Şirkət kənar maraqlar üçün qapalı qalmalıdır, lakin hal-hazırda ticarətin genişlənməsi ilə əlaqədar sizin şirkətin səhmlərini əldə etmək imkanınız var.

Sonrakı dövrlərdə həm tarixçilər, həm də iqtisadçılar qeyd edirdilər ki, səhmlərin reklamı həqiqətə uyğun deyil idi: “Yaranan şirkətlərin bir şoxları hər hası istehsal və ya kommersiya fəaliyyəti ilə məşğul olmaq niyyətində deyildi. Onlar nə yollara, nə də yükə malik olmayan dəmiryol şirkətinə bənzəyirdi”. “Tikinti şirkətləri göbələk kimi böyüyürdü. Onların bir çoxları tikinti ilə yox, tikinti sahələri ilə məşğul idilər.” “Laymxaus və Rozerxayze körpüləri ... Ola bilər ki, onlar heç vaxt tikilməzdi... Əgər

parlament onların tikintisinə sərmayə ayırıbsa, onda bu layihədə yaxşı qazanmaq olar”.

Maliyyə fəlakəti itkilərin digərlərin üzərinə keçirilməsinə əsaslanan fırıldaqların sayını artırır. Əgər bazar qeyri-qanuni brokerlərə qarşı tədbirlər görməyə başlayırsa, onda onlar tezliklə kontorlarını yığıb aradan şırırlar. Yeni əmanətçilər kifayət qədər gəlir gətirməyəndə, Blant pulları Cənub Dənizlər Şirkətində alırdı; elə əvvəllər qeyd olunan Riqas ailəsində kimi. 1861-ci ildə Bəyxreder Henri Ştrausberqi ağıllı insan adlandırmışdır, “lakin onun köhnə dəşiklərin örtülməsi üçün yeni təşkilatlar yaratması üsulu çox təhlükəlidir, əgər o hər hansı gözlənilməz maneəyə rast gəlsə, onun yaratdığı struktur dağıla və eyni zamanda milyonlarla sadələv səhmdarları özü altında bastıra bilər.” Təbii ki Bləyxreder haqlı idi. Digər alman maliyyəçisi Qustav Qoddefroy 1873-cü ildə dəmiryol və mədənlərin səhmlərini aldığına görə itkilərə məruz qalmışdır və mövqelərini fond bazarında saxlamaq üçün o özünə məxsus beynəlxalq ticarət şirkətini tamamilə müflisləşmişdir.

Bu əbədi optimistlər əmin idilər ki, onlar uğura ilk dəfədən nail ola biləcəklər, lakin uduzanda onlar ikinci dövrə vermək qərarına gəlirlər və çox vaxt o zaman stavkalarını iki dəfə artırırlar. 1920-ci illərin sonunda Amerika banklarına anderraytinglə məşğul olmağa icazə olduqda Chase Bank-ından Albert Yiqqins və National City Çarlz Mitçel hökumətin faiz ödənişlərindən imtina etdikdən sonra hələ Çili və Peru istiqrazlarını köhnə qiymətlərlə satmağa davam etmişdilər. Qoratsi də bu haqqda belə söyləmişdir: “Pul qazanın; imkan daxilində bunu vicdanlı edin, lakin istənilən halda pul qazanın”. Cənub Dənizlər Şirkətinin köpüyünün xarakteristikasını verən Conatan Svift də kinaəli ifadə işlətməmişdir:

Kassadan kənarlaşmadan pul qazan.

Bundan sonra ərinmədən, kütləyə mədəniyyət gətir.

Bu mövzunun müzakirəsində nöqtəni Balzak qoymuşdur: “Hətta ən vicdanlı ticarətçilər öz əhlaqsızlığı ilə həddləri aşan bu ifadəni işlədirlər: “Kim bacarsa, o xilas olacaq”.”

Vicdanlı oyunçular

Bir sıra ədəbiyyat əsərlərində şahzadə qanlarından olan qəhrəmanların qumar oynamaqları qınanır, çünki bu insanlar vəd verəndə borcların qaytarılmasını qeyrət məsələsi kimi qələmə verirlər, pulu qaytarmaq vaxtı çatanda isə qeyrət yaddan çıxır. Avstriyalı ziyalılar Prus yunkerlərinə nisbətən bu nöqteyi-nəzərdən özlərini çox pis aparırdılar. Eduard Lasker iddi edirdi ki, “işə qeyri-peşəkarlar əl atanda onlar əsil fırıldaqçılardan daha pis davranırlar”. Emil Zolyun “Pul” romanında Dayqremeont ona *Banque Universelle*-ni yaratmağa dəstək göstərmək üçün Sakkanı markiz de Boenin yanına göndərir: “Əgər o udsa, ciblərini dolduracaq; əgər pulları uduzsa, onda o heç nə ödəməyəcək. Bu çox təbiidir və insanlar buna öyrəşməlidir”. Yenə də, həm romanlada, həm də real həyatda ziyalılar direktorlar şurasında yer tutmağa çalışırdılar. Virt dəmiryolların, bankların və digər sənaye şirkətlərin direktorlar şurasında işdən başı çıxmayan Avstriya şahzadələrin, land qrafların və digər ziyalıların adlarını çəkirdi. Banque universelle-nin hesablarına nəzarət etmək üçün Sakkar Russo və Lavinye cənabları təyin olunmuşdur. Onlardan birincisi ikincisinin – hündürboy, sarışın və iddialı birisinin - himayəsində idi. “Pul” Yucin Bontu və onun Union Generate haqqında real hadisələrə əsaslanan romandır, onun əmanətçilərinin siyahısına ziyalı və taxtın varisləri daxil idi. *The Economist* nəşriyyatı 1848-ci ildə bu ziyalı və zati-aliləri rişxənd siyahısını başına qoymuşdur:

Bu gün müşahidə olunan ruhsuzluq və yorğunluq ağılsızlığın, tamahkarlığın, dözülməz yekəxanalığın, və zati-alilərin qumar oyunlarında iştirak etmək həvəsinin nəticəsi idi, bu isə cəmiyyətin bu ali təbəqəsinə silinməz ləkə salmışdır.

Rozenberq iddia edirdi ki fransız və avstriyalı ziyalılar qazanmaq üçün istənilən əmlakı aldıkları zaman, Berlin zadiganları bu kimi əməliyyatları Prusiyada məhdudlaşırırdılar, buna misal kimi Mevissenin 50 mln. taler kapitalı olan bankın idarə heyətinə daxil olmasının qarşısının alınması idi. O, fərz edirdi ki, prusiyalı yunkerlər çaxır və kənd təsərrüfatı bazarında möhtəkirliklə məşğul olmuşdular və bununla əmlak bazarından yan keçmişdirlər. Ola bilər ki, bu 1857-ci ildə belə idi. Lakin növbəti onillikdə pullara qarşı münasibət tamamilə dəyişmişdir. Almaniyada

dəmiryolların tikintisi ilə əlaqəli qalmaqalda Almaniyanın zadəganlarının bir çoxlarının adı çəkilmişdir.

Satqın mətbuat

Möhtəkirliyə mədbuat da dəstək göstərmişdir. Bəzi jurnalistlər özlərini satırdılar, digərləri həddən artıq tənqidçi idi, üçüncü isə hər iki tərəfə işləyirdilər. Daniel Defo 1719-cu ildə birja maklerləri sərt tənqiddə məruz qoymuşdur, 1720-ci ildə isə səhmlər bahalaşandan sonra o firkinə tamamilə dəyişmişdir. Onu Royal African Company haqqında yazdıqlarda şəxsi marağı olanlara o səmimi qəlbədən nifrət edirdi; lakin analitiklər hesab edirdilər ki, o hər hansı səhmlərə malikdir və ya şirkətlərdən biri ona pul vermişdir. XIX əsrdə fransız mətbuatı bir o qədər də inkişaf etməmişdir; 1837-ci ildə bir jurnalist belə yazmışdır: “Mənə 30 000 frank verin və mən ən pis şirkətin səhmlərini reklam vasitəsilə satacam”. Qazetlərin maliyyələşdirilməsi ilə həm də Laffitt də məşğul idi. *Banque de Lyonat de la Loire*-dən Çarlz Savari 500 jurnalist saxlayırdı, onlar isə, öz növbələrində, banka hər dəfə müstəqil ekspertlər kimi tərif vururdular. Jurnalistlər çox vaxt bankirlər, birja işçiləri və investisiya ictimaiyyəti arasında populyarlıq qazanmağa çalışırdılar. Bləyxreder birbaşa möhtəkir əməliyyatlarda iştirak etməkdən çəkinirdi, lakin o bir sıra kütləvi informasiya vasitələrinə və nəşriyyatlara malik idi, hansılar ki, maliyyə maraqlarını qarşılamaq üçün istifadə olunurdu. 1890-1891-ci illərdə o, hansısa Pol Lindaunun Meksikaya səfərini maliyyələşdirmişdir, orada jurnalist bu ölkə haqqında Bləyxrederin adını çəkmədən 39 məqalə və bir kitab yazmışdır, maraqlıdır ki həmin müddətdə sahibkar alman fond birjasında meksika istiqrazlarını satırdı. Ümumiyyətlə, Avropada XIX əsrdə tənqidi qazet məqalələrinə rast gəlmək çətin idi.

Digər tərəfdən, ABŞ-da 1890-cı illərdə maliyyə sahəsi mətbuat tərəfindən izlənilirdi və ondan qorxurdu. Ən azı belə nəticəyə qanuni və qeyri-qanuni sazişlər arasında tərəddüd edən Çikaqonun tramvay maqnatı olan Çarlz Tayson Eyerksın tərcümeyi-halına baxsaq nəticəyə gələ bilərik. Eyerks şirkətinin səhmlərini satmağa kömək edə biləcək mətbuatın köməyinə ehtiyacı var idi. Nəticədə o çıxış yolunu tapmışdır, yenicə təsis edilmiş Çikaqo universitetinə rəsətxana hədiyyə etmişdir. Lazımınca “piar

olunmuş” Eyerks adını təmizə çıxardaraq Avropada səhmlərini sata bilmişdir. Lakin sonralar həmin mətbuat onu Çikaqonu tərk etməyə vadar etmişdir.

Əlverişli investisiya qoyuluşları haqqında dostlara və qohumlara mərbuatda bunun haqqında məlumat verməkdən əvvəl xəbər vermək insayder ticarət kimi köhmə üsuldur və bu gün də geniş istifadə edilir. Xəbərlərdə məlumat verilməsindən əvvəl səhm və istiqrazlarla müəmmalı əməliyyatlar ixtisaslaşdırılmış kompyuter avadanlığı vasitəsilə izlənilir. İstintaqın müasir metodları *Wall Street Journal*-in investisiya analitiki Foster Uinansın həbs edilməsi ilə nəticələnmişdir, o, öz dostuna informasiya vasitələrində hələ dərc olunmamış məlumatı vermişdir; eyni zamanda müdafiə naziri Tayer dostuna qabaqcadan müəyyən məlumatın verilməsinə görə məsuliyyətə cəlb edilmişdir. (Tayerin dostu alınmış məlumatın əsasında möhtəkir əməliyyatlarını aparırdı; Uinans bu təcrübəsində “Təlimin sirrləri: *Wall Street Journal*ında qalmaql” adlı 1986-cı ildə St Martin`s nəşriyyatında dərc edilmiş kitabı yazmaqla qazana da bilmişdir). Eyni üsuldən Nyu-Yorkdan olan Merrill Lynch brokeri istifadə etmişdir, o məlumat dərc edilməmişdən əvvəl mətbuatdan lazım olan məlumatı alırdı. İnsayder məlumatın əldə edilməsi sxemi kifayət qədər sadədir. Məlumat vicdansız brokerə məlum olduqdan sonra, o, məlumatı uzaqlara göndərir, məsələn, Sürixə. Sürixədəki broker London və ya Nyu-York meydanlarında böyük sifarişlər edir, o vaxta qədər oradakı makler kontorları fırladağın olub-olmamasını aşkar edə və əməliyyatı gecikdirə bilməyəcəklər.

Səhm məzənnələrinin manipulyasiyası üçün üsul kimi internet şəbəkəsi də istifadə olunmağa başlamışdır. 17 yaşlı Conatan Lebek ona məxsus az likvidli səhmlər, haqqında internet-forumlarda müsbət rəylər qoyurdu. Onun məqsədi bu kağızlara marağın artırması və nəticədə qiymətlərin bahalaşması idi. Əgər bu alınırdısa, onda o artan qiymətlərə səhmləri satırdı. Qiymətli Kağızlar üzrə Komitə onu 500 min \$ ödəməyə məcbur etmişdir.

MSNBC – işgüzar xəbərlər televiziyasıdır. Bu kanalda verliş aparan insanlar onlara məxsus səhmlərini təbliğ etmişdir.

Enron şirkəti bir neçə qrup xarici məsləhətçi və həmçinin, hər il korporasiyanın kütləvi informasiya vasitələri ilə əlaqələri müzakirə edən

jurnalistləri saxlayırdı. Bu müzakirələrdə iştirak edənlərin illik 50 min \$ maaşları bu kimi əhəmiyyətsiz öhdəliklərini yerinə yetirilməsi üçün bir qədər çoxdur.

Şübhəli üsullar

Maliyyə cinayətlərin bir sıra növləri mövcuddur. Oğruluq, ictimaiyyətin çaşdırılması və birbaşa yalanlardan başqa qeyri-məqsədli xərc-lənmə, kapitaldan dividendlərin ödənilməsi, borc vəsaitlərin silinməsi, insayder məlumatı əsasında səhmlərin alınması, qiymətə təsir edə biləcək vacib məlumatı açmadan bazarda səhmlərin satışı, qeyri-rəqabət alışların həyata keçirilməsi, insayderlərin maraqlarında olan kreditlərin verilməsi, verilmiş sifarişlərin yerinə yetirilməməsi və mühasibat sənədlərinin saxtalaşdırılması kimi fırıldaq sxemlər də mövcuddur.

1846-cı ildə dəmiryollar bumunun dövründə Corc Xadson Britaniyanın dəmiryolları tarixində böyük iz qoymuşdur, çünki o, eyni zamanda, sadalanan bütün metodlardan istifadə etmişdir. Eyni zamanda, dörd dəmiryolunda rəis vəzifəsində çalışan bu insan özünü digər rəqiblərinə qarşı istənilən qanundan üstün hesab edirdi. Onun hesabları bir-birinə qarışmışdır və özü bilmədən o York və Şimal mərkəzi dəmiryolun səhmlərini və ya fondları mənimsəmişdir. Fiziki şəxs kimi o, artıq vəzifəsində çalışan şirkətlərlə müqavilə bağlayırdı və beləliklə qanunu pozmuşdur. O Şərq qraflığının dəmir yollarının dividendlərini 2-dən 6% qədər artırmışdır və sonralar balansı bağlamaq üçün hesabları dəyişmişdir. York və Şimal mərkəzi dəmiryolunun dividendləri kapitaldan ödənilirdi. Eyni təqsirlər Yorkşir, Nyukasl və Bervik dəmiryollara ünvanlanmışdır, lakin o bütün iddiaları dəmiryollara genişləndirmək üçün öz pulunu verməsi faktı ilə rədd etmişdir. O risk etmişdir və buna görə o hər hansı əmlak imtiyazlarına hüququ var idi, hansılar ki son nəticədə dəmiryolunun genişlənməsi hesabına əmələ gəlmişdir. O, adından istifadə edərək, şirkəti üçün əlverişli hesab etdiyi sazişləri bağlayırdı, lakin onların qanuniliyi çox şübhəli idi. Buna baxmayaraq, onun karyerası parlaq idi və Britaniyanın dəmiryollarının inkişafında böyük rol oynamışdır.

1850-ci illərdə Birləşmiş Ştatlarda nüfuzlu insanlardan biri Nyu-York və Nyu-Xeyvenin, Nyu-York və Qarlemin, müəyyən müddət ərzində

Mərkəzi İllinoys dəmiryollarının prezidenti Robert Şuyler idi. Bir müəllif tərəfindən “vicdanlı fırıldaqçı” adlandırılan Şuyler 1854-cü ildə özü ilə səhmlərin satışından və gəlirlərin gizlətməsindən 2 mln. alıb Avropaya qaçmışdır. Van Bleq fərz edir ki, 1857-ci ildə Amerika böhranının sürətlənməsi Şuylerin fırıldqaları haqqında xəbərlərin yayılmasından sonra ölkədən Britaniya kapitalının qaçması idi. Baxmayaraq ki, Şuyler *Illinois Central*-in direktor vəzifəsindən 1853-cü ildə getmişdir, onun tərəfindən həyata keçirilmiş fırıldaqlar şirkətin səhm və istiqrazlarının kütləvi satışına gətirmişdir. Şirkətin səhmləri tamamilə dəyərdən düşmüşdür, istiqrazların nominal qiyməti 1855-ci ilin avqust ayında 60% dəyərini itirmişdir; 1856-cı ilin fevral ayında isə istiqrazların səviyyəsi 90 punkta qaytmışdır. Avropa investorlarına 40 000 səhm və dəyəri 12 mln. olan istiqraz paketin 85%-i məxsus idi. Şuler döğrudan da Şullerin 1854-cü ildə baş verən təşvişdə rolu var idi, lakin 1857-ci ildəkinə onun aydıyyatı yox idi.

1920-ci illəri Birləşmiş Ştatlarda “maliyyə tarixində ən miqyaslı fırıldaqlar erası” adlandırılmışdır, lakin bu 1990-cı illərdən əvvəl deyilmişdir. O dövrün fırıldaqçılar siyahısında fond birjasının dağılması ilə əlaqədar xərclərini ödəmək məqsədilə öz şirkətini talayan Harold Rassel Snayderin adı da çəkilir (bu nöqteyi-nəzərdən bu Riqas ailəsinə bənzəyir). Artur Montqomeru Karlo Ponsinin yolunu gedərək 60 gün ərzində 400% gəlir vəd verən valyuta investisiya sxemini təşkil etmişdir. Çarlz Bob ona görə məşhurlaşmışdır ki, Antarktidaya ekspedisiya üçün 100 min ayırmışdır və buna görə “admiral Dik” adını qazanmışdır. Bu aksiyanın məqsədi ona məxsus olan aviasiya səhmlərini məşhurlaşdırmışdır, hansılar ki, 1927-ci ildə Parisdə lindberqin gəlməsindən sonra ictimaiyyətdə populyarlıq qazanmışdır.

1930-cu illər ərzində fırıldqçılığın bariz nümunəsi Ayvar Krüqerin Bank of United States və Samuel İnsullun Middle West Utilities-in müfəlişləşməsi idi. Nyu-York fond birjasında 1929-1933-cü illərdə baş verənləri təsvir edən Barni Uiqmor qeyd edirdi ki, İnsullunun adı o qədər ləkələnmişdir ki, o həbsə düşməkdən qorxduğu üçün Birləşmiş Ştatları tərk etməyə məcbur olmuşdur, lakin daha sonralar o, qorxduğu bu maddələr üzrə qünahsız bilinmişdir. Uiqmor iddi edirdi ki, İnsull gözəl idarəedici idi və alıcı bumu müddətində o kapitalların dəyərindən daha çox qiymətə pis idarə edilən şirkətləri almışdır. Bu kimi alışlar İnsullun

holdingini borc quyusuna salmışdır, faiz ödənişləri isə 1930-cu illərdə depressiya zamanı səhm tutanların aktivlərini dəyərsizləşdirmişdir. Uiqmor Nyu-York banklarının və onların şöbələrinin bazar qiymətləndirmə metodlarına ehtiyatla yanaşır. Chase Bank-dan olan Albert Uiqqins o dövrdə “Uol Stritin ən məşhur insanı” titulu daşıyırdı, lakin o Senatın istintaqından sonra heç olmamışdır, çünki Uiqqisin bankın, onun şöbələrinin və müştərilərin pullarına özü-özü ilə əməliyyatlar aparırdı. National City Bank və bu bankın investisiya filialından olan Çarlz Mitçell də bazarda onun maraqlandıran şirkətlərin gəlir səviyyəsini müəyyənləşdirmək üçün insayder məlumatlarından istifadə etmişdir.

1920-ci və 1990-cılar

Göründüyü kimi, rüşvətin miqyasına görə 1980-ci və 1990-cı illər 1920-cilərdən xeyli qabağa getmişdilər. Bunun səbəblərindən biri son dövrlərdə mənəvi dəyərlərin itirilməsi idi. İkinci səbəb rüşvət alanın üzərinə götürdüyü risk müqabilində aldığı mükafatın artması idi. Səhmlər üzrə opsiyonlar uğur nəticəsində daha çox qazanmağa imkan verirdi. Maliyyə sahəsində demokratlaşma baş vermişdir. Üçüncü səbəb Qiymətli Kağızlar və Birjalar üzrə Komitə tərəfindən 1930-cu illərdə sertifikatlaşdırılmış auditorların rolu idi. İlk dövrlərdə auditorların məqsədi investorları daim material ehtiyatlarını və debitor borclarını şişirtməyə meyilli olan menecerlərdən qorumaq idi. Auditor şirkətlərinə yoxlamaların keçirilməsi və ya maliyyə hesabatında verilən göstəriciləri təstiq etdiklərinə görə pul ödəyirdilər. Ola bilsin ki, auditorlar ictimai maraqlarının keşiyində dururdular, lakin pulları onlara reviziya olunan şirkətlər ödəyirdi. Yoxlanılan şirkətlərin bəziləri auditorlara ikimənalı təkliflərlə müraciət edirdi, sonuncular isə iki seçim arasında qalırdılar: baş verənlərə göz yummaq və ya müştərini itirmək.

Bank tamahkarlığı

Son bir neçə yüzillik müddətində maliyyə fırıldaqçılarının və yalanların miqyasını ölçmək üçün dəqiq məlumat mövcud deyil. Mətbual nümayəndələrinin “vəhşiləşməsi” onu göstərir ki, məmurların qanunsuz

fəaliyyəti daha çox ictimaiyyətə təqdim olunur (ona baxmayaraq ki, cəmiyyətin aldadılma metodları ola bilsin ki, dəyişmişdir). İfşa olunmaq riski artır; tərəzinin digər gözündə isə ondan da tez artan gəlir var. “Bankirlər” adlanan kitabında Martin Mayer yalana qarşı qabaqlayıcı tədbirlər üzərində dayanmır, Ceyms Gibbons isə hələ 1859-cu ildə bunları qeyd etmişdir: “Bu gün bank fırıldaqların mövcudluğu, dünən həmin bankirlərin vicdanlı olub-olmaması haqqında birmənalı qərar vermək mümkün deyil. Bundan sonra Gibbons qeyd edir ki, “oxucuya elə gələ bilər ki, bir hadisə bütöv yalanlar sisteminin mövcudluğuna işarə edir; bu isə fırıldaq gözləntisini yaradır”.

Hələ 1859-cu ildə Gibbons tərəfindən deyilmiş bu sözlər bu gün də aktuallığını itirmir. Ümumi qəbul olunub ki, bank və bankirlər düzgünlük rəmzi olmalıdırlar, və çox güman ki onlardan bəziləri məhz belədir. 1990-cı illərdə bir çox banklar Long-Term Capital Management-i fəal kreditləşdirirdilər, çünki o dövrdə b xec fondu ən öndə edən hesab olunurdu. (Xec fondu termini “hedge” sözündən götürülmüşdür və itkilərdən sığorta mənasını daşıyır, buna görə elə gəlir ki fond rəhbərləri öz investisiya portfellerinin elə diversifikasiya edirlər ki, riski maksimum dərəcədə azaltsınlar, lakin əslində xec fondları öz səhmdarların və investorların gəlirlərini artırmaq üçün fəal çəkildə borc vəsaitlərini cəlb edirlər). LTCM ən azı iflasına qədər gözəl gəlirlik göstəricilərini nümayiş etmişdir. Banklar həvəslə LTCM-ı kreditləşdirirdi, çünki onlar fondun sazişlərində və müvafiq olaraq gəlirlərində iştirak etməyə can atırdı. Lakin 1998-ci ilin yay aylarında LTCM maliyyə çətinlikləri ilə rastlaşmışdır.

Bankers Trustın derivativlərlə köbud davrandığı və Bank of New York-un rus pulların yuması bu gün tətbiq edilən bank standartlarının 1920-ci ildəkilərdən çox da uzaq getmədiyindən xəbər verir.

1990-cı ilin bum dövründə hamı varlana bilmişdir. Aparıcı investisiya bankları yeni açılmış şirkətlərin, xüsusilə də informasiya və biotexnologiya sahəsində təşkilatların səhmlərinin yerləşdirilməsində böyük məbləğdə komissiyon haqları alırdı. İnvestisiya bank əməliyyatları ilə həmin strukturların investisiya aktivlərin idarə edilməsi üzrə fəaliyyəti arasında tikilmiş “çin səddi” 1930-cu ildə qəbul edilmiş Qlass-Stiqall qanunun ləvğ edildikdən sonra da saxlanılmalı idi. Bu qanun 1920-ci illərdə başlanmış sui-istifadələrin qarşısını almaq üçün qəbul edilmişdir.

Bank və investisiya şirkətləri “söz vermişdilər ki”, onlar bu qanuna riayət edəcək və qiymətli kağızlar üzrə alalitiklərin etdikləri bəyanatlar investisiya bankirlərinin daha çox qiymətli kağız satmaq istəyi ilə əlaqəli olmayacaq.

Lakin gəlin faktlara baxaq. Merrill Lynch şirkəti 1980-ci illərdə əmanət təşkilatların əmanətləri ilə fırıldağ sxemlərində fəal iştirak etmişdir. Henri Blocett qəsdən səhv məlumatı verirdi. Məhz Merrill Lynch Enrona iştirak etdiyi Nigeriya layihəsində gəlirlər haqqında məlumatı saxtalaşdırmağa kömək etmişdir.

Gəlin Citibank/Citygroup şirkətinə baxaq. Həmçinin, Cek Qrubmanın telekommunikasiya sahələrinin bazar buraxmasını da yad edək. Nəticədə Citibank/Citygroup risklərin tənzimlənməsi üçün 150 mln. \$ xərcləməli olmuşdur. Citibanka müştərilərə qarşı vicdansız hərəkət göstərdiyinə görə Tokioda bank əməliyyatlarını dayandırmaq göstərişi verilmişdir. Bankirlər müştəriləri üçün hətta hökumət satışına qadağa qoyduğu qiymətli kağızları satırdılar. Citibankın bir neçə top-menecerləri “istefaya göndərilmişdir”. Citibankın London treyderləri Alman dövlət istiqraz bazasının dağıdılmasında günahkar bilinmişdilər, burada məqsəd nəticədə ucuzlaşmış istiqrazların sonradan əldə edilməsi idi. Citibankın pay fondlarının rəhbərləri artıq bankın gəlirlərinə fikir vermirdilər, diqqət mərkəzində fondlarının gəlirləri idi.

1920-ci və 1990- cı illərin günahlarının əvəzi

Fırıldaqçı əlindən tutulsa nə olar? Con Blantın qardaşı və Cənub Dəniz Şirkətinin onun köməkçisi, Çarlz Blant 1720-ci ilin sentyabr ayında bəzi qazetlərin yazdığı kimi xəcalətdən boynuna çatı salmaq istəyirdi; kiçik Cenevrə bankının keçmiş sədri Çarlz Bouçart daşınmaz əmlaka investisiya ilə əlaqədar qanunsuz əməliyyatlarda iştirakı ifşa olunanda, 1977-ci il may ayında evində asılmış halda tapılmışdır. Psixiatrlar iddia edirlər ki, bu kimi hərəkətlər ad-sanın itirilməsi faktı ilə əlaqəlidir. 1929-cu ilin oktyabr ayında müflisləşmiş birja maklerlərin pəncərələrdən özlərini atması, çox güman ki, əfsanədir. 1873-cü ildə Avstriya iflası zamanı sui-qəsdlərin sayının artması da yalandır. Buna baxmayaraq, bəzi faktlar doğrudan da baş vermişdir: “Qırx iki yaşında həyatına son

qoyan Con Sedleyr Böyük Britaniyanın və ümumiyyətlə, istənilən digər ölkənin ən yadda qalan və ulu fırıldaqçısı idi.” (Qeyd, bu kimi insanın ünvanına “ən yadda qalan” və “ulu” ifadələrin işlədilməsi qəribədir). 1888-ci ildə Denfert-Rocer və kibrir kralı Ayvar Krüger 1920-ci illərdə, və həmçinin, Enronun top-menecerlərindən biri həyatlarına sui-qəsdə son qoymuşdular. Ədəbiyyatda fırıldaqçıların sui-qəsdə adı bir işdir. Dikkensin “Körpə Dorrit” əsərində cənab Mendel ictimai hamanda boğazını cib bıcağı ilə kəsmişdir, Trollopun “Biz necə yaşayırıq” əsərindən Avqust Melmott sinil turşusunu içmişdir.

Qaçmaq sui-qəsdədən daha yüngül üsuldur. Nümunəvi bir hal – Cənub Dənizlər Şirkətinin mühasibat kitablarını saxtalaşdıran mühasib Robert Nayt sonralar Avropaya qaçmışdır və orada Antverpen həbsxanasından qaçaraq Parisdə kapital qazanmışdır. Robert Vesko isə mənimsədiyi pullarla Kosta Rikaya və sonra Kubaya qaçmışdır. *Banque de Lyon et de la Loire*-ni aldadan Çarlz Savari Kanadada vəfat etmişdir. Yucin Bontu Fransaya 5 il sonra, yəni onun təqsirli bilindiği maddədə dəyişikliklər baş verəndən sonra qayıtmışdır. Buna bənzər bir hadisə Arend Cozefin başına da gəlmişdir, 1763-cü ildə onun müflisləşməsindən sonra maliyyə təşvişi başlamışdır və 25 iyulda *DeNeufville*-nin iflası zamanı öz pik nöqtəsinə çatmışdır və əsl təşvişə çevrilmişdir. Arend Cozef 600 000 qulden götürərək özünü təhlükəsizlikdə hiss edə biləcək azad şəhər Krüylenburqa üz tutmuşdur. Cozefin Amsterdamda qoyduğu borcun məbləği bir milyon gulden təşkil etmişdir.

Tarixi müqayisələr fırıldaqçılıqda təqsirli bilən insanların sayının həbs edilmişlərin sayına nisbət əsasında aparıla bilər. Gəlin 1920, 1980, və 1990-cı illərə aid bir neçə hadisələrə baxaq. 1980-ci illərdə zibil istiqrazlarla qanunsuz əməliyyatlarda iştirak edən səkkiz və ya on insan müxtəlif cinayətlərə görə (insayder ticarəti, qiymətli kağızların qanunsuz rezervləşdirmə və yalan məqsədi ilə əlbirlik) müxtəlif müddətlərə həbs olunmuşlar; ən uzun müddət alanların arasında zibil istiqrazların ən iri alıcıları olan əmanət təşkilatların rəhbərləri idi. 1990-cı illərdə həbs olunmuş insanların sayı artmaqdadır, onların arasında Enrondan maaş alan 5 nəfər və MCIWorld Com-la əlaqəli daha iki nəfər. Hal-hazırda onların bir çoxları həbs xanadadırlar, lakin bu kitab yazılana qədər, çox güman ki, onlardan 25-i azad olunacaq. Həbsə, həmçinin HealthSouth şirkəti ilə

əlaqəli insanlar da düşmüşdür. Oraya həmçinin Rite-Aid-in iki rəhbəri də düşmüşdür. Rıqas ailənin üzvləri şərti iş almışdılar. Sem Uoksol və onun rəfiqəsi Marta Stüart da həbs olunmuşdular. Uol Strit bankirlərindən bəziləri həbsə düşmüşdür. *Credit Swiss First Boston* ikinci dəfədən elektron poçtda məktubları pozduğuna və ədalətə qarşı şıxdığına görə təqsirli bilinmişdir. Enron şirkəti ilə əlaqəli olan Arthur Andersen audit şirkətinin partnyorlarından biri həbs cəzası çəkmişdir.

Arthur Andersenin yüzlərlə partnyorları şirkət bağlandıqdan sonra iri maliyyə itkilərinə məruz qalmışdılar, çünki onların partnyorluqda olan bütün payları dəyərlərini itirmişdir. (Emronun minlərlə əməkdaşları nəyinki iş yerlərini, həmçinin təqaüd yığımalarını itirmişdilər).

Maykl Milken həbsdən çıxandan sonra Milken ailəsi hesablarında 2 mlrd. \$ malik idi. Bu sərvətin hansı hissə qanuni, hansı isə qanunsuz yolla qazanıldığını müəyyən etmək mümkün deyil. Nəticədə qərar qəbul olunmuşdur ki, ailənin qazanclarının yarısı qanunsuz yolla qazanılmışdır. Bu vəziyyətdə Milkenə təyin edilmiş cəza bələ xarakterizə olunmuşdur: “Siz həbsdə 1000 gün olmusunuz və azadlığa \$1 mlrd ilə çıxdınız. Belə çıxır ki, sizə həbsdə keçirdiyiniz hər bir gün üçün 1 000 000\$ ödənilmişdir.”

İqtisadçılar bu və ya digər cəzanın ədalətliyini qiymətləndirmək üçün kifayət qədər kvalifikasiyalı deyillər. Cənub Dənizlər Şirkətinin “köpüyü” şişdiyi dövründə Parlament nümayəndəsi Moulsvolt şirkətin direktorlarına qarşı qədim roma cəzasını tətbiq olunmasını tələb etmişdir (Burada insanı meymun və ilanla birlikdə torbaya salıb dənizdə boğurlar). Bu təklif Dreyzer tərəfindən “Titan” romanında təkrarlanmışdır: “Burada cəza insanın əvvəlcədən boğulmasından, sonralar isə Bosforda batırılmasından ibarətdir; sevgililərin aldadılması üçün cəza. İyirmi beş il sonra “Bütün xalqlar üçün ev” adlı kitabda deyilir ki, sultanlar xəyanət edən qadınları vəhşi pişiklərlə tobaya salıb Bosfora atırdılar.” Təbii ki, bu qədər qəddar cəzalar həddindən artıqdır. Lakin bu gün iqtisadi cinayətləri törədənələr, sadəcə biraz qorxu keçirdirlər və oğurluqla qazanmış pulların əsas hissəsini özlərinə saxlaya bilirlər. Uol Stritdən şirkətlərin ödədiyi cərimələr – cinayətkarın cəzası yox, səhmdarların üzərinə qoyulan vergilərdir (istisna hal səhmdarların da bu işlərdə əlləri olandadır).

Fırıldağçılarının həbsdə olmaları və ya dəb-dəbəli şəraitdə yaşamaqları maliyyə üçün yox daha çox korporativ idarəetmə və ya işgüzar etika üçün müzakirə obyektinə ola bilər. Fırıldqların, yalanların və oğurluqların ifşa olunması, aldadanların cəzalandırılması və həbs edilməsi iqtisadi eforiyanın həddini aşmasına və nəticədə daha ciddi sosial nəticələrin baş verməsinə işarədir.

TƏSİRLƏNMƏ SİYASƏTİ: YANĞINA İMKAN VERMƏK VƏ YA HAKİMİYYƏT TƏTBİQ ETMƏK?

Əgər maliyyə böhranlarının çoxu qabaqcan xəbər verilmiş alqoritm üzrə baş verirsə, hakim dairələrin əks -təsirin standart cavab tədbirlərindən istifadə etməsinə dəyməzmi? İqtisadiyyatda təkrar istehsal, möhtəkirlik, çaxnaşma müşahidə olunduqda hökumət böhranın öhdəsindən gəlmək üçün müdaxilə etməlidirmi? Əgər hə, onda hansı mərhələdə? Hakim dairələr daşınmaz əmlak və səhmlərin qiymətlərinin artmasına qarşı tədbir qəbul etməyə çalışmalıdırmı? Belə ki, bu, «köpüyün» şişməsinə aparıb çıxarır və bu yolla mümkün neqativ nəticələri yumşaltmaq olar? İcarə tariflərinin və korporativ gəlirlərin artımı olduqca miqyaslı olur ki, aktivlərin qiymətini «ötmək» və möhkəmlətməyin mümkünlüyü olduqca azaldığı halda, onlar özü «köpükləri dəlməlidirlərmi?» Aktivlərin qiyməti düşməyə başladığı zaman bu enmənin nəticəsini yumşaltmaq üçün hakimiyyət hər hansı bir tədbirləri həyata keçirməlidirmi?

Hər bir ölkədə xüsusi maliyyə böhranları zamanı likvidliyin kəsiri probleminin qarşısını almaq iqtidarında olan Mərkəzi bank mövcuddur. Ölkələrin çoxu depozitlərin sığortası sistemlərindən istifadə edir ki, bu da likvidliyin kəsiri bankların ödəmə qabiliyyətinin böhranına və iflasa aparan zəncirvari reaksiyaya səbəb olmasının mümkünlüyünü azaldır. Hətta, ölkədə bank əmanətlərinin qanuni sistemi olmadıqda belə, vətəndaşlar zənn edirlər ki, ağır vəziyyətdə banklar iflasa uğradıqda belə ölkənin hökuməti zəruri tədbirlər görür ki, əmanətçilər ziyan çəkməsin.

Bu və sonrakı iki fəsil maliyyə böhranı şəraitində dövlət idarəçiliyi məsələlərinə həsr olunub. Bu fəsil əsasən ona əsaslanır ki, çaxnaşmadan çıxış yolunu «hər şeyi olduğu kimi qoymaqda» görür. Bu da prosesi təbii yolla iqtisadi proseslərin korreksiyasına maneçilik törətmədən inkişaf etməyə imkan verir. Cari böhran ərzində

hakimiyyətin yüksək səviyyədə tətbiqi sonrakı qiymət «köpüyünün» daha intensiv şişməsinə gətirib çıxarması təhlükəsinə əsaslanan qarış-mamaq siyasətinin tətbiqinin xeyrinə olan birinci arqumentdir. Bazarın bir çox iştirakçıları zənn edəcəklər ki, onların mümkün itkiləri gələcəkdə də hökumət tədbirlərinin köməyi ilə məhdudlaşacaq. Beləliklə, investorların çoxunun fikrində tutduğu mümkün risklə potensial mükafatın nisbətinin əhəmiyyəti gələcək itkilərin səviyyəsinin azalmasına tərəf yönələrək təhrif olunacaq.

Aktivləri bazar qiymətlərinin enməsinin nəticələrini yumşaltmaq üçün istifadə olunan siyasi metodların müxtəlifliyi inkişaf edən iqtisadi bumları vaxtında «dayandırmaq» yolu ilə çaxnaşmaları qabaqlamağa istiqamətlənən tədbirlərə baxılarkən təhlil olunur. Sonrakı fəsil Mərkəzi bankın daxili pul-kredit bazarında, ardınca isə beynəlxalq kontekstdəki fəaliyyətinə həsr olunur.

Müdaxilə etməmə siyasəti

İqtisadçıların çoxu belə hesab edir ki, çaxnaşma son nəticədə özü-özünə aradan qalxır və «alova özü-özünü yandırmaq imkanı vermək olar» (1). «Soyuqqanlı Bank (İngiltərə) rəhbərləri ehtimal edirdilər ki, tədricən tükənmə çaxnaşmanın öz təbiətinə xasdır» (2). Lord Overstoun hesab edirdi ki, böhran dövründə maliyyə sisteminə dayaq durmaq vacib deyil, belə ki, sistemin resursları olduqca böyük olduğundan, hətta, kəskin pul defisiti zamanı yüksək faiz dərəcəsi ödəməyə hazır olanlar belə, lazimi miqlarda pul götürmək imkanına malik idilər (3). 1847-ci ildə Londonun faiz dərəcələrinin 10 və 12%-ə qədər artırması ABŞ-a qızıl axınını dayandırdı; Nyu-Yorka 100000 funt məbləğində qızıl aparən yük gəmisini İngiltərəyə qaytarmaq üçün sürətli keşikçi gəmi göndərildi (4). 1865-ci ildə Fransız pul-kredit dövryyəsi haqda danışarkən baron Ceyms de Rotşild bildirdi ki, faiz dərəcələrinin artırılması xammal və qiymətli kağızlarla möhtəkirliyin miqyasını azaltmaq üçün əhəmiyyətli tədbir ola bilər. Onun əlavəsi: «Əgər möhtəkirlərin qeyri-məhdud kreditdən istifadə etmək imkanı olsaydı, bizim necə böhranlarla qarşılaşacağımızı təsəvvür etmək belə çətinidir» (5).

Bu vəziyyətdə mənəvi təhlükənin problemi ondan ibarətdir ki, maliyyə sisteminin sabitliyinin təminatına yönəlmiş hakimiyyətin fəaliyyəti yüksək gəlir əldə etmək istəyən möhtəkirləri həvəsləndirə bilər. Bu zaman onlar ümid edirlər ki, hökumət iqtisadiyyatın enməsinə mane olan tədbirlər görəcək və beləliklə həmin möhtəkirlərin itkilərinin miqdarı əhəmiyyətli dərəcədə məhdudlaşacaq. Möhtəkirlərə «pulsuz səhər yeməklərinin» paylanması o deməkdir ki, gələcəkdə onlar, ehtimal ki, daha ehtiyatsız hərəkət edəcəklər, bu da daha ciddi maliyyə böhranlarına gətirib çıxara bilər. Bu, gələcək böhranların yaranma ehtimalı və dərinliyinin aşağı endirilməsi naminə maliyyə böhranının inkişafı prosesinə qarışmama siyasətinin xeyrinə olan güclü arqumentdir. Yüksək rütbəli məmurlar müəyyən möhtəkirləri ehtiyatsızlığa görə cəzalandırmaq imkanı verən, lakin bu zaman ölkə əhalisinin yerdə qalan 99%-ni bu cəzanın mənfi nəticələrindən maksimum müdafiə edən idarəçilik üsulları icad etməyə malikdirlərmə? Əgər problemə xərclər və gəlirlərin müqayisəsi vasitəsilə baxsaq, onda dövlət resurslarının çaxnaşmanı «tormozlamaya» xərclənməsi mümkündürmü? Bu da möhtəkirləri haqsız gəlirlə təmin edir.

Çaxnaşmanın təbii yolla inkişafına imkan verən yanaşmanın iki tərəfi mövcuddur. Bir tərəf ondan ibarətdir ki, böhran müddətində investorlar və ya möhtəkirlərin qarşılaşdığı xoşagəlməzliyin qalan camaat tərəfindən müəyyən məmnunluq və hətta, bədxahlıqla qarşılanmasıdır; bu bir qədər puritan təsəvvür olaraq, çox tamahkar şəxslərin cəhənnəm odunda yanmasını alqışlayır. Digər tərəf, çaxnaşmaya «üfunətli tropik atmosferdə» başlanan və nəhayət, havanı təmizləyən tufan kimi baxır. «Bu, iqtisadiyyatın kommersiya və maliyyə sektorunu təmizləyəcək, iqtisadiyyatın həyat qabiliyyətinin və sağlamlığının bərpa edilməsinə xidmət edəcək, ticarət münasibətlərinin düzgün təşkilinə, inamlı inkişafına və sabit çiçəklənməsinə kömək edəcək» (6). Endryu Mellonun fikirlərini bəyənmədən xarakterizə edərək, Herbert Quver bu mövqenin müdafiəçisi kimi bəyan etdi:

Maliyyə naziri Mellonun rəhbərlik etdiyi özünü kənara çəkən likvidatorlar qərara alıblar ki, hökumət əlini çəkərək böhrana özü-özünü aradanqaldırmaq imkanı verməlidir. Mellon xilasın yalnız bir formulu bilirdi: «iş yerlərini ləğv

etmək, səhmləri ləğv etmək, fermerləri ləğv etmək, daşınmaz əmlakı ləğv etmək».O, təkid edirdi ki, insanlar inflyasiyadan ağullarını itirlikdə, onları müalicə etməyin bir üsulu var ki, bu da onlara məhv olmaq imkanı verməkdir. O, ümumiyyətlə, çaxnaşmanı xeyirli hal hesab edirdi. Onun sözlərinə görə: «Sistemin çürüntüdən texniki təmizlənməsi baş verməlidir. Həyatın səviyyəsi və dəyəri aşağı enəcək. İnsanlar inadla işləməyə başlayacaqlar və yaxşılıqlar qayıdacaq. Dəyərlər düzəldiləcək, təşəbbüskar insanlar özlərinin daha az bacarıqlı taylarından fərqli olaraq maliyyə iflasının qalıqlarından yapışacaqlar».

Neoavstriya iqtisadi məktəbinin tarixçisi Marri Rozbard əlavə etdi: «Tutqun formulirovkalara baxmayaraq, hakimiyyətin hərəkətinin bu strategiyası daha düzgün görünür» (8). Mühafizəkar tarixçi Pol Conson öz şərhini verdi: «Bu, Quverin prezidentliyi dövründə aldığı məsləhətlərin ən yaxşısı idi» (9).

Bu yanaşmanın əleyhdarları sistemin «köpüklərdən» və ağilsız investisiyalardan təmizlənməsinin lazım olduğunu etiraf edərək göstərirdilər ki, deflyasiya çaxnaşması faydalı qeyri-möhtəkir investisiyaları da pul defisiti şəraitində kredit yardımları ilə təmin olunmadığına görə məhv edər.

Satılma böhranlarının çoxunun xüsusiyyətlərindən biri, sanki faiz dərəcələrinin olduqca yüksək görünməsidir. Çünki onlar illik faizlərlə ifadə olunur, əslində isə onlar olduqca qısamüddətli – bir, iki və ya ən çoxu bir neçə günlük borclara aid edilir. Daha fundamental məsələ ondan ibarətdir ki, belə yüksək faiz dərəcələri olan pul vəsaitləri nə qədər əlverişlidir və kredit bazarı qeyri-qiymət normalaşdırılması ilə təmizlənilibmi. Çoxlu böhranların nümunəsinə əsaslanaraq belə nəticəyə gəlmək olar ki, çaxnaşma müddətində borc götürmək çox çətindir və hətta, yüksək faiz dərəcələri də işləmir, belə ki, bu zaman pul heç bir qiymətlə əlverişli olmur.

- 1763-cü ildə Arend Cozefin çıxışında, daha sonra De Neufville iflası ilə əlaqədar iyulun 22-də çaxnaşma baş verdi ki, bu çox qısa şəkildə şərh edildi: «Səhmlər və əmtəə bazarlarını çaxnaşma bürüdü. Heç kəsin pulu yoxdur» (10). 1825-ci il hadisələrini təsvir edən yazıda

göstərilirdi ki, «camaatı indiyə qədər görünməmiş çaxnaşma bürüdü: hamı heç bir şərtlərlə almağı mümkün olmayan pul axtarışındadır». Times müşahidəsinə görə «qiymətli kağızlar bazarı özünün mühüm xüsusiyyəti olan pul qazanmaq imkanından məhrum olmuşdur» (11).

- 1847-ci il ticarət böhranının səbəblərini araşdıran lordlar Palatası komisiyası qarşısında Tomas Tukun ifadələrindən: Sual № 5421: «Həqiqətən İngiltərənin Dövlət bankı bir neçə gün və ya bir neçə həftə ərzində veksellərin uçotunu aparan yeganə idarə idi?» Cavab: «Bəli». Sual №5472: «İngiltərənin Dövlət bankının rəhbəri bildirdi ki, o, 14 oktyabrdan sonrakı həftədə müvafiq sərəncam olmadığına görə ingilis hökumətinin 1 mln funt məbləğində olan istiqrazlarını sata bilməmişdir. Sizcə, bunu yerinə yetirmək mümkün idi?» Cavab: «Xeyr, tamamilə mümkün deyildi.Əlbəttə, əgər bu kağızların qiymətini yolverilməz səviyyəyə endirmək variantını nəzərə almasaq» (12).
- Həmin komisiya qarşısında mister Qlinin ifadəsi. Sual: «Siz Dövlət bankının brokerinin böyük məbləğdə istiqrazların qiymətlərini endirmədən, bazarda satılmasının mümkünlüyü barədə fikri ilə tanışsınız?» Cavab: «O dövrdəki müşahidələrimə əsaslanaraq deməliyəm ki, bir və ya iki milyon funt məbləğində kağızların qiymətini ciddi surətdə endirmədən satmaq mümkün olmazdı ki, bu da çaxnaşmanın daha da güclənməsinə gətirib çıxarardı».
- Parlamentin üzvü mister Braun qiymətli kağızların güzəştli satışının effektivliyinə şübhə ilə yanaşdığını bildirdi və əlavə etdi ki, «əgər çaxnaşmanın miqyası həqiqətən bizim indi təsəvvür etdiyimiz qədər olsaydı, mən bu istiqrazların hər hansı qiymətə satıla biləcəyinə inanmazdım» (13).
- 1857-ci ilə aid müşahidələrdən: «Böhranın bu mərhələsində qiymətli kağızları satmaq olduqca çətindir,

yaxşı halda güzəştlərin miqdarı 12-15% təşkil edir» (14).

- Liverpuldan məktub: «Əvvəllər Liverpulun hər bir bankı tərəfindən qəbul edilən, yüksəkkeyfiyyətli vekselləri pula çevirmək qeyri-mümkündür. Mənim fikrimcə, öz borcları üzrə hər funta, hətta 40 və 60 pens ödəyə bilən idarələrin fəaliyyəti hökumət sərəncamını gözləmədən dayandırılmalıdır» (15).
- «Hamburqda işgüzar etimad krediti, demək olar ki, tamamilə bitmişdir. Yalnız üç və ya dörd əsas bankların vekselləri böyük güzəştlə qəbul edilir... 15 mln. marka məbləğində hökumət istiqrazlarının buraxılışı özünü doğrultmadı. Çaxnaşma elə güclü idi ki, nə hökumət istiqrazları, nə də digər qiymətli kağızlar öz pullarından ayrılmaq istəməyən kapitalistlərə satıla bilmədi. Dekabrın 12-də bütün maliyyə idarələrinə kömək göstəriləcəyi barədə xəbər verildikdə çaxnaşma bitdi. Ayın əvvəlində 15% gəlirliyi olan hökumət istiqrazları heç kimə lazım olmadığı halda, indi 2% və 3%-lə alınır» (16).
- Hələ Kuk Klarkın kompaniyasını tərk etməzdən əvvəl Edvard Klark Nyu-Yorkdan Cey Kuka Filadelfiyaya yazırdı: «Pul kifayət qədər deyil - heç yoxdur. Pul da, etibar da, hər hansı dəyərlərin tanınması da yoxdur. Əgər həftə ərzində yaxşılığa doğru dəyişiklik baş verməsə, Bks tamamilə yox olar» (17).
- 1866-cı il. «Dövlət bankı uçot dərəcəsini 9%-ə qədər qaldırmağı qərara aldı və xəbər verdi ki, dövlət qiymətli kağızlarının alınmasına kreditlər 10 %-lə mümkündür. Bu elana qədər möhkəmləndirilmiş xəzinə veksillərini satmaq mümkün deyildi. Dəllallar digər qiymətli kağızlarla sövdələşmələrdən imtina edirdilər» (18).
- 1873-cü ildə Nyu-Yorkda baş verən böhran zamanı «National Trust Company of Nyu-York 800000 –dən çox dollar məbləğində hökumətin qiymətli kağızlarına malik idi, lakin bunlar ölü yükə çevrildi, belə ki, bütün

bu kapitalın girovu müqabilində 1 dollar da almaq mümkün deyildi» (19).

- Nəhayət, 1883-cü ilə keçək, bu zaman pula «artan» tələbat onun kəskin defisiti ilə nəticələndi. Müddətli borclar əldə edilməz oldu, onkol borclar isə iyunda 72%, 28 iyulda 72%, 4 avqustda 51%-lə verilir. Ən yaxşı kommersiya kağızları çox aşağı tələblə, nominalın 8% səviyyəsində qiymətləndirilirdi» (20).

Hökumət istiqrazlarının satılması imkanları haqda sual belə remarkalarla müşayiət olunurdu: «Əgər bu kağızların qiymətinin (yəni faiz gəlirliyini artırmaq) qəbul edilməz səviyyəyə endirilməsi variantını gözdən keçirməsək». Bundan başqa, problemə digər tərəfdən baxmaq imkanı verən natamam məlumat mövcuddur. Xüsusilə, milli bank sisteminin mərkəzi bank kimi instansiyası olmayan Birləşmiş Ştatlar şəraitində. 1884-cü ilə aid sübut.

Dilerlərin pul götürməyi get-gedə mürəkkəbləşirdi. Bir dəfə 24 saat müddətinə borcu 4%-ə təklif edirdilər. Bu, səhmlərin sonrakı satılmasına səbəb oldu, belə ki, bir çoxları yüksək faiz dərəcələri ödəməyə qadir deyildi. Ağlasığmaz tələblər, əlbəttə, qarşılıqlı inamsızlığa əsaslanırdı. Lakin heç bir faktiki pul defisiti yox idi... Cümə axşamı və cümə günü ABŞ-ın hökumət istiqrazlarının təxminən 7%-ə qədər enməsi nağd pulun cəlb edilməsi həvəsini artırdı. Lakin bu kağızların, yaxşı istiqrazların və dəmiryolları səhmlərinin dəyərinin enməsinin heç bir gizli səbəbləri yox idi.

Pul bazarında qiymətin fenomenal müvəqqəti artımı xarici kapitalın böyük həcmdə baza cəlb edilməsinə səy kimi izah edilirdi. Xaricdən daxil olan pulların bir hissəsi ucuzlaşmış səhmlərin alınmasına sərf edilirdi, böyük hissəsi isə pul bazarına daxil olaraq, yüksək faiz dərəcəsi ilə kredit şəklində yerləşdirilirdi. Buna reaksiya kimi, Amerika dollarına münasibətdə xarici valyutaların dəyərinin tam dəyişməsi olmalı idi (21).

Öz növbəsində, bu fikir də birmənalı deyil, xüsusilə nəzərə alsaq ki, bazarlardakı çaxnaşma hələ satılmanın kəskin çatışmazlığı əmələ gəlməmişdən başlamışdı.

Beynəlxalq valyuta fondu 1997-ci il Asiya böhranı dövründə Mərkəzi bankın funksiyalarını yerinə yetirirdi. Lakin bu da Asiya ölkələrinin valyutasını bir qədər sonra baş verən qiymətdən düşmədən xilas edə bilmədi və təkid edilirdi ki, hər bir Asiya ölkəsinin hökuməti öz büdcəsinin balansını vursun, bu ölkələrin Mərkəzi bankları isə öz uçot dərəcələrini qaldırsın. Bir çox iqtisadçılar belə tədbirlərə qarşı çıxırdılar, belə ki, onların fikrincə, bu tədbirlər defilyasiyalı idi və əhalinin kasıb təbəqəsində işsizliyin artmasına gətirib çıxaracaqdı. Baxmayaraq ki, maliyyə problemləri varlı məmurların və bankirlərin təqsiri üzündən baş vermişdi.

Ekspansiv pul siyasətinin və iyenanın devalvasiyasının uzlaşması valyuta bazarında «likvidlik tələlərinin» yaranmasına gətirib çıxardıqda, 1990-cı illər Yapon təcrübəsi ortodoks təsəvvürləri müəyyən yardımla təmin etdi. 1990-cı ildə səhmlər və daşınmaz əmlak bazarında qiymətlər düşdükdən sonra Yapon faiz dərəcələrinin və kredit kütləsinin həcmnin azalması baş verdi. Banklar kredit verməkdən imtina edirdi, belə ki, borclar üzrə itkilər onların kapitalını yox etdi, kompaniyalar isə onların məhsullarına olan tələbatın endiyinə görə almaqdan boyun qaçırdılar.

Yapon qısamüddətli faiz dərəcələrinin səviyyəsinin 1%-ə qədər eməsi onunla nəticələndi ki, Amerika xec fondları Tokioda iyena ilə borc götürürdü, sonra iyenaları valyuta bazarında ABŞ dollarına satırdı və aldıqları vəsaitləri Nyu-Yorkda 3 % və ya 4 %-lə yerləşdirirdi. Bu arbitraj sxemini fəal tətbiqi Tokiodan Nyu-Yorka kapital axınını artırdı və iyenanın valyuta dəyərini aşağı saldı ki, bu da öz növbəsində, Yapon fəal ticarət saldosunun böyüməsinə, həmçinin Yaponiyada məşğulluğun və istehsalın artımına gətirib çıxardı. Fəal ticarət saldosunun artımı «likvid tələlərin» işləməsinə və ekspansiv yapon fiksəl və pul siyasətinin effektiv əlavələrinə pozitiv reaksiya idi. Valyuta bazarında iyenanın dəyərinin qalxması səviyyəsi Amerika qiymətli kağızlarının faiz gəlirləri və yapon iyenalarında borclar üzrə kredit dərəcələri arasındakı fərqdən aşağı olana qədər, kapitalın yerdəyişməsinə əsaslanan sövdələr Amerika xec fondları üçün mənfəətli qalırdı.

Ədalətə çağırış və təsirin digər nəsihətverici tədbirləri

Çaxnaşmanın ən yaxşı dərmanı ona təbii yolla inikşaf etməsi üçün imkan vermək fikrinin əleyhidarlarının başlıca arqumenti ondan ibarətdir ki, bu üsuldən təcrübədə heç vaxt istifadə edilmir. Hakimiyyət və digər «cavabdeh siyasətçilər» böhran vəziyyətində bu və ya digər yolla hər dəfə müdaxilə etməyi vacib bilirlər. Lakin belə müdaxilə çaxnaşmanın təbii yolla sakitləşməsinə böyük ziyan yetirə bilər. Hakimiyyət nümayəndələri heç də həmişə öz işinin peşəkarı olmur. (Çıxaqo məktəbinin fikrincə, bazar iştirakçıları hakimiyyət nümayəndələrindən əhəmiyyətli dərəcədə daha ağıllıdırlar, çünki hakimiyyət qısamüddətli siyasi məqsədlər güdür). Bununla yanaşı, böhran dövründə həm hakimiyyət, həm də biznes rəhbərlərinin söyləri eyni istiqamətə, qiymətlərin enməsinə, korporativ və bank müflisləşmələrini dayandırmağa yönəlir. Tarixin dərsləri göstərir ki, «son instansiyanın kreditörü» - Mərkəzi bankın mövcudluğu və fəaliyyəti özü tənzimlənən bazar mexanizmlərinə olan ümiddən daha çox istənilən və daha az qiymətlidir.

Tarixə bir çox nümunələr məlumdur ki, əvvəlcə hakimiyyət vəziyyətə qarışmamağı qərara alır, nəticədə isə həvəssiz də olsa, problemin həlminə qatılır. 1825-ci ilin dekabrında Lord Liverpul, əgər hakimiyyət bazarın xilasını üçün tədbirlər qəbul edərsə, maliyyə naziri vəzifəsindən istefaya gedəcəyini bildirirdi. Çünki hələ altı ay əvvəl şəxsən o, bazar iştirakçılarını hədsiz möhtəkirlikdən qorumuşdu. Barinq bankı ilə əlaqədar böhran dövründə İngiltərə Dövlət bankının keçmiş rəhbəri Uilyam Lidderdeyl Dövlət bankının kredit limitlərinin genişlənməsi haqda məktuba imza atmaqdan imtina etmişdir (23). Hər iki halda çaxnaşmanın qarşısını almaq üçün tezliklə digər üsullar tapılmışdı. Bununla yanaşı digər hallarda hakimiyyətin qəti şəkildə vəziyyətə qarışmaması çaxnaşmanın eskalasiyası ilə bitdi. Bununla əlaqədar 1763-cü il Berlin böhranında II Friderikin rolunu (24), İngiltərə dövlət bankının «VV – banklarının» veksellərini hesaba almaqdan imtinasını (25) və 1869-cu ildə Amerika Xəzinəsinin fəaliyyətini yada salmaq olar.

Vaxtın uzadılması

Çaxnaşma zamanı hər bir əmanətçi çalışır ki, bank iflasa uğramamış öz pullarını oradan götürsün. Bu hallarda banklar bütün əmanətçilərə pulları qaytara bilmir, belə ki, onların pul aktivləri öz qısamüddətli depozit öhdəliklərinin həcmindən həmişə azdır. Böyük Depressiya dövründə banklar vəziyyətin normallaşması ümidilə əmanətçilərə pulların qaytarılmasına tələsmirdi - XVIII əsrə qayıtma təcrübəsi.

Makleodun «Bank işinin nəzəriyyəsi və təcrübəsində» göstərilir ki, 1720-ci ilin sentyabrında İngiltərənin Dövlət bankı Cənub dənizləri kompaniyasının istiqrazlarını 400 funtdan almaq vədindən necə yayınırdı. Bank bəzə etibarlı adamlarını elə təşkil etdi ki, onlar vəd edilmiş pulları almaq üçün çox uzun növbə yaratdılar. Pullar altı-penslik sikkələrlə çox asta sürətlə verilirdi, bundan sonra etibarlı alanlar pulları bankın arxa qapısından geri qaytarırdılar. Pullar qəbul olunurdu və yenidən aramla növbəti alana verilirdi. (27). Beləliklə, çaxnaşmanın inkişafını Mixaylov günü (29 sentyabr) bayramına qədər saxlamaq oldu.

İkinci daha dəqiq hadisədə göstərilir ki, Cənub dənizləri kompaniyasına yardımçı olan Svvard Blade Bank əmanətçilərin bankın kağızlarını gümüşə çevirmək cəhdlərinə mane olurdu. Sentyabrın 19-da çaxnaşma başladıqda bank tələsmədən xırda gümüş sikkələrlə ödəmələri verirdi. Əmanətçilərdən biri sentyabrın 24-də şənbə günü bankın iş günü bitənədək şilling və altıpensliklərlə 8000 funt ala bilmişdi (28). Bu iki hadisənin detalları oxşardır, lakin təqvimlər müxtəlifdir. Belə ki, Svvoard Blade Bank və İngiltərənin Dövlət bankı qatı düşmən idilər. Onların faydalı təcrübə mübadiləsi aparmağı inanılası deyildi.

1720-ci il dərsləri İngiltərənin Dövlət bankına 25 il sonra yaradı. Bu zaman ingilis taxt-tacına iddialı olan II Ceymsin nəvəsi Karl Eduard 1745-ci ilin iyulunda İngiltərəyə hücum etdi. Noyabrın 15-də Karlayl və dekabrın 4-də Derbini tutdu. Çaxnaşma 1745-ci il dekabrın 5-də «qara cümə günü» alışdı. Britaniya birləşdirilmiş rentası tarixi minimum olan 45 punkta qədər endi və əmanətçilər öz banknotlarını «cingiltili sikkələrə» dəyişmək üçün İngiltərənin Dövlət bankına qaçırdılar. Bank vaxtı uzatmaq məqsədilə ödəmələri altıpen-

sliklərlə aparırdı, bu da London ticarətçilərini öz loyallığını göstərərək, İngiltərə Dövlət bankının banknotlarını ödəmə şəklində qəbul etməyə hazır olduqlarını bildirmək üçün edilirdi. İkinci oxşar hadisə 1797-ci ildə fransız desantı Fişqarda endiyi zaman əhalinin dövlət banknotlarına etibarını bərpa etməyə çalışarkən baş verdi. Bu dəfə bir gün ərzində dövlət istiqrazlarının investorları və alverçilərinin 1140 imzası toplandı (29). Ödəmələrin verilməsinin süni uzadılması və kommersantların təşkil etdiyi kömək hesabına əldə edilmiş 1745-ci ildəki müddət hakimiyyətə ordunun təşkili üçün imkan yaratdı ki, bu da 1746-cı ilin aprelində Kulloden yaxınlığında döyüşlərdə «gənc iddiaçının» qoşunu üzərindəki qələbə ilə nəticələndi.

Tam dondurulma və bank tətilləri

Birjaların işini müvəqqəti saxlamaqla alver əməliyyatlarını dayandırmaq çaxnaşmanın qarşısını almaq üçün istifadə olunan üsullardan biridir. 1873-cü ildə Nyu-Yorkda, 1914-cü ildə müharibənin başlanması ilə əlaqədar Londonda və bir çox başqa şəhərlərdəki fond birjalarında ticarət dayandırıldı. Hər iki halda ticarət əməliyyatlarının dayandırılmasının məqsədi bazar iştirakçılarının aktivləri olduqca aşağı qiymətlə satmağın nə qədər vacib olması barədə düşənmək üçün vaxt qazandırır.

Lakin hakimiyyətin bu hərəkətinin nəticəsi olaraq, çaxnaşma güclənə bilər. Bundan başqa, bu halda qısamüddətli və uzunmüddətli məqsədlər arasında ziddiyyət baş verir. Bir dəfə çaxnaşma zamanı fond birjasının bağlanması, gələn dəfə çaxnaşmanın daha güclü olmasına imkan yaradacaq. Belə ki, ticarətin dayandırılmasından ehtiyat edən investorlar öz səhmlərini daha fəal satmağa və pullarını bazarıdan çıxarmağa başlayacaqlar. Fərz edilir ki, 1873-cü ilin sentyabrında çaxnaşma zamanı Nyu-York fond birjasının bağlanması 1929-cu ilin oktyabrında qorxunun güclənməsinə və onkol borcların geri qaytarılmasına səbəb oldu. Belə ki, iştirakçılar haqlı olaraq ehtiyat edirdilər ki, hakimiyyət bu dəfə də, analoji tədbirlər həyata keçirəcək (30). 1873-cü ildə Pitsburqda və Yeni Orleanda fond birjalarının iki aylıq bağlanması çox da ciddi nəticələrə səbəb olmadı, çünki burada yalnız yerli kompaniyaların qiymətli kağızları iştirak edirdi (31).

2001-ci il sentyabrın 11-də Dünya ticarət mərkəzinin qülləsinə terror hücumundan sonra rabitə və texniki yardım sisteminin pozulduğuna görə ABŞ-da Nyu-York fond birjası və digər fond birjalrı bir həftə ərzində bağlı idi. Regional Amerika fond birjalrı öz üzərlərinə belə ciddi vəzifə götürərək, layiqli əvəzedici ola bilmədi.

1907-ci il çaxnaşması müddətində Oklaxoma, Nevada, Vaşinqton, Oreqon və Kaliforniya ştatlarında maliyyə əməliyyatlarının dayandırılması üçün istifadə olunmuş daha bir üsul - rəsmi elan edilmiş tətillər idi (32). Analoji tədbirlər bazarın iflası zamanı əvvəlcə yerli səviyyədə, sonra isə bütün ölkədə 1933-cü il martın 3-də, yəni Franklin D. Ruzveltin prezidentliyə başladığı gün həyata keçirilmişdir.

Növbəti metod 1873-cü ildə edildiyi kimi, «informasiya yoxdur – həyəcan yoxdur» prinsipi üzrə bank balanslarının nəşrini dayandırmaqdan ibarətdi. Bir neçə bankların aktivlərinin çox böyük itkilərini gizlətmək məqsədilə bu üsul hazırlanmışdı, belə ki, işlərin həqiqi vəziyyətinin üstünün açılması genişmiqyaslı çaxnaşmaya səbəb olardı (33).

Bir sıra əmtəə və maliyyə bazarları satılan aktivlərin qiymətlərinin gündəlik maksimal dəyişməsinə limit müəyyənləşdirirlər; bu həddə çatdıqda ticarət günün sonuna qədər dayandırılır (Rusiya birjalrındakı qaydalara görə belə dayanmalar əvvəlcə bir saat, sonra günün sonunadək və ya bir neçə gün, daha sonra isə xüsusi sərəncamla keçirilir). Müəyyən qiymətli kağızlarla işləyən fond birjasının ixtisaslaşdırılmış üzvləri kağızların alınması və satılmasına olan sifarişlər arasındakı disbalans çox böyüdükdə hər dəfə «taym-aut» götürürdülər. 1987-ci il oktyabrın 19-da «qara bazar ertəsi» hadisələrindən sonra Amerika fond birjalrında bu «stop-krandan» istifadə etmək məsləhət görülürdü. Nyu-York fond birjasının təklifi ticarəti müəyyən vaxtda dayandırmaq idi. Məsələn, qiymətləri müəyyən olunmuş həddən yuxarı və ya aşağı enən səhmlər üzrə 20 dəqiqə saxlamaq.

Borc öhdəliklərinin tam və ya qismən ödənilməsinə moratori qoymaq yolu ilə də vaxt udmaq olardı. Bu növ ən geniş yayılmış tədbirlər ondan ibarətdir ki, bankın auditorları uzun müddət bankın kredit portfelindəki pis borclara əhəmiyyət vermir, beləliklə borcların bazar dəyərinə görə diymətləndirilməsinə örtülü moratori həyata keçirir. Tənzimləyicilər tərəfindən belə bir güzəşt ABŞ-da 1980-ci illərdə kredit bazarının iflası zamanı istifadə olunurdu. Beynəlxalq

valyuta fondu və Dünya bankı bir çox kasıb Afrika ölkələrinin borclarının artmasına yol verirdi, əks halda onlar öz borc öhdəlikləri, həmçinin adı çəkilən beynəlxalq maliyyə institutlarından aldıkları borclar üzrə defolt elan edilərdi. Bu zaman kreditorlar elə guman edirdilər ki, auditorlar bu qərara loyal yanaşacaqlar.

Bəzən rəsmi elan edilmiş moratori qeyri-rəsmidən daha az effektiv olur. Məsələn, Vyana fond birjasının iflasından sonra 1873-cü il mayın 15-də öhdəliklər üzrə ödəmələrin verilməsinə qoyulan həftəlik moratori. Bu müddət ərzində Avstriya milli bankı və aparıcı kommersiya banklarının vəsaiti hesabına 20 mln. qulden həcmində təminat fondu yığıldı. Lakin əvvəl istifadə olunan üsul bu dəfə bazara olduqca zəif təsir göstərdi (34). «İyul monarxiyası» dövrü qurtardıqdan sonra Parisdə daha bir moratori öz yerini aldı. Bu vaxt kommuna şurasının dekretinə əsasən iyulun 25-dən avqustun 15-nə qədər olan müddətdə bütün veksellər üzrə ödəmələr on günə keçirilirdi. Bu moratori bank portfellərindəki kommersiya veksellərini dondurdu və banknotları «cingilti sikkələr» dəyişmək arzusunda olanların çaxnaşmaya keçən istəyini soyutmadı (35).

Hesablama palatasının sertifikatları

ABŞ-da FRS yaranana qədər əmanətçilərin axınının öhdəsindən gəlmək üçün əsas alət yerli iri banklar qrupunun öhdəlikləri və demək olar ki, pul sayılan hesablama palatasının sertifikatları idi. Əmanətçilərin axınına məruz qalan bank real pul əvəzinə hesablama palatasının sertifikatları ilə hesablaşa bilərdi. 1853-cü ildə Nyu-York hesablama palatası yarandı, 1857-ci il çaxnaşmasından sonra 1858-ci ildə Filadelyiada belə bir təşkilat meydana gəldi. Bu çaxnaşma zamanı Nyu-York banklarının qarşılıqlı əlaqə imkanları yox idi ki, vəziyyəti birgə qaydaya salsınlar. Nyu-Yorkun kommersiya agentliyinin müraciətinə müvafiq olaraq, Ohio Life and Trust Company kömək məqsədilə dörd və ya beş güclü bankın birləşməsi bu kompaniyaya öz öhdəliklərini yerinə yetirmək, ölkənin işgüzar və kredit sistemini saxlamaq imkanı verirdi (36). 1873-cü ilə yaxın Nyu-York bankları pul əvəzinə hesablama palatasının sertifikatları ilə hesablaşma aparmağa hazır idi. Bu sertifikatlardan istifadənin üstünlüyü ondan ibarət

idi ki, banklar öz əmanətçilərinə daha yaxşı faiz dərəcələri təklif etmək imkanı qazanırdı. Şpruq təkid edirdi ki, bu sistem bank ehtiyatlarının birləşməsinə nəzərdə tutan razılaşma ilə müşayiət olunmalıdır, yoxsa banklar öz əmanətçilərinə ödəmələri dayandırmaq məcburiyyəti ilə üzləşə bilərlər, belə ki, onlar digər bankların ehtiyat resurslarına daxil ola bilməzlər (37). 1873-cü ildə bankların ehtiyatı birləşdirildi.

Hesablama palatasının sertifikatlarından istifadənin ciddi qüsurlarından biri onların yalnız Nyu-York, Filadelfiya, Baltimor ərazilərində işlədilə bilməsi idi. Beləliklə, bu alət daxili ödəmələr aparmağa imkan verirdi. Məsələn, bir şəhərdə pərakəndə ticarət şəbəkəsində alış-veriş aparmaq, əməkhaqqı verilməsində istifadə olunurdusa, şəhərlərarası ödəmələri təmin edə bilmirdi. 1907-ci il çaxnaşması zamanı 160 Amerika hesablama palatasından 60-ı daxili ödəmələr üçün sertifikat qəbul edirdi. Lakin Şpruq sübut etməyə çalışırdı ki, bu yerli kredit vasitələrindən istifadə etməyin nəticəsində daha ciddi problemlər yaradan dolaşıqlıq meydana çıxır. Bostonda, Filadelfiyada, Çikaqoda, Sent-Luisdə, Sinsinnati, Kanzas-Siti və Yeni Orleanda Nyu-York ehtiyat fondlarının qiyməti 1907-ci il oktyabrın 26-sı və dekabrın 15-i arasında geniş diapazonda dəyişmişdi: noyabrın 2-də Çikaqoda 1,25% güzəştədən noyabrın 26-da Sent-Luisdə 7% xeyrə qədər, bir həftə əvvəlki səviyyədən 1, 5% artmışdır. (38). 1907-ci ilin dekabrında Cekob Şiff yazırdı: «Müxtəlif bank mərkəzlərinin buraxdığı hesablama palatasının sertifikatlarının vurduğu ziyan bizə dərs olmalıdır. Bu sistem daxili mübadiləni pozdu və milli iqtisadiyyatı iflic hala saldı» (39).

Bank çeqləri və hesablama palatasının çeqləri də belə alətlər sırasından olaraq, pulu əvəz etməklə pul kütləsinin həcmi artırır.

Qeyri-bank qrupları da öz təşkil edilmiş fəaliyyəti ilə çaxnaşmanın yatırılmasına kömək edə bilər. Nümunə üçün fond birjası konsorsiumunun yaranmasını göstərmək olar. 1907-ci il oktyabrın 24-də səhmlər bazarında iflasın qarşısını almaq üçün D.P.Morqanın rəhbərlik etdiyi bank –pul 10% illiklə 25 mln. dollar borc təqdim etdi (40). 22 il sonra 1929-cu il «qara cümə axşamı» Riçard Uitni Nyu-York fond birjasının «yerində» həmin D.P.Morqan və kompaniyasının rəhbərlik etdiyi sindikat adından səhmlərin alınması üçün təklifi yerləşdirirdi (41).

Bankların əməkdaşlığı

Böhranla qarşılaşan banklar öz səyləri hesabına zəif bankları və kompaniyaları birləşdirərək «xilas komitələri» (1873-cü ilin mayında Vyanada olduğu kimi), borc və təminat fondları yaradırdı, həmçinin digər tədbirlər vasitəsilə güclü banklar acınacaqlı vəziyyətdə olan həmkarlarına yardım edə bilərdilər (42). 1828-ci il Elzas böhranında Paris banklarının rolu; 1857-ci ildə Hamburqda baş verən çətinlikləri aradan qaldırmaq üçün istifadə edilən müxtəlif vasitələr; 1890-cı ildə verilmiş Baring Brothers bankının borclar üzrə zəmanətləri - aşağıda bu üç nümunəyə baxılacaq.

1828-ci il Elzas böhranı

1828-ci ilin dekabrında Myuluzda (Elzas əyalətinin rayonu) parça ticarəti ilə məşğul olan üç kompaniya bağlanmalı oldu. Buna cavab olaraq, Paris bankları hər hansı Elzas kağızlarını qəbul etməkdən imtina etdi, Fransa Bankı isə «iki ölümcül Elzas ticarət evinə» yardım üçün yönəlmiş vəsaitə 6 mln. frank miqdarında limit müəyyənləşdirdi. Sonra Fransa Bankı Myuluz və ya Bazel akseptli kağızları qəbul etməkdən imtina etdi və bu qərar çaxnaşmanı tezləşdirdi. Yanvarın 19-da daha iki Myuluz ticarət evi müflisləşdi. Yanvarın 22-də Parisdə Şlyumberqin iki kompaniyasının müflisləşməsi şayiəsi gəzirdi. Paris bankları Jak Laffiti emissar kimi Myuluza göndərdilər. O, yanvarın 26-da gəlib çıxdı və mal partiyası girov qoymaq şərti ilə 1 mln. frank borc təklif etdi. Lakin emissarın gəlişinə qədər parça alveri edən Nikolas Keklen və Jan Dolfus Myuluzdan Parisə yola düşmüşdü. Zəruri pul vəsaiti əldə etmək üçün onlar öz mallarını bazar qiymətindən 30-40% ucuz satırdılar. Yanvarın 26-dan fevralın 15-ə qədər olan müddətdə 9 ticarət evi müflisləşdi. Levi-Lebye yazırdı ki, ola bilsin işlər daha pis idi. Son dəqiqələrdə Davilyenin başçılıq etdiyi 26 Paris bankından ibarət sindikat Keklen və Dolfusa 5 mln. frank kredit verdi. Fevralın 3-də Elzasa qayıtdıqdan sonra onlar 1 mln. frankı öz həmkarları arasında böldülər; qalan 4 mln.-nu isə özləri üçün saxladılar. Bu tədbirlər çaxnaşmanın qarşısını aldı (43).

Kim ki, nə Keklen-Doflusdan, nə də Bazel fondlarından maliyyələşə bilmədi, onlar iflasa uğradı.

1857-ci il Hamburq böhranı

1857-ci ildə Hamburqda böhran ticarətin fəallığı fonunda baş verirdi. Buna səbəb kreditin genişlənməsinə gətirib çıxaran Krım müharibəsi idi. Hamburq Almaniyanın «ən ingilis» şəhəri olaraq, həm də şəkər, tütün, kofe və pambıq ticarətində ABŞ ilə sıx əlaqə saxlayırdı. Skandinaviya ilə də fəal ticarət aparılırdı. Buna görə də Atlantikadan keçib gələn deflyasiya sunamisi, ilk növbədə, Hamburqun üstünü aldı. Avqustun 24-də Ohio Life iflası ilə bağlı başlanan çaxnaşma üç ay sonra Hamburqa çataraq, ABŞ ilə ticarət aparan Vvinterhoff and Piper kompaniyasının bağlanmasına gətirib çıxardı (45). Hamburqdakı Britaniya konsulluğunun gündəlik məlumatları hadisələrin xronologiyasını bizə göstərir.

21 noyabr. Bir sıra iri ticarət evləri və iki bank yardım almağa ümid edir.

23 noyabr. Londonla ticarət aparan iki iri ticarət evi bağlanır. Diskont qarantiyalar Assosiasiyası Hamburq veksellərinin aspektləşməsində olduqca ehtiyatlıdır (46). Aldığımız məlumata görə, Assosiasiyanın ehtiyatları üç günə bitəcək.

24 noyabr. Diskont qarantiyalar Assosiasiyası (Qarantie- Diskontverein) başlanğıc kapital 10 mln. marka olmaqla formalaşmış, sonra 13 mln. (1 mln. funta qədər) markaya çatdırılıb, bunlardan 1 mln. marka dərhal ödəniləcək.

28 noyabr. Ticarət palatası və iri ticarət evləri parlamentin (Burqerschaft) çağırılmasını tələb edir ki, girov qoyulmuş əmtəənin qiymətindən 50-66, 66% həcmində olan borcların dövlət istiqrazlarının, ehtiyac içindəki kommersantların istiqrazları və səhmlərinin emissiyası haqda danışıq gəlsin.

1 dekabr. Ullberq and Cremer bağlanması ilə əlaqədar İsveçlə ticarət aparan 10-12 ticarət evi iflasa uğradı.

2 dekabr. Girov qoyulmuş əmlakdan kreditlərə birgə istifadə etmək imkanı vermək üçün müflisləşmə haqda qanunlara dəyişiklik barədə təklif irəli sürülüb.

7 dekabr. Dövlət bankına 30 mln. marka (2,4 mln. funta yaxın) məbləğində yaxşı veksellərin uçotunu aparmağı tapşırmaq təklif olunub. Bank bu aktivlərdən 6,66 % faiz dərəcəsi ilə dövlət veksellərinin buraxılmasında istifadə edə bilərdi. Parlament bu təklifi qəbul etmir, bunun əvəzinə 30 mln. marka həcmində pul emissiyası keçirməyi qərara alır. Senat bu qərarı qəbul etmir, gümüş standartı riayət etməyi təklif edir.

Nəticədə, Dövlət borc idarəsinin maliyyələşdirilməsi formasında kompromis əldə olunur. Bura xaricdən borc götürülərək 5 mln. marka və 10 mln. marka gümüşlə Hamburq dövlət istiqrazları daxil olmaqla 15 mln marka ayrılır (48). «Gümüş qatar» (Silberzuq) haqda əhvalat 12-ci fəsilə beynəlxalq kreditor rolunda Mərkəzi bankın çıxışının illüstrasiyası kimi verilmişdir.

Hadisələrin şahidlərindən biri hesablamışdır ki, xilas etmə əməliyyatlarına xərclənən vəsaitin məbləği 35 mln. marka təşkil edirdi. Bura diskont qarantiyaları Assosiasiyasından 15 mln. , Dövlət borc idarəsindən 15 mln., ticarət palatasından 5 mln. daxil idi. O, bu məbləği protest edilmiş veksellərin 100 mln. markası ilə müqayisə etdi və gördü ki, əgər alverçilər öz mallarının qiymətinin yalnız 1/6 hissəsinə bərabər kapitalla möhtəkirlik edirdilərsə, onda bu malların qiymətinin 17% endirilməsi onların kapitalının tam yox edilməsinə və möhtəkirlik mövqelərinin bağlanması kifayət idi. Senatın zaman-dan 300 il geri qalması şərhinə dair həmin şahid senatın cavabını bildirir: «Ancaq alverçilər yığıqları borcun məbləğinə görə 300 il irəli gedərək zamanı ötüblər». O, israr edirdi ki, yaranmış vəziyyətdə dövlətin köməyi yalnız möhtəkirlərə yardımdan ibarətdir və istehlakçıların üzərinə isə daha yüksək qiymətlər qoyur (49).

Öhdəliklərin zamanətli təminatı: Bərinq qardaşları bankının böhranı

1890-cı ildə Baring bankının böhranı dövründə İngiltərə dövlət bankının rəhbəri Uilyam Lidderdeylin qərarı ilə verilmiş öhdəliklərin zamanətli təminatı ən məşhurdur. Belə zamanətlər Böyük Britaniya-da əvvəllər də verilirdi. 1836-cı ilin dekabrında ölkənin 72 bankları üçün London nümayəndəsi olan Esdailes, Grenfell, Thomas and

Company maliyyə çətinlikləri ilə üzləşdi. Bu bankın ölkənin bir çox bankları ilə qarşılıqlı əlaqəsində mühüm rolu onu müflisləşmədən xilas etməyi zəruriləşdirirdi; həm də bu bankın kağızları ilə London Sütün ən yaxşı nümayəndələri iş görürdülər. Bankın aktivləri onun borclarından əhəmiyyətli dərəcədə çox idi və London bankirləri öz zəmanətlərini təklif etdilər. Qarantlar siyahısının başında 150 000 funt məbləği ilə İngiltərə Dövlət bankı dururdu. Esdailes bankı xilas edildi, lakin sonra cəmi iki il fəaliyyət göstərdi (50).

Zəmanətlər öhdəlik – məktuba alternativ şəkildə seçilmişdi, hansı ki, 1844-cü il bank aktını dayandırmağa icazə verirdi. Maliyyə naziri lord Qoşen Lidderdeylə belə məktub verməsini təklif edirdi. Lakin o, «belə məktubları almaq ümidi İngiltərə bank sektorunun problemlərinin böyük hissəsinin səbəbidir», fikrinə əsaslanaraq imtina etdi. Beləliklə, Lidderdeyl 1847, 1857 və 1866-cı illərdə olduğu kimi, bazarı adət etdikləri dərmanı verməklə sakitləşdirməkdən boyun qaçırdı. 1890-cı ilin avqustunda o, Baring Brothers xəbərdarlıq edirdi ki, bank öz Argentina agentı olan S.B.Hales veksellərinin aksepti ilə ehtiyatlı olsun. Artıq noyabrın 8-də Baring Brothers Lidderdeylə öz ağır vəziyyəti barədə məlumat verdi. Baring bankının acınacaqlı vəziyyəti camaata bəyan olduqdan sonra başlanacaq çaxnaşmadan ehtiyat edən İngiltərənin Dövlət bankı noyabrın 10-da Xəzinə nümayəndələri ilə birgə müşavirə keçirir. Yenidən problemin həlli variantı olaraq öhdəlik məktubu rədd edir, xarici ölkələrdən kömək almaq imkanlarını axtarır və təhlükəli vəziyyətdən çıxış yolunu tapmaq üçün lord Rotşildin rəhbərliyi ilə xüsusi komisiya təşkil edir. Belə ki, bazar üzərində Argentina qiymətli kağızlarından ibarət qorxulu «örtük» əmələ gəlmişdi.

Barings haqda pis xəbərlər gündən-günə genişlənərək hər yərə yayılırdı və İngiltərənin Dövlət bankında onun veksellərinin sayı artırdı. Çərşənbə günü Lidderdeyl bildirdi ki, əgər Baring kredit qabiliyyətli olsaydı belə, onsuz da 8-9 mln. funt tələb olunacaqdı. Cümə günü Mullens and Co kompaniyasının başlıca adamı olan Con Deniel qışqırıqla Lidderdeylin yanına gəldi: «Siz insanları sakitləşdirmək üçün nə isə etməlisiniz: onlar hesab edirlər ki, çox böyük dəhşət yaxınlaşır və həm də yüksək vəzifəli şəxslərin adını çəkirlər – çox yüksək vəzifəli!» (51).

Noyabrın 14-də Lidderdeyl Nazirlər bağinetinin iki üzvü ilə görüşdü. Qərara aldılar ki, hökumət dövlət bankında öz balansını dərhal artıracaq və dövlət bankının cümə günü 14: 00 ilə şənbə günü 14:00 arasında qəbul etdiyi Baring Brothers kağızları üzrə itkiləri bankla bölüşəcək. Bu razılaşmaya əsasən Lidderdeyl 11 özəl bankın nümayəndələri ilə görüşdü ki, onları Barings borcları üzrə öhdəliklərin təminatı fonduna öz əmanətlərini yerləşdirməyə vadar etsin. Bundan başqa o, Rusiya Dövlət bankını Baring Brothers depozitində saxlanılan 2,4 mln. funt kapitalı İngiltərə Dövlət bankının, həmçinin, hər birindən 500000 funt olmaqla üç iri kreditorlar - Qlyn, Mills and Co, Currie and Co və Rotşildlər daxil idi. Əldə olunmuş danışıqlara əsaslanaraq Lidderdeyl beş London səhmdar bankını birləşərək 3250 min funt məbləği ilə fondada iştirak etməyə çağırırdı. Belə zəmanətlərin alınması Times-a noyabrın 15-də bu məlumatı verməyə səbəb oldu: Baring Brothers müflisləşmə təhlükəsi olduğuna baxmayaraq, bunun nəticəsində heç bir itki olmayacaq. Zəmanət fondunun təşkili şənbə günü davam edirdi. Səhmdar bankların direktorları fondada öz iştiraklarını rəsmiləşdirmək üçün görüşürdülər. Artıq saat 11-də onların imzası alınmışdı. Sonra digər banklar və maliyyə idarələri fondun həcmi 7,5 mln. funtdan 10 mln. funta qədər artırdılar. Nəticədə, fondun həcmi 17 mln. funta çatdı və London maliyyə sisteminin əsas dayacağı oldu. Maraqlıdır ki, o zaman Barings və Marriettas verdiyi borclarla əlaqədar ağır vəziyyətdə olan Martins bank noyabrın 18-də (çərşənbə axşamı) 100 min funta imza ataraq, fonda daxil oldu. Bu addımın məqsədi Baringsə kömək etməkdən daha çox, dünyaya öz varlığını göstərmək idi (52). Bu tarixi epizodu şərh edən Pauell bildirirdi: «İngiltərə bankı tənha döyüşçü rolunda çıxış etmədi, hansı ki, ya vuruşmalı, ya da geri çəkilməlidir, maliyyə hakimiyyətinin cəmləşdirilməsi tarixində lider kimi özünü göstərdi» (53).

Noyabrın 25-də səhmdar kapitalı 1 mln. funt olan yeni Baring Brothers and Co., Ltd kompaniyası təşkil edildi. Zəmanətlərin göstərildiyi forma maraq doğurur.

➤ **İngiltərə Dövlət bankının zəmanət fondu, 1890-cı il noyabr**

İngiltərə Dövlət bankının Baring Brothers and Co kompaniyasına qarşı qəbul etməyə razılıq verdiyi kömək tədbirlərinə

əsasən ona 15 noyabr 1890-cı il tarixinə aid və ya gələcəkdə yaranan öhdəliklərini ödəmək imkanı verilir.

Biz, aşağıda imza atanlar, razılaşırıq ki, hər bir vətəndaş, firma və ya kompaniya İngiltərə Dövlət bankı Baring Brothers and Co kompaniyasının öhdəliklərinin ləğvi haqda nəticə çıxarana qədər olan müddətdə öz təsdiq edilmiş itki-lərinin ödənilməsi üçün ona müraciət edə bilər.

Qarantlar müvafiq olaraq məsuliyyət daşıyır. Fondun hər bir iştirakçısının sorğusuna digər iştirakçıların da ünvanına göndərildikdən sonra baxılır.

Öhdəliklərin ləğvinin maksimal müddəti 1890-cı il noyabrın 15-dən başlayaraq üç il təşkil edir (54).

1998-ci ilin sentyabrında Long – Term Capital Management xec fondunun xilasətmə üsulu Barings –dən tam fərqlənirdi. Nyu-Yorkun Federal ehtiyat bankının rəhbəri Uilyam Makdonaq on dörd iri banklara, həmçinin Merrill Lynch, Morqan Stanley, Dean VVitter, İ.P.Morgan, Chase Manhattan Bank və Union bank of Svvitserland daxil olmaqla investisiya kompaniyalarına LTCM iflasının qarşısını almaq üçün 3,6 mlrd. kapital yığılmasına görə müraciət etdi; fond birjasında LTCM səhmlərinin 90%-i alındı (55). Belə ki, həmin banklar və investisiya kompaniyaları LTCM iri kreditörə oldu-ğundan, bu xilasətmə tədbirləri LTCM olan tələblərinin hüquqi ma-hiyyətini dəyişdi. Öz növbəsində, FRS maraqlı idi ki, LTCM xilas edilsin, belə ki, bu fondun iflası bazarları, fonda məxsus olan fyuçers, opşion və digər törəmə qiymətli kağızların həcmli mövqelərinin kütləvi bağlanması nəticəsində iflic hala salardı.

Əmanətlərin sığortası

1934-cü ildən etibarən əmanətlərin sığortası sistemi ABŞ bank-larına əmanətçilərin axınının qarşısını aldı. Depozitlər əvvəlcə, 10 min dollar, daha sonra 100 min dollar məbləğində zəmanətlə təmin edildi. Məlumatlı məmurun dediyinə görə, sığortalanmış depozitlərin son həddinin artırılması Amerika nümayəndələr Palatasının üst həddi 40 mindən 50 min dollara qədər artırmaq təklifi və Amerika Senatının 60 min dollara qədər yüksətmək təklifi arasındakı qarşılıqlı güzəştin

nəticəsi idi. 1894-cü ildə Continental İllinois Bank və 1988-ci ildə First Republic of Dallas daxil olmaqla iri banklar problemlərlə üzləşdikdə Əmanətlərin sığortalanmasının Federal Korporasiyası (FDIC) əmanətçilərin axınının qarşısını almaq məqsədilə depozitlərin zəmanətli həcmi üzrə bütün məhdudiyyətləri bilə-bilə götürdü. Faktiki olaraq müəyyənləşdirildi ki, çox miqdarda həcmi 100 min dolları keçən depozitləri olan banklar «müflisləşmək üçün olduqca iridir» (lakin bu bankların səhmdarları da pis vəziyyətə düşsələr, bütün investisiyalarını itirə bilərlər). Bu bankların xarici şöbələrinin depozitləri də zəmanətli oldu, baxmayaraq ki, banklar yalnız daxili depozitlərinin həcminə görə sığorta haqqı ödəyirdi. Beləliklə, depozitli «sadə insanları» müdafiə etmək məqsədilə yaranmış depozitlərin sığortalanması sistemi nəticədə 10 min dollardan çox olmayan hədd yüksəyə ucaldı (56).

100 min dollar məbləğində sığortalanmış depozitin formal müəyyən edilmiş maksimum ölçüsü depozit brokerlərini işlə təmin etdi. Onlar indi böyük pul məbləğlərini müəyyən edilmiş çərçivədən çıxmayaq, ayrı-ayrı depozitlərə yerləşdirməklə əmanətçiye zəmanət verirdilər ki, nəticədə, bütöv qoyulmuş məbləğ sığortalanmış olurdu. Con Smitin 100 min dollar məbləğində zəmanətli depoziti ola bilərdi, onun arvadı Merinin də 100 min dollar məbləğində zəmanətli depoziti ola bilərdi, ər-arvad Con və Merinin birgə 100 min dollar məbləğində üçüncü zəmanətli depoziti də ola bilərdi. Bundan başqa, həmin sxemlə bir və ya bir neçə bankda sığortalanmış əmanətlər yerləşdirmək olardı.

Bu yeniliyin effekti ondan ibarət idi ki, varlı vətəndaşlar zəmanətlə təmin olunduğundan nəticə etibarilə, öz ilkin məqsədindən uzaqlaşmış olurdu. Bundan başqa bankirlər əmanətçilərin axınından müdafiə olunduqlarına əmin idilər və daha böyük riskli borclar verirdilər. Riskli borclar qaytarıldıqda, bank sahibləri əlavə gəlir əldə edirdilər. Risk özünü doğrultmayanda da əmanətçilərlə problemin yaranması onları qorxutmurdu (lakin onların səhmlərinin bazar dəyəri hətta 0-a enə bilərdi).

1990-cı illərdə Yaponiyada qiymət «köpüyünün» partlayışı Tokioda, Osakoda və ölkənin müxtəlif əyalət mərkəzlərindəki bir çox bankları defolt həddində qoydu. Lakin əmanətçilər arasında

çaxnaşma gözə dəymirdi; belə ki, onlar əmin idilər ki, hər hansı bank bağlansa, hökumət itkiləri ödəyəcək.

Əmanətlərin sığortalanması sistemi bankları əmanətçilərin axınından müdafiə etməkdən başqa, həm də çaxnaşmanın bir etibarsız bankdan digərlərinə keçməsinin qarşısını aldı. Belə bir sual ortaya çıxır, nə üçün belə effektiv sistem əvvəl tətbiq edilmirdi?

ABŞ-ın keçmiş tarixində hətta, ən riskli bank fəaliyyəti ənənəvi olaraq tənzimlənməyən hesab olunurdu. Hər adam bank təşkil edə bilərdi və çoxları bu imkandan istifadə edirdi. Bank dövrüyyəsi sürətli, risklər isə yüksəkdi. Belə şəraitdə bank depozitlərinə zəmanət vermək möhtəkirliyə, bəlkə də elə birbaşa oğurluğa lisenziya almaq və təbii seçim sistemini məhv etmək deməkdi. Əmanətçilərin sığortalanması sisteminin həyata keçirilməsi təklifi bank sisteminin məsuliyyətinin enməsinə imkan yaratdığı üçün qəbul edilmədi. 1933-cü il martın 2-də FRS rəhbərlər şurası ölkədə bank tətilləri ərəfəsində belə zəmanətlərin tətbiqini məsləhət görməyə cəsarət etmədi (57).

Əmanətlərin sığortalanmasının federal korporasiyası 1970-ci illərə qədər əla maliyyə hesabatına malik idi; onun topladığı sığorta haqları banklar müflisləşdikdə ödəməli olduğu məbləğdən xeyli çox idi. 1934-cü ildən 1970-ci ilə qədər depozit həcmi 50 mln. dollardan çox olan yalnız bir bank müflisləşmişdi, digər bankrot olan bankların depozitlərinin məbləği 5 mln. dollardan az idi. Sığorta hallarının çoxunda FDİC müflisləşmiş bankları udmaqla depozitləri sığortalanmış məbləğdən artıq olan əmanətçiləri itkidən qoruyur.

1970-ci illərin sonundan başlayaraq FDİC, sığortalanmış borclar və əmanətlərin Federal korporasiyasının (FSLİC) problemləri xeyli artır. FDİC iki nəhəng bank - Continental Illinois of Chicago və First Republic Bank of Dallas daxil olmaqla bir çox bankları xilas etdi; depozitlər üzrə sığorta zəmanətlərinin realizasiyası Federal korporasiyalara milyardlarla dollara başa gəldi. Standart prosedura görə bankın kapitalı bitdikdə bağlanırdı. Sonra xilas olunmuş idarədən «yaxşı bank» ayrılırdı, bankrotun qalan aktivləri mümkün satışı üçün təşkil olunmuş hökumət agentliyi Likvidasiya Trast korporasiyasına (RTC) verilirdi. Zəmanətləri reallaşdıran hər iki korporasiya ciddi itkilərə məruz qalırdı. Nəticədə öz itkilərinin kompensasiyası üçün Amerika Xəzinəsindən borc götürməyə məcbur olurdu. Bəzi mə-

lumatlara görə, 1990-cı illərin başlanğıcında Amerika vergi ödəyicilərinin itkiləri 150 mlrd. dollar təşkil edirdi, lakin Amerika iqtisadiyyatının artım sürətini nəzərə alaraq, girov qoyulmuş əmlakın satışından və pis borclardan RTC daha çox vəsaiti olacağı gözlənilirdi. Beləliklə, itkilərin məbləği təxminən 100 mlrd. dollara qədər azalacaq (58). Belə bir məsələ qaldırılırdı ki, bu itkilərin bir hissəsini vergiödəyicilərdən sığorta haqlarını artırmaqla banklara ötürmək. Lakin bu təklif aparıcı banklar tərəfindən protest ilə qarşılandı (59).

Xəzinə vekselləri

Çətinliklərlə üzləşən kompaniyanın xilas alətlərindən biri də ona borc verməklə yanaşı, həmin kompaniyanın əmlakını girov qoymaq müqabilində qiymətli kağızların buraxılışıdır. (Lakin əvvəlki nümunələr göstərir ki, problemlər bütün bəzi əhatə etdikdə, hətta likvid qiymətli kağızların çoxu üçün məqbul qiymətə alıcı tapılmır). Qiymətli kağızlar xüsusi və ümumi olurdu. 1857-ci ildə Hamburqda hər iki tipdən istifadə olunurdu. 1763 və 1799-cu illərdə «dəniz vekselləri» mürəkkəb maliyyə yardımı sisteminin ayrılmaz hissəsi idi. 1793 və 1799-cu illərdə Böyük Britaniyada buraxılmış xəzinə vekselləri o zaman geniş yayılmışdı, 1811-ci illər emissiyası heç də ruhyüksəkliyi ilə qarşılanmadı, 1825-ci il buraxılışı isə tam müvəffəqiyyətsizliyə uğradı.

Coxlarının fikrincə, xəzinə veksellərinin buraxılışı ideyası ser Con Sinklneyrə məxsus idi, lakin təşəbbüs İngiltərə Dövlət bankı tərəfindən irəli sürülmüşdü. 1793-cü il aprel 22-də Sitinin liderləri böhranla mübarizə üsullarını tapmaq məqsədilə baş nazir Uilyam Pitt ilə görüşdülər. Böhran ölkənin 300 bankından 100-nün müflisləşməsi və əmtəə qiymətlərinin enməsi nəticəsində baş vermişdi. Ertəsi gün nümayəndələr dövlət köməyinin sxemini hazırlamaq üçün lord – merin iqamətgahında görüşdülər. Klepxemə görə, heç kəs bilmirdi ki, necə hərəkət etmək lazımdır. Müzakirə prosesində hökumət adından 3 mln. funt məbləğində xəzinə veksellərinin buraxılışı fikri meydana gəldi. Sonra bu məbləğ Parlamant tərəfindən 5 mln. funta qədər artırıldı. Bu qiymətli kağızların maliyyə əsasını ticarətçilərin gömrük anbarlarında depozitə qoyulan əmlak girovu təşkil etməli idi. Əlavə tədbir 5 funtluq

banknotların emissiyası olmalı idi, əvvəl banknotların minimal nominalı 10 funtdan ibarət idi. Bu da qızıl və gümüş sikkələrə qənaət etməyə imkan verirdi. Xəzinə vekselləri İngiltərənin Dövlət bankı tərəfindən deyil, xüsusi vəkil edilmiş orqan tərəfindən buraxılmışdı. 70 min funt məbləğində veksellər dərhal Mançesterə və həmin məbləğdə də Qlazqoya göndərildi. Makfersonun bildirdiyinə görə, yeni maliyyə aləti olduqca yaxşı işləyirdi. 338 firma 3 mln. funt məbləğində tələbatla müraciət etdi. Ümumiyyətlə, 228 firmaya 2,2 mln. funt verildi ki, bunlardan yalnız ikisi müflisləşdi. Çaxnaşma sakitləşdikdən sonra 1, 2 mln. funtdan çox məbləğdə veksellər dövriyyədən çıxarıldı (61).

1799-cu ildə Hamburqdakı çaxnaşmanın əks sədası Liverpula gəlib çatdı və xəzinə vekselləri yenidən işə düşdü. Parlament 500 min funt məbləğində veksellərin emissiyasına icazə verdi, hansı ki, bunlar yalnız Liverpulda istifadə edilə bilərdi və anbarlarda depozitə qoyulmuş 2 mln. funt dəyərində əmtəə ilə təmin edilmişdi.

Öz həllini tələb edən problem yenidən 1811-ci ildə baş qaldırdı. Dövlət kommersiya kreditləri məsələləri üzrə parlament komitəsi yaradıldı. Henri Tornton, Ser Con Sinkleyr, ser Tomas Barinq və Aleksandr Barinq onun tərkibinə daxil idi. Bir həftə sonra bu komitənin hesabatında Vest-İndiya və Cənubi Amerika ilə ticarət aparan idxalatçı və ixracatçıların acınacaqlı vəziyyətinin təhlili, həm də müharibə ilə əlaqədar Baltikaya göndərilməsi mümkün olmayan malların London anbarlarında toplanıb qalması faktı göstərilirdi. Komitə 6 mln. funt məbləğində xəzinə veksellərinin yeni emissiyasını keçirməyi məsləhət gördü. Bu təklif Latın Amerikası ilə ticarətin xeyli genişləndirilməsinə görə icmalar palatasında o qədər də sevinclə qarşılanmadı; müxalifət acınacaqlı vəziyyətdə olanlara ürəkyandırmaqla yanaşı, möhtəkirlərə yardım edilməsinin məntiqliliyinə şübhələnirdi. Sonralar ticarət nazirliyinə rəhbərlik edən Xaskisson bildirirdi ki, hətta adi kredit belə bəlaya səbəb olur.

Məgər centlmenlər görmür ki, öz kapitallarından kənara çıxmağa ehtiyat edən köhnə ingilis ticarətçiləri yerlərini ağılsız və israfçı möhtəkirlərə vermişlər? Bunlar da, kredit almaq imkanı əldə etməyə nə qədər dayanmayacaqlar. İndi kiçik kapitala malik bu adamlar öz qaydalarını müəyyənləşdirirlər; möhtəkirlik, hətta ən xırda ticarətə də yayılmışdır. Əgər təklif olunan yardım gələcək möhtəkirliyə istifadə

olunarsa, bu yalnız bəlanın miqyasını artırır, belə ki, daha 6 mln. bizim malların qiymətinin artmasına yönələcək (63).

Smart aparılan depatlar barədə ən tam hesabat verdi və göstərdi ki, çoxları təklif olunan tədbirləri tənqid edir, lakin tamamilə rədd etməyə cəsarətləri çatmırdı. Nəticədə təklif bir neçə düzəlişlə qəbul olundu. Emissiyaların həcmi 2 mln. funta qədər azaldıldı. «Lakin sıxıntılı vəziyyətdə az ticarətçi tapıldı ki, tələb edilən əmlak girovu qoymağa imkanı olsun, bundan başqa, belə yardım bazar təlabatının olmadığı bir şəraitdə əmtəə istehsalının artırılmasına yol vermirdi» (64).

Bank tənzimlənməsi və nəzarət

Bank fəaliyyəti üzərində ciddi tənzimləmə və məharət hesabına maliyyə böhranının qarşısını almaq mümkündürmü? Bəzi iqtisadçılar bu yanaşmanı müdafiə edirlər, digərləri isə dövlət nəzarətinin tam ləğvinə çalışırlar. Bank fəaliyyəti aspektlərinin böyük hissəsi bank əməlləri ilə nizama salınaraq müəyyənləşdirilib. Qaydaların bir çoxu isə banklar və tənzimləyicilər tərəfindən nəzərə alınmır. Banklar cari bazar qiymətləri üzrə öz kredit və investisiya portfellerinin yenidən qiymətləndirilməsini gündə (həftədə, ayda) aparmalıdır. Bank ehtiyatlarının həcmi «şübhəli borcların» silinməsinə nəzərə alınmalıdır. Ənənəvi qaydalara müvafiq olaraq, borclar üzrə itki artdıqda bank əlavə kapital cəlb etməli və ya öz fəaliyyətini dayandırmalıdır. Ənənəvi qaydalara riayət etməyə dair nümunə olaraq, borcların və əməllərin sığortası üzrə Federal korporasiyasının ödəmə qabiliyyəti olmayan 500 banka fəaliyyətini davam etməyi icazə verməsini göstərmək olar. Federal korporasiya ümid edirdi ki, gələcəkdə onlar öz kapitalını bərpa etmək üçün lazımınca gəlirli olacaq. Tənzimləyici funksiyaları yerinə yetirmək çərçivəsində Federal ehtiyatlar idarəsi bütün dünyada bank strukturunu möhkəmlətmək üçün 10 mərkəzi bankla əməkdaşlığa başladı ki, tədricən öz kapitalına qarşı eynitipli tələblərin bərqərar edilməsinə, daha sonra risklər əsasında bank kapitalının miqdarını müəyyənləşdirməyə nail olsun.

Bank kapitalının aktivlərdən və ya digər öhdəliklərdən asılılığı üzərindəki vurğu bir sıra bankları balansdan kənar əməliyyatlara məcbur etdi. Bu əməliyyatlarda banklar öz komisiyon haqqını qazanır, lakin burada iştirak edən aktivlər və passivlər təkcə haşiyə şəklində verilərək mühasibat balansında isə öz əksini tapmır. Mühasibat

balansından çıxarılmış bu sövdələşməyə faiz dərəcələri və valyuta svopları, fyuçers müqavilələri, opsiyonlar, anderrayter riskləri, repo sövdələri (zəmanətli qiymətli kağızların satışı) və s. daxil idi. Bütün bunları oprionlara və ya warrantlara aid etmək, aktivlərə və ya passivlərə daxil etmək, tələb olunan kapitalın hesablanması nəzərə almaq olar (65). Lakin bu, maliyyə bacarığı tələb edir.

Bank fəaliyyətinə qarşı tələblərin sərtləşdirilməsinə səbəb maliyyə eyforiyası dövründə baş verir ki, bu da maliyyə böhranı ilə qurtara bilər. ABŞ-da bankların fəaliyyətinə nəzarət sistemi cavabdehliyi Pul dövriyyəsi üzrə nəzarət idarəsi, Federal ehtiyat bankları və xüsusi dövlət bank müvəkkilləri arasında bölüşdürməyi təklif edir. Bununla yanaşı, nəzarət sistemində dəyişikliklər aparılmasının zəruriliyi haqda da fikirlər mövcuddur (66). «Tanınmış alman siyasətçi-bankirinin dediyi kimi, bölüşdürülmüş cavabdehlik – cavabdehliyin tamamilə yoxluğuna gətirib çıxarır» (67). Ağır dövrlərə düzgün hazırlıq uzun sürən sakit zamanlarda məqsədsiz itirilən vaxtı nəzərə almır. Bank rəhbərlərinin qeyri-peşəkarlığını böhran başlanana qədər aşkara çıxarmaq çətindir. İqtisadi bumlarda vaxtı nəzarət funksiyalarına systemsiz yanaşma təhlükəli qüsurların yaranmasına səbəb olur ki, bu da maliyyə eyforiyası məntiqi bitməsinə çatdıqda özünü göstərir. Bu vaxt nəzarət orqanları tez bir zamanda aşağıdakı qəti tədbirlərin qəbul edilməsi zərurəti ilə qarşılaşır: ləğv etmək, dondurmaq, zəmanət vermək, maliyyələşdirmək, birləşdirmək və ya digər qəza vasitələrindən istifadə etmək.

Müvəffəqiyyətin ziqzağı

Ağır vəziyyətdə olan bankın bəxtinin gətirməsi də mümkündür. Virt yazırdı ki, Hamburqda Kaufmann qardaşlarının bankı 1799-cu il böhranı dövründə qardaşlardan birinin öz nişanlığına göndərdiyi Hamburq şəhər lotereyası bileti 100 min marka məbləğində əsas mükafatı udanda müflisləşməyə yaxın vəziyyətdə idi. Sonra nişanlığı həmin nömrəni, əsas mükafatı 100 min markaya bərabər 50 min prus taleri olan Meklenburq hersoqluğunun lotereyası oyununa qoydu. O, bu dəfə də oyunu apardı və Brothers Kauffman bankı xilas olundu (68). Yəqin, global böhran probleminin həllini Las-Veqasda axtarmaq lazımdır?

SON MƏRHƏLƏNİN DAXİLİ KREDİTORU

«Mərkəzi bank işi sənəti» tədqiqat əsəri son iki yüz ildə son kreditor mərhələsinin inkişafına təkan oldu. Bu termin «dernier resort» fransız ifadəsindən əmələ gələrək «son sığınacaq» deməkdir və borc götürənə zəruri pul resursları tapmaq imkanı verən qanunla müəyyənləşdirilmiş orqanı göstərir. Bu termini ingilis dilinə tərcümə etdikdə, borc alan üçün imkanlar mənaqa kreditorların vəzifələrinə dəyişdirilib.

«Elastik pul təklifi» konsepsiyasına riayət edərək, son kreditor mərhələsi çaxnaşmanın qarşısını almaq üçün zəruri olan pul vəsaiti ilə təmin edərək, maliyyə bazarına yardım göstərməyə daim hazır vəziyyətdədir. Nə qədər pul vermək? Kimə? Hansı şərtlərlə? Nə vaxt?

Bunlar son kreditor mərhələsi qarşısında duran suallardır. İnvestorlar güman edir ki, pis vəziyyətdə olan banklara və bəzi digər borc alanlara yardım göstəriləcək. Bunun digər tərəfi ondan ibarətdir ki, borc alanlar sonrakı iqtisadi bum zamanı borc götürərkən daha az ehtiyatlı olacaq. Lakin qiymətli kağızların və xammal resurslarının şiddətli satışını başqa üsulla dayandırmaq mümkün olmadıqda, borc alanların səhv etməsi təhlükəsi ikinci plana keçir. İnvestorların aktivləri satmaqla öz itkilərindən yaxa qurtarmaq söyləri qiymətlərin enməsinə, həmçinin, bir çox sabit kompaniyaların müflisləşməsinə gətirib çıxarır.

Bununla yanaşı, son kreditor mərhələsinin zəruriliyinin qəbul edilməməsinə dair çoxlu nümunələr tarixə məlumdur. Napoleonun nazir-xəzinədarı Fransua Nikolas Molyen öz rəhbərinin, kontinental mühasirəyə görə zərər çəkən istehsalçıları qorumaq istəyinə qarşı çıxırdı. O, bildirirdi ki, bu istiqamətdə hərəkət etməyə başladıqda, xəzinə get-gedə dərinə batacaq (1). 1848-ci ildə Fransanın maliyyə naziri vəzifəsini tutan Lui-Antuan Qarnye - Paj sonralar sübut etməyə çalışırdı ki, əziyyətlərin müddətini qısaltmaq üçün böhranı tezləşdirmək faydalıdır: «Rentanı saxlamaq üçün heç nə etməyin, səhmləri

və malları satıb qurtarın». O, qeyd edirdi ki, dəqiq strategiyanın mövcudluğu Fransanın 1850-1852-ci illər ərzində bərpasına öz təsirini göstərdi (2). Myurrey Rozbardın fikrincə, «səbatsız mövqelərə hər hansı yardım likvidasiyanı təxirə salaraq, vəziyyəti daha da pisləşdirir» (3). Bu mövzuya dair ən kəskin fikir Herbert Spenserə məxsusdur: «İnsanların ağılsız əməllərinə yardım edilməsinin son nəticəsi axmaqlarla məskunlaşmış dünya olacaq» (4). Darvin dövründə belə bir şərh təəccüblü deyil.

Anlayışın əmələ gəlməsi

Mərkəzi bankların əmələ gəlməsi iqtisadçıların hesablaması ilə deyil, bazarın tələbinə uyğun baş verirdi. Eşton göstərirdi ki, İngiltərənin Dövlət bankı hələ XVIII əsrdə artıq son kreditor mərhələsi idi. Lakin onun digər fikrinə görə «əvvəllər böhranla mübarizə vasitələri iqtisadçılar tərəfindən hazırlanırdı, onlar belə bir qərara gəldilər ki, bu vasitəni yaratmaq gücünə monetar hakimiyyət (İngiltərə Dövlət bankı və ya bilavasitə hökumət) malikdir. Məhz onlar bankirlərin, ticarətçilərin və bazar adamlarının qəbul edəcəyi qiymətli kağızların təcili emissiyasını keçirə bilsin. Bu, həyata keçirilən kimi çaxnaşma sakitləşdi» (6).

Pul-kredit hakimiyyətinin ali orqanının - mərkəzi bank və ya hökumət olduğuna dair o dövrdəki şübhə bu gün də həll olunmayıb. Odur ki, 1700-cü illərdə artıq İngiltərə Dövlət bankının son kreditor mərhələsi rolunu oynadığını birmənalı israr etmək olmaz. İ.V.Morqanın dediyinə görə, İngiltərə Mərkəzi bankının səlahiyyətləri 1793, 1799 və 1811-ci illərdə xəzinə veksellərinin emissiyasını keçirən hökumətin işi ilə məhdudlaşdırılmışdı. Mərkəzi bank isə «nəzəriyyəçilərin qəti etirazına baxmayaraq», tədricən XIX əsrin birinci yarısında son kreditor mərhələsinin funksiyalarını öz üzərinə götürürdü (7). Fransa Bankı da təxminən belə bir təkamül yolu keçmişdir. 1833-cü ildə general-konsulların çoxu Xottingerin ingilis modelini qəbul etmək ideyasını və Odiyerin təmamilə yeni siyasət hazırlanmasının zəruriliyi haqda fikrini rədd etdilər və qərara gəldilər ki, Fransa Bankının əsas vəzifəsi fransız frankını müdafiə etməkdən ibarət olmalıdır. Kapitalın getməsi bəla ilə nəticələnməməlidir. Faiz dərəcələri süni surətdə

azaldılmamalıdır, yoxsa bu, sonrakı böhranı gücləndirən amilə çevrilər və möhtəkirlərə yardım göstərər. Böhran başladığı təqdirdə Mərkəzi bank böhran dalğasını qırmaq və onun müddətini azaltmaq məqsədilə bazarı kifayət qədər ucuz pullarla təmin etməlidir (8).

1873-cü ildə Beycxotun «Lombard küçəsi» kitabı işıq üzü görənə qədər nəzəriyyəçilər Mərkəzi bankın iqtisadi roluna uzun müddət əhəmiyyət vermirdilər. Lakin ser Frensis Barinq hələ XVIII əsrin sonunda bu ideyaya diqqət yönəldirdi (9). Torntonun «Kağız kredit» klassik əsərində ingilis banklarının maliyyə problemlərinə həsr edilmiş diskussiyanın doktrinası və əks arqumentləri verilmişdir (10). 1875-ci ildə banklar emitentlər üzrə xüsusi parlament komissiyası qarşısında çıxış edən Beycxot Barinq və Torntonun deyil, David Rikardonun dəlillərinə əsaslanırdı. «Rikardonun formalaşdırdığı ortodoks doktrina ondan ibarətdir ki, çaxnaşmanın genişlənməsinin müəyyən mərhələsində qanuni ödəmə vasitələrinin emissiyasına qoyulmuş bütün məhdudiyyətlər götürülməlidir» (11). Öz tərəfindən Beycxot 1848-ci ildə ilk dəfə nəşr etdirdiyi məqalədə şəxsi fikirlərini aydın formalaşdırdı. Məqalədə o, 1844-cü il bank aktının 1847-ci ildəki çaxnaşma vaxtı dayandırılmasının şərhini verdi.

Pul dövriyyəsinin xüsusi metal sisteminin ciddi qüsuru gözlənilmədən baş qaldıran tələbatı ödəyə bilməməsindən ibarətdir... İndi kağız pullar qeyri-məhdud miqdarda dövriyyəyə daxil ola bildiyi bir zamanda tələbatın qəflətən artmasına cavab olaraq, kağız pulların emissiyasının aparılması prinsipinə qarşı keç kəsdə etiraz doğurmur. Emissiyalar aparmaq hüququ banknota sui-istifadə üçün cəlbədicə imkanları özündə gizlətməyə yol açır. Bu hüquqdan nadir hallarda istifadə edilə bilər (12).

Bununla yanaşı, bəzi analitiklər bu doktrinaya qarşı çıxmağa davam edirlər və yüksək elmi dairələrdə problemin hər iki tərəfini göstərən mübahisələr bitmir. Nəyə görə daha çox narahat olmaq lazımdır, başlanan çaxnaşmaya və ya arxasınca gələn buma görə, mövcud şərtlərə və ya prinsiplərə görə? «Elə dövrlər olur ki, əvvəllər müəyyənləşdirilmiş qaydalar pozula bilməz; elə də olur ki, təhlükəsizlik məqsədilə bu qaydalar ləğv edilməlidir» (13). Dilemma ondan ibarətdir ki, hər bir qaydanın sınıması yeni presedent və yeni qaydanı

yaradır. Pul məktəbinin görkəmli nəzəriyyəçisi lord Overstoun böhran dövründə pul kütləsinin genişləndirilməsinə qarşı fəal iştirak edirdi, lakin meylsiz olaraq boynuna alırdı ki, çaxnaşma bütün hökumətlərin malik ola bilməli hakimiyyət müdaxiləsindən istifadə etməyi tələb edə bilər (14). Öz fikrini təsdiq etmək məqsədilə o, aşağıdakı parlaq metaforanı nümunə gətirirdi: «Qədim şərq zərb məsəlində deyildiyi kimi, öz yolunda şəhərləri bütöv yuyub aparan selin başlanğıcı olan bülağı bizlə tıxamaq olar» (15). Fridman və Şvarts son kreditor mərhələsi doktrinasına qarşı oxşar münasibətdə idilər və bu mövzuya dair məcazi fikirləri vardı:

Tarixdə yer tutan hər bir bank böhranı göstərir ki, vəziyyət bir və ya bir neçə şəxsiyyətin öz üzərinə cavabdehlik və liderlik götürmək arzusundan asılıdır. İqtisadi böhranda kummulyativ prosesin xüsusiyyətlərinin əlamətləri olur. Ona müəyyən edilmiş sərhədlərdən kənara çıxmaq imkanı verin və müəyyən müddət ərzində o öz inkişaf enerjisi ilə qidalanacaq... Fakt budur ki, uçuşun başlamasına səbəb olan bir daşın qarşısını almaq çox güc tələb etmir, bu, o demək deyilmi ki, başlanan uçuşun nəhəng miqyaslı olmayacaq (16).

Dilemma ondan ibarətdir ki, çaxnaşmanı saxlamaq üçün Mərkəzi bank bazara tələb olunan pul vəsaitini verərkən, eyni zamanda, bazar iştirakçılarını öz ixtiyarına buraxmalıdır ki, gələcəkdə çaxnaşmanın yaranması ehtimalını azaltsın. Hər halda real gerçəklik naməlum gələcəkdən üstündür, bu gün sabaha qalib gəlir.

1844-cü il bank aktı pulun müəyyənləşdirilmiş təklifi konsepsiyasına əsaslanan Pul məktəbinin qələbəsinə təmsil edirdi. Bank məktəbi isə ondan fərqli olaraq hesab edirdi ki, pul kütləsi ticarət dövriyyəsinin böyüməsinə müvafiq artmalıdır. Hər iki məktəb uzunmüddətli perspektivləri nəzərdən keçirirdi və heç biri pul kütləsinin artmasını müvəqqəti böhrana qarşı tədbir kimi bəyənmirdi. Bank aktının təhlili zamanı böhranlı vəziyyətdə onun yerinə yetirilməsinə moratori qoyulması haqda təklif qəbul edilmədi. Lakin 1847-ci il və 1857-ci il hadisələrindən sonra bank aktının dayandırılması labüd olduqda, Parlamentdə bu qanunvericilik aktında dəyişikliklər aparmağa dair debatlar keçirilirdi. Hər iki halda son nəticə ondan

ibarət idi ki, qanuna onun fəaliyyətini dayandıran normanı daxil etmək yolverilməzdir. 1857-ci ildə son mərhələyə böyük məbləğdə pul vəsaiti axtarışı məqsədilə müraciət edən dəllallarına bildirildi ki, gələcəkdə belə təcrübənin təkrarına ümid etməsinlər (17). Nəticədə, qüvvədə olan qanunvericilik normasının pozulmasının mümkünüyü prinsipi elə möhkəmləndi ki, 1866-cı ildə bank aktının fəaliyyətinin növbəti dayandırılmasından sonra bu məsələ üzrə heç bir yeni parlament debatları olmadı.

1850-ci illərdə Celliko və Çepmen İngiltərə Dövlət bankının uçot dərəcələrinin tənzimləmə qaydalarını riyazi formulalara əsaslanaraq bilavasitə qanuna daxil etmək üçün təklif verdi. Cavab olaraq Vud onları Dövlət bankının real fəaliyyəti və onun istifadə etdiyi metod və prosedurlar haqda heç bir təsəvvürləri olmadığına görə tənqid etdi (18). 1875-ci ilin iyununda maliyyə naziri vəzifəsini tutan Robert Lav Parlamentdə baxılmaq üçün düzəlişlər təqdim etdi. Bunlara əsasən qiymətli kağızlar əvəzinə İngiltərə Dövlət bankının banknotlarının miqdarını müvəqqəti olaraq artırmağa (çaxnaşma daxil olmaqla müəyyən gözlənilməz şəraitdə), bankın uçot dərəcəsini 12%-dən yuxarı qaldırmağa və etibarlı xarici valyutalardakı ehtiyatları artırmağa yol verilir. Təklif olunan düzəlişlərə baxılması üçün birinci və sonuncu oxunuş iyunun 12-də oldu. İyulda düzəlişlər geri götürüldü (19). Sərt qaydalar onlara riayət etməmək üçün qoyulmuşdu. Uolter Beycxot guman edirdi ki, İngiltərə Dövlət bankı çaxnaşma müddətində ölkənin maliyyə sisteminin saxlanılması üçün zəruri pul ehtiyatlarının toplanması qeydinə qalacaq. Dövlət bankının keçmiş rəhbəri mister Xenki buna belə cavab verdi: «İngiltərə Dövlət bankının əsas funksiyalarından birinin bankirlərin öz kapitalı bitdikdə, onları pul vəsaiti ilə təmin etməkdən ibarət olması fikri, Böyük Britaniyanın pul – kredit və ya bank sahəsinin təşkilinə dair söylənilənlərin ən ziyanlısıdır (20). Lakin bu məsələdə bazar iştirakçıları Beycxotun tərəfini tutdu. Əgər iqtisadi bumlar zamanı kreditin böyüməsinin miqyasını nəzarətdə saxlamaq mümkün deyilsə, onda böhran dövründə kredit kütləsinin azalmasını dayandıran tədbirlər görmək lazımdır.

Kim son kredit instansiyası hesab edilir?

Xəzinənin öz veksellərinin emissiyası vasitəsilə və ya İngiltərə Dövlət bankının aparıcı rolu üzərinə götürərək zəruri halda, hətta 1844-cü il bank aktı normalarını pozaraq çaxnaşmaya qarşı mübarizə aparması məsələsi Böyük Britaniyada hələ də aydınlaşdırılmayıb. Bu suallara dəqiq cavab olmadığı ilə yanaşı, hökumətin zərər çəkənlərə vaxtında kömək edəcəyi də hələ naməlumdur. Böyük Britaniyada son kreditor mərhələsinin funksiyalarının yerinə yetirilməsi üçün heç bir formal şərait və qaydalar mövcud deyildi, həmçinin, məhz hansı idarənin bu funksiyaları öz üzərinə götürəcəyi haqda göstərişdə yox idi. 1825-ci ildə Xəzinə bu hadisələrdən kənarda idi və İngiltərə Dövlət bankı maliyyə xilaskarı roluna təyin edildi. Vəzifəli şəxslər buna «məcburi razılıqlarını» verdi (21). 1890-cı ildə Dövlət bankı və ya Xəzinənin alətlərinin əvəzinə qarantiyalar istifadə edilirdi. Dövlət bankının böhrana qarşı tədbirlər qəbul etməsinə görə məsuliyyəti get-gedə daha aşkar görünürdü. Bu da Alfred Marşallı «İngiltərə Dövlət bankının idarə heyətinə indi həm vətəndə, həm də bütün dünyada ingilis biznesinin təhlükəsizliyi üzrə komitə kimi baxılır» - yazmağa məcbur etdi (22).

1830-cu illərdə Fransa Bankı böhranla mübarizədə müəyən məsuliyyət daşması ilə razılaşdı, lakin öz funksiyalarına daha geniş kontekstdə baxırdı. Banknotların emissiyasının vahid mərkəzinin məsuliyyəti ona 1848-ci ildə regional bankların iflasına yol vermək və sonra onlardan filiallar (comptoirs) yaratmaq hüququ verirdi. Belə ki, fransız regionları daim narahat Parisin gözlənilməzliyindən ehtiyat edirdi. Onlar öz regional bankları üçün banknot buraxılışı üzrə imtiyazlar əldə etmək istəyirdi. Onların fikrincə, Paris böhran dövründə vəziyyətdən əyalətlər hesabına çıxacaq. 1848-ci ildə Qavr Bankı sənayeçilərə, o cümlədən, o dövrdə qiyməti düşmüş pambıq idxalçılarına olduqca çox likvidsiz borclar verdiyinə görə ciddi problemlərlə qarşılaşdı. 1948-ci ilin fevralında Qavr bankının nümayəndələri Parisə səfər etdi. «Onlar məyus qayıtdı. Fransa bankı amansız idi» (23). O, əmlakın girovuna zəruri maliyyə köməyindən imtina etdi: «nizamnaməyə görə kənar banklara kömək etmək qadağandır, siz isə filial statusunu qəbul etməkdən imtina etdiniz».

Fransa bankı regional bankları ləğv etmək lazım olduğu zaman nizamnamədəki qadağaları yada saldı. Şevalye qeyd edirdi ki, Jak Lafitin rəhbərliyi altında Fransa bankı 1810 və 1818-ci illərdə, həmçinin, 1826-cı ildə ticarət əməliyyatlarına kömək etməyə təşəbbüs göstərirdi. Lakin 1831-1832-ci illər böhranı dövründə onun hərəkətləri artıq qətiyyətli deyildi (25). İnqilabdan sonra 1830-cu ildə yerlərdə maliyyə sabitliyi məsələləri regional hakimiyyətə həvalə olundu. Öz işini düzgün, lakin bir qədər ağılsız aparan regional bank əyalət böhranının baş qaldırmasına səbəb oldu. Parislə məsləhətləşmədən sonra yerli rəhbərlik öz şübhəli kağızlarını diskont etməyi öhdəsinə götürdü. Tyerin dediyinə görə «ictimai maraqlar öz yetkinliyinə görə maliyyə naziri M.Luinin fikirlərindən üstün idi», bu da bankın iflasının qarşısını almaqla müsbət nəticələndi (26).

Fransa bankı bankların emissiyası üzrə monopolist hüquq aldıqdan və regional bankları öz şöbələrinə çevirdikdən sonra son kreditör mərhələsinin funksiyalarını yerinə yetirməyə başladı. Onun nizamnaməsi üç imzadan az olmayan vekselləri nəzərə almağa icazə verirdi. Kağızların qəbul edilə bilən növünün yaranması məsələsi buradan ortaya çıxdı. Fransada 60 filial (comptoirs d'escompt) və çoxlu həmfiliallar yarandı ki, bunlar əmtəə ehtiyatları qəbul edə bilirdi və bu girova görə qiymətli kağızlar buraxırdı. Komersantın, həmfilialın və filialın imzası ilə Fransa Bankı bu kağızı diskont edə bilərdi, beləliklə, likvidlik probleminin həllində imkan yaratmış olurdu. Bischoffsheim & Goldschmidt-dan olan Lui Rafael Bişoffşeym üç imza tələbini istehza ilə qarşılayırdı: «sayın əhəmiyyəti yoxdur. 3 yox, lap 10 pis imza toplamaq olar, şəxsən mən 20 pis imza-dansa, 1 yaxşı imzanı daha üstün tuturam» (27). Böhrandan sonra bir çox filiallar adi banklara çevrildi. Bu qrupdan olanlardan ən məşhuru Comptoir d'Escompte de Paris ölkənin aparıcı bankları sırasına daxil oldu (28).

1868-ci ildə Pereyr qardaşlarının Credit Mobilier-i xilas olunmadı. Bu zaman Fransa bankı onun kağızlarını hesaba almaqdan imtina etdi. Buna Rotşıldlərin vaxtilə onlara işləmiş Pereyr qardaşlarına qarşı qisası kimi və ya 1860-cı ildə İtaliyanın Savoya əyalətini Fransaya verdikdən sonra Banque de Savoie emissiya bankını Fransa bankına vermədiyinə görə cəzası kimi baxmaq olar. Bu, həm də

Mərkəzi bankın ödəmə qabiliyyəti olmayan bank idarəsini xilas etməyə qarşı tamamilə normal rədd cavabı idi. Məsələn, Kameron Fransa bankını Pereyr qardaşlarına qarşı partizan müharibəsi aparmaqda və 1830-cu illərdə yenidən baş qaldıran Rotşild – Peryer münaqişəsində Rotşildlərin marağını güdməkdə günahlandırır.

Fransa bankı və Paris bankirləri 1882-ci ildə Union Generale iflası zamanı da köməyə gəlmədilər. Lakin yeddi il sonra Comptoir d Escompte de Paris xilas edildi. Fransa bankının tənqidçiləri belə seçiciliyi Mərkəzi bankın vəzifəli şəxslərinin satqınlığı ilə izah edirlər. Digər fikrə görə yeddi il ərzində ölkənin ikinci böyük bankının ikinci dəfə müflisləşməsi fransız bank sistemini tamamilə dağıda bilərdi, odur ki, maliyyə naziri Ruvye Fransa bankı və Paris bankirlərinin Comptoir d Escompte üçün 140 mln. frank məbləğində xilas fondu yaratmaq haqda lazımi tədbirlər gördü (32).

Union General ilə əlaqədar məsələdə aparıcı Paris bankları 1881-ci ilin avqustunda möhtəkirlik əməliyyatlarında iştiraklarını dayandırdılar, gələn ilin yanvarında Union General-ın iflasından sonra bankın xilası üçün deyil, rahat ləğvi üçün 18, 1 mln. frank ayırdılar (33). Nə qədər ki, maliyyə hakimiyyəti Rotşild və Xotinqerin rəhbərlik etdiyi, Comptoir d Escompte və Societe General bankları daxil olan konsorsiumun əlində cəmləşmişdi. Fransa bankı ölkənin özəl və depozit banklarından seçilmirdi.

1763-cü ildə Prussiyada son kreditor mərhələsi kral idi. 1848-ci ildə müxtəlif dövlət nümayəndəlikləri , o cümlədən, Prussiya bankı, Prussian Seehandlung (daha bir dövlət maliyyə idarəsi) və Prussiya lotereyasının keçirilməsi üzrə cavabdeh agentlik Schaaffhausen Köln bankının aksioner banka çevrilməsinə razılıq verməzdən əvvəl ona kömək etməyə çalışırdı. Mərkəzi bankın olmadığı 1763, 1799 və 1857-ci illərdə Hamburq şəhər hökuməti, ticarət palatası, banklar və digər maraqlı orqanlar birgə xilasetmə əməliyyatlarında yaxından iştirak edirdi.

Hansı maliyyə orqanı son kreditor mərhələsi hesab oluna bilər sualına cavab axtarılmasında ABŞ-ın təcrübəsi daha maraqlıdır. First Bank of the United States, sonra isə Second Bank of United States belə olduğuna dair fikirlər ayrılırdı, baxmayaraq ki, onların adı xüsusiyyətlərini göstərirdi. Müxtəlif vəziyyətlərdə Amerika Xəzinəsi

cürbəcür alətlərdən istifadə edərək bankların köməyinə gəlirdi: gömrük qeydlərinin aksepti (1792), problemli banklarda hökumət fondlarının depozitə qoyulması (1801, 1818 və 1819), kommersiya banklarının ABŞ Bankı ilə sikkələrlə hesablaşmasına dair tələblərin yumşaldılması (1801) (34). 1833-cü ildə Second Bank of United States nizamnaməsinin qeydiyyatını yeniləşdirməyə imtina etdikdən sonra Amerika Xəzinəsi öz üzərinə daha böyük qayğı götürdü, belə ki, 1845-ci ildə qəbul edilən qanuna görə Xəzinə öz fondlarını banklardan kənar saxlayırdı. Böhran dövründə, həmçinin mövsüm amilləri ilə əlaqədar lakvidliyin azlığı müddətində Amerika Xəzinəsi faizlərin vaxtından əvvəl verilməsini və borcların ödənilməsini, bank depozitlərinin açılmasını, hökumət depozitləri üzrə əmlak girovu kimi hökumət istiqrazlarından başqa digər qiymətli kağızları qanun tələblərinin pozulması hesab edərək qızıl və gümüş alqı-satqısı aparırdı. Mövsümi və digər problemlərlə qarşılaşan banklar maliyyə nazirinə kömək üçün müraciət etməyə başladı. 1872-ci ildə baş verən iflas zamanı maliyyə naziri Corc S.Bautvell banknotların təkrar emissiyasını, bəlkə də qanunsuz olaraq keçirməklə son kreditor mərhələsi rolunda çıxış etdi. Onun davamçısı Uilyam Riçardson bir il sonra eynilə hərəkət etdi.

Amerika Xəzinəsinin pulları depozitlərə yerləşdirməyə və əvvəlki dövrlərdə toplanmış nağd artıqları dövrüyyəyə buraxmağa ixtiyarı vardı, lakin pul emissiyası aparmağa hüququ çatmırdı. Odur ki, Xəzinə əgər qabaqcadan nağd pul ehtiyatları yaratmırdısa, son kreditor mərhələsi sayıla bilməzdi. 1907-ci ildə ehtiyatları tükənən Xəzinə yeni istiqrazlar – 50 mln. dollar məbləğində Panama kanalı istiqrazlarını və 100 mln. dollar məbləğində 3% -li borc sertifikatlarını nağd pulları yığmaqda ona kömək edəcəyinə ümidlə buraxdı. Nəticədə, Böyük Britaniyadan 100 mln. dollardan çox kapitalın axını hesabına böhranın qarşısı alındı (36). Bundan başqa, böhranla mübarizədə istifadə olunan alətlər bir çox hallarda dar ixtisaslaşdırılmış xarakter daşıyırdı. 1857-ci il böhranı dövründə federal hökumətin işinin təhlili göstərir ki, o, effektiv müdaxiləyə qadir deyildi və bazar iştirakçıları, banklar da daxil olmaqla böhran qarşısında rəhbərsiz qaldı (37). Əslində iri valyuta müdaxiləsi çox tez aparılmışdı.

Amerika Xəzinəsinin müdaxiləsinin nəticələri bazarı özü-özünü tənzimləməsi barədə məsələni ortaya qoyur. 1910-cu ildə Oldric

komissiyası üçün milli bank sisteminin böhranlarının tarixi tədqiqatlarını aparmış Şpruq hesab edirdi ki, banklar zəmanət verməlidir ki, tələbi ödəmək üçün ehtiyatları lazımi miqdardadır (38). Lakin Şpruq göstərmirdi ki, məhz hansı banklar bu məsuliyyəti öz üzərlərinə götürməlidir və ya nə üçün onlar qanunvericilikdə nəzərdə tutulmayan vəzifələri yerinə yetirməlidir. Buna vəziyyət məcbur edir? Yoxsa peşəkarlıq borcu? Şpruqun aşağıda veriləcək müddəaları bəzi Nyu-York banklarının bütöv sistemin sabitliyini saxlamaq üçün məsuliyyət daşımali və buna müvafiq olaraq digər banklardan seçilməsi fikrini aydınlaşdırır.

1873-cü il böhranından əvvəlki dövrdə, demək olar ki, bütün depozitlər Nyu-York banklarının 50-dən təxminən 15-də toplanmışdı, belə ki, bu bankların 7-də depozitlərin 70%-dən 80%-ə qədəri yerləşirdi. Bu yeddi bank ölkənin kredit sisteminin qənaətbəxş işinə görə birbaşa məsuliyyət daşıyırdı (Nyu-York hesablama palatasının 1873-cü il 12 noyabr tarixli hesabatından səh. 15).

Unutmaq lazım deyil ki, inkişaf etmiş bazar iqtisadiyyatı olan digər ölkələrdə mövcud hər hansı mərkəzi maliyyə orqanı olmadıqdi, maliyyə böhranları zamanı assosiasiyalı banklar son xilasətmə vasitəsi olduğundan milli inkişaf məhz onların sabitliyindən asılıdır (səh.95).

1890-cı ildə biz öz bank sistemimizin fundamental xasiyyətnaməsini aldıq. Buna əsasən nəticə çıxarmaq olar ki, fəvqəladə pul tələbatı şəraitində milli bankların ehtiyatları istifadə olunmayan aktivlər olur. Əldə etdiyimiz təcrübə göstərir ki, işgüzar dairələr başa düşməlidir ki, digər bankların ehtiyatlarının cəlb olunması zəruridir (səh.147).

Nyu-York bankları, adətən öz əməliyyatlarını aparmaq üçün lazım olduğundan artıq əlavə ehtiyatlar toplamır (səh.153).

Əgər aparıcı banklar qabaqcadan böyük ehtiyatlar yaratmağın qeydinə qalsaydı, xarici bankların, trast kompaniyaların və xarici kreditorların borclarının sinxron ixtisarı təhlükəsi tam aradan götürülə bilərdi (səh. 230).

Öz mövqələrini saxlamaq üçün lazımi qədər maliyyə ehtiyatları olan aparıcı bankların müflisləşməsi, problemin digər aspektinin mövcudluğunu göstərir. Baxmayaraq ki, 1907-ci il böhranının başlanmasının dəqiq tarixi qabaqcadan deyilə bilməzdi, təhlükə bir neçə ay ərzində böyüyürdü. Bu proses elə aydın inkişaf edirdi ki, bütün bankların və bazarın digər iştirakçılarının bununla əlaqədar profilaktiv tədbirlər görməsi yerinə düşərdi (s. 236-237).

Xarici banklar bazarın vəziyyətinə görə məsuliyyət daşımır, onlar təhlükə hiss etdikdə və ya öz fondlarını başqa yerə köçürmək zərurəti baş verdikdə kənara çəkilirlər. Odur ki, yerli banklar borcların bir hissəsini öz üzərlərinə götürməyə daim hazır olmalıdır və maliyyə bazarını nağd pulla təchiz etməlidir (s. 239).

Şübhəsiz, bizim pul bazarının zəifliyini göstərən hal ondan ibarətdir ki, nüfuzlu kredit idarələrini özlərinin və həm də milli iqtisadiyyatın xeyri üçün məcbur etməyin vacibliyidir (s. 255).

Nyu-York bankirlərinin çoxu pul bazarında xarici bankların aldıkları borcları öz üzərlərinə götürməyi ağılsızlıq hesab edirlər. Lakin yadda saxlamaq lazımdır ki, belə borclar imtiyazlarla kompensasiya edilir, belə ki, Nyu-York bankları bunu öz xüsusi mövqeyinə görə alır. London ona görə üstün mövqedədir ki, başa düşür ki, hər an ona verilən fondları götürə bilir. Nə qədər ki, hər hansı pul tələbatını ödəmək qabiliyyətinə malik olmadığından Nyu-York özünü daxili maliyyə mərkəzi hesab edə bilməz (s.273-274).

Şpruq güman edirdi ki, bazarın stabilizatora ehtiyacı var və banklar nağd pul ehtiyacı olduqda onlara köməklik edən Amerika Xəzinəsindən asılı qala bilməz. İri banklar pul tələbatının mövsümlə əlaqədar artmasına və xarici bankların öz depozitlərini ləğv etməsinə hazır olmalıdır. Məsuliyyəti heç də bütün Nyu-York bankları deyil, yalnız depozitlərinin əhəmiyyətli hissəsini xarici əmanətlər təşkil edən banklar və ya fond bazarında fəal əməliyyatlar aparan banklar, ya da Nyu-York hesablama palatasının əsas üzvləri daşılmalıdır.

Nyu-Yorkun aparıcı bankirləri, öz növbəsində, başqa nəticələrə gəlmişlər: onlar guman edirdilər ki, yaranan çətinliklər pul kütləsinin lazımı qədər elastik olmamasının nəticəsidir ki, onları Bank məktəbinin tələsinə salıb. Real öhdəliklərin doktrinası bu ideyaya əsaslanır ki, daxili və xarici ticarətin gedişi prosesində həyata keçən ticarət vesəlləri əsasında pul kütləsinin genişlənməsi və daralması inflasiya xarakteri daşımır və bankların bu veksəlləri hesaba alması, mərkəzi bankın təkrar hesablamasına əsasən zəruri elastikliyə malik olacaq. Bu doktrinanın ədalətliyinə şübhə yox idi: «maliyyə qanunları da, fizika qanunları qədər öyrənilmiş, bir o qədər də fəaldırlar» (39). Frenk Vanderlip, Mayron T.Xerrik, Uilyam Barret Riceli, Corc Roberts, Ayzek N.Silicmen və Cekob Şiffin 1907-ci il çaxnaşmasından aldıkları dərslər - ölkə üçün elastik milli pul sistemini idarə edən Mərkəzi bankın zəruriliyindən ibarət idi (40).

Müxtəlif institutlar arasında maliyyə məsuliyyəti dərəcəsinin bölüşdürülməsi ilə əlaqədar qeyri-müəyyənlik faydalı ola bilər, belə ki, naməlumluq bankirlərə böhran şəraitində xaricdən zəruri olan yardım gözləmək hissini itirməyə kömək edirdi. Böyük Britaniyada belə qeyri-müəyyənlik son kreditör mərhələsi üçün formal göstərişlərin olmaması ilə əlaqədardı, lakin bununla yanaşı onlar böhran dövründə meydana çıxmalı idi. Britaniya hökumətinin məmurları və Mərkəzi bankın bankirləri hesab edirdilər ki, maliyyə bazarının xilasını üçün məsuliyyət bütövlüklə İngiltərənin Dövlət Bankının, hökumətin üzərinə qoyulmadıqda, bu ən optimal variant hesab edilə bilər (41). Əgər bu vəzifə konkret idarəyə formal olaraq həvalə edilsə, bu idarəyə böhrandan zərər çəkmiş əhəlinin təzyiqinə davam gətirmək çox çətin olar (42).

Bu məsuliyyəti icraçı qrupun üzvləri arasında optimal bölünə bilər ki, onlar möhtəkirlərin təzyiqini qəbul edərək birgə dəf edə bilsinlər. Nümunə olaraq, 1975 və 1976-cı illərdə Nyu-Yorkdakı vəziyyəti göstərmək olar. Bu zaman Nyu-York məmurları, bankirləri və federal hökumət nümayəndələri elə də bir fikrə gələ bilmədilər ki, məhz hansı idarə son kreditör mərhələsinin öhdəliklərini öz üzərinə götürə bilər. Bu da Baffalo, Boston, Filadelfiya və digər şəhərlərdə böhrandan xilas üçün yerli orqanları öz söylərindən istifadə etməyi dayandırmağa vadar etdi. Son nəticədə Nyu-Yorkun maliyyə sahəsinin xilasını üçün zəruri tədbirlər qəbul edildi.

Bonellinin 1907-ci il italyan böhranı haqda hesabatı yaranmış dolaylıqlığın təsvirindən ibarətdir. Societa Bancaria Italiana bankının iflası kiçik maliyyə, kommersiya və sənaye kompaniyalarına toxundu. İri bankların konsorsiumu yardım fondu təşkil etdi. İtaliya bankı böhranın ilk mərhələsində artıq bu problemin həllində yaxından iştirak etdiyindən, maliyyə öhdəlikləri ilə həddindən artıq yüklənmiş oldu. Nəhayət, İtaliya bankının sədrinin inadlı çağırışlarından sonra Xəzinə köməyə gəldi və dövlət borc öhdəlikləri üzrə faizləri vaxtından əvvəl ödəməklə likvidlik böhranını uzadmış oldu. Bonelli bu epizodda İtaliya bankının və hökumətin fəaliyyətinin qətiyyətsizliyinin və uzlaşmamasının nümayişini, həm də Turin, Genuya, Milan və Roma maliyyə institutlarının nümayəndələri arasında birliyin olmamasını görürdü (43).

Məsuliyyətin dəqiq bölünməməsi həm də onunla əlaqədar idi ki, 1846-cı ildə İcmalar Palatasının komitəsi «gələcək maliyyə vəziyyətini qabaqcadan görməyin mümkün olmadığını» bildirdi. Beləliklə, «hökumətə konkret böhran vəziyyətində tədbirlər hazırlaması üçün vaxt ayıran orqanın üzərinə məsuliyyəti qoymaq daha məqsədəuyğun idi» (44). 1844-cü il 4 iyun tarixli bank aktının qəbul edilməsi ilə əlaqədar ser Robert Pil demişdi:

Mən tam əminəm ki, biz mümkün olan bütün qanunvericilik tədbirlərini qəbul etdik ki, bunlardan təkrar pul böhranına qarşı səmərəli istifadə etmək olar. Bütün ehtiyat tədbirlərinə baxmayaraq, böhran baş verə bilər; əgər bu zaman öz üzərinə ciddi məsuliyyət götürmək lazım gələrsə, mən bildirirəm ki, belə adamlar tapılar (45).

Öz üzərinə məsuliyyət götürmüş belə adamlardan biri nəticədə ciddi pisliliklə qarşılaşdı. 1920-ci illərin sonunda Nyu-Yorkun Federal ehtiyatlar bankının sədri vəzifəsini tutan Corc Xarrison 1929-cu ilin oktyabrında Fond birjasının iflası zamanı geniş diskont pəncərəsi açmağı qərara aldı. Vaşinqtonda idarə heyətindən aldığı instruksiyanı pozaraq, o, oktyabrda açıq bazarda 160 mln. dollar, noyabrda isə 210 mln. dollar məbləğində hökumət istiqrazlarını aldı. Hələ Bencamin Stronqun (1928-ci ildə vəfat etmiş) rəhbərliyi altında olarkən Vaşinqtondakı İdarə heyəti Nyu-York bankının özbaşınalığına qarşı narazılığını bildirmiş və Xarrison riskli qərarlar qəbul edərkən onu

itaətə məcbur etməyi vacib hesab etmişdir. Son kreditor mərhələsinin mövcudluğuna dair ikimənalı münasibət, hətta fikirlər eyni olduqda belə effektiv və yolveriləsidir. Vaşinqton və Nyu-Yorkun fikir ayrılığı 1929-cu il birja iflasının nəticələrinin effektiv ləğvinə maneçilik törədirdi.

Heç bir məsləhət almadan Federal ehtiyatlar idarəsi yeni sədri Alan Qrinspenin rəhbərliyi altında 1987-ci il oktyabrın 19-dan sonra açıq bazarda fəal əməliyyatlara başladı. Beycxotun sözlərilə desək, pulları «sağa-sola» paylayaraq, iri pul inyeksiyalarını həyata keçirdi. Federal hökumət Qrinspenin əli ilə likvidliyi təmin etdi. Bundan 1997-ci ildəki Asiya maliyyə böhranı, 1998-ci ilin yayında Long-Term-Capital Management fondunun və Rusiya maliyyə sisteminin iflası, 1999-cu ilin son aylarında kompyuter sistemlərinin 2000-ci ilə keçidi ilə əlaqədar gözlənilən böhran, həmçinin, 2000 və 2001-ci illərdə səhmlərin qiymətlərinin kəskin enməsinə davam olaraq istifadə edilib.

Kimə və nə məqsədlə?

Beycxotun formalaşdırdığı fikir ondan ibarət idi ki, «tələb olunan həcmdə» əmlak girovu əsasında müraciət edənlərin hamısına borclar verilməlidir (46). Bununla yanaşı, «Lombard küçəsi» əsərinin çapından iki il sonra Beycxot son kreditor mərhələsinin funksiyalarını hökumət tərəfindən təyin edilmiş xüsusi müvəkkillərin üzərinə qoymaq təklifinə qarşı çıxdı və bildirdi ki, onlar kreditləri «təyinata» görə bölə bilməyəcəklər. Onlar siyasi təzyiq altında olacaqlar. İngiltərə Dövlət Bankı isə «siyasi maraqlardan ayrı və siyasi təzyiqə məruz qalmayan» orqandır (47).

Beycxotun Mərkəzi bankların siyasi təzyiqdən müdafiə olunduqları haqda təsəvvürləri olduqca sadələşdirdi. Əmlak girovuna dair dilemma ondan ibarətdir ki, bu üsuldən istifadənin səmərəliliyi böhranın davamından asılıdır; çaxnaşma uzun sürdükcə qiymətli kağızların, veksellərin və malların qiyməti daha çox düşür, nəticə etibarilə əmlak girovunun dəyəri də enmiş olur. Bu halda borc alanın şəxsiyyəti xüsusi diqqət kəsb edir ki, buna D.P.Morqan müstəsna əhəmiyyət verirdi. Məşhur istehsalı ifadəni yada salmaq yerinə

düşərdi ki, bankirlər o şəxslərə məmnuniyyətlə borc verirlər ki, məhz onların pula ehtiyacı hamıdan azdır.

Mərkəzi banklar, adətən müəyyən olunmuş qaydalara uyğun fəaliyyət göstərir (48). Bu qaydalar asanlıqla pozula bilmədikdə narahatlıq yaradır. 1913-ci il FES haqda qanunda olduğu kimi, hökumət qiymətli kağızlarından deyil, yalnız qızıl və keçirmə veksellərdən ehtiyat kimi FES banknotlarının emissiyası və depozitlər üçün nəzərə almağa icazə verirdi.

Qaydalar asanlıqla pozula bildikdə də xoşagəlməz hal yaranır. Maliyyə nazirinin qarantıya məktubu olan alətin unikalılığı ondan ibarət idi ki, o, qaydaya riayət etməklə yanaşı, eyni zamanda onu pozurdu və bir müddət heç bir presedent yaratmırdı. Öz tarixlərinin müəyyən dövrlərində Fransa bankı və Reyxsbank minimum üç imzası olan vekselləri nəzərə alırdı. Lakin onlar şübhələndikdə bu şərtə müvafiq vekselləri qbul etməkdən imtina edə bilirdilər. Bu da son kreditör mərhələsinə cəzalandırmaq və bağışlamaq səlahiyyəti verirdi ki, ondan həmişə tam oğyektivliklə istifadə etmək mümkün olmurdu. Mərkəzi bank direktorlarının satqınlığının ittihamına dair çoxlu ədəbi nümunələr mövcuddur. Fransa bankının protestant və yəhudi direktorları 1882-ci ildə katoliklərin himayəsində olan Union Generate cəzalandırdığı, 1888-ci ildə isə «özlərinki» olan Comptoir d Escompte xilas etdiyinə görə şübhəli bilinirdilər (49). 1772-ci il böhranı dövründə İngiltərə Dövlət bankının buraxdığı yeni təlimatlara görə, şübhəli kağızların uçotundan imtina etməyi bəziləri möhtəkirliklə məşğul olan Amsterdamdakı yəhudi ticarət evlərinə ziyan vurmaq cəhdi kimi izah edirdi. İngiltərə Dövlət bankının qərarına görə Şotland banklarının veksellərinin uçotundan imtina etmək mümkün idi. Nəhayət, diskont əməliyyatların tamam dayandırılmasını «holland möhtəkirlər qrupunun mövqeyini qırmaq məqsədilə atılmış qərəzli addım» hesab edirdilər. (50). Belə əməllərdən, əsasən yararsız idarələr əziyyət çəkirdi. 1930-cu ilin dekabrında banklar sindikası ABŞ-ın Nyu-York bankına özbaşına hərəkətinə görə cəzalandırmaq məqsədilə kömək əlini uzatmaqdan imtina etdi (51).

Bütün «yaxşı» qiymətli kağızları nəzərə almalı olan qayda Britaniya təcrübəsində olduqca asta tətbiq olunurdu. Bir müddət vekseli qəbul etmək üçün «məcburi şərt» - iki aydan gec olmayaraq üzə-

rində qoyulmuş mötəbər London imzası idi. Bununla yanaşı 1793-cü ildə Mançesterdən olan kağızların uçotuna imtina edildi (bu da banklardan birinin müflisləşməsinə gətirib çıxartdı), eyni zamanda, Liverpul bankları isə Londondan 40 min funt aldı. Yalnız 1816-cı ilin iyulunda İngiltərə Dövlət bankı öz tələblərini yumşaltmış və ödəmə üçün «hətta lazımı qədər London imzası olmayan etibarlı regional qiymətli kağızları» qəbul etməyə razı oldu (52).

Bununla İngiltərə Dövlət bankı qəbul etdiyi aktivlərin tipinin diapazonunun əhəmiyyətli dərəcədə genişlənməsinə yol verdi. 1816-cı ildə bank «Qara ölkə»də («Qara ölkə» - orta İngiltərənin sənaye rayonlarıdır) iqtisadi bəlanın miqyasını aşağı endirmək məqsədilə, daşınmaz əmlak girovu qoymaqla borc verməyi qadağan edən qaydanın çərçivəsindən çıxdı. Sonra bank köhnə üsul ilə borclar verilməsi təcrübəsinə qayıtdı, yəni «mötəbər imzası olan», lakin artıq bir neçə ildən sonra müntəzəm olaraq girov kağızlarını qəbul etməyə başladı. Belə ki, diskont edilən qiymətli kağızların həcmi və xüsusilə, diskont edilmədən gələn gəlirlər olduqca azalmışdı – şəxsi maraqlar ictimai maraqlara qalib gəlmişdi (53). Hətta, bir dəfə İngiltərə Dövlət bankı Vest-İndiya plantasiyalarının və İngiltərədə xam torpaq sahələrinin qiymətli kağızlarının girovuna borc vermişdi (nəticədə bank bu borcu hesabdan silməli oldu) (54). Əlbəttə, torpaq sahəsinin hersoqa mənsub olması faktı da əhəmiyyət kəsb edirdi. Bununla bərabər Şotlandiyada və ya İranlıdaya torpaq sahələrinin girovuna borc verilmirdi (55).

Dəmiryolları şəbəkəsinin inkişafı ilə əlaqədar İngiltərə Dövlət bankı da dəmiryollarının borc iltizamları girovuna əsasən borclar verməyə başladı. 1842-ci ildə ikinci dəmiryolu bumu başladıqda, bank çətinlikdə olan firmaları, bəzi hallarda kredit vermək imkanı olduğunu və sabit kompaniyaların inkişafı üçün borclar verəcəyini bildirdi (56). 1852-ci ildə Fransa bankı dəmiryollarının sindikatına kredit verməyə başladı; bu da bankın dəmiryolları kağızları ilə qızgın möhtəkirliyin təşkilində günahlandırılmasına səbəb oldu (57). Uolter Beyxot dəmiryollarına kredit verilməsinin vacibliyini ona əsaslandırırırdı ki, borclar artıq möhkəmləndirilmiş renta və hind qiymətli kağızlarının girovuna verilir, Beyxotun fikrincə, dəmiryol biznesi Hindistandan daha etibarlıdır (58). Lakin nəzərə almaq lazımdır ki, hind

qiymətli kağızlarına müstəmləkələrin işi üzrə nazirlik tərəfindən zəmanət verilirdi və əslində Britaniya hökumətinin öhdəliklərinə aid idi.

Xəzinə vekselləri əmtəə girovuna buraxılırdı. Bununla yanaşı Klepxen müşahidə etmişdi ki, 1825-ci ildə borclar çox vaxt əmtəə girovuna deyil, şəxsi qiymətli kağızlara verilir (59). Bu vaxt Dövlət bankı pulları asanlıqla verirdi və heç də «lazımınca tələbkər» deyildi (60). 1847-ci ildə bir neçə həftə ərzində bank müxtəlif üsullarla, o cümlədən, Copper Miners kompaniyasının qiymətli kağızlarının girovuna 2,25 mln. funt borc verdi və nəticədə, təsadüfən misəritmə zavodunu əldə etmiş oldu (61).

Qayda- qaydaların olmamasından ibarətdir. Heç kəs ödəmə qabiliyyəti olmayan bankı, əgər Londonun lord meri özünü müflisləşmiş elan etsə (1793) (62) və ya bank böhranı ilə əhatə olunmuş Nyukasla (63) yardım göstərmək məqsədi olmadan və digər nəticələrlə üzləşməmək üçün kreditləşdirməyəcək.

Fransa bankı heç vaxt, heç kəsə birdəfəlik 4 mln. frank vermirdi; 1837-ci ildə Amerika bankiri Samuel Uellsin müraciətinə cavab olaraq Jak Lafit bunu etdi; lakin sövdələşmə, istisna olaraq siyasi mənə daşıyırdı (64). Baş şura belə vacib bankın müflisləşməsinə yol verə bilmədiyindən ona 15 mln. frank məbləğində kredit xətti təqdim etdi (65). 1830-cu il böhranı dövründə Fransa bankı kral və bədəliyyə istiqrazları, gömrük qəbzləri, «meşə qəbzləri», Paris şəhərinin borc iltizamları və kanalın istiqrazlarını hesaba alırdı.(66).

Son kreditor mərhələsinin qəbul etməli olduğu bir sıra qərarlar olduqca sadədir. Məsələn, xəzinə veksellərini hesaba almağın mümkünü. Etibarsız banklardan əmlak girovu almağa razılıq qərarı vermək daha çətinidir. Kömək üçün müraciətləri rədd edilmiş, nəticədə müflisləşən və kreditorlara 1 funt əvəzinə 20 şilling ödəyən bankların siyahısı böyükdür, həmçinin, bir böhran müddətində yardım edilmiş, lakin digərində xilas edilməmiş bankların da sayı olduqca çoxdur. 1857-ci il kommersion böhranına həsr edilmiş Evansın kitabına əlavənin 241-ci səhifəsində 1849-1858-ci illər arasında Böyük Britaniyada müflisləşmə işləri üzrə məhkəmə iclaslarının protokolları verilir. Kədarli siyahıdır. 1848-ci ildə İngiltərə Bankının kredit verməkdən imtina etdiyi D.T.Breyn kreditorlara 1 funta görə 20 şilling ödəməklə öz işini əvvəlki qiymətdən iki dəfə artıq qalıqla bağlamış

oldu. Burada ödənilmiş veksellərə görə müflisləşmə haqda ərizəyə rast gəlmək olar ki, kreditorlara 1 funta görə cəmi 12,5 şilling verməklə kompaniya iflasa uğrayıb (67).

Buna aid tarixi dəlillər bəzən ziddiyyətli olur. Məlumdur ki, İngiltərə Dövlət bankı 1836-cı il böhranı dövründə üç Amerika «W bankına» (Wiggins, Wilsons və Wildes) kömək etməyə razılıq vermədi, lakin sonra yumşalaraq 1837-ci ilin martında onlara kredit verdi. Endrides öz yazılarında qeyd edirdi ki, bununla bank cəsarətli addım ataraq, heç vaxt öz hərəkətinə görə heyfslənmədi (68). Əksinə, Klepxen isə göstərirdi ki, kredit çox həvəssiz verilmişdir və bank mayın sonunda Wilson və Wiggins iflasa uğradıqda heç də təəccüblənmədi. Wildes isə «14 il davam edən uzun və kədərli əhvalatın» qəhrəmanı oldu (69). Metyu qeyd edirdi ki, İngiltərə Dövlət bankının bu üç təşkilatına göstərdiyi kömək «onların müflisləşməsinin qarşısını almaq üçün boş ümiddən ibarət idi ki, səhv fəaliyyətin nəticəsi olaraq qaldı» (70).

Nə vaxt və nə qədər?

«Çox az və çox gec» - ən kədərli xasiyyətnamələrdən biridir ki, Mərkəzi bankın və bütün bank sektorunun fəaliyyətinə verilə bilər. Lakin necə müəyyənləşdirmək olar ki, hansı həcmdə maliyyə köməyi kifayət edər? «Düzgün zaman» nə vaxt gəlir?

Beycxotun qaydası ondan ibarətdir ki, borclar müəyyən edilmiş faiz dərəcələri ilə sərbəst verilməlidir. Vəsaitlər «sərbəst» olaraq, yalnız yaxşı əmlak girovuna malik qaçılmaz istisnalar nəzərə alınaraq, ödəmə qabiliyyəti olan borc alanlara verilir. 1772-ci ilin əvvəlində İngiltərə Dövlət bankı qiymətli kağızların uçotuna bir sıra məhdudiyyətlər tətbiq etməklə, möhtəkirliyin miqyasını daraltmağa çalışırdı (71). 1797-ci ildə bank diskont etmənin proporsional sxeminə müraciət etdi və Fokvellin fikrincə 1809-cu ildə bu mexanizm yenidən işlədi (72). Kredit vermənin həcmi artdıqda Mərkəzi bank öz girov tələblərini kəskinləşdirərək artıq ödəmə müddəti 95 və ya 90 gün olan deyil, 65 və 60 gün olan vekselləri qəbul edirdi və ya veksellər üzərindəki imzaların miqdarı üzrə tələbləri sərtləşdirirdi. 1783-cü ilin mayında İngiltərə Dövlət bankı verdiyi borclarla özünü o qədər yüklədi ki,

qaydalarından kənara çıxmağa məcbur oldu və həmin il buraxılmış dövlət istiqrazlarına yazılmanı təmin etmək üçün qəbulundan imtina etdi. Klepxen qeyd edirdi ki, xoşbəxtlikdən bu hadisələr hər hansı bir iqtisadi bəla ilə bir vaxta düşmədi, hansı ki, çaxnaşmanın baş qaldırması üçün buraxıcı mexanizm ola bilərdi. Həmin yay bankın böhrana qarşı durmaq qabiliyyəti olduqca məhdud idi. Bu halda bank özünü ölkənin maliyyə sisteminin sabitliyinə və təhlükəsizliyinə cavabdeh olan orqan kimi deyil, kommersiya təşkilatı kimi apararaq, hər şeydən əvvəl, öz təhlükəsizliyinin qeydinə qaldı.

Son kreditor mərhələsi pul-kredit sisteminə yalnız diskontetmə mexanizmi vasitəsilə deyil, həm də açıq bazarda satınalma yolu ilə kömək etmək imkanına malik idi. Mərkəzi bank bu və ya digər halda pul kütləsinin həcmi nə qədər artırmalıdır? 1929-cu ilin oktyabrında 160 mln. dollar, 1929-cu ilin noyabrında daha 210 mln. dollar daxil olma bu vəziyyətdə kifayət edərmidi? Nyu-Yorkun Federal ehtiyat bankı hesab etdi ki, xeyr. Bu müəssisə Vaşinqtondakı İdarəedicilər şurasının direktivlərinə uyğun fəaliyyət göstərməli idi, hansı ki, hökumət istiqrazlarının alınmasına həftədə 25 mln. dollar həcmində limit müəyyənləşdirmişdi. Nyu-York ehtiyatlar bankı oktyabrda 160 mln. dollar məbləğində istiqrazlar alaraq bu qaydanı pozdu və noyabrın 12-də İdarəedicilər şurasına həftədə 25 mln. dollar məhdudiyyətini götürməyi, açıq bazarda 200 mln. dollar məbləğində istiqrazlar almaq üçün investisiyalar üzrə komitəyə səlahiyyət verməyi məsləhət gördü. Uzun sürən danışıqlardan sonra noyabrın 27-də İdarəedicilər şurası həvəssiz olaraq bu sorğunu qəbul etdi və 27 noyabr ilə 1930-cu ilin 1 yanvarı arasında bazara 155 mln. dollar göndərildi. Ancaq bu zaman faiz dərəcələri olduqca aşağı enmişdi və bu tədbir öz əhəmiyyətini itirmiş oldu.

Monetarizmin bəzi tərəfdarları Mərkəzi bankın rolu haqda ziddiyyətli təsəvvürlərə malikdirlər. Fridman və Şvarts Beycxotun çaxnaşma dövründə maliyyə qıtlığının yolverilməməsi barədə fikirlərini dəsdəkləyirdi (75). Onlar qeyd edirdilər ki, Nyu-Yorkun Federal ehtiyatlar bankının 1929-cu ilin oktyabrında 160 mln. dollar məbləğində istiqrazlar alması «effektli və vaxtında» atılan addım idi, bununla yanaşı, Xarrisonun açıq bazarda istiqrazların alınmasının fond bazarını bağlanmaqdan qoruması barədə fikrinə də şübhə ilə

yanaşırdılar (76). Fridman diskont etməyə qarşı etiraz edirdi və hesab edirdi ki, depressiyanın yaranması və dərinləşməsinin əsas amili fond birjasının iflası deyildir.(77). Ultra-monetaristlərin fikrincə, açıq bazardakı əməliyyatlar 1920-ci illər kredit inflyasiyasının yenidən başlanmasına imkan yaradırdı (78). Lakin monetarizm tərəfdarlarının çoxu hesab edirdi ki, pul kütləsi sabit artdığından son kreditor mərhələsinin mövcudluğuna heç bir zərurət yoxdur. Amma son kreditor mərhələsinin açıq bazarda apardığı əməliyyatların həcmi 1929-cu il oktyabrın ortalarından noyabrın sonunadək olduqca kiçik idi. Bunlar Nyu-York bank sisteminə səhmlərin, xammalın və daşınmaz əmlakın alınması üçün mümkün olan kredit həcmi azalması hesabına xarici bankların onkol borclarını almaq imkanı verirdi ki, bu da aktivlərin qiymətinin düşməsinə və depressiyanın dərinləşməsinə gətirib çıxartdı (79).

1987-ci il oktyabrın «qara bazar ertəsi»ndən sonra Alan Qrinspenin rəhbərliyi altında Federal ehtiyatlar idarəsinin fəaliyyəti və 1998-ci ilin sentyabrında Long-Term Capital Management iflasından sonrakı nəticələrini aradan qaldırmaqda Amerika maliyyə bazarına vaxtında göstərdiyi kömək nöqsansız idi.

Düzgün vaxt seçimi xüsusi problemdir. İqtisadi bum böyük sürətlə inkişaf etməyə başlayanda bazar iştirakçılarını çaxnaşmaya salmadan onun zəifləməsi üçün tədbirlər görmək lazımdır. Enmə başladıqdan sonra mütləq xeyli gözləmək lazımdır ki, zəif kompaniyalar iflasa uğrasın, lakin böhranın kredit ödəmə qabiliyyətli lakvidə ehtiyacı olan kompaniyalara keçməsinə imkan verilməsin – Klepxemin dediyi kimi, «güclü üzgüçülərin ölümünün təxirə salınması». 1857-ci il 4 dekabr itkilərinin kompensasiyası haqda debatlar çərçivəsindəki çıxışında Dizraeli «Lombard küçəsindəki iri diskont evlərindən birinin» adı çəkilməyən rəhbərinin sözlərini sitat gətirərək deyirdi ki, «o, xəlvəti öyrənə bilib ki, böhran baş qaldırdıqda hökumət tərəfindən müdaxilə olarsa, bu ana qədər müstəqil xilas olmaq cəhdlərini kənara qoyub, yalnız öz biznesinin hələ də yaşadığını göstərmək lazımdır» (81). Burada yaxın şəxslərə məlumat verilməsi haqda məsələ qaldırmaq olar, lakin bu sitatdan «tayminq»in zəruri işlərin yerinə yetirilməsi üçün düzgün vaxt seçiminin çox böyük əhəmiyyətinə dair nəticə çıxarmaq vacibdir. Bu halda nəyin daha pis olduğunu - olduqca

tez və olduqca çox və ya olduqca az və olduqca gec müəyyənləşdirmək çox çətinidir.

1857-ci ildə Amerika Xəsinəsi bazarı xilas etmək üçün çox tez ortaya atıldı və nəticədə, işi daha da ağırlaşdırdı. 1873-cü ildə isə əksinə, kömək gecikdi, belə ki, ilin əvvəlində heç bir tədbir görülməmişdi (82). Şpruq «Hesablama palatasının uğursuz ləngliyi» haqda deyərkən, 1907-ci il böhranına hakimiyyətin adekvat reaksiyasının uzunmüddət olmamasını nəzərdə tutur ki, bu zaman bəlanın inkişaf etməsinə Vətəndaş müharibəsi dövründən sonra rekord müddətdə imkan verilir (83).

Ayındır ki, son kreditor mərhələsinin müdaxiləsinə ehtiyac möhtəkirlik bumundan sonra yaranır ki, artıq bu zaman məhdudlaşdırıcı tədbirlər bazarın genişlənməsini onun enməsinə törətmədən ləngidə bilməz. Bu vaxt son kreditor mərhələsi (Mərkəzi bank) zəruri köməyin həcmi və başlanğıc momentinin düzgün müəyyənləşdirilməsi problemi ilə üzləşir. Bu problem uçot sistemlərindən yox, əsasən açıq bazarda aparılan əməliyyatlar kimi alətdən istifadə edildikdə özünü büruzə verir. Son hal üçün Beycxot köməyin düzgün sayını belə müəyyənləşdirmişdi: əmlak girovu qoymaq və qoyulmuş faiz dərəcələrinin öyrənilməsi şərtlə bazarın qəbul edə biləcəyi hər şey. Açıq bazar əməliyyatları ilə heç də asan deyil, lakin Beycxotun bazarı maliyyə qıtlığı ilə məhv etməmək prinsipi bu halda da ədalətli olaraq qalır. Böhranı müşayiət edən kreditor bazarında təklifin həcmi azalmasını nəzərə alaraq, bu vəziyyətdə «həddi keçmək – həddə çatmamaqdan» daha təhlükəsizdir, belə ki, təklifin artıqlarını sonra aradan qaldırmaq olar.

Tayminq – incəsənətdir. Bununla hər şey deyilir və həm də, heç nə deyilmir.

SON MƏRHƏLƏNİN BEYNƏLXALQ KREDİTORU

Beynəlxalq planda son kreditor mərhələsinin ilkin təyinatı deflyasiya təzyiqinin bir ölkədən digərinə tarixən izlənilən keçirilməsində ifadə olunur. Bu keçirilməyə əsasən, əlaqəli, həm də əlaqəsiz valyutaların mübadilə məzənnəsindəki dəyişmə səbəb olur. 1992-ci ildə fin markasının devalvasiyası deflyasiya təzyiqini odun, həm də digər məhsulların istehsalı və satışında əsas rəqiblərindən biri olan İsveçə keçirtirdi. 1997-ci ilin ikinci yarısında tay batının, Malayziya ringgitinin və Cənubi Koreya vonunun qiymətdən düşməsi ABŞ-a güclü deflyasiya impulsu göndərdi. 1990-cı illərdə yapon aktiv ticarət balansının böyüməsi bu ölkənin başlıca ticarət partnyorlarına, xüsusən ABŞ-a deflyasiya təsiri göstərdi.

Son kreditor mərhələsinin fəaliyyətinin beynəlxalq aspekti daxili analoqları olmayan problemlə bağlıdır; nə qədər ki, müxtəlif milli valyutalar və milli Mərkəzi banklar mövcuddur, valyuta məzənnəsinin mübadiləsinin dəyişməsi qaçılmazdır. Xüsusən inflasiya səviyyəsini saxlamaqda bir ölkənin uğurları onun əsas ticarət partnyorlarının nailiyyətləri ilə müqayisədə o qədər də yüksək deyilsə, bu dəyişikliklərin bazisi obyektiv amillərə əsaslanacaq. Bu ölkənin valyuta məzənnəsi mübadiləsinin enməsi bərabərliyə qayıtmaq üçün yüksək valyuta məzənnəsi ilə bağlı işsizlikdən daha az qiymətli üsuldur. Mübadilə dəyərinin dəyişməsi üçün digər səbəb ciddi struktur yenidənqurması ola bilər. Bura texnoloji dəyişikliklərə görə ixrac bazarının itkisi, sənayeləşdirmənin ilk mərhələsində olan ölkələrdə xammal ehtiyatlarının tükənməsi və istehsal gəlirinin azalması daxildir. Məzənnə mübadiləsində baş verən bəzi dəyişikliklər bəlkə də zəruri deyildi, lakin milli valyutanın aşağı dəyərinə hökumətlərin daxili məşğulluğu və iqtisadi artımı stimullaşdırmağın yazı üsulu kimi baxması səbəbindən baş verdi.

Milli valyutanın dəyərinin dəyişilməsi iqtisadiyyatın silkələnməsinin çox bahalı üsulu ola bilər. Milli valyutanın dəyərinin artmasının qeyri-adekvat vəziyyəti, demək olar ki, həmişə ölkənin istehlak sektoruna deflyasiya təsirinə malik idi. Əksinə, milli valyutayı onun uzunmüddətli bərabər səviyyəli bazar mübadilə məzənnəsi ilə müqayisədə qiymətləndirilməməsi inflasiya artımı dalğasına səbəb ola bilər. Bundan başqa, valyutanın kəskin qiymətdən düşməsi bankların və kompaniyaların genişmiqyaslı iflasının armasına gətirib çıxarırdı.

Çox hallarda milli valyutanın kəskin devalvasiyasından qabaq gələn dövrdə həmin valyuta yüksək qiymətləndirilmişdi. Yüksək qiymətləndirilmədən gözlənilmədən qiymətləndirilməməyə keçid, adətən kapitalın beynəlxalq axınının hərəkəti istiqamətində kəskin dönüş nəticəsində baş verirdi. Beləliklə, tədbirlərin (iqtisadi və siyasi) qəbulu valyuta məzənnəsinin sabitliyinə imkan yaradaraq milli valyutanın mübadiləsinin bazar məzənnəsinin nə həddindən çox, nə də həddindən az müəyyən edilməsinə icarə vermir və ölkənin iqtisadi rifahının armasının rəhnini təşkil edir.

Son kreditor mərhələsinin ilkin daxili məqsədi likvidlik defisiti ödəmə qabiliyyəti problemlərinə səbəb olaraq ondan sonra baş verəcək iflasların ehtimalını azaltmaqdan ibarətdir. Lakin bazarda çaxnaşmalara yol verilməyə belə, vəziyyətdən yayınmaq olar. Bununla əlaqədar ölkənin Mərkəzi bankı təhlükəli investisiyalar və pis biznes planlar qəbul etdiyinə görə, acınacaqlı vəziyyətdə olan maliyyə idarələrinin iflası ilə onların daha sağlam rəqiblərini iflasdan xilas edilməsi arasındakı tarım çəkilmiş kəndirlə irəliləməyə məcburdur. Bütün bunlar qiymətlərin ümumi enməsi və deflyasiya proseslərinin dərinləşdiyi bir şəraitdə baş verir. Son kreditor mərhələsinin ilkin beynəlxalq məqsədi likvidliyi təmin etmək, milli valyutanın mübadilə məzənnəsinin pozitiv dəyişikliklərinə kömək etmək və iqtisadi fundamental amillərə əsaslanmayan dəyişikliklərə yol verməməkdən ibarətdir.

Beynəlxalq kreditlərin həcmi 400 il ərzində hökumətlərin xarici borc götürməsi, kommersiya banklarının isə bəzən kapitalın qəflətən müsadirəsi halları ilə üzləşərək, digər ölkədəki həmkarlarının köməyinə arxayın olması nəticəsində böyüyürdü. 1920-ci illərdə ilk dəfə qlobal səviyyədə beynəlxalq likvidliyin, daha dəqiq desək, mo-

netar qızılın mümkün defisiti bəhanəsinə görə narahatlıq baş qaldırdı. Bu narahatlığın səbəbi müxtəlif ölkələrdə I Dünya müharibəsi dövründə və ondan sonra daxili qiymətlərin səviyyəsinin olduqca artmasının qızıl istehsalının enməsinə, həmçinin banklar və xüsusi şəxslər tərəfindən bu metala olan tələbin artmasına gətirib çıxaracağı haqda təsəvvürlərin yayılması idi. Bundan başqa, Avstriya-Macar imperiyasının süqutundan sonra yeni Mərkəzi bankların yaranmasının da monetar qızıla olan tələbin artmasına gətirib çıxaracağı fikir qorxu doğururdu. 1920-ci illərdə Millətlər Liqasının egidası altında keçirilən bir neçə beynəlxalq konfransların səbəbi Britaniya funtu, ABŞ dolları və müxtəlif ölkələrin valyutaları nominasiyalı likvid qiymətli kağızlar formasında olan beynəlxalq ehtiyat aktivlərinin uçota alınmasının zəruriliyi oldu.

1940-cı ildə yaradılan Beynəlxalq valyuta fondunun məqsədi kreditin genişləndirilməsi, həmçinin valyuta böhranları ilə üzləşən müxtəlif ölkələrə kömək göstərilməsinə dair hökumətlərarası formal razılaşmalara nail olmaq idi. Bu təşkilatın yaranmasına iki dünya müharibəsi arasındakı dövrdə dağıdıcı kəskin rəqabətin səbəbkarı olan beynəlxalq kreditlərin defisiti təkan verdi. Bütün ölkələr daxili məşğulluğu stimullaşdırmaqla öz valyuta və ticarət siyasətini aparırdı; bu vəziyyətdə səhv ondan ibarət idi ki, bu siyasət ayrılıqda bir ölkə üçün faydalı ola bilərdisə də, bir neçə ölkədən ibarət qrup miqyasında olduqca zərərli nəticə verdi. Beynəlxalq valyuta fondunun üzvü seçilərək hər bir ölkə öz valyutasının beynəlxalq mübadilə dəyərinin paritet əhəmiyyətdən kənara çıxması diapazonunun məhdudlaşdırılmasına razılıq verirdi; bundan başqa, BVF üzvləri onların valyutasının mübadilə dəyərində olan hər hansı dəyişikliklərin Beynəlxalq Valyuta Fondunun ilkin razılığı olduqdan sonra baş verəcəyi ilə həmrəydilər. BVF aktivləri – əsas üzv ölkələrin qızıl-valyuta haqqları hesabına yaradılırdı. Fondun üzvü olan ölkə öz ödəmə balansının defisitini doldurmaq üçün ondan kredit ala bilərdi.

Bir qayda olaraq, milli valyutanın devalvasiyası ölkənin beynəlxalq rəqabət qabiliyyətinin yaxşılaşmasına və ticarət defisitinin azalmasına gətirib çıxarır. Bu yaxşılaşmalar tədricən daxili istehsalçıların səyi ilə xarici bazarlar üçün rəqabət qabiliyyətli mallar istehsal etmək nəticəsində yaranır. Beləliklə, milli valyutanın əhəmiyyətli

devalvasiyası tələb və təklifin strukturunun dəyişilməsindən, ölkənin ticarət defisitinin münasib səviyyəyə qədər enməsindən qabaq gələ bilərdi. Belə düzəlişlər prosesində valyuta bazarında alver edən treyderlər öz əməliyyatları ilə milli valyutanın daha çox qiymətdən düşməsinə imkan yaratmış olardılar.

Milli valyutanın dəyərinin qalxması və enməsi beynəlxalq kapitalın hərəkətində baş verən dəyişikliklərin qaçılmaz nəticəsidir. Bu və ya digər valyutanın qeyri-adekvat qiymətinin müəyyənləşdirilməsinə treyderlərin öz alver strategiyasında «trend - mənim dostumdur» prinsipinə riayət etməsi faktı da səbəb olur. Son illər «qüsurlu – ləyaqətli dövrün» mövcudluğu haqda klişə valyuta bazasının davranışını təsvir etmək üçün istifadə edilirdi. İqtisadçıların əvvəlki nəslə bazarda baş verən həmin halları «qeyri-sabit möhtəkirlik» termini adı altında təsvir edirdi. Bəzən valyuta dəyərinin düzəlişləri münasib şəraitdə baş verir, lakin bu heç də həmişə belə olmur. Belə ki, 1994 və 1995-ci illərdə Meksika pesosunun mübadilə məzənnəsinin endirilməsinə ehtiyacı vardı, çünki ölkənin ödəmə balansının defisiti iqtisadiyyatın qalması üçün çox yüksək idi. Balans defisitini ÜDM ilə nisbətdə 3-4% endirmək tələb olunurdu. Zəruri və qaçılmaz devalvasiya olduqca dramatik nəticələr verdi: pesonun qiymətdən düşməsi ölkədən kapitalın getməsinə, əmanətlərə, vergi yığımına və ÜDM həcminə zərbə vurmasına səbəb oldu və Meksikanın ödəmə balansının defisitinin onun ÜDM ilə nisbəti 10-12%-ə çatdı. Bu, Meksika iqtisadiyyatına ağır zərbə endirdi.

2001-ci ildə buna oxşar hal Argentina pesosunun devalvasiyası zamanı da baş verdi. 1997-ci ilin dekabrında milli valyuta öz dəyərinin 1/3-ni də itirdikdən sonra Cənubi Koreya iqtisadiyyatının çətinliklərini də yada salmaq olar; böhrana qədər ölkənin ticarət balansının defisiti ÜDM-dən cəmi 1% təşkil edirdi. Asiya böhranı dövründə İndoneziya rupisinin yenidən qiymətləndirilməsinin miqyası olduqca böyük idi.

Valyutanın artırılmış və endirilmiş dəyəri - keçid hal olaraq, daxili iqtisadi sistemlərə güclü təsir göstərən beynəlxalq kapitalın hərəkətinin istiqamətlərinin və həcmələrinin dəyişməsi ilə bağlıdır. Analitiklərin konkret valyutanın paritet dəyərinin yeni səviyyəyə keçidi ilə əlaqədar mübadilə məzənnəsinin dəyişmə dərəcəsini lazımi

qədər qiymətləndirməməsinin səbəbi onların, adətən valutanın dəyərinin qalxması və xüsusən, enməsinin effektlərini nəzərə almaması idi.

Beynəlxalq son kreditor mərhələsi ölkələrə bazar mübadilə məzənnəsinin paritet qiymətlənmədən kənara çıxmasını hamarlamaqda kömək edə bilərdi. Maliyyə tarixinin gəldiyi nəticələrdən biri ondan ibarətdir ki, aliyyə böhranının ardınca gələn iqtisadi depressiya beynəlxalq mərkəzi bank olmadan, 1873, 1890 və 1930-cu illərin əvvəlində olduğu kimi, olduqca çox davam edə bilər.

Beynəlxalq Mərkəzi bankın təşkili problemi bu orqanın fəaliyyətini tənzimləyən hüquqi əsasların və qaydaların müəyyən edilməsinin mürəkkəbliyindən ibarətdir. Dünya valyutası olmadığından Beynəlxalq mərkəzi bank ödəmə balansının böyük defisiti olan ölkələri beynəlxalq ehtiyat aktivlərinə malik bir və ya bir neçə ölkənin valyutası ilə kredit vermək öhdəliyini öz üzərinə götürə bilərdi. Beynəlxalq kredit verilən zaman aparıcı maliyyə mərkəzi olan ölkənin valyutasından istifadə edilir.

1930-cu illərin borc deflyasiyası mərhələsi kompaniya və bankların müflisləşməsi, həmçinin qiymətlərin səviyyəsinin enməsinə səbəb oldu. Kompaniyalar müflisləşdikdə onların maddi ehtiyatları satıldığından qiymətlər enirdi və həmin sahədə işləyən digər kompaniyaların xüsusi kapitalının dəyəri də müvafiq olaraq aşağı düşürdü. Müflisləşmə kredit itkilərinə gətirib çıxarırdı, nəticədə, banklar daha ehtiyatlı olurdu; yaranmış vəziyyətdə olduqca riskli hesab etdikləri borcları təzələməkdən imtina edirdilər. Məhsulların qiymətinin enməsi o demək idi ki, hətta ən aşağı faiz dərəcələrində belə, onların real səviyyəsi investisiya xərclərini əvvəlki səviyyədə saxlamaq üçün olduqca yüksək idi.

1990-cı illərin sonunda Yaponiya kredit deflyasiyasından əziyyət çəkirdi. Bu zaman qiymətlərin ildə 1% sürətlə aşağı enməsi iflasın yüksək səviyyəsinə gətirib çıxarırdı. Asiya maliyyə böhranından və Çin tabeçiliyinə keçdikdən sonra Qonkonq altı il ərzində kredit deflyasiya mərhələsində qalırdı. Praktiki olaraq qalan bütün Asiya ölkələrinin valyutasının devalvasiyası, Qonkonq kompaniyalarının öz rəqabət üstünlüyünü itirməsi demək idi.

Son mərhələnin beynəlxalq kreditorunun fəaliyyət şəraiti daxili milli şəraitdən əsas iki fərqlə seçilir. Birincisi, beynəlxalq səviyyədə

likvid böhranlar mübadilə valyuta məzənnəsinin dəyişiklikləri ilə əlaqədardır, ikincisi, beynəlxalq kontekstdə hüquq normaları olduqca zəifdir. Beynəlxalq mərkəzi bank mübadilə məzənnələrində lazımsız dəyişikliyə yol verməmək məqsədilə ölkənin likvidliklə təmini və verilmiş likvidliyin bu ölkəyə öz milli valyutasının məzənnəsini paritet səviyyəyə çatdırmaq üzrə vacib işləri təxirə salmaq imkanı verəcəyi ehtimalının azalması arasında qalmağa məcburdur. 1999 və 2000-ci illərdə Argentina tarazlığı bərpa etmək üçün öz iqtisadiyyatındakı dəyişiklikləri təxirə salmaq məqsədilə yalnız borc pul götürməklə məşğul idi (devalvasiyadan sonra Argentina öz kreditörələrinə etinasızcasına yanaşaraq 1 dollar üçün 25 və 30 sent qaytarmağı təklif etdi). Bundan başqa, valyuta məzənnəsini dəyişmək zəruri olduqda beynəlxalq kreditin həcmənin böyüməsi valyutanın dəyərinin qiymətləndirilməməsinin səviyyəsini minimuma endirə bilər. Nəhayət, bəzi hallarda milli valyutanın mübadilə dəyərinin dəyişilməsinə yaranmış şəraitdə real ehtiyac varmı, sualına birmənalı cavab vermək olmur. Ölkənin ödəmə defisiti iş silsiləsinin yeni mərhələyə keçməsi hesabına və ya əmtəə qiymətlərinin dəyişməsi nəticəsində, hətta ölkə iqtisadiyyatı üçün faydalı olan hadisələrə görə əgəmiyyətli dəyişikliklərə məruz qala bilər.

Daxili və beynəlxalq kreditlərin fəaliyyətində oxşarlığı tapmaq çox çətindir, çünki valyuta mübadiləsi məzənnəsinin dəyişilməsi prosesi üçün yaxın daxili milli analogiyalar yoxdur. Adətən mərkəzi banklar depozit qarantiyalarının təminatı üzrə agentlik və ya hər hansı hökumət idarəsi yaranmış vəziyyəti öz nəzarəti altına almayınca ödəmə qabiliyyəti olmayanlara kredit vermir. Beynəlxalq maliyyə böhranlarının çoxu həddən artıq qiymətləndirilmiş valyutaların məzənnələrinin dəyişməsi ilə əlaqədardır. Problem ondan ibarətdir ki, ölkə müəyyənləşdirməlidir ki, nə vaxt öz valyutasının mübadilə dəyərini «fundamental tarazlığın pozulması» termini səbəbindən dəyişməlidir. Bu termin tənzimlənən paritetlərin Bretton-Vud sistemi qüvvədə olduğu zaman Beynəlxalq valyuta fondu tərəfindən geniş istifadə edilirdi. Ölkə öz valyutasının mübadilə dəyərini saxlamağı bacarana qədər beynəlxalq son kreditor mərhələsi müəyyən etməlidir ki, hansı vəziyyətdə kredit ölkəyə öz valyutasının mübadilə dəyərini dəyişməsinin qarşısını almaq imkanı verir və nə vaxt kredit hesabına

fundamental amillərə əsaslanmayan valyuta məzənnəsinin dəyişilməsi təxirə salınacaq.

Son 35 ildə dünya çoxsaylı sərt maliyyə böhranlarının şahidi olub. Bəzi hallarda son beynəlxalq kreditor mərhələsinin effektiv fəaliyyəti maliyyə bazarlarında, yəqin ki, gərginliyin azalmasına kömək edirdi. Aşağıda sadalanan göstərilən tarixdə baş vermiş əsas valyuta böhranlarına diqqət yetirin:

- 1982-ci ildə Meksika, Braziliya, Argentina;
- 1992-ci ildə Britaniya funtu, İtaliya lirəsi və digər Avropa ölkələrinin valyutaları;
- 1994-cü ildə Meksika pesosu;
- 1997-ci ildə tay batı, Malayziya ringgiti və digər Asiya ölkələrinin valyutaları;
- 1998-ci ildə Rusiya rublu;
- 1999-cu ildə Braziliya realı;
- 2001-ci ildə Argentina pesosu.

1995-ci ildə ABŞ Meksikaya maliyyə köməyi paketi təqdim etdi. Tailand, Cənubi Koreya, İndoneziya və Filippinin valyutaları kəskin qiymətdən düşdükdən sonra Beynəlxalq valyuta fondundan böyük kreditlər aldılar. Rusiya rublun devalvasiyasının labüd olmasına baxmayaraq, 1998-ci ilin yazında Beynəlxalq valyuta fondundan kredit aldı. 2000-ci ilin payızında fond Argentinaya da böyük kredit verdi. Artıq aydın idi ki, Argentina pesosu ilə ABŞ dolları arasındakı nisbəti ancaq möcüzə saxlaya bilərdi.

Beynəlxalq böhranların tarixi icmal

Mərkəzi bankların fəaliyyətinin tarixi daxili və xarici maliyyə axınları arasında fərqlərin olduğunu göstərir. Xaricə axın faiz dərəcələrinin artırılması hesabına dayandırıla bilərdi; bu mövzuya dair belə bir incə fikir var idi ki, İngiltərə Dövlət bankının uçot dərəcəsini bir faiz artırması «hətta Aydan qızıl çəkib gətirməyə» malikdir. Müəyyən vaxt tələb olunurdu ki, faiz dərəcələrinin artırılması ölkəyə qızıl aktivlərinin cəlb edilməsini təmin etsin, o vaxt ki, investorlar uçot dərəcələrinin artırılmasını zəiflik əlaməti kimi

qiymətləndirərək valyutani satırdılar. Mərkəzi bank lazım olarsa faiz dərəcəsinə daha da artırma bilərdi. Lakin faiz dərəcələrinin artırılması bazarın gecikmiş reaksiyasına görə istənilən nəticəni vermirdi. Onda kəskin devalvasiyaya yol verməmək üçün qeyri-bazar mənbəyindən kredit götürməyin zəruriliyi meydana sıxdı. Bir ölkənin Mərkəzi bankı digər ölkənin Mərkəzi bankından lazımi vəsaiti borc ala bilərdi.

Mövcud qayda beynəlxalq maliyyə böhranlarının baş verməsi ehtimalının azalması və nəticələrinin məhdudlaşdırılmasına kömək edirmi? 1846-1848-ci illərdə bütün Avropada istiqrazların, hətta bəzilərinin 75% qiyməti aşağı düşdükdə və Rotşildin Parisdə, Vyanada, Frankfurtda olan ticarət evləri müflisləşmə təhlükəsi ilə üzləşdikdə Londonda Natan Rotşild Nyu-Yorkdakı Rotşildin nümayəndəsi Ogüst Belmonun köməyi ilə xüsusi yardım təşkil etdi. Belmon Nyu-Yorkdan Londona gümüş göndərdi, hansı ki, sonra Rotşild qardaşları arasında bölüşdürüldü. Mərkəzi banklar aşağı faiz dərəcələrini saxlamaqla vəziyyətdən çıxırdı, lakin Natan Rotşild kömək üçün Nyu-Yorka müraciət etməklə effektiv son kreditor mərhələsi rolunda çıxış etdi (1). 1930-cu illərdə Nyu-Yorkdan olan Pol və Feliks Varburq analoji yolla Hamburqdakı qardaşı Maks Varburqa 9 mln. dollar kredit verməklə kömək etmiş oldular (2).

Mərkəzi banklar nağd pul axınının «provayderləri» rolunda da çıxış edə bilər. 1694-cü ildə İngiltərə Dövlət bankı Hollandiyadan 2 mln. qulden borc aldı ki, doqquzillik müharibə dövründə Britaniya ordusunu və müttəfiqlərini saxlamaq üçün Britaniya xəzinəsindən kontinentə pul vəsaiti köçürməsinə yardım etsin (3).

Sonrakı illərdə (1695-1697) Amsterdam İngiltərə dövlət bankına kömək edərək kontinentdə onun protest edilmiş veksellərini borc götürürdü; lakin hollandiyalılar bunun üçün 10% komissiya götürürdülər ki, bu da Beycxotun terminlərində cərimə dərəcəsidir. Axı, söhbət xeyriyyəçilikdən yox, biznesdən gedir (4).

1763-cü il böhranı zamanı İngiltərə Dövlət bankı və London bankirləri öz holland kontragentlərinə tərəqqi dövründə verdiklərindən daha böyük həcmdə kreditlər ayırmaqla onları xilas edirdilər. Hollandiyaya avqustda beş partiya, sentyabrda daha iki partiya qızıl göndərildi. Bundan başqa, İngiltərə Dövlət bankı və digər banklar veksellərin ödənilməsi tələbini dayandırdı. Uilsonun şərhinə görə,

bunların heç biri sadə altruizmin təzahürü deyildi. Daha çox bunu real siyasət hesab etmək düzgün olardı, çünki Britaniyanın tərəqqisi holland iqtisadiyyatındakı vəziyyətlə sıx əlaqədə olduğundan holland böhranının dərinləşməsi Böyük Britaniya üçün mühüm kapital bulağını quruda bilərdi (5).

1772-ci ildə başlanan və 1773-cü ilin yanvarında öz zirvəsinə çatan böhran zamanı ingilis – holland ticarəti iflic vəziyyətdə idi. Amsterdam aciz idi, Uilsonun dediyinə görə, yalnız İngiltərə Dövlət bankı şəhəri xilas edə bilərdi. Yanvarın 10-da bazar günü İngiltərə Dövlət bankı banknotları və dövlət istiqrazlarını qızıla dəyişdirdi. Sonra külçələr birinci reyslə Hollandiyaya göndərildi. Həmin vaxt İngiltərə Dövlət bankı şübhəli kağızları qəbul etməkdən imtina edərək, Amsterdamda bir çox yəhudi banklarının iflasına səbəb oldu (6). Bu böhran zamanı rus imperatriçəsi Böyük Yekaterina özünə yaxın Britaniya ticarətçilərinə kömək etdi. Bu, çar Rusiyasının böhranı dəf etməkdə Qərbi Avropaya ilk yardımını idi (7).

1825-ci il böhranı dövründə Fransa bankının İngiltərə Dövlət bankı üçün qəsdən çətinliklər törətməsinə çalışdığı haqda xəbər yayıldı. Klepxem isə israr edirdi ki, Fransa əksinə, beynəlxalq maliyyə əməkdaşlığının ilk nümunələrindən birinin fəal iştirakçısı olaraq, Londona gümüşün əvəzinə qızıl göndərdi. Bu mübadilənin səbəbi Londonda qızılın gümüşə nisbətə qiyməti Parisdə olduğundan yuxarı idi (1 nisbətə 15,2 müqayisədə 1 nisbətə 14, 625) (9). 1825-ci il dekabrın 19-da bazar ertəsi Parisdən Rotşild bankları vasitəsilə 400 min funtun (əsasən qızıl soverenlərlə) gətirilməsi əvəzedilməz kömək göstərmiş oldu, belə ki, keçən şənbə pikindən sonra İngiltərə dövlət bankının xəzinəsi tamamilə boşalmışdı.

Uzun sürən 1836-1839-cu illər böhranı dövründə İngiltərə Dövlət bankı kömək üçün iki dəfə Fransa və Hamburq banklarına likvidliyi bərpa etmək məqsədilə müraciət etmişdi. İngiltərə dövlət bankı birinci dəfə Parisdə 400 min funt borc götürdü. 1838-ci ildə İngiltərə Dövlət bankı kredit xətti açdı və 1839-cu ildə Baring Brothers və on Paris banklarının vasitəçiliyi ilə bu xətlə 2 mln. funt borc götürdü. Hamburqda açılmış analoji kredit xətti ilə 900 min funt qızılla borc alındı, razılığa əsasən Hamburqa cavab köməyi olaraq gümüş verilməsi nəzərdə tutulurdu (10). 1838-ci ildə İngiltərə Dövlət bankı

ona əvvəllər xas olmayan tərzdə ABŞ-a 3 partiyada 320 min qızıl soveren, sonra oraya 2 partiyada daha 360 min soveren göndərdi. Klepxem qeyd edirdi ki, belə bir əməliyyat zərərli və görünməmişdir, belə ki, 1838 və 1839-cu illərdə Amerika bankirlərini Britaniya bazarlarında böyük miqdarda qiymətli kağızlar yerləşdirməyə həvəsləndirdi. Bununla yanaşı o, bildirirdi ki, İngiltərə Dövlət bankı Böyük Britaniya və ABŞ-ın qarşılıqlı maraqlarının tanınmasında müdriklik göstərmiş oldu (11).

Fransız mənbələrinə əsasən Fransa Bankı 1846-cı ilin ikinci yarısında Britaniya kapitalistlərindən 25 mln. frank borc aldı (12); Britaniya mənbələrinə görə bu pullar İngiltərə Dövlət bankından 1847-ci ilin yanvarında götürülüb (13). O dövrdə rus imperatoru Fransa və Böyük Britaniyaya buğda idxalını maliyyələşdirməkdə kömək etmək məqsədilə 50 mln. frank məbləğində fransız 3%-li rentə kağızlarını almağı təklif edir. Böyük Britaniya burdan xeyir əldə etmiş oldu, belə ki, onun payı Fransa tərəfindən alınmış Britaniya istiqrazlarının ödənilməsi hesabına verildi (14). İngiltərə Dövlət bankının o vaxtkı rəhbəri Palmer Parlamentin xüsusi komissiyası qarşısında çıxış edərkən ABŞ-da, Hamburqda, Amsterdamda və Parisdə əsas banklarla birbaşa qızıl göndərilməsi əvəzində müqavilələr bağlanılmasının daha üstün olduğunu bildirdi (15),

Mərkəzi bankın beynəlxalq əməkdaşlıq əlaqələri yaratması heç də yekdilliklə qəbul edilmədi. Viner yazırdı ki, 1836-cı ildə İngiltərə Dövlət bankı «şübhəsiz, istəməyərək» kömək üçün Fransaya müraciət etməyi vacib saydı və əlavə edirdi ki, Böyük Britaniyada bu, bir təhqir kimi qiymətləndirildi, belə ki, o dövrdə bu iki ölkə arasındakı əlaqələri dostluq münasibətləri adlandırmaq olmazdı. «Əldə olunan məlumatlara görə Tyerin tərəfdarları bu faktı fransızların alicənablığı kimi təqdim etdi... eyni zamanda, oxşar liqeral təcrübənin gələcəkdə heç bir vəchlə təkrarlanmasına yol verməməyi də qeyd edirdilər» (16). Tomas Tuk bu borcu «nüfuzdan düşmək, millətin təhqiri» adlandırırdı (17). Fransa bankı da daxili tənqiddə məruz qaldı. Tənqid edənlər hesab edirdilər ki, Britaniya ilə razılaşmadan gəlir götürmək üçün məsuliyyətsiz cəhdlər əvəzinə Fransanın özündə həmin köməyə ehtiyacı olanlara yardım etmək lazımdır (18).

1850-ci illərin böhranı dövründə beynəlxalq maliyyə əməkdaşlığı o qədər də nəzərə çarpmırdı. Klepxen yazırdı ki, İngiltərə Dövlət bankı 1857-ci ilin noyabrında Fransa bankı ilə birgə fəaliyyətlərini nəzərdə tuturdu, lakin bu fəaliyyətin nədən ibarət olduğunu göstərmədən, bunların istənilən nəticə vermədiyini bildirdi (19). Yəqin ki, əməkdaşlığın ən maraqlı nümunəsi Hamburqda keçirilən «Gümüş qatar» (Silberzug) əməliyyatı oldu. Hamburq Nyu-Yorkdan (və Ohayo ştatından) Liverpula, sonra kontinental Avropaya, xüsusilə, Skandinaviyaya gedən böhran sunamisinin yolunda sonuncu nöqtə oldu. Dekabrın 4-də Hamburq Senatı 15 mln marka həcmində xüsusi fondun yaradılmasını qərara aldı. Bunun 5 mln. markası Hamburq istiqrazlarından və xaricdən borc ediləcəyi nəzərdə tutulan 10 mln. gümüşdən ibarət idi. Buna müvafiq olaraq sonra pul borc almaq məsələsi gəlirdi. Londonda Rotşildlərə, Barinqə, Xambrosa, Parisdə Fulda, Amsterdamda, Kopenhagendə, Brüsseldə, Berlində, Drezdendə və Hannoverdə müxtəlif siyasi və maliyyə xadimlərinə sorğular göndərildi. Hər bir sorğuya rədd cavabı gəldi. Fuldadan bu cavab gəldi: «Sizin məlumatınız kifayət qədər aydın deyil». Dekabrın 8-də Heine bankından başqa, bütün Hamburq banklarını iflas təhlükəsi bürüdüüyü zaman gəmi kapitanları əməkhaqlarının verilmədiyindən ehtiyat edərək öz gəmilərini belə boşaltmaqdan imtina etdilər. Nəhayət, Vyanadan borc veriləcəyi haqda razılıq xəbəri gəldi, bundan az sonra «gümüş qatar» gəlib çıxdı (20).

Gümüş boşaldılaraq kredit şəklində 3 əsas və 5 daha kiçik bankirlər arasında bölüşdürüldü. Dekabrın 12-də gümüşün hamıya çatacağı məlum olanda çaxnaşma bitdi. Birinci dəfə 700 min marka ayrılmış Donner & Co. kimi bəzi kompaniyaların artıq heç bir pula ehtiyacı qalmamışdı, belə ki, camaatın etibarını bərpa olunmuşdu. Bu böhran haqda daha dəqiq hesabat verən Bene yazırdı ki, bu tarixi epizod Hamburqda və onun sərhədlərindən kənarda böhrandan sonra uzun müddət yadda qalmışdı (21). Bu xilasətmə əməliyyatının siyasi təbiəti diplomatik məlumatlarda verilirdi. Hamburqdakı Britaniyanın konsulu qeyd edirdi ki, Prussiya deyil, məhz Avstriyanın öz kömək əlini uzatması Böyük Britaniya üçün faydalı idi, çünki məhz bu, Hamburqu alman gömrük birliyinə daxil olmaqla əlaqədar siyasi təzyiqlərdən azad edir (22). Dekabrın 29-da Berlindən Hamburqa

baron Mantoyffelin Berlinin nə üçün kömək etmədiyini aydınlaşdıran müraciəti gəldi. Bir neçə mənasız bəhanələr Berlinin «verilmiş imkanı itirdiyi» fikrini qeyd edirdi (23).

Hamburqda çaxnaşmanın zəifləməsi ilə Skandinaviyada böhran enməyə başladı. Bununla yanaşı, rəsmi beynəlxalq köməyin pozitiv nümunəsi 18 dekabrda İngiltərə Dövlət bankının Norveç hökumətinin borc öhdəlikləri üzrə Norveç ticarət evlərinin vaxtı ötmüş veksellərinə yardım üçün ayırdığı borc idi (24).

1860-cı ilin noyabrında başlanan Vətəndaş müharibəsi Nyu-Yorkda çaxnaşmaya səbəb oldu ki, bu da Parisdən Londona metal pulların getməsi ilə nəticələndi. Uçot dərəcəsini qaldırmaq istəməyən Fransa ölkədə qızıl və gümüşün dəyərinin nisbətinin dünya bazarlarındakı qiymətlərlə müqayisədə artmasına görə məcbur oldu ki, İngiltərə Dövlət bankı ilə 2 mln. funt gümüşü 2 mln. funt qızıl ilə mübadiləsinə aparsın. Lakin bu tədbir kifayət etmədi və 1861-ci ildə Fransa Londondan daha yüksək qiymətlə qızıl almalı oldu. Bunun üçün Fransa bankı Rotşild və Barinq vasitəsilə razılaşdı ki, Londonda 2 mln funt məbləğində veksellərin ödəməsini alsın (25).

1873-cü il böhranı dövründə Beynəlxalq əməkdaşlığa dair heç bir nümunə müşahidə olunmurdu. Lakin Mərkəzi bankın sövdələşmələrinin həssas siyasi təbiətini göstərən iki aspekti qeyd etmək olar. 1872-1873-cü il tarixli məktublarında İngiltərə Dövlət bankı borc üçün Fransa bankına müraciət etmək niyyətinin olması haqda «mənasız şayiələr» rədd edir. Noyabrın ikinci həftəsində isə 1875-ci ildə yaradılan Reyxsbankın sələfi Prussiya bankının rəhbəri İngiltərə Dövlət bankına indi və ya gələcəkdə istənilən vaxt qızılla borc verilməsi təklifi ilə məktub göndərir. (Klepxem öz şərhində göstərirdi ki, Almaniya öz hərbi qələbəsidən bihuşdur, Berlin isə Ezopun qurbağası kimi şişmişdir). İngiltərə Dövlət bankı bu təklifi nəzakətlə, lakin qəti rədd etdi: «Bankın köməyə ehtiyacı yoxdur və sizin xoşluqla təklif etdiyiniz imkanlardan istifadə etməyi planlaşdırmır». Klepxen əlavə edirdi ki, varlanmış ləyaqətsizlərin təklifi İngiltərə bankının rəhbərliyi tərəfindən ədəbsizlik kimi qəbul edildi (26).

1890-cı ildə İngiltərə Dövlət bankının rəhbəri Uilyam Liderdeyl Barings bankının mümkün müflisləşməsi ilə bağlı böhranla mübarizədə iki cəbhədə fəaliyyət göstərirdi. Daxili qarantiyaları təmin

etməklə yanaşı, o, Rusiya hökumətinin Barings bankındakı depozitlərindən 2,4 mln. funtu götürməməsi, həmçinin 3 mln. funt məbləğində Fransa bankından və 1,5 mln funt Rusiya Dövlət bankından, hər ikisi qızıl ilə ölçülən borc alınması üçün tədbirlər qəbul etdi. Əvvəl Lidderdeyl özünün Fransa bankından olan həmkarına deyirdi ki, uçot bank dərəcəsinin dəyişilməsi lazımı anda qızıl gətirməyə kömək edir və qəflətən baş verən maliyyə qasırğası qarşısında qeyri-adi tədbirlərdən istifadə edilməsi heç də nüfuzdan düşmək demək deyil. Buna baxmayaraq, Lidderdeyl və Siti kömək üçün Fransa və Rusiyaya müraciətin zəruriliyindən narahat idilər. Klepxen bununla əlaqədar sual verirdi: «Fərz etmək olarmı ki, bəzi siyasi- maliyyə səbəbləri onlarda öz üzərlərinə bu kimi öhdəlikləri götürməmək hissi yaratdı?» (27).

I Dünya müharibəsinə qədər davam edən beynəlxalq köməyə qarşı belə birmənalı olmayan münasibət 1906-1907-ci illərdə baş vermiş anlaşılmazlıqda öz əksini tapır. Bu zaman Fransa bankının İngiltərə Dövlət bankına kömək etməsindən daha çox, İngiltərə Dövlət bankının bu köməyi xahiş etməsi, əgər xahiş yoxdursa, onda Fransa bankının bu addımı atmaqda öz maraqlarını güdməsi müzakirə olunurdu. 1890-cı ildən 1914-cü ilə qədər İngiltərə Dövlət bankının fəaliyyəti həsr olunmuş Seyersin kitabında «İngiltərə bankının nəzərdə tutulan kontinental yardımı» adlanan fəsildə müəllif belə bir nəticəyə gəlir ki, İngiltərə Dövlət bankı kömək üçün müraciət etməmişdir. Seyers 1906-cı il sentyabr tarixli The Economist-dən sitat gətirir:

Amerikanın qızıla olan tələbinin öhdəsindən gəlmək üçün Fransa bankının İngiltərə Dövlət bankına kömək etdiyi haqda indi çox danışirlər..., lakin bir an belə güman etmək olmaz ki, İngiltərə bankı, sadəcə olaraq, Amerika möhtəkirləri üçün qızıl almaq prosesini yüngülləşdirməyə görə özünü alçalıcı vəziyyətə qoya bilər».

1907-ci ilin payızında Fransa bankı yenidən Londona Amerika qızıl sikkələrində 80 mln. frank göndərdi. 1907-ci ilin hesabatında Fransa bankı hər iki halda qəbul etdiyi qərarları əsaslandırdı. Fransız jurnalları həmin əsaslandırmadan belə sitat gətirirdilər: İngiltərə Dövlət bankını öz uçot dərəcəsini qaldırmağın zərurilindən azad

etmək, İngiltərə Dövlət bankının kömək xahiş etməsini nəzərdə tuturdu. Britaniya mənbələri qeyd edirdi ki, Britaniya tərəfindən 1890-cı ildə baş verənlərə oxşar heç bir müraciət olmayıb və Fransızlar sadəcə olaraq istəmirdilər ki, İngiltərə bankı öz uçot dərəcəsini qaldırsın. Times-ın maliyyə redaktoru Xartli Uizers sonralar yazırdı:

İngiltərə Dövlət bankının nümayiş etdirdiyi qətiyyət, nəhayət, Fransa bankını beynəlxalq yükün bir hissəsini öz üzərinə götürməyə və 3 mln. qızılla Amerikaya yox, qarantıya ilə geri ala biləcəyi Londona göndərməyə məcbur etdi. Bunun İngiltərə Dövlət bankının xahişi ilə edildiyi hesab olunur, lakin bu, həqiqətə uyğun deyildir (28).

Digər versiyaya görə Fransa bankı Londona keçirilən qızılın 1906, 1907, 1909 və 1910-cu illərdə açıq bazarda sterlinq vekselləri ilə sövdələşmələrin yerinə yetirilməsi üçün idi, hansı ki, 1938-ci ilə qədər Parisdə aparılmırdı (29).

Dünya maliyyə mərkəzi adı uğrunda mübarizədə London Parisə qarşı

İqtisadi tarixi öyrənən anqlosakson tələbələrin təsəvvüründə London XIX əsrin əvvəllərindən 1914-cü ilə qədər dünya maliyyə mərkəzi idi, Paris, Berlin, Frankfurt, Nyu-York və Milan isə onun peykləri idi.

Alman mənbəyinə görə «İngiltərə 1850-ci ildə ixracın əsas növlərinə görə monopoliyaya malik idi, sonra öz milli siyasətini aparmaqla ekspansionist kommersionist maraqlarını güdürək və yeni bazarlar açaraq Fransa öz ixrac imkanlarını əhəmiyyətli surətdə genişləndirdi» (30). 1850-ci illərdə Paris beynəlxalq pul-kredit münasibətlərində əsas rol oynayır. 1857-ci il çaxnaşmasını təsvir edərək Van Vlek göstərirdi ki, «XIX əsrin birinci yarısı ərzində Fransa Avropanın siyasi mərkəzi idi, buna analoji olaraq həm də 1850-ci ildən 1857-ci ilə qədər iqtisadi silsilələrin dəyişmələri baş verən mərkəz idi» (31).

İqtisadi silsilələrin mərkəzi mütləq deyil ki, beynəlxalq maliyyə sisteminin mərkəzi olsun. 1820-1840-cı illər arasında Paris Londonun Baltıkaya, Rusiyaya, Çinə, Latın Amerikasına və ABŞ-a olan xarici

ödəmələri yerinə yetirməyə kömək edirdi, sonra isə 1850-1870-ci illər arasında o, «xarici valyutalarla mübadilə əməliyyatlarının aparılması üzrə əsas Avropa mərkəzi» oldu (32). Əgər bu, həqiqətə uyğun idisə, onda vəziyyət franko-prus müharibəsindən sonra dəyişmişdi. Beycxotun dediyinə görə:

Franko-prus müharibəsi ilə əlaqədar Avropa maliyyə ehtiyatlarının saxlanması haqda məsələ meydana çıxır... Tez-tez iri nağd ödəmələr aparmaq lazım gəldiyindən böyük məbləğdə pul fondlarının saxlanması üçün mərkəzin yaranmasının zəruriliyi artır. Əvvəl Avropada iki belə mərkəz var idi; biri Fransa bankı, digəri isə İngiltərə Dövlət bankı. Lakin Fransa bankının metal pullar verməsini dayandırdığı vaxtdan onun sikkələrin saxlanması funksiyası da bitdi. Heç kim əmin ola bilməz ki, buradan bank çeki ilə qızıl və gümüş ala bilər. Müvafiq olaraq, beynəlxalq nağd ödəmələrin yerinə yetirilməsi üzrə bütün məsuliyyət İngiltərə Dövlət bankının üzərinə düşdü., mübadilə əməliyyatları daha çox Londonda yığılırdı. Əvvəllər bir çox hallarda məhz Paris Avropa «hesablama palatası» rolunda çıxış edirdi, lakin indi o artıq bu əhəmiyyətini itirdi... London əvvəllər olduğu kimi, ikisindən biri yox, artıq Avropada yeganə maliyyə tənzimləməsi mərkəzinə çevrildi. Yəqin ki, London bu üstünlüyü qoruyub saxlamaq üçün səylərini əsirgəməyəcək. Parisin əvvəlki üstünlüyü siyasi hakimiyyətin bölünməsinin nəticəsi idi, hansı ki, indi artıq itirilmişdir. Londonun gücü, öz növbəsində, ticarətin qeyri-adi sabitliyinə əsaslanır (33).

1910-cu ildə Şpruq ABŞ-dan olan bu təklifə tərəfdar çıxdı. Onun izahatına görə İngiltərə Dövlət bankı 1907-ci ildə öz uçot dərəcəsini qaldırdı ki, ABŞ-a qaytarmalı olduğu qızılın əvəzinə digər ölkələrdən olan pul axınını təmin etsin. London dünyanın əsas maliyyə bazarı idi və onun faiz dərəcələrini qaldırması ABŞ-a göndərilən bütün ödəmələri müstəqil maliyyələşdirməkdən azad olmasına kömək etdi (34).

Onunla razılaşmayan Bonelli 1907-ci il böhranı kontekstində İtaliyanın beynəlxalq əlaqələrini nəzərdən keçirərək israr edirdi ki, dünya maliyyə axınını tənzimləyən mərkəz Parisdir (35). I Dünya

müharibəsindən əvvəlki dövrün maliyyə vəziyyətini tədqiq edənlərdən ən nüfuzlusu bildirirdi ki, əgər gücün əlaməti kimi qısamüddətli faiz dərəcəsinin minimal səviyyəsini hesab etsək, onda «Paris bu tədqiqatda 1914-cü ilə qədər dünyada ən güclü maliyyə mərkəzi kimi özünü göstərir. Bu nəticə Londonun dünya maliyyə mərkəzi olduğu haqda yayılmış fikrə ziddir.» Morqenştern bu fikirləri cəmləşdirərək qeyd edirdi ki, faktiki olaraq Parisdə pul vəsaiti, Londonda isə bu vəsaitləri hərəkətə gətirən «maliyyə mexanizmləri» boldur (36). Lakin fərqli xüsusiyyətlərin belə ayrılması əsassızdır. Hər bir mərkəzin özünün spesifik müştəriləri vardır. İtaliya və Rusiyaya Parisdə, ABŞ və Britaniya müstəmləkələrinə Londonda xidmət göstərilirdi. Belçika, Niderland və Almaniya Londonla daha sıx bağlı idilər. Bundan başqa, London beynəlxalq kreditor idi, Paris isə azsaylı ölkələrə kredit verirdi.

Birinci Dünya müharibəsindən sonra son kreditor mərhələsi

1920-1921-ci illər böhranı dövründə heç bir beynəlxalq bank mövcud deyildi. Müxtəlif Avropa valyutalarının devalvasiyası baş qaldıran problemlərdən biri oldu. Ölkənin ödəmə balansının zəifliyi və kapitalın ölkədən getməsi ilə əlaqədar böhran şəraitində milli valyutanın devalvasiyası tez satılan malların daxili qiymətlərinin qalxmasına səbəb olurdu (yəni ixrac-idxal malları və xidmətlər və ya xarici bazarda rəqabət qabiliyyətli mallar və xidmətlərin qiyməti). Güclü inflyasiya zərbəsi böhranın digər - hiperinflasiya ilə müşayiət olunan puldan mallara keçmək növünə gətirib çıxara bilər. Bu, 1923-cü ildə Avstriya-Macaristan imperiyasının süqutundan sonra yeni sərhədlərdə və şəraitdə yaşamağa çalışan Şərqi və Mərkəzi Avropada baş verdi (37). Pol Erdmanın «Süqut 79» trillerində hadisələrin inkişafı təxminən bu ssenari üzrə gedir: milli valyuta olduqca çox çap edildiyindən və ABŞ dolları isə azad üzdüyündən əmtəyə olan tələb artaraq maliyyə böhranı ilə nəticələnir (38).

1920-ci illərin əvvəlində Qərbi Avropa hökumətlərinin çoxu 1914-cü il qızıl paritetinə uyğun səviyyədə öz milli valyutalarını sabitləşdirməyə, yəni müharibəyə qədər status-kvonu bərpa etməyə

çalışırdı. Bu ölkələr son kreditor mərhələsinin borclarına oxşar sabitləşdirilmiş borclardan valyuta bazarında öz valyutalarının qiymətdən düşməsinə mane olmaq üçün istifadə edirdi.

1924-cü ildə fransız frankı bir neçə səbəbə görə möhtəkir hücumə məruz qaldı. Xaricilərin çoxu 1919-1920-ci illərdə qiyməti düşən frankları almaqla ümid edirdilər ki, onun məzənnəsi müharibəyə qədər olan səviyyəsinə qalxmaqla böyük gəlir gətirəcək, lakin onlar bu fikirlərindən əl çəkərək frankları satmağa başladılar (39). Amsterdamda, Vyanada və Berlində (alman hökumətinin stimullaşdırması ilə) möhtəkirlər frankları sataraq ümid edirdilər ki, gələcəkdə onlar daha aşağı qiymətlə bunları ala biləcəklər (40). Onlar 1923-1924-cü illərdə hiperinflasiya dövründə qiymətdən düşən alman markasının spekulyasiyasından artıq gəlir götürmüşdülər, indi isə diqqəti fransız frankına yönəltmişdilər. Likvid qiymətli kağızları olan 100 minlərlə fransız Fransa bankının hökumətin sorğusu üzrə vəsaitin verilməsinə limitin formal təyin edilməsi haqda daxil olan xəbərlərə diqqət yetirirdilər.

1924-cü il martın 4-də çaxnaşma baş verdi. Əgər fevralın 17-də funt sterlinq 98 frank idisə, fevralın 28-də 104 frank, martın 4-də isə artıq 107 franka qalxmışdı. Fransız hökuməti və Fransa Bankı elə təcili müşavirələr keçirirdi. D.P.Morqan bir sıra şərtlərin yerinə yetirilməsi müqabilində öz köməyini təklif edirdi. Bankın nümayəndəsi Tomas Lamonun tələbinə görə altı aylıq bərpa edilən kreditin həcmi əvvəl nəzərdə tutulduğu kimi, 50 mln. dollar yox, 100 mln. dollar təşkil etməli idi. Fransa Bankı girov olaraq qızıl qoyuluşu tələbinə qarşı çıxırdı, onun prestijini xilas edən formulirovka tapılan kimi razılaşdı. Öz növbəsində, Bankın regentləri, Rotşild və de Vendel daxil olmaqla hökumətdən konservativ maliyyə proqramının qəbul edilməsini tələb etdilər. Martın 9-da bazar günü proqram qəbul edildi və üç gündən sonra möhtəkirlər öz «qısa» bazar mövqelərini bağlamağa cumdular. Frank öz minimal səviyyəsindən - funta görə 123 frank, martın 24-də 78 frank səviyyəsinə qalxdı. Sonra Fransa Bankı milli valyuta məzənnəsinin qalxmasını məhdudlaşdırdı. Möhtəkirlərin mövqelərinə hücum uğurlu idi (41). Lemon yazırdı ki, «biz heç vaxt belə uğurlu əməliyyat keçirməmişdik» (42).

Lakin şadlıq çox çəkmədi. 1926-cı ildə möhtəkirlər yenidən fransız frankına növbəti hücum etdilər, hansı ki, bu, 1926-cı ilin iyulunda Britaniya funtu 240 frank olmaqla milli valyutanı aşağı səviyyəyə saldı. Sonralar fransız kapital sahibkarlarının etibarını qazanmaq və onları öz pullarını London və Nyu-Yorkdan Parisə qaytarmağa sövq etmək məqsədilə konservator Puankare tərəfindən islahatların həyata keçirilməsi, faiz dərəcəsinin qaldırılmasına cavab olaraq funta görə 125 frank səviyyəsinə qalxdı.

1920-ci illərdə Avstriya, Macarıstan və Şərqi Avropa ölkələrinin bir çox yeni Mərkəzi banklarına Millətlər Liqasının egidası altında London, Paris və Nyu-Yorkla razılaşmalara əsasən sabitləşdirici borclar ayrılırdı. Daues və Yunqun alman reparasiyalarının təkrar istifadəsini nəzərdə tutan planları daha məşhurdur. Dauesin borcları xarici istiqrazların Amerika satın almalarını stimullaşdırırdı. 1930-cu illərdə belə bir fikir irəli sürülürdü ki, Britaniya funtunun, yapon iyenasının və ABŞ-ın dollarının ardıcıl devalvasiyası, həmçinin Almaniya və Avstriyanın beynəlxalq ödəmələrinə valyuta nəzarətinin qoyulması nəticəsində yaranan frankın və «qızıl blokun» bəzi digər valyutalarının qiymətinin dəyişdirilməsi şəraitində Fransaya qızıl sabitləşdirici borc zəruri idi. İstehza ilə əlavə edilirdi ki, bu qızılı şüşənin altında Fransanın bütün şəhərlərinin və kəndlərinin küçələrindən keçirib aparmaq lazımdır ki, insanlar hakimiyyətin kifayət qədər qızıl ehtiyatı olduğuna inansın və beləliklə, onları öz döşəklərinin altında gizlətdikləri luidorları çıxartmağa sövq etsin.

1931-ci ildən açılan deflyasiya aparılan əməliyyatın siyasi xarakterini nəzərə almaqla lazımi qədər borcların verilməsi problemini həll edə bilən beynəlxalq son kreditor mərhələsinə olan tələbin yeni miqyasını göstərirdi. Bundan başqa, tələb olunurdu ki, hər hansı ölkə və ya ölkələr qrupu bütün maliyyə sisteminin sabitliyinə görə cavabdehliyi öz üzərinə götürsün (43). Bu səbəbdən Yorqen Pedersen, R.Xoutri və digər Britaniya iqtisadçılarının hökumətə verdiyi məsləhətlər Syuzen Xauson və Donald Uinçin «İqtisadi məsləhətçi şura» (1930-1939) işində ümumiləşdirilmişdi.

İnandırıcı təhlil verən Xoutri yazırdı:

1931-ci il böhranı öz beynəlxalq aspektinə görə əvvəlkilərdən fərqlənirdi. Əvvəlki böhranlar ona görə bey-

nəlxalq idi ki, qiymətlərin enməsi dünya bazarlarında satışa səbəb olurdu. Lakin borcların kiçik hissəsi xarici kreditorlarla bağlı idi. 1931-ci il çaxnaşmasının fərqli xüsusiyyəti ondan ibarət idi ki, almaniyanın və Şərqi Avropa ölkələrinin xarici kreditorları hətta borcluların öz ödəmə qabiliyyətini saxladığı halda da valyuta bazarının dağılacığından qorxurdular. İngiltərə bankının uçot dərəcəsini artırması Londondan kapitalların götürülməsinə qarşı olduqca gecikmiş tədbir idi. Belə miqyaslı geri qaçmalar heç vaxt müşahidə olunmamışdı, əvvəlki problemlərin əsasını pul-kredit qeyri-sabitliyi təşkil edirdi. Sənaye dekpressiyası, kompaniya və bankların müflisləşməsi, büdcə defisiti və defoltlar - bütün bunlar qiymətlərin enməsinin təbii nəticələridir. Bu fonda beynəlxalq səviyyəli son kreditor mərhələsinə tələb yaranır. Ola bilsin beynəlxalq hesablamalar aparan Bank şəklində... Yaranmış vəziyyəti nəzərə alaraq, belə funksiyanı öz üzərinə xarici Mərkəzi bank və ya xarici Mərkəzi bankların qarşılıqlı əlaqələr qrupu götürə bilər (44).

Xoutri sabitləşdirici kreditlərin məhdudluğuna dair unikal gözüaçıqlıq nümayiş etdirir: (45)

Çətin vəziyyətə düşmüş Mərkəzi banka kredit vermək lazım gələrsə, belə bir kredit həcmi kifayət qədər olmalıdır. Heç bir məhdudiyyətlər qoymaq gərək deyil. Əgər verilən vəsaitlərin həcmi yaranmış vəziyyətə adekvat deyil və bu vəziyyəti düzəldə bilmirsə, onda ayrılan vəsaitlər əbəs yerə xərclənir... Qeyri-məhdud kreditlərin xeyri odur ki, onlar kapitalın getməsinə dayandırır. Kreditlər ya qeyri-məhdud olmalı, ya da heç olmamalıdır. Lakin müəyyən risk mövcuddur. Qeyri-məhdud kreditlər ölkəyə tezliklə dözülməz olan şəraiti uzadaraq, qızıl standartı əməl etmək üçün imkan verə bilərdi... Burdan belə bir nəticə çıxır: əgər ölkə pul-kredit standartını yersiz gərgin qüvvə olmadan saxlaya bilirsə, onda ona qeyri-məhdud kreditlər verin; lakin əgər bu, hədsiz güc

**tələb edirsə, kreditlər vermək əvəzinə milli valyutanın
qiymətdən düşməsinə imkan yaratmaq lazımdır.**

Xauson və Uinq 1930-cu illərdə Britaniya iqtisadçılarının, o cümlədən, Keynsin rəhbərlik etdiyi, Xenderson, Piqu, Robbins və ser Cezay Stempin üzv, Xemminq və Kanın katib olduğu İqtisadçılar komitəsi adından göndərilən məlumatları göstərir. Bu məlumatlarda iqtisadçılar qısamüddətli tələblərin maliyyələşməsi fondunun yaranması, valyuta pulunun formalaşması, hansı ki, milli valyutanın iflasının qarşısını almaq üçün istifadə ediləcək borclar ayrılı bilərdi, həmçinin, «indi bazar iştirakçıları tərəfindən etibarsız sayılan bir çox ölkələrin maliyyə sabitliyinə inamın» bərpa edilməsi üçün Beynəlxalq hesablama bankı vasitəsilə Mərkəzi bankların əməkdaşlığına tərəf çıxış edirdilər (46).

1932-ci ilin iyulunda Böyük Britaniyada qızıl standartı ləğv edildikdən sonra, lakin 1933-cü ildə keçirilən ümumdünya iqtisadi konfransından əvvəl, Stampın rəhbərliyi ilə, üzvləri Sitrin, Koul, Keyns, ser Alfred Lyuis və ser Frederik Leyt – Ross, katibləri isə Xenderson və Xemminq olan İqtisadi informasiyalar komitəsi «beynəlxalq maliyyə böhranı» mövzusunda məlumat dərc etdirdi. Beycxotun sitat gətirdiyi bu sənəd 1825 və 1847-ci illər böhranına həsr olunmuşdu və orada qeyd edilirdi ki, Böyük Britaniya beynəlxalq səviyyədə son kreditor mərhələsinin funksiyalarını yerinə yetirə bilmədiyi üçün bu funksiyaları Beynəlxalq hesablama bankına vermək məsləhət görülür, hansı ki, beynəlxalq ödəmə sertifikatları - «kağız qızılın» emissiyasını keçirə bilərdi (47).

Bank hesablarından pulların qlobal götürülməsinin qarşısını almaq imkanı ilk dəfə 1931-ci ilin mayında Avstriyanın aparıcı Credit Anstalt bankının iflası zamanı baş verdi. Bu ölkənin Mərkəzi bankı kapitalın Vyanadan getməməsi üçün yüksək faiz dərəcələrini saxlayırdı. Bu da, öz növbəsində, iqtisadiyyatı zəiflətdi və aktivlərin qтымətinin enməsinə görə borclar üzrə böyük itkilərə səbəb oldu. Credit Anstalt bankının 11 may hesabatı göstərdi ki, bank öz kapitalının 3/4 qədər 140 mln. şilling itirmişdir. Avstriya hökuməti maliyyə köməyi üçün Millətlər Liqasına müraciət etdi, belə ki, Liqa 1920-ci illərdə sabitləşdirici borclar təşkil etmişdi. Öz növbəsində, Liqa Yunqun planı üzrə 1930-cu ildə yaranmış yeni Beynəlxalq

hesablamalar bankından alman reparasiyalarının transfertini təşkil etməyi xahiş etdi. Avstriya hökuməti 150 mln. şilling (21 mln. dollar) almaq istəyirdi. Mayın son iki həftəsi ərzində Beynəlxalq hesablamalar bankı 11 ölkədən 100 mln. şilling məbləğində borc haqda razılaşma əldə etdi. İyunun 5-nə bu fond bitdi və Avstriya Milli bankı digər borc üçün müraciət etdi, iyunun 14-də razılığa gəldi. Şərtlərə əsasən borc 150 mln. şilling məbləğində 2-3 il müddətinə verilirdi. Fransızlar bunun əvəzində tələb edirdilər ki, Avstriya hökuməti iki ay əvvəl birləşməsi haqda elan edilmiş Almaniya ilə gömrük ittifaqında iştirakından imtina etsin. Lakin Avstriya hökuməti bu tələbi yerinə yetirməkdən imtina etdi. Sonra İngiltərə Dövlət bankı Avstriyaya 50 mln. şilling (7 mln. dollar) məbləğində borc təklif etdi. Avstriya hökumətinin sonrakı addımı milli valyutanın qızıla bağlanmasıdan imtinası və şillingin levalvasiyası oldu.

Çaxnaşmanın dalğası Almaniya tərəf döndü. O zaman Alman bank sistemi həddən artıq möhtəkirlik, borcların silinməsi, fırıldaqçılıq, bankirlər arasında dava-dalaş hesabına zəiflədi. Öz səhmlərini almağa başı qarışan banklar likvidlik ehtiyatlarını sərf etmişdi, yəni narahatlıq üçün tam klassik səbəblər toplusu var idi (48). İki bankın – Darmstadter və National birləşməsindən əmələ gəlmiş Danatbank-dan (49) olan Cekob Qoldşmidt autsayder idi. Deutsche Bank dan olan Oskar Vasserman daxil olmaqla digər bankirlər Qoldşmidtə aqressiv taktikasına görə nifrət edirdilər. 1927-ci ildə Berlin Handelsgesellschaft bankı yun sənayesində aparıcı kompaniya olan Norddeutsche-Wolkammerei (Nordwolle) kreditləşməsinə dayanırdı. Danatbank Nordwolle öz müştəriləri sırasına qəbul etdi. 1931-ci iyunun 17-də baş verən Nordwolle müflisləşməsi Danatbanka güclü zərbə endirdi; digər bankirlər Qoldşmidtə olan nifrətlərinə görə həmkarlarına kömək etmədilər. Sistemdə digər siyasi və maliyyə çətinlikləri də mövcud idi. Nəticədə, maliyyə qarışıqlığı kapitalın kütləvi getməsinə səbəb oldu ki, bu, Quverin qəbul etdiyi moratoriyə görə qısa müddətə dayandırıldı. İyunun 25-də Almaniya 100 mln. dollar məbləğində borc verilməsi haqda razılıq əldə edildi. İngiltərə Dövlət bankı, Fransa Bankı, Nyu-Yorkun Federal ehtiyatlar bankı və Beynəlxalq hesablamalar bankı – hər biri 25 mln. dollar vəsait keçirtirdi. Reyxsbankın rəhbəri Hans Lyuter böyük məbləğ almaq

istədiyi üçün xahiş etdi ki, borcun dəqiq məbləği cəmiyyətə açıqlanmasın. Nəticədə, borcun verilməsi haqda kommunikedə kifayət qədər pul vəsaitlərinin təqdim edildiyi bildirilirdi. Borcun miqdarı aşkar edildikdə Reyxsbankın 23 iyun tarixli hesabatının nəşri göstərdi ki, bankın ehtiyat ödəmələri 40, 4 % təşkil edir, yəni 40%-lik minimal tələbdən bir az çoxdur və «İblis geri qalanları yaxalayır» prinsipi işləmiş oldu. (50).

Yeni borcların verilməsi haqda məsələ xüsusi uğur qazanmadan müzakirə olunurdu. Almanlar 1 mlrd. dollar almaq istəyirdilər. Fransızlar 500 mln. dollar miqdarında borc haqda danışığa hazır idilər, lakin bu zaman siyasi şərtlər irəli sürürdülər. Amerika hökuməti öz büdcə defisitinə görə narahat idi, guman edilirdi ki, bu, 1,6 mlrd. dollar təşkil edir və Amerika Konqresinin Almaniya əlavə pul ayrılmasına icarə verəcəyinə şübhə yaradırdı. Amerika hökuməti artıq ayrılmış borcların baxılmasına hazır idi. Böyük Britaniyada xarici işlər naziri Artur Xenderson yeni borc verilməsi ideyasına tərəfdar idi, İngiltərə dövlət bankının rəhbəri Montegyu Norman isə hesab edirdi ki, bank «artıq lazım olan maliyyə köməyini göstərmişdir» (51). Xarici borcların verilməsinə mane olan səbəblərdən biri o idi ki, alman böhranı xarici investorların vəsaitlərinin deyil, daxili kapitalın ölkədən getməsi idi. İyulun 20-nə əlavə borc alınması ideyası «reallaşmayan olduğundan» kənara atıldı (52). Bunun əvəzinə Almaniya indi bank hesablarından pulların götürülməsinin qarşısını alacaq daxili tədbirlər qəbul etməyə ümid bağlayırdı. Qızılın xaricə keçməsinin qarşısını alan xüsusi borclar üzrə moratorilər xarici bankirlərin narazılığına səbəb olurdu.

Bundan sonra möhtəkirlik təzyiqi Böyük Britaniyaya keçdi. 1931-ci il iyulun ortalarında əmanətlərin götürülməsi başlandı. Buna səbəb kontinental Avropadakı itkilər, həm də ölkənin böyük miqdarda büdcə defisiti və Londonu tərk edə biləcək xarici kapitalın böyük həcmi haqda Makmillanın may məlumatları oldu. 1927-ci ildən Fransa Bankı dolay yollarla Britaniya funtunu qızıla konversiya etdi; Britaniya funtları valyuta spot bazarlarında satılırdı və forvard kontraktları bazarında alınır, sonra Fransa Bankı forvard kontraktları üzrə ödəmə müddəti gəldikdə qızıl tələb edirdi (53). Məsələ ondan ibarət idi ki, Fransa Bankı elə təsəvvür yaratmaq istəyirdi ki,

guya o, bu yaxınlarda aldığı Britaniya funtlarında olan öz aktivlərini əvvəlki saldoya toxunmayaraq qızıla konversiya edir. 1931-ci ilin yayında Fransa Bankı kömək məqsədilə Britaniya funtlarında olan qiymətli kağızlarını satmağa başladı. Bundan başqa, iyulun sonunda Nyu-Yorkun Federal ehtiyatlar bankı və Fransa Bankı İngiltərə Dövlət bankına hər biri 125 mln. dollar miqdarında borc verdi. Bu fondlar bitdikdən sonra Britaniya hökuməti Nyu-York və Paris bazarlarında birillik borcların götürülməsi imkanına baxırdı. İngiltərə Dövlət bankı bildirdi ki, böyük büdcə defisiti şəraitində xarici bankirlər Böyük Britaniyaya borc verməyəcəklər. Britaniya həmkarlar ittifaqı işsizliyə görə yardımların ixtisarına qarşı çıxış edirdi və hökuməti leyborist partiyasının tərəfdarlığından məhrum etdi. Avqustun 24-də hökumət istefaya getməli oldu. Dörd gündən sonra baş nazir yenidən Makdonald, maliyyə naziri isə Snouden seçilən yeni «milli hökumətin» formalaşmasından sonra Nyu-York sindikatın Morqandan 200 mln. dollar və Parisdə fransız sindikatından daha 200 mln. dollar almaq mümkün oldu. Bankirlərin Britaniya hökumətinə yardım göstərməsinin şərtləri 1920-ci illərdə Morqanın fransız hökumətinə yardım etdiyi zaman formalaşdırdığının eyni idi. Asiya tələblər irəli sürmədən bankirlər öz əmanətçiləri və özləri üçün maliyyə riski nöqtəyi-nəzərindən hansı iqtisadi vəziyyətlərin qənaətbəxş olduğunu hesab etdiklərini göstərirdilər.

1931-ci il avqustun 5-də Keynes baş nazir Makdonalda onun sorğusuna cavab olaraq Britaniya funtunun devalvasiyası və imperiyanın bütün ölkələrinə, Cənubi Amerika, Asiya, Mərkəzi Avropa ölkələrinə, həmçinin, İtaliya və İspaniyaya qəbul edilməsi təklif olunacaq qızıla bağlı fiksasiyalı dəyəri cari paritet səviyyədən 25% aşağı müəyyənləşdirilmiş valyutanın yaradılması barədə yazırdı. Məktubda göstərilirdi ki, Britaniya funtunun lazımi qədər müdafiə edilmədiyi bir şəraitdə ona kömək olunması üçün xarici valyutaların borc alınmasını davam etdirmək axmaqlıqdır. (54).

Əvvəl alınmış 250 mln. dollara əlavə 400 mln. dollar borc kifayət deyildi və sentyabrın 21-də Britaniya funta yardımı dayandırıldı. Fransa Bankı Böyük Britaniyaya qarşı olduğu kimi, ABŞ-a qarşı elə loyal deyildi və «qızıl blokun» digər üzvləri ilə birləşərək 750 mln. dollar məbləğində öz Amerika depozitlərini qızıla konversiya etdi.

Amerika qızıl ehtiyatlarının azalması, həmçinin, Britaniya funtunun və ona bağlı valyutaların devalvasiyasının nəticəsi olan deflyasiya təzyiqi Amerika bank sistemini olduqca zəiflətdi. Amerika federal hökuməti xarici investorlardan nə kömək istəmədi, nə də dollar depozitlərinin qızıla konvertasiyasını müvəqqəti dayandırılmasını xahiş etdi. 1929-cu ildə Xarrisonun Nyu-Yorkun Federal ehtiyatlar bankının aldığı Britaniya funtlarını qızıla konversiya ediləcəyi barədə sualına Normanın cavabı qısa oldu: «Əlbəttə, funt sterlinq qızılla təmin olunub. Bu, qızıl standartın qaydasıdır» (55). 1931-ci ildə Xarrison, öz növbəsində, Moreyə Fransa Bankına mənsub Amerika dollarlarının bir hissəsini və ya hamısını qızıla konversiya edilməsində hər cür köməyi təklif etdi (56).

1931-ci ildə yaranmış vəziyyətdə, xüsusilə, beş aspekt diqqəti cəlb edir: 1) Beynəlxalq miqyasda Böyük Britaniyanın son kreditor mərhələsi funksiyalarını yerinə yetirə bilməməsi; 2) ABŞ-ın son kreditor mərhələsi kimi fəaliyyət göstərmək istəməməsi, Böyük Britaniya istisna olmaqla, bu ölkə ilə ABŞ-ı «xüsusi münasibətlər» bağlayır; 3) Fransanın çətin vəziyyətdən istifadə edərək öz siyasi məqsədlərinə nail olmaq üçün Avstriya və Almaniya ilə münasibətlər qurmaq istəyi; 4) 1923-cü ildən sonra inflasiyaya aid hər hansı əlamətə görə Almaniya paranozasının aşkara çıxması; 5) Kiçik ölkələrin məsuliyyətsizliyi.

Çoxları bu təhlilə şübhə ilə yanaşdı. Analitiklərdən biri hesab edirdi ki, I Dünya müharibəsindən sonra dünya iqtisadiyyatının bərpa üçün II Dünya müharibəsindən sonra reallaşan Marşall planı tipdə daha düşünülmüş tədbirlərin yerinə yetirilməsi tələb olunurdu (57). Digəri fərz edirdi ki, 1931-ci ildə alman iqtisadiyyatı son kreditor mərhələsinin köməyi ilə tam bərpa olunmadı, belə ki, ölkə hakimiyyəti Versal müqaviləsinin, xüsusilə reparasiyaların ödənilməsi ilə bağlı müddəaların yenidən baxılmasına hazırlaşdı (58).

Bretton - Vuds və beynəlxalq pul-kredit müqavilələri

1940-cı illərin əvvəlində beynəlxalq iqtisadi institutların yaranmasına dair geniş debatlar keçirilirdi. Bunlar dünyada I Dünya müharibəsindən sonra 20 il ərzində müşahidə olunduğundan daha

güclü iqtisadi sabitliyi təmin etməli idi. Beynəlxalq kredit idarəsinin yaranması ehtiyacı olan ölkələrə öz ödəmə balansının qısamüddətli defisitlərini maliyyələşdirməyə kömək etməli idi (indi bu idarə Beynəlxalq valyuta fondu kimi tanınır). Digər kredit idarəsinin yaramasının məqsədi müharibə nəticəsində dağılan iqtisadiyyatların bərpası üçün maliyyə köməyinin göstərilməsi idi; belə təşkilat Beynəlxalq rekonstruksiyalar və inkişaf bankı oldu (BRİB və ya Beynəlxalq bank). Beynəlxalq ticarət təşkilatı ticarət mübahisələrini tənzimləmək və ticarət maneələrini aradan qaldırmaq üçün tələb olunurdu. O zaman belə bir təşkilat yaradılmadı, lakin müxtəlif ölkələrin beynəlxalq ticarət siyasəti sahəsində baş qaldıran problemləri həll edən tariflər və ticarət üzrə Baş müqavilə bağlandı.

Beynəlxalq valyuta fondu (BVF) olan beynəlxalq kredit idarəsinə dair debatlar, əsasən onun strukturu və maliyyə resursları haqda müxtəlif fikirlərə malik britaniyalılar və amerikalılar arasında gedirdi. Britaniyanın «Keyns planı» öz pulu və ya hesablama vahidi olan idarənin yaradılmasını nəzərdə tuturdu. Fondun üzvləri olan dövlətlər bu idarədə öz depozitlərinə malik idi və sonra digər ölkələrə ödəmə defisitinin aradan qaldırılması üçün bunu ötürə bilərdilər. Amerikalıların «Uayt planına» uyğun olaraq təşkilatın kapitalının formalaşması üçün hər bir üzv ölkə faizsiz, müddətsiz depozit formasında qızıl və öz milli valyutasında əmanət yerləşdirməlidir. Hər bir ölkənin daxil etdiyi payın miqdarı onun ticarətinin və qızıl ehtiyatlarının həcmindən asılı olcaqdı. Fondun üzvü olan dövlət təşkilata məxsus valyutanı öz valyutasına «almaq» imkanına malik ola bilər; belə alqının maksimal mümkün həcmi həmin dövlətin payının miqdarından asılı olmasıdır. Amerikalıların təqdimatı üstünlük təşkil etdi; amerikalılar bütün pulları əldə etdi. Britaniyalılar amerikalıları yalnız beynəlxalq kredit təşkilatının ilkin kapitalının ikiqat artmasına razı olmağa məcbur etdilər.

Fondun qaydaları, həmçinin üzv ölkələrin milli valyutalarının mübadilə məzənnəsinin idarə olunması üsullarını müəyyənləşdirirdi. Hər bir üzv ölkə öz valyutasının dəyərini qızıl və ya ABŞ dollarında göstərməli idi; öz milli valyutasının dəyərinin dəyişikliklərinin diapazonunu paritet səviyyəyə yaxın dar çərçivədə məhdudlaşdırmalı

idi; əvvəlkinə nisbətən on faizdən çox paritet səviyyənin dəyişilməsi üçün Beynəlxalq valyuta fondunun razılığını almalı idi.

1930-cu illər hadisələrinin təkrarlanmasının qarşısını almağa kömək edə bilən kredit idarəsinin yaradılması üçün edilən cəhdlərə baxmayaraq, fondun təklif olunan strukturu göstərirdi ki, o, özünün pulları olmadığına görə son kreditor mərhələsi rolunu oynaya bilməz. Bunun əvəzində Beynəlxalq valyuta fondu qısamüddətli ödəmə defisitinə ehtiyacı olan ölkələrə kiçik kreditlər verə bilirdi. Ölkələr kapitalın hərəkətini məhdudlaşdırmaqla bilən valyuta nəzarətini apara bilirdi ki, bu da milli valyutanın dəyərini paritet səviyyədə saxlamağı mürəkkəbləşdirirdi. BVF-nin borclarını mütləq qaytarmaq lazım idi. Beynəlxalq səviyyəli son kreditor mərhələsinin vacibliyinin 1931-ci il dərsi nəticəsiz qaldı. Bretton-Vudda ölkənin ödəmə defisitini maliyyələşdirmək üçün cüzi yardım göstərə bilən BVF yaradıldı. BVF ehtiyacı olan ölkələrə haqq əsasında valyuta kreditləri verirdi, lakin bu kreditlər yenidən yaranmış beynəlxalq pullarda deyildi. Hər ölkə üçün ayrılan borcların maksimal həcmi fondun kapitalında ölkənin payından asılı olan ölçüdə kvotalarla məhdud idi. Bu pay dörd hissəyə bölünürdü və 12 ay ərzində kapitalın 1/4-dən artıq olmayaraq borc götürmək mümkün idi. Birinci tranş pis-yaxşı avtomatik verilirdi. Sonrakı tranşın verilməsi həlli artıq Keynsin planında nəzərdə tutulan müəyyənləşdirilmiş qaydalar əsasında deyil, BVF-nin ixtiyarına verilirdi.

II Dünya müharibəsindən sonra iqtisadiyyatın bərpası dövrü ərzində BVF və Beynəlxalq bank kənar müşahidəçi kimi qalırdı, belə ki, maliyyələşdirmənin çox hissəsi Marşall planı çərçivəsində yerinə yetirilirdi. Bretton-Vud sistemi, demək olar ki, işləmirdi. 1958-ci ildə fransız frankının devalvasiyası baş verənə qədər, Avropa ödəmə ittifaqının üzvü olan bütün ölkələrin valyutaları konversiya edildi və kapitalın hərəkətinin məhdudiyyətləri götürüldü.

Lakin tezliklə maliyyə axınına qarşı münasibəti dəyişmək tələb olunurdu. Kapitalın cari hesablar üzrə konversiyasına yardım göstərmək və hərəkətini idarə etmək bu şəraitdə qeyri-mümkün oldu. Belə ki, idxal-ixrac əməliyyatlarının maliyyələşməsində «qabaqlamalar-geriləmələr» əhəmiyyətli rol oynamağa başlamışdı. Ölkələrə 3

aylıq möhlət vermək əvəzinə, idxal üçün nağd ödəmə və ixrac ödəmələrinin möhlətini isə 3-dən 6 aya qədər artırmağı tələb edirdilər.

1960-cı ildə BVF-yə birləşmək haqda Müqavilənin müddəaları borc almağa dair Ümumi müqaviləyə uyğun olaraq genişləndirildi. Buna əsasən maliyyə cəhətdən aparıcı on ölkə fonda əlavə 6 mlrd. dollar keçirdərək onun kapitalını 14,4 mlrd. dollara çatdırdı (BVF 1946-cı ildə yaradılanda onun kapitalı 7,8 mlrd dollar idi). Kapital hərəkətində baş verən gözlənilməz ayrılıqlar ölkənin öz ehtiyatları və Beynəlxalq valyuta fondunda kvotası ilə kompensasiya edilmədikdə BVF vasitəsilə bunları almaq mümkün idi. Lakin bu resurslar kifayət qədər deyildi. Bundan başqa, çoxları hesab edirdi ki, BVF maliyyə vəziyyətinin dəyişikliklərinə vaxtında təsir göstərə bilmir. Fondun qərarları direktorların ölçülüb-biçilmiş səsverməsi ilə qəbul edilirdi. Onların da çoxu bir çox ölkəni təmsil edirdi. Böhranlı vəziyyətdə olan ölkəyə bu və ya digər köməyin ayrılması haqda qərarın qəbul edilməsi prosesi 3 həftə uzana bilərdi.

1950-ci və 1960-cı illərdə kapitalın beynəlxalq yerdəyişməsi xeyli artdı. Texnoloji təkmilləşmə, informasiyanın ötürülməsi və saxlanması xərclərinin xeyli azalmasına görə iqtisadi məsafələr qısaldı. Riçard Kuper bu dəyişikliklərin təsirini qeyd edirdi (59):

Dəyişikliklərin miqyası barədə təsəvvür əldə etmək üçün 1947-ci ilin avqustunda «kütləvi qaçma» zamanı 100 mln. dollardan az olan möhtəkirliyin gündəlik maksimal həcmi ilə və 1969-cu ilin mayında 1,5 mlrd. dollar təşkil edən alman markası ilə möhtəkirliyin həcmnin analoji göstəricisini funt sterlinqə qarşı müqayisə etmək olar. 1971-ci ilin mayında bir saat ərzində Almaniyaya 1 mlrd. dollardan çox pul vəsaiti «axmış» oldu. Bundan başqa, avamlıq baryerlərinin sonrakı aradan götürülməsində heç bir səbəb yoxdur ki, bazara gündə 1,5 mlrd. dollardan 15 mlrd. dollara və ya hətta 50 mlrd. dollara qədər qalxmağa mane olsun.

1990-cı illərin sonunda valyuta bazarında gündəlik mal dövriyyəsi 1 trln. dollar səviyyəsinə çatdı. İnkişaf edən iqtisadiyyatlı ölkələrdə valyuta sövdələrinin həcmnin artımı daha sürətli idi (60).

Kapitalın beynəlxalq yerdəyişməsinin intensivliyinin artması Mərkəzi bankları valyuta məzənnəsinin paritet səviyyəsini saxlamağa vadar edirdi. Bəzi Mərkəzi banklar öz valyutasını forvard valyuta bazarında sataraq eksperiment aparırdılar: bu satışlar öz valyuta ehtiyatlarını tükəndirmədən hər halda kontraktlar üzrə ödəmələrin vaxtı gələncə qədər məzənnəni paritet səviyyədə saxlamaq imkanı verirdi. Bu halda da Mərkəzi banklar «çevrilmək» və ya kontraktları yeniləşdirmək imkanına malik idi. Bir çox müşahidəçilər elə bilirdilər ki, forvard sövdələşmələri Mərkəzi banklara beynəlxalq ehtiyat aktivlərinə tələbatdan azad olmaq imkanı verəcək. 1964-1967-ci illər ərzində İngiltərə Dövlət bankının təcrübəsi bu kimi təsəvvürlərə son qoydu; 1967-ci ilin sonuna yaxın ABŞ dollarının valyuta spot bazarında təhizi üzrə bankın öhdəliklərinin həcmi forvard kontraktlarının bitməsi tarixinə yaxın onun bütün beynəlxalq ehtiyat aktivlərinin miqdarından bir neçə dəfə artıq idi. Nəticədə, bazarın iştirakçıları vaxtı ötən forvard valyuta kontraktlarının yeniləşdirilməsinə get-gedə həvəssiz razılıq verirdilər. 1964-cü ildə Böyük Britaniyanın maliyyə hakimiyyəti Britaniya funtunun devalvasiyasından qaça bildi, lakin bu qaçılmaz hadisəni yalnız 1967-ci ilə qədər təxirə salmaq mümkün oldu.

1960-cı illərdə əsas beynəlxalq maliyyə yeniliklərindən biri valyuta svopları sistemini hərəkətə gətirən Bazel müqaviləsi oldu. Bu sistemin inkişafı üzrə liderliyi ABŞ öz üzərinə götürdü. Sistem Mərkəzi bank cütlükləri arasında ikitərəfli kredit limitlərinin bağlanmasına əsaslanırdı. Burada hər bir bank müəyyən miqdarda xarici valyutanı passiv kimi yazırdı, yəni eyni miqdarda valyutanın alınmasına və satılmasına dair sövdələşirdi. Svop xətti müəyyənləşən kimi, götürülən məbləğ ödənilmək şərtilə xarici valyutanı əldə etmək mümkün olurdu. 1962-ci ilin martında Fransa Bankı ilə Nyu-Yorkun Federal ehtiyatlar bankı arasında 50 mln. dollar həcmində svop haqda ilk müqavilə bağlandı. İyunda Federal hökumət Hollandiyanın və Belçikanın Mərkəzi bankları ilə 50 milyonluq, Kanada bankı ilə isə 250 mln. dollar məbləğində svop – müqavilələr bağladı. 1963-cü ilin oktyabrına yaxın bağlanmış svopların həcmi 2 mlrd. dollara qədər, 1968-ci ilin martına yaxın 4,5 mlrd. dollara qədər, 1973-cü ilin iyuluna yaxın isə 18 mlrd. dollara çatdı (61).

1961-ci ildə Britaniya funtu möhtəkirlərin alovu altında olduqda aparıcı Mərkəzi bankların nümayəndələri Beynəlxalq hesablama bankının görüşündə kredit şəklində 1 mlrd. dollar həcmində yardımı ona ayırdılar. Nyu-Yorkun Federal ehtiyatlar bankının baş vitse-prezidenti Çarls Kums bu hadisəni müharibədən sonrakı dövrdə beynəlxalq maliyyənin ən böyük nailiyyəti adlandırdı (62). Ayrılan məbləğ kifayət qədər böyük idi ki, möhtəkirləri funtu dağıtmaq cəhdlərinin əbəs olduğuna inandırсын. Sonralar alınan borcun böyük hissəsi kapitalın repatrasiyası prosesində ölkəyə qayıdan vəsaitlər hesabına ödənilirdi.

Svop –xəttlər üzrə alınan pullar hücumə məruz qalan ölkənin milli valyutasının müdafiəsində birinci qoruyucu xəttin yaranmasına imkan verirdi; müdafiənin ikinci xəttini Beynəlxalq valyuta fondunun kreditləri təşkil edirdi. Bir çox ölkələr svop – xəttlərdən istifadə edirdi: 1962-ci ilin iyununda Kanada 1 mlrd. dollardan çox; 1963-cü ilin martında İtaliya 1 mlrd. dollar; 1964-cü ilin payızında Böyük Britaniya 2 mlrd. dollar istifadə etdi. 1968-ci ilin iyulunda Fransaya 1,3 mlrd. dollar məbləğində kredit verildi və həmin ilin noyabrında frankın devalvasiyasına yol verməmək məqsədilə 2 mlrd. dollara qədər artırıldı (63). 1965-ci ilin sentyabrında Fransanın Böyük Britaniyaya kömək göstərməmək haqda qərarı «Mərkəzi banklar sistemi prinsiplərindən iyrənc imtina» kimi xarakterizə edildi (64).

Bretton-Vud razılaşmasının pozulmasına mümkün səbəb Amerika və alman Mərkəzi banklarının tamamilə müxtəlif valyuta siyasətinə tərəfdar olması səyləri idi, baxmayaraq ki, bu ölkələrin maliyyə bazarları depozitlərin ofşor bazarları vasitəsilə sıx bağlı idi. Əks istiqamətli fəaliyyətlər bir-birinə bağlı maliyyə sistemində həmişə disbalans yaradaraq kapitalın gözəçarpan yerdəyişməsi ilə nəticələnir. Belə ki, FES prezident seçkilərinə 6-8 ay qalmış pul - kredit kütləsini artırmağa cəhd göstərdi, eyni zamanda, Almaniya öz uçot dərəcəsini yüksək səviyyədə saxlamağa çalışdı. Nəticədə, kapital axını dollardan alman markasına axıb gəldi.

1825, 1853, 1871 və 1885-ci illərdə olduğu kimi, dollar üzrə qiymətli kağızların faiz dərəcələrinin endirilməsi borclulara qarşı tələblərin zəifləməsinə gətirib çıxartdı. Nyu-Yorkda, Londonda, Tokioda və digər maliyyə mərkəzlərində yerləşən banklar Meksikanı, Briziliyanı,

Argentinanı və digər inkişaf etməkdə olan ölkələri, həmçinin SSRİ və Şərqi Avropa ölkələrini asanlıqla kreditləşdirməyə başladılar.

Nyu-Yorkdan Almaniyaya və digər ölkələrə kapitalın getməsi nəticəsində müəyyən edilmiş mübadilə məzənnəsinin sistemini saxlamaq qeyri-mümkün idi. 1971-ci il Smitson müqaviləsinə uyğun müəyyənləşdirilmiş ABŞ dollarının yeni paritet dəyərinin müdafiəsi üçün Birləşmiş Ştatlar çox az səy göstərirdilər. 1973-cü ilin fevralında Amerika dollarının axını Frankfurta gəldi. Fevralın 3-dən 9-na qədər Bundesbank 5 mlrd. dollar əldə etdi. Ertəsi gün ABŞ hakimiyəti dolların birtərəfli devalvasiyası haqda elan etdi. Bundesbank dollara yardımını dayandırdı və müəyyənləşdirilmiş məzənnə sistemindən valyuta məzənnəsinin tam bazar müəyyənləşməsinə keçdi.

İqtisadçıların çoxu fikirləşirdi ki, üzən valyuta məzənnəsinə keçid kapitalın hərəkətinə valyutaların təsirini azaldacaq və bu, Mərkəzi banka xoşagəlməz xarici amillərdən asılı olmayan valyuta siyasəti aparmaq imkanı verəcək. Bunun nəticəsində kapitalın möhtəkir hərəkəti sabitləşəcək ya yox, məsələsində iqtisadçıların fikir ayrılığı mövcud idi. Çoxu elə guman edirdi ki, üzən məzənnələr şəraitində mübadilə əməliyyatlarında itkilər əldə edilməsi ehtiyatı kapitalın hərəkətini saxlayacaq. Bu səhv fikir idi: bankların çoxu xarici valyutaları aktivlərin gəlir gətirə bilən yeni sinfi kimi qəbul etməyə başladı.

Yeni şəraitdə son kreditor mərhələsinin mövcud olmasına ilkin tələbat beynəlxalq maliyyə ilə də bağlı, əsasən isə daxili amillərlə müəyyənləşdirildi. Mübadilə məzənnələrinin daim dəyişməsi möhtəkiləri, o cümlədən, banklara işləyənləri cəlb edirdi. Kölnün Herstatt Bank-ı və Nyu-Yorkun Franklin National Bank-ı xarici valyuta alverində hər ikisi 1974-cü ilin iyununda pul itkisinə məruz qaldı. Herstatt Bankın bağlanması alver gününün ortasında baş verdi ki, bu da yeni problemin yaranmasına səbəb oldu. Belə ki, Herstatt bağlanmış sövdələrin nəticəsində xarici valyuta almışdı, lakin bu sövdələrin şərtinə əsasən, digər banklara alman markasının keçirməmişdi. Bir vaxtlar bağlanan bankların öhdəlikləri üzrə qarant kimi çıxış edən konsorsium təkcə daxili boclari nəzərə alırdı və xarici bankların iddialarına diqqət yetirmirdi. Lakin ağıl üstün gəldi. Bankın öhdəlikləri həm daxili, həm də xarici kreditorlar qarşısında ödənilirdi. Depozitlərin

sığortası üzrə Federal korporasiya 40 min dollar təyin edilmiş maksimal məbləğə əsaslanaraq Franklin National Bank-dakı depozitlərin sahiblərinə ödəmələri yerinə yetirdi. FES isə son mərhələnin kreditörü kimi, bankın borcunun qalan hissəsinin ödənilməsinə qərantıya verdi.

1975-ci il mart tarixli Bazel protokolunda öz əksini tapmış Beynəlxalq Hesablamalar bankı üzrə razılaşmalar bu və ya digər bankın iflası zamanı milli məsuliyyət problemini həll etməli idi. Lakin 1982-ci ildə Milanın Banco Ambrosiano-nun Lüksemburq filialı digər Avropa bankları qarşısında 400 mln. dollar məbləğində öhdəlikləri üzrə defolt elan etdikdə yeni problem yarandı. İtaliya bankı bu borcu kompensasiya etməkdən imtina etdi və öz qərarını belə əsaslandırırırdı ki, Milanın Ambrosiano bankının Lüksemburq filialı öz qanunları çərçivəsində fəaliyyət göstərdiyindən onun aktivləri və borcları baş bankın aktivlərinin və passivlərinin hissəsi deyildi. Bazel protokolu şübhə altına düşdü.

1973-cü ildə, sonra isə 1979-cu ildə neftin qiymətinin xeyli artması - neft istehsalçısı ölkələrinin ixrac gəlirlərinin və onların beynəlxalq ehtiyatlarının həcmnin əhəmiyyətli dərəcədə artmasına gətirib çıxartdı. Neft ixracatçısı olan ölkələrdə mənzillərin, ofis binalarının və ticarət mərkəzlərinin alınması hesabına xərclər də artırdı. Neft idxal edən ölkələrin borclarının həcmi böyüdü. Bu bazarda qiymətlərin artması geoloji- axtarış işlərinin və neft istehsalının genişlənməsinə səbəb olurdu.

Sonralar Şimal dənizində, Meksikada və digər regionlarda neft hasilatının artımı, 1980-ci illərin əvvəlində başlayan global iqtisadi enməyə görə xammala olan tələbin azalması neftin qiymətinin enməsinə gətirib çıxartdı. 1982-ci ilin ortalarında Meksika və digər neft ixracatçıları ciddi maliyyə çətinlikləri ilə üzləşdi. Texasın, Oklaxomanın və Luiziananın da bir sıra kompaniyaları və maliyyə idarələri həmin səbəbdən olan problemlərlə qarşılaşdı.

Valyuta svopları əsasında kreditlər haqda müqavilələr yalnız aparıcı inkişaf etmiş sənaye ölkələri arasında fəaliyyət göstərirdi və maliyyə böhranları dövründə BVF-nin kreditlərindən asılı olan inkişaf edən ölkələrə şamil edilmirdi. Lakin bu ölkələrin çoxunun BVF-nin borcluya təqdim etdiyi şərtlərin yerinə yetirilməsinə qəti etiraz etdiyindən onlar borcların restrukturu haqda kreditör banklarla razılaş-

mağa çalışırdılar. Bu, Xellerin «Hiylə 22» kitabında təsvir edilən vəziyyəti xatırladırdı. Kreditor banklar tez-tez təkid edirdi ki, inkişaf etməkdə olan ölkələr borcları yenidən maliyyələşdirmədən öncə BVF-dən icazə alsın. Maliyyə vəziyyəti böhranlı miqyas aldıqda borcluya danışıqların aparıldığı müddətdə verilən qısamüddətli müvəqqəti borclar kömək edə bilərdi.

1982-ci ildə Nyu-Yorkun Federal Ehtiyatlar bankı belə qısamüddətli kreditlərin həcmi Meksika üçün 1 mlrd. dollara qədər artırdı, Amerika Xəzinəsi isə ölkənin strateji neft ehtiyatlarına gələcək neft tədarükü üçün milyard dollar ödədi. Bu xüsusi borclar Meksikaya çətin vəziyyətdən çıxmaq və defoltla üzləşməmək imkanı verdi. Kreditin belə forması borclular üçün əlverişli idi, belə ki, nəticədə onlar kapitalın beynəlxalq bazarlarına daxil olmaq imkanı əldə edirdilər və həmçinin, xarici pulların cəlb edilməsi hesabına iqtisadi artım üçün impuls alırdılar. Kreditorlar da buradan xeyir əldə edirdi, belə ki, bu yanaşma onlara ümitsiz borcları silməmək və buna görə də borclar üzrə böyük itkiləri saymamaq imkanı verirdi. Əgər əvvəllər defoltlar xüsusi şəxslərin və kompaniyaların borcları olduğundan beynəlxalq səviyyədə ciddi narahatlığa səbəb olmurdusa, 1980-ci illərdə «Üçüncü dünya» ölkələrinin borcları üzrə defoltlar aparıcı beynəlxalq bankların ətrafında ciddi problemlərin yaranmasına səbəb ola bilərdi.

Borc alanlara qarşı iqtisadi tələblər

Belə bir fikir mövcuddur ki, BVF inkişaf etməkdə olan borc alan ölkələrə öz iqtisadi və vergi siyasətini seçməkdə olduqca məhdudlaşdırıcı tələblər irəli sürür. Bununla yanaşı, daxili və xarici kreditorların çoxu öz borclarını müəyyən şərtlərlə verir. Bəzi fransız analitiklərini 1924-cü ildə Fransaya sabitləşdirici borc verən J.P.Morqan and Co-nun müəyyən etdiyi şərtlər qıcıqlandırmışdı (65). Lakin burada heç bir qəribəlik yoxdur, belə ki, öz əmanətləri qarşısında öhdəlikləri olan kreditorlar verdikləri borcların qaytarılması üçün zəmanət almaq istəyirlər. 1931-ci ildə Avstriya və Almaniyaya verilən borcları müşayiət edən Fransanın irəli sürdüyü tələblər siyasi xarakter daşıyırdı. Həmin ilin yayında Böyük Britaniyaya verilən

Amerika və fransız borclarının tələbləri leyboristlər partiyası tərəfindən «bank reketi» kimi qiymətləndirilmişdi, belə ki, kreditorlar büdcənin balanslaşdırılması və işsizlik üzrə müavinətlərin ölçüsünün azaldılması üzrə mayda hazırlanmış tövsiyələrin yerinə yetirilməsini tələb edirdi.

Valyutalı svopların istifadəsi çərçivəsində verilən kreditlərə qabaqcadan xüsusi şərtlər qoyulmurdu, lakin «razılaşmalarla» tənzimlənirdi. Macarıstana borc verərkən Beynəlxalq hesablamlar bankı bildirdi ki, bu ölkə borcun qaytarılması üçün BVF-dən kredit almaq imkanları hesabına vəsaitlər əldə edəcək. Bu kredit isə mütləq konkret şərtlərlə müşayiət ediləcəkdir. Müəyyən şərtlər, hətta, o halda da qoyulur ki, BVF-dən kredit almağa pretendent olan ölkə 1976-cı ildə Böyük Britaniya ilə baş verdiyi kimi, «böyük yeddiliyin» üzvü olur (66).

Meksika böhranı

1994-cü il Meksika maliyyə böhranı yanvarda baş verən kəndli üsyanından və hakim siyasi partiyadan prezidentliyə əsas namizədin öldürülməsindən başladı. Ölkəyə daxil olan xarici investisiyaların axını dərhal zəiflədi və Meksikanın valyuta bazarında pesonu saxlamaq imkanları tezliklə tükəndi (67). 1994-cü ilin aprelində ABŞ və Kanada köməyə gəldi. Buna səbəb 1993-cü ilin noyabrında bu üç ölkə arasında azad ticarət haqda bağlanmış Şimali Amerika Müqaviləsinə əsaslanan «xüsusi münasibətlər» idi. Kredit limiti 6,7 mlrd. dollar həcmində müəyyənləşdirildi ki, bunun 6 mlrd. dollarını ABŞ, 700 mln. dolları isə Kanada verdi. Bununla yanaşı Meksikada ağır vəziyyət davam edirdi. 1994-cü ilin dekabrında pesoya növbəti güclü hücum oldu. Bunun səbəbi həm kapitalın daxili aradan götürülməsi, həm də ümidini itirmiş Amerika investorlarının ölkəni tərk etməsi idi. 1995-ci ilin yanvarında Amerika Xəzinəsi 50 mlrd. dollar həcmində xilasetmə fondu yaratdı: bura 20 mlrd. dollar Amerika Valyuta sabitləşdirmə fondundan, 18 mlrd. dollar BVF-dən, 10 mlrd. dollar Beynəlxalq hesablamlar bankının egidası altında toplanmış Avropa Mərkəzi banklarından və 2 mlrd. dollar Kanadadan daxil idi (68). Kömyin həcmi lazımi təsir bağışladı. Kapitalın ölkədən getməsi dayandı və pullar Meksikaya qayıtmağa başladı. Amerikalıların

açdığı kredit xətti ilə 12,5 mlrd. dollar tələb edildi və artıq 1995-ci ilin payızında götürülmüş borcların ödənilməsi başlandı.

1994-1995-ci illər Meksika xilas etmə əməliyyatı üzrə bir neçə sual qalır. Birinci – 1982-ci ildə Meksikaya verilən borclar onlarda tam əminlik yaratdı ki, növbəti çətinliklərlə üzləşdikdə onlara hər dəfə kömək göstəriləcək – sual kömək göstərilməsinin mənəvi ziyanı haqdadır. İkinci – kreditlərin böyük həcmi gələcəkdə daha az ciddi problemlərlə nəticələnən presedent yarada bildimi. Bundan başqa, aydın deyil maliyyə hakimiyyəti böhran infeksiyasının 1931-ci ilin mayında Avstriyada olduğu kimi, Braziliyaya və Argentinaya yayılmasının qarşısını ala bildimi?

Beycxotun formalaşdırdığı rəyə müvafiq olaraq son kreditor mərhələsi ehtiyacı olanlara məhdudiyyətsiz kredit verməlidir, belə ki, aşağı səviyyədə limitlərin qoyulması da bazarı yerindən oynadır. Əgər borcun müəyyən edilmiş həcmi tələblərlə nisbətdə kifayət etdiyindən də artıq olsa belə, onu mütləq qeyri-məhdudla əvəz etmək lazımdır.

Şərqi Asiya böhranı

1997-ci ilin iyulunda Şərqi Asiyada başlanan maliyyə böhranı öz orbitinə həm öz kredit portfellərinin diversifikasiyasını fikrinə vurulmuş inkişaf etmiş ölkələrin nikbin kreditorlarını, həm də öz iqtisadiyyatına daha böyük həcmli investisiyalar cəlb etmək məqsədilə Qərbin maliyyə bazarlarının tənzimlənməsini ləğv etmək tələbinə razılaşan sürətlə inkişaf edən borclu ölkələri daxil etmişdir. Böhran müşayiət edən amillər bunlar idi. İndoneziyada «oğru kapitalizm», Tailandda zəif hökumət, Cənubi Koreyada konqlomeratlar (chaebol) və bütün regionda kreditləşmənin yüksək riski. Bu regionda Yaponiyanın xüsusi mövqeyi və iqtisadi siyasəti güclü tələb mənbəyi yaradırdı, ucuz fəhlə qüvvəsi olan ölkələrə birbaşa Yapon investisiyalarının və kreditlərinin həcmnin artması isə bu ölkələrin çoxunun ödəmə defisitinin böyüməsinə öz xeyrini verdi. Avropa bankları da bu regiona kredit verirdi. Kapital axınına görə Şərqi Asiya ölkələrinin çoxunun valyutası yenidən qiymətləndirildi. Ödəmə balansının əhəmiyyətli defisiti və milli valyutanın artırılmış məzənnəsi kapital

axınının mümkün azalması qarşısında ölkənin zəifliyini artıran amillərdir.

1997-ci ilin iyulun əvvəlində Tay batının devalvasiyası «domino effektinə» səbəb oldu və digər Asiya ölkələrinə daxil olan xarici kapital axını əvvəlcə zəiflədi, daha sonra isə kapitalın tamamilə getməsi ilə əvəz olundu. Malayziyanın prezidenti doktor Maxatxir başlanan bəlaya görə xarici möhtakirləri, konkret olaraq Corc Sorosu günahkar bildi, hansı ki, öz növbəsində bildirirdi ki, o, Malayziya ringgiti üzrə qısa «mövqələr» açmamışdır. Malayziya dünyada ən yüksək iki göydələn tikirdi. Bu ölkə kredit üçün BVF-ə müraciət etmirdi, lakin bunun əvəzinə ölkədən gedən kapital və xarici investorların gəliri üzərində nəzarət təyin etmişdi. Öz növbəsində, Tailand, İndoneziya və Cənubi Koreya BVF-in kreditlərindən istifadə etdi.

Cədvəl 12.1 Rəsmi maliyyə öhdəlikləri (son kreditor mərhələsinin borcları, milyard dollarlarla)

Ölkə	BVF	Beynəlxalq bank	Asiya inkişaf bankı	İkitərəfli öhdəliklər	Cəmi
Tailand	3.9	1.9	2.2	12.1	20.1
İndoneziya	0.1	4.5	3.5	22.0 ⁴	30.0
Cənubi Koreya	21.0	10.0	4.0	22.0	57.0
Cəmi	35.0	16.4	9.7	56.1	117.1
Məlumat: Meksika	17.8	1.5	1.3 ⁵	21.0	51.6

Benəlxalq hesablamalar bankının göstəriciləri üzrə tərtib edilmiş bu cədvəldə Şərqi Asiya ölkələrinin öhdəliklərinin ümumi həcmi 1994-1995-ci illərdə Meksikaya verilmiş kreditlərin həcmi ilə müqayisəsi haqda məlumat göstərilir.(69).

Beynəlxalq hesablamalar bankının məlumatlarında qeyd edilir ki, Meksika üçün açılmış 50 mlrd. dollar həcmində kredit limitləri

⁴ 5 mlrd dollar həcmində İndoneziya fəvqəladə ehtiyatlarının istifadəsi daxil olmaqla.

⁵ Amerikaarası inkişaf bankı.

«bazara psixoloji təsir göstərərək bazar iştirakçılarının etibarının azalmasını dayandırdı» (70). Bütün bu kredit öhdəlikləri gələcəkdə maliyyə xilas etmə əməliyyatları üçün nəzərdə tutulmuş fondların tükənməsinə gətirib çıxartdı. 1998-ci ilin sonunda Amerika Konqresi Klinton administrasiyasının təklifini qəbul etdi, ABŞ-ın payının və BVF-in kapitalının həcmnin artırılmasını bəyəndi. Nəticədə, BVF lazım olduqda Briziliyaya kömək edə bildi.

BVF - Mərkəzi bank deyil və o, pullar buraxa bilmir; O, yalnız əsas üzvlərindən yığıdığı üzvlük haqları və özü aldığı borclar hesabına borclar verə bilir. BVF-in istifadə etdiyi kvotalar sistemi onu daxili pullar buraxmaq imkanına malik Mərkəzi banklardan köklü surətdə fərqləndirir.

Dünya Mərkəzi bankı BVF-dən daha effektiv son kreditor mərhələsi olardı, lakin onun yaranması inanılası deyil. Avropa valyuta ittifaqından başqa, dünyanın aparıcı ölkələri pul emissiyasının aparılması imkanlarına və öz valyutalarının idarə edilməsinə suverenitet əlaməti kimi baxır; ABŞ-da bu funksiyalar Konstitusiyaya daxil edilib.

Birləşmiş Ştatlar və dollar

1940, 1950 və 1960-cı illərdə Birləşmiş Ştatlar yeni beynəlxalq maliyyə razılıqları əldə etmək işində BVF və Beynəlxalq Bank, Borc almaq haqda ümumi razılıq, Borc almağın xüsusi hüquqları, valyuta sistemləri svopu, Beynəlxalq qızıl pul yaratmaqla təşəbbüsü öz üzərinə götürdü. Bundan başqa 1980-ci illərin sonunda Birləşmiş Ştatlar inkişaf etməkdə olan ölkələrə onların aparıcı beynəlxalq banklar qarşısındakı borclarını silərək, bununla da həmin dövlətlərin kredit ödəmə qabiliyyətini bərpa etməklə beynəlxalq kömək göstərməkdə fəal iştirak edirdi. Nəhayət, Meksika, Rusiya və Cənubi Koreya kimi ölkələr beynəlxalq ödəmələrlə bağlı ciddi problemlərlə qarşılaşdığı zaman, ABŞ öz üzərinə lider rolunu götürdü.

1980-ci illərin əvvəlində Amerika ticarət defisitinin davamlı artması əsas gözlənilməz hallardan biri idi. ABŞ 100 ildən çox bir müddətdə fəal ticarət balansına malikdi. Təxminən 1980-ci ildən başlayaraq sabit artan ticarət defisiti Amerikanın beynəlxalq maliyyə

mövqeyində dramatik dəyişikliklərin yaranmasına gətirib çıxardı. 1980-ci ildə Birləşmiş Ştatlar dünyada ən iri kreditor idi: onun kreditor mövqeyinin nettosunun ölçüsü bütün digər kreditor ölkələrin netto yekunundan çox idi. 2000-ci ilə yaxın Birləşmiş Ştatlar dünyada ən böyük borcluya çevrildi və onun debitor mövqeyinin netto ölçüsü bütün qalan borcluların təmiz borcunun yekun göstəricisini ötdü. Bu zaman Amerika borcunun məbləği artmaqda davam edirdi.

1950-ci və 1960-cı illərdə sabit olan Amerika ödəmə balansının defisiti ilə 1980-ci və 1990-cı illərdəki ticarət defisiti arasında oxşarlıq nəzərə çarpır. Ödəmə defisitinin böyüməsinə səbəb digər ölkələr tərəfindən beynəlxalq ehtiyat aktivlərinə olan tələbin yeni qeyri-Amerika ehtiyat aktivlərinin təklifindən yüksək olması idi. ABŞ-ın ticarət defisiti dollar qiymətli kağızlarına və Amerika real aktivlərinə beynəlxalq tələbin artması fonunda inkişaf edirdi.

1960-cı illərin sonu və 1970-ci illərin əvvəlində xarici rəsmi idarələrin ehtiyat aktivlərini almağı davam etmək hazırlığının səviyyəsi endi, oxşar əlamətlər 1990-cı illərin ikinci yarısında da müşahidə olunurdu. 1990-cı illərdə Amerika iqtisadiyyatının ən uğurlu olması faktı bəzi iqtisadi analitikləri məcbur etdi ki, inflasiya və işsizliyin aşağı səviyyəsinin dövlət büdcəsi profisitinin mövcudluğunun və texniki tərəqqinin «yeni eranın» başlanmasının rəhni olduğunu fərz etsin, belə ki, bu zaman işgüzar mərhələlər öz təsirini əhəmiyyətli dərəcədə itirəcək, maliyyə böhranları FES-in effektiv və cəld müdaxiləsinə görə «ram olunacaq». Lakin vəziyyət heç də belə açıq-aydın deyildi. İnkişaf Amerika istehlak xərclərinin artması və ev təsərrüfatları əmanətlərinin payının azalmasına əsaslanırdı. Kredit kartları ilə alınan borcların həcmi yeni yüksəkliyə çatdı. Fərdi müflisləşmə halları artdı. Əgər dollara olan beynəlxalq etibar enməyə başlasa, Amerika borcunun həcmnin artması ciddi problemlərin səbəbinə çevrilə bilər. Britaniya iqtisadçısının «Həyata qabil olmayan yeddi proses» adlı tədqiqat işində gələcək 5-15 il ərzində işgüzar fəallığın enməsinin mümkünlüyü haqda dəhşətli, bəlkə də, bir qədər şişirdilmiş xəbərdarlıq edilir (71). Ehtimal olunur ki, Birləşmiş Ştatlar və dollar «dünya iqtisadi və maliyyə birinciliyində» öz mövqeyini itirə bilər (72).

Bəzi politoloqlar ABŞ-ın liderlik dövrü ərzində yaranan «rejim» adlandırdıqları qarşılıqlı təsir sisteminə olan inamın mövcudluğuna

ümid bəsləyirlər (öz növbəsində, onlar bunu «hegemonluq» adlandırırlar) (73). 1980-ci illərdə, xüsusən, o dövrdə maliyyə naziri olan Ceyms Beykerin təşəbbüsünün təsiri ilə belə əməkdaşlıq özünü yaxşı tanıtdı. O, dolların dəyərinin formalaşmasına qarışmamaq siyasətindən imtina edərək 1985-ci ilin sentyabrında imzalanan «Plaza müqaviləsini», 1987-ci ilin yanvarında imzalanan «Luvr müqaviləsini» işləyib hazırladı.

Əsasən, təntənəli nümayiş xarakteri daşdığı üçün «Böyük yeddiliyin» beynəlxalq maliyyə sistemi məsələlərinə dair yüksək səviyyədə keçirdiyi görüşlərə az sayda iqtisadçılar böyük əhəmiyyət verir. Mühüm qərarların qəbul edilməsində üzvləri Fransa, Almaniya, Yaponiya, Böyük Britaniya və ABŞ olan «G-5» qrupu daha effektivdir.

BVF və Beynəlxalq bank öz çəkisini itirən Amerika liderliyinə layiqli alternativ ola bilər? ABŞ-dan əlavə digər ölkələrin problemlərini həll etmək üçün Bretton-Vudda yaranmış bu idarələr olduqca asta işləyir və kritik dövrlərdə bacarıqsızlıq göstərir. Bundan başqa, bu maliyyə institutlarının malik olduqları fondlar olduqca kiçik olduğundan bazarların «Böyük yeddiliyin» mərkəzi banklarına ehtiyacının bu günkü tələblərinə cavab verə bilmir. Bu, xüsusən, iyənə və ya funt yox, iri bazara malik dollar ağır vəziyyətə düşdükdə özünü bürüzə verir.

Mövcud problemlərə baxmayaraq, adekvat əvəzləyici olmadığından dollar dünya hesablama valyutası kimi istifadə olunmasına davam edir. Yaponiya indiyə qədər bank ipoteka borcları ilə əlaqədar problemlərlə üzləşir, Almaniya isə hələ də keçmiş ADR-in öz iqtisadiyyatına inteqrasiyasını tamamlamayıb. Yaponiya və Almaniya Amerika liderliyi altında yaxşı təqibçilər idi və bunu qəbul etməməyə çalışmırdılar. De Qollun prezidentliyi dövründə Fransa Amerika siyasətinə və dolların hökmranlığına qarşı çıxmağa hazır idi, lakin bu, heç bir uğur qazanmadı. Jak Şirakin prezidentliyi dövründə ölkə tamamilə öz daxili və xarici problemlərinin həlli ilə məşğul idi. Avropa ittifaqı dünya iqtisadi liderliyi yükünü öz üzərinə götürmək üçün iqtisadi və maliyyə gücünə nail olmağa qadirdir. Hal-hazırda dünya hələ də Amerika iqtisadi birinciliyindən asılıdır, lakin Birləşmiş Ştatlar öz problemləri ilə əhatə olunduğundan tez-tez «ictimai yüklən-

mədən» çəkinir. Sakit dövrlərdə qaydaya salınmış mexanizmlər yaxşı işləyir, lakin böhranlı dövrlərdə liderdən sabitləşmiş prosedurların yerinə yetirilməsindən başqa daha çox şey tələb olunur. Lakin yaxın gələcəkdə dünya iqtisadiyyatına iqtisadi və maliyyə böhranlarından yan keçmək ehtimalı olduqca azdır.

1618 – 1998-ci illər
 maliyyə böhranlarının
 cədvəlləri toplusu

II	1618 – 1623	1636 – 1637	1690 – 1696
Ölkə (şəhər)	Müqəddəs Roma imperiyası	Hollad Respublikası	İngiltərə
Tarixi hadisələrlə əlaqə	Otuzillik müharibə	İspaniyaya qarşı müharibənin qızğın dövrü	1688-ci il inqilabı; 1689 – 1697-ci illərdə Fransa ilə müharibə
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	Xırda pullar, “pis” sikkələrin yaxşılara mübadiləsi	Holland Ost-İndiya kompaniyasının səhmləri, daşınmaz əmlak, zanbaq soğanaqları, kanalların səhmləri	Ost-İndiya kompaniyasının səhmləri, qiymətli əşyalar, yeni kompaniyaların səhmləri, lotoreyalar
Pul-kredit həcminin genişlənməsi:	Sikkələrin keyfiyyətinin azalması, denominasiya	Olmayıb (?), natural formada avans ödəmələr	Sikkələrin keyfiyyətinin azalması, İngiltərə Dövlət bankının yaranması, 1694-cü il
Möhtəkirliyin zirvəsi	1622-ci ilin fevralı	1637-ci ilin fevralı	1695-ci il
Böhran (iflas, çaxnaşma)	1622-ci ilin fevralı	1637-ci ilin fevralı	1696-cı il
Son kreditor mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	Yoxdur	Yoxdur	Yoxdur

İl	1720		1763	1772	
Ölkə (şəhər)	İngiltərə	Fransa	Amsterdam	İngiltərə	Amsterdam
Tarixi hadisə ilə əlaqə	Utrext müqaviləsi, 1713-cü il	XIV Luinin vəfatı, 1715-ci il	Yeddiillik müharibənin sonu	Yeddiillik müharibə (10 il sonra)	
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	Cənub dənizləri Kompaniyasının səhmləri; hökumət öhdəlikləri	Mississipi Kompaniyası, Banque Generale, Banque Royale	Xammal, xüsusilə şəkər (?)	Evlər, magistrallar, kanallar	İst-İndiya kompaniyasının səhmləri
Pul-kredit həcmnin genişlənməsi	Sword Blade Bank	Con Lounun bankları	“Dost” veksellərin zənciri	Ayr Bank: əyalət bankları	“Dost” veksellər; Amsterdam Bankı
Möhtəkirliyin zirvəsi	1720-ci ilin apreli	1719-cı ilin dekabrı	1763-cü ilin yanvarı		1772-ci ilin iyunu
Böhran (iflas, çaxnaşma)	1720-ci ilin sentyabrı	1720-ci ilin mayı	1763-cü ilin sentyabrı		1773-cü ilin yanvarı
Son kredit mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	İngiltərə Dövlət bankı (?)	Yoxdur	İngiltərə Dövlət bankı	İngiltərə Dövlət bankı	Amsterdamin işgüzar dairələri

İl	1792	1793	1797	1799	1810	1815 – 1816
Ölkə (şəhər)	ABŞ	İngiltərə	İngiltərə	Hamburq	İngiltərə	İngiltərə
Tarixi hadisə ilə əlaqə	Konstitusiyanını qəbul edilməsi, 1789-cu il	Terror dövrü (Fransa)	Assiqnasiyalарın iflası; fransız desantının Fişkardda çıxması	Kontinental mühasirədə fasilə	Pireneydə Vellingtonun hərbi əməliyyatları	Napoleon ilə müharibənin qurtarması
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	Amerika istiqrazlarının bərpası	Kanalların səhmləri ətrafında bum	Qiymətli kağızlar, kanalların səhmləri	Xammal	Braziliyaya (və Skandinaviyaya) ixrac	Continental Avropaya və Birləşmiş Ştatlara xammal ixracı
Pul-kredit həcmnin genişlənməsi	Xəzinədarlıq ABŞ Bankının səhmlərinin əvəzinə ümumi qiymətli kağızları qəbul edirdi	Fransadan capital axını	Əyalət bankları	“Dost” veksellər	Əyalət bankları	Banklar
Möhtəkirliyin zirvəsi	1792-ci ilin yanvarı	1792-ci ilin noyabrı	1796-cı il	1799-cu il	1809-cu il	1815-ci il

Böhran (iflas, çaxnaşma)	1792-ci ilin martı	1793-cü ilin fevralı	1797-ci ilin fevral-iyunu	1799-cu ilin avqust-noyabrı	1810-cu il., 1811-ci ilin yanvarı	1816-cı il
Son kreditör mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	Açıq bazarda Amerika xəzinədarlığının alınmaları, müddəti ötmüş gömrük qəbzləri	Xəzinə vekselləri	Xəzinə vekselləri, qızıl ilə mübadilədən imtina edilməsi	“Dəniz” vekselləri	Xəzinə vekselləri	?

İl	1847	1848	1857		
Ölkə (şəhər)	İngiltərə	Kontinental Avropa	ABŞ	İngiltərə	Kontinental Avropa
Tarixi hadisə ilə əlaqə	1846-cı ilin kartof qıtlığı, buğda iflasları		Kırım müharibəsinin qurtarması		
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	Dəmiryolları, buğda	Dəmiryolları, buğda, tikinti obyektləri (Köln)	Dəmiryolları, torpaq sahələri	Dəmiryolları, buğda	Dəmiryolları, ağır sənaye
Pul-kredit həcminin genişlənməsi:	Dəmir yollarının qiymətli kağızlarına yazılmalar	Regional banklar	Qızıl mədənlərinin tapılması, hesablama palatası	Bankların birləşməsi, hesablama palatası	Credit Mobilier Bankı, yeni alman bankları
Möhtəkirliyin zirvəsi	1847-ci ilin yanvarı	1848-ci ilin mart-aprel	1856-cı ilin sonu	1857-ci ilin martı	
Böhran (iflas, çaxnaşma)	1847-ci ilin oktyabrı	1848-ci ilin martı	1857-ci ilin avqustu	1857-ci ilin oktyabrı	1857-ci ilin noyabrı
Son kreditör mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	1944-cü il Bank aktının dayandırılması	İngiltərə Dövlət bankının Fransa Bankına borc verməsi; fransız rentlərinin Rusiya tərəfindən alınması	İngiltərədən kapital axını	1844-cü il Bank aktının dayandırılması	“Gümüş Qatar” (Hamburq)

İl	1864	1866	1873		1882
Ölkə (şəhər)	Fransa	İngiltərə/İtaliya	Almaniya/Avstriya	ABŞ	Fransa
Tarixi hadisə ilə əlaqə	Vətəndaş müharibəsinin sonu	Məhdud məsuliyyətin tətbiq edilməsi	Franko-Prus kontribusiyası	1872-ci ildə açılmış fırılداqlar	Cənub-Şərqi Avropaya ekspansiya
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	Pambıq, dəniz daşınmaları	Dəniz daşınmaları	Tikinti sahələri, dəmiryolları, qiymətli kağızlar, xammal	Dəmiryolları, torpaq sahələri, Çikaqoda tikinti obyektləri	Yeni bankların səhmləri
Pul-kredit həcmnin genişlənməsi:	Credit Mobilier	Səhmdar diskont evləri	Yeni sənaye bankları, broker bankları, tikinti bankları	Qısamüddətli kredit, banklar, Avropadan kapital axını	Marjinal kredit hesabına alınmış qiymətli kağızlar
Möhtəkirliyin zirvəsi	1863-cü il	1865-ci ilin iyulu	1872-ci ilin payızı	1873-cü ilin martı	1881-ci ilin dekabrı
Böhran (iflas, çaxnaşma)	1864-cü ilin yanvarı	1866-cı ilin mayı	1873-cü ilin mayı	1873-cü ilin sentyabrı	1882-ci ilin yanvarı

İl	1819		1825	1828	1836	1837	1838
Ölkə (şəhər)	İngiltərə	ABŞ	İngiltərə	Fransa	İngiltərə	ABŞ	Fransa
Tarixi	Vaterloo yaxınlığında qələbə (beş il sonra)		Baringin kreditlərinin müvəffəqiyyəti; faiz dərəcələrinin enməsi	Faiz dərəcələrinin enməsi	Toxuculuq bumu	Ceksonun prezidentliyi	İyul monarxiyası, 1830-cu il
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	Xammal, qiymətli kağızlar	Embarqonun ləğvinədən sonra istehsalının artımı	Latın Amerikası istiqrazları, pambıq, şaxtalar	Kanallar, pambıq, tikinti əraziləri	Pambıq, dəmir yolları	Pambıq, torpaq	Pambıq, tikinti əraziləri
Pul-kredit həcmnin genişlənməsi:	Banklar üstün olaraq	ABŞ Bankı	Müddəti uzadılmış istiqrazların satışı, əyalət bankları	Paris bankları	Səhmdar banklar	Möhtəkir banklar, “gümüş” standart	Regional banklar
Möhtəkirliyin zirvəsi	1818-ci ilin dekabrı	1818-ci ilin avqustu	1825-ci ilin əvvəli		1836-cı ilin apreli	1836-cı ilin noyabrı	
Böhran (iflas, çaxnaşma)	Yoxdur	1818-ci ilin noyabrı – 1819-cu ilin iyunu	1825-ci ilin dekabrı	1827-ci ilin dekabrı	1836-cı ilin dekabrı	1837-ci ilin sentyabrı	1837-ci ilin iyunu
Son kreditlər mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	Ehtiyac yox idi	Xəzinə darlığın “metal” depozitləri	İngiltərə Bankı	Fransa Bankı, Paris, Bazel bankları	İngiltərə Bankına kömək edən Fransa Bankı və Hamburq Bankı		

Son kreditör mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	Veksellərin ödənilmə müddətinin uzadılması	Bank aktının dayandırılması; valyutanın fiksasiyalı paritet dəyərinin müdafiəsindən İtaliyanın imtina etməsi	Yoxdur	Yoxdur	Paris banklarından məhdud kömək edilməsi
---	--	--	--------	--------	--

İl	1890	1893		1907		1920 – 21
Ölkə (şəhər)	İngiltərə	ABŞ	Avstraliya	ABŞ	Fransa/İtaliya	Böyük Britaniya; ABŞ
Tarixi hadisə ilə əlaqə	Argentinanın cənub rayonlarının mənimlənməsi; Braziliyadan kofe, Cənubi Afrikadan qızıl gətirilməsi	Gümüş alınması haqda Şerman qanunu, 1890-cı il	Şəhərlərin artması	Rus-Yapon müharibəsi (?), San-Fransiskoda zəlzələ (??)		Müharibədən sonrakı bumun bitməsi
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	Özəl kompaniyaların səhmlərinin bazarında Argentina qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi	Gümüş, qızıl	Torpaq, qızıl mədənləri	Kofe, Union Industrial Pacific	Bank istiqrazları	Qiymətli kağızlar, dəniz gəmiləri, istehlak əşyaları, maddi ehtiyatlar
Pul-kredit həcmnin genişlənməsi:	Qoşenin islahatları	Qızıl ehtiyatının ixtisarı	Kapital axını	Trast kompaniyaları	Societa Bancaria Italiana	Banklar
Möhtəkirliyin zirvəsi	1890-cı ilin avqustu	1892-ci ilin dekabrı	1891-ci il	1907-ci ilin əvvəli	1906-cı ilin martı	1920-ci ilin yayı
Böhran (iflas, çaxnaşma)	1890-cı ilin noyabrı	1893-cü ilin mayı	1893-cü ilin yazı	1907-ci ilin oktyabrı	1907-ci ilin avqustu	1921-ci ilin yazı
Son kreditör mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	Baring bankının öhdəlikləri üzrə zamanətlər; Fransanın, Rusiyanın və Böyük Britaniyanın qızıl istiqrazları	1893-cü ildə gümüş almaq haqda Şerman qanununun ləğvi	Yoxdur	Böyük Britaniyadan \$100 mln daxil oldu	İtaliya Bankı	Yoxdur

İl	1929	1931 – 1933	1950-ci, 1960-cı illər	1974 – 1975
Ölkə (şəhər)	ABŞ	Avropa	Bütün dünya	ABŞ, bütün dünya
Tarixi hadisə ilə əlaqə	Müharibədən sonrakı bumun bitməsi	Amerika borclarının ixtisarı	Makro-iqtisadi razılaşma olmadan valyutanın sərbəst mübadiləsi	Bretton-Vud sisteminin kollapsı; OPEK neftin qiymətini qaldırır, 1973-cü il
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	1925-ci ilə qədər torpaq; 1928 – 1929-cu illərdə səhmlər	Yoxdur	Xarici valyuta	Səhmlər, ipoteka qiymətli kağızları, ofis binaları, tankerlər, təyyarələr
Pul-kredit həcmnin genişlənməsi:	Marjinal kreditlər hesabına alınmış səhmlər	Amerika borcları	Yoxdur	1970 – 1971 –ci illərdə avro-dollar bazasının doldurulması

Möhtəkirliyin zirvəsi	1929-cu ilin sentyabrı	1929-cu il		1973-cü il
Böhran (iflas, çaxnaşma)	1929-cu ilin oktyabrı	Avstriya, 1931-ci ilin mayı; Almaniya, 1931-ci ilin iyunu; Böyük Britaniya, 1931-ci ilin sentyabrı; Yaponiya, 1931-ci ilin dekabrı; ABŞ, 1933-cü ilin martı	Fransa, 1958-ci il; Kanada, 1962-ci il; İtaliya, 1963-cü il; Böyük Britaniya, 1964-cü il; Fransa, 1968-ci il; ABŞ, 1973-cü il və s.	1974 – 1975-ci illər
Son kreditör mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	Açıq bazarda Nyu-Yorkun Federal Ehtiyatlar Bankının əməliyyatları (uğursuz)	ABŞ-da, Fransada zəif cəhdlər	Beynəlxalq hesablamalar bankının valyuta svoplarının sistemi	Beynəlxalq hesablamalar bankının valyuta svoplarının sistemi

İl	1979 – 1982	1982 - 1987
Ölkə (şəhər)	ABŞ; bütün dünya	ABŞ
Möhtəkirlik böhramından əvvəlki obyektlər	“Üçüncü dünya” ölkələrinə sindikatlaşdırılmış kredit, 1979-cu ildə neftin qiymətinin artırılması, ABŞ-ın cənub-qərbi ştatlarında daşınmaz əmlak, Amerika kənd təsərrüfatı yerləri, dollar	Fond bazarı, elit evlər, ofis binalarının tikintisi, dollar
Pul-kredit həcmnin genişlənməsi:		Kapital axını
Möhtəkirliyin zirvəsi	1979-cu il	Dollar, 1985-ci il; səhmlər, 1987-ci il; daşınmaz əmlak, 1987-ci il
Böhran (iflas, çaxnaşma)	Dollar, 1979-cu il; kənd təsərrüfatı yerləri, 1979-cu il; neft, 1980-cı il; üçüncü dünya ölkələrinin borcları, 1982-ci il	Səhmlər, 1987-ci il 19 oktyabr
Son kreditör mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	Beynəlxalq valyuta fondu; Nyu-Yorkun Federal ehtiyat bankı, Meksika öhdəlikləri üzrə Amerika hökuməti, Kənd təsərrüfatı borcları bankı	Açıq bazarda Nyu-Yorkun Federal ehtiyatlar bankının əməliyyatları, Depozitlərin sığortalanması üzrə federal korporasiya, Borcların və əmanətlərin sığortalanması üzrə federal korporasiya, valyuta svopları

İl	1990	1994 – 1995	1997 – 1998
Ölkə (şəhər)	Yaponiya	Meksika	Tailand, Indoneziya, Malayziya, Koreya, Rusiya, Braziliya
Möhtəkirlik böhranından əvvəlki obyektlər	Nikkei fond indeksi; daşınmaz əmlak	Dövlət nəzarətinin ləğvi; əsas kapital axını; daxili bum	Dövlət nəzarətinin ləğvi; kapital axını; xaricdən borc götürmələri
Pul-kredit həcmnin genişlənməsi:	1986-cı il faiz dərəcəsinin ixtisarı	Kapital axını, bank borcları, 1991-ci il yeni daxili banklar, 1991-ci ildə özəlləşdirilmiş bankların milliləşdirilməsi	Bank borcları; tikinti bumu; “oğru” kapitalizm
Möhtəkirləyin zirvəsi	1989-cu ilin birinci yarısı	1994 – 1995-ci illər	1997 – 1998-ci illər
Böhran (iflas, çaxnaşma)	1990-cı ilin yanvarı	1994 – 1995-ci illər	1997 – 1998-ci illər
Son kredit mərhələsi (qəbul edilmiş tədbirlər)	Yaponiyanın Maliyyə nazirliyi və Bankı, ləngidilmiş reaksiya	ABŞ-in sabitləşdirmə fondu; Beynəlxalq valyuta fondu; Amerikaarası inkişaf bankı	Beynəlxalq valyuta fondu; Beynəlxalq bank; Asiya inkişaf bankı; ikitərəfli borclar

Ç.KINDLBERQER, R.ALİBER

**DÜNYA MALİYYƏ
BÖHRANLARI**

İflas, təşviş və maniyalar

*Çapa imzalanıb . 07. 2010. Kağız formatı 60x84 1/16.
Həcmi . ç.v. Sifariş . Sayı 00.*

*" İqtisad Universiteti " nəşriyyatı.
AZ 1001, Bakı, İstiqlaliyyət küçəsi, 6*
