

**AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ
AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ
BEYNƏLXALQ MAGİSTRATURA VƏ DOKTORANTURA MƏRKƏZİ**

**“MUNDELL-FLEMINQ TRİLEMMASI VƏ ONUN
AZƏRBAYCAN İQTİSADİYYATINDA TƏZAHÜRLƏRİ”
mövzusunda**

MAGİSTR DİSSERTASİYASI

Məmmədzadə Həmid Eldar

BAKI – 2021

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ
AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ
BEYNƏLXALQ MAGİSTRATURA VƏ DOKTORANTURA MƏRKƏZİ

BMDM-in direktoru
i.ü.f.d., dos.Əhmədov Fariz Saleh

imza
“ ___ ” _____ 20__ -ci il

“MUNDELL-FLEMİNG TRİLEMMASI VƏ ONUN AZƏRBAYCAN
İQTİSADİYYATINDA TƏZAHÜRLƏRİ” mövzusunda

MAGİSTR DİSSERTASİYASI

İxtisasın şifri və adı: 060404 “İqtisadiyyat”

İxtisaslaşma: “Makroiqtisadi Siyasət”

Qrup: 64

Magistrant:
Məmmədzadə Həmid
Eldar

Elmi rəhbər:
i.ü.f.d. Muxtarov Şəhriyar Zahid

Proqram rəhbəri
i.ü.f.d., dos. Hümbətova Suqra İnqilab

Kafedra müdiri
i.e.d., prof Kəlbiyev Yaşar Atakişi

Elm andı

Mən, Həmid Məmmədşadə Eldar and içirəm ki, “Mundell-Fleminq trilemması və onun Azərbaycan iqtisadiyyatında təzahürləri” mövşusunda magistr dissertasiyasını elmi əxlaq normalarına və istinad qaydalarına tam riayət etməklə və istifadə etdiyim bütün mənbələri ədəbiyyat siyahısında əks etdirməklə yazmışam.

MUNDELL-FLEMİNG TRİLEMMASI VƏ ONUN AZƏRBAYCAN İQTİSADİYYATINDA TƏZAHÜRLƏRİ

XÜLASƏ

Tədqiqatın aktuallığı: Tədqiqatın əhəmiyyəti ondan ibarətdir ki, valyuta məzənnəsi tənzimləmələri, müstəqil pul siyasəti və sərbəst kapital hərəkətliliyi siyasəti seçimləri kimi Azərbaycan iqtisadiyyatının aktual problemləri baxımından faydalı nəticələr verir. Hipotez fərdi ölkələrin bu üç siyasət birləşməsindən yalnız ikisini seçə biləcəyini, yəni yalnız ikisinə eyni anda tam çata biləcəyini təxmin edir. Alternativ olaraq, ölkələr üç siyasət məqsədinin hər birinə orta dərəcədə giriş təmin edə bilərlər.

Tədqiqatın məqsədi: Mövzunun əhəmiyyəti nəzərə alınaraq Mundell-Fleminq modelindən irəli gələn trilemma fərziyyəsi bu işdə Azərbaycan iqtisadiyyatına tətbiq edilmişdir. Araşdırmada ölkə iqtisadiyyatının trilemma quruluşu araşdırılmış və ekonometrik modelləşdirmə ilə siyasət seçimləri arasındakı əlaqənin təhlili əsas hədəf olaraq təyin edilmişdir.

İstifadə olunmuş tədqiqat metodları: Metod olaraq ekonometrik modeldən istifadə olunacaq. Daha sonra həmin ekonometrik model Azərbaycan timsalında test olunacaq. Burada ekonometrik modellərdən biri olan tam modifikasiya olunmuş ən kiçik kvadratlar metodundan istifadə olunacaq. Ən tam modifikasiya olunmuş kiçik kvadratlar metodu - reqressiya analizinin əsas üsullarından biri olub, təsadüfi xətlər daşıyan naməlum qiymətlərin analizi üçün istifadə olunur.

Tədqiqatın informasiya bazası: Tədqiqatın informasiya bazasını Azərbaycan Respublikası Dövlət Statistika Komitəsinin və İqtisadiyyat Nazirliyinin məlumatları, Milli Bankın və digər dövlət qurumlarının ilkin hesabatları, elmi-praktik konfransların materialları təşkil edir.

Tədqiqatın məhdudiyyətləri: Azərbaycanda bu sahə haqqında informasiyanın çatışmazlığı. **Tədqiqatın elmi yeniliyi və praktiki nəticələri:** Tədqiqat Mundell-Fleminq nəzəri konsepti olan “imkansız üçlü” (trilemma) fərziyyəsinin əsaslarının nəzərdən keçirilməsi və onun metodoloji istiqamətlərinin araşdırılması, trilemma fərziyyəsinin ölkələrin monetar siyasətində rolunun qiymətləndirilməsi, dünya ölkələri təcrübəsində trilemmanın aspektlərinin araşdırılması ilə başlayır. Tədqiqatın əsas müddəalarından, irəli sürülən təklif və tövsiyələrdən yararlanmaq xarici investisiyaları cəlb etmək, iqtisadi artımı stimullaşdırmaq üçün pul təklifini artırmaq, dəyişkən valyuta kursu dalğalanmalarının qarşısını almağa kömək edəcəkdir.

Nəticələrin istifadə olunma biləcəyi sahələr: Azərbaycan Mərkəzi Bankı əsas funksiyası olan pul siyasətinin müəyyənləşdirilməsində və həyata keçirilməsində, qiymət sabitliyini əsas məqsədi kimi qorumasında və manatın məzənnə sabitliyini tənzimlənməsində bu trilemmadan istifadə etmək olar.

Açar sözlər: trilemma(imkansız üçlü), qiymət sabitliyi, pul siyasəti, məzənnə rejimləri, kapital qoyuluşları

MUNDELL-FLEMINQ TRILEMA AND ITS REFERENCES IN THE AZERBAIJANI ECONOMY

SUMMARY

The actuality of the subject: The importance of the study is that it provides useful results in terms of current problems of the Azerbaijani economy, such as exchange rate regulations, independent monetary policy and free capital movement policy options. The hypothesis assumes that individual countries can choose only two of these three combinations of policies, that is, they can reach only two at the same time. Alternatively, countries can provide moderate access to each of the three policy objectives.

Purpose and tasks of the research: Given the importance of the topic, the Trilemma hypothesis arising from the Mundell-Fleming model was applied to the Azerbaijani economy in this study. The study examines the trilemma structure of the country's economy and analyzes the relationship between econometric modeling and policy choices.

Used research methods: An econometric model will be used as a method. Then this econometric model will be tested on the example of Azerbaijan. Here we will use the method of least modified squares, which is one of the econometric models. The most fully modified method of small squares is one of the main methods of regression analysis, which is used to analyze unknown values with random errors.

The information base of the research: The information base of the research consists of the data of the State Statistics Committee and the Ministry of Economy of the Republic of Azerbaijan, preliminary reports of the National Bank and other state bodies, materials of scientific-practical conferences.

Restrictions of research: Lack of information on this area in Azerbaijan.

The novelty and practical results of investigation: The research begins with a review of the fundamentals of the Mundell-Fleming theory of the "impossible triple" hypothesis and its methodological aspects, the assessment of the role of the trilemma hypothesis in the monetary policy of countries, the study of aspects of trilemma in world practice. Taking advantage of the main provisions of the study, the proposals and recommendations will help to attract foreign investment, increase the money supply to stimulate economic growth, and prevent fluctuations in the exchange rate.

Scientific-practical significance of results: This trilemma can be used in defining and implementing the monetary policy, which is the main function of the Central Bank of Azerbaijan, maintaining price stability as the main goal and regulating the exchange rate stability of the manat.

Key words: trilemma (impossible triple), price stability, monetary policy, exchange rate regimes, capital investments

İXTİSARLAR VƏ İŞARƏLƏR

ABŞ	Amerika Birləşmiş Ştatları
ADF	Genişləndirilmiş Dikey-Fuller Vahid Kök Testi
AMB	Azərbaycan Mərkəzi Bankı
ARDNF	Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondu
BDVB	Bankdaxili Valyuta Bazarı
BVB	Banklararası Valyuta Bazarı
BVF	Beynəlxalq Valyuta Fondu
CCR	Kanonik Kointeqrasiya Reqressiyası Metodu
DİF	Dünya İqtisadi Formu
ƏDV	Əlavə Dəyər Vergisi
ERS	Məzənnə Sabitlik İndeksi
FED	Federal Ehtiyat Sistemi
FMOLS	Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu
HPBS	Hasilatın Pay Bölgüsü Haqqında Sazişlər
KO	Maliyyə İnteqrasiyası İndeksi
MI	Monetar Müstəqillik Səviyyəsi İndeksi
SDR	Xüsusi Çəkmə Hüquqları
SSR	Qalıq Kvadratları Cəmi
TSS	Kvadratların Cəmi
ÜDM	Ümumi Daxili Məhsul
ÜMM	Ümumi Milli Məhsul
XDA	Xalis Daxili Aktiv
XXA	Xalis Xarici Aktiv

MÜNDƏRİCAT

GİRİŞ	8
I FƏSİL. MUNDELL-FLEMİNQ TRİLEMMASI VƏ ONUN AZƏRBAYCAN İQTİSADİYYATINDA TƏZAHÜRLƏRİ	12
1.1. Mundell-Fleminq trilemması fərziyyəsinin əsasları və onun nəzəri-metodoloji aspektləri	12
1.2 Mundell-Fleminq trilemması fərziyyəsinin monetar siyasətdə yeri və rolu.....	21
1.3. Dünya ölkələri təcrübəsində trilemmanın aspektləri.....	24
II FƏSİL. Mərkəzi Banklar, Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının pul və məzənnə siyasəti. Ölkəyə kapital qoyuluşu	32
2.1. Mərkəzi Bankların məqsədləri, funksiyaları və pul siyasəti mexanizmləri.....	32
2.2. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının həyata keçirdiyi pul siyasəti.....	37
2.3. Azərbaycan Respublikasında manatın valyuta məzənnəsi.....	43
2.4. 1991-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasına kapital qoyuluşları.....	51
III FƏSİL. Trilemma hipotezinin Azərbaycan iqtisadiyyatı təmsalında yoxlanılması	55
3.1. Azərbaycan Respublikasında Mərkəzi Bankın monetar siyasətinin müstəqillik səviyyəsinin, valyuta kursu rejiminin və kapitalın hərəkətlilik dərəcəsinin müəyyən olunması.....	55
3.2. Azərbaycan Respublikasında trilemmanın ekonometrik modelləşdirilməsi və təhlili.....	60
3.3. Metodologiya.....	64
3.4. Empirik qiymətləndirmə Nəticələrinin Şərhi.....	67
NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR	72
İSTİFADƏ OLUNMUŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI	75
ƏLAVƏLƏR	79
Cədvəllərin siyahısı	81
Şəkillərin siyahısı	81
Qrafiklərin siyahısı	81

GİRİŞ

Mövzunun aktualığı: Bu gün hər bir ölkənin öz iqtisadi hədəflərinə çatmaq və problemlərdən qaçınmaq üçün ən təsirli siyasəti həyata keçirmək üçün iqtisadiyyatda baş verən dəyişiklikləri sistemli şəkildə təhlil etməsi lazımdır. Qloballaşan dünyada hökumətlər iqtisadi siyasətləri yalnız öz iqtisadiyyatındakı dalğalanmalarla deyil, həm də iqtisadi əlaqələri olan digər ölkələrin şərtləri ilə izləyirlər. Dövlət tərəfindən həyata keçirilən pul və maliyyə siyasətləri həmişə və eyni dərəcədə təsirli deyil. İqtisadi siyasət intizamının qurulmasından bəri fərqli baxış və yanaşmalar mövcuddur. Bəzi iqtisadçılar maliyyə siyasət alətləri vasitəsi ilə hökumətin iqtisadiyyata müdaxiləsini müdafiə edərkən, bəziləri bunun yerinə pul siyasəti alətlərini uyğun gördülər. Ölkələrin iqtisadiyyatının yüksək səviyyədə inteqrasiya olunduğu və bazarların bir-birindən asılı olduğu müasir dünyada dövlətlər üçün iqtisadi problemlər kontekstində ölkə iqtisadiyyatlarına nəzarət etmək çox mürəkkəb bir məsələyə çevrilmişdir. Tarixən pul rejimlərinin qəfil sona çatdığı vəziyyətlərdən ən əsası, 1970-ci illərin əvvəllərində Bretton-Woods sisteminin parçalanması bir çox inkişaf etməkdə olan ölkələrdə 1980-1990-cı illər arasında maliyyə böhranlarına səbəb oldu və belə birdən-birə rejimin çökməsi həmişə böhranlar və bəzi maliyyə problemləri ilə müşayiət olundu. Əvvəlki pul rejimlərini əvəz edən beynəlxalq sistem və ya rejimdən asılı olmayaraq, əsas problem ölkələrin qarşılaşdıqları üç siyasət hədəfinin hər birinə (məzənnə sabitliyi, pul müstəqilliyi və maliyyə inteqrasiyası) hansı səviyyədə və hansı birləşmə ilə nail ola bilmək məsələsində qaldı. Kanadalı iqtisadçı, Nobel mükafatı laureatı Robert Mundell və İngilis iqtisadçı və dövlət xadimi Marcus Fleminq tərəfindən açıq makropolitik rəhbərliyi diktə edən trilemma fərziyyəsidir. Hipotez fərqi ölkələrin bu üç siyasət birləşməsindən yalnız ikisini seçə biləcəyini, yəni yalnız ikisinə eyni anda tam çata biləcəyini təxmin edir. Alternativ olaraq, ölkələr üç siyasət məqsədinin hər birinə orta dərəcədə giriş təmin edə bilərlər.

Başqa sözlə, tədqiqatın əhəmiyyəti ondan ibarətdir ki, valyuta məzənnəsi tənzimləmələri, müstəqil pul siyasəti və sərbəst kapital hərəkətliliyi siyasəti

seçimləri kimi Azərbaycan iqtisadiyyatının aktual problemləri baxımından faydalı nəticələr verir.

Problemin qoyuluşu və öyrənilmə səviyyəsi: Hazırkı tədqiqat işində trilemma konfigurasiyası Azərbaycan iqtisadiyyatı timsalında 1993-2020-ci illər üzrə araşdırılır. Tədqiqat Mundell-Fleminq nəzəri konsepti olan “imkansız üçlü” fərziyyəsinin əsaslarının nəzərdən keçirilməsi və onun metodoloji istiqamətlərinin araşdırılması, trilemma fərziyyəsinin ölkələrin monetar siyasətində rolunun qiymətləndirilməsi, dünya ölkələri təcrübəsində trilemmanın aspektlərinin araşdırılması ilə başlayır. Daha sonra Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının həyata keçirdiyi, ölkədə manatın valyuta məzənnəsi, pul siyasəti, müstəqillik dövründən bəri ölkəyə kapital qoyuluşları və onun təhlili nəzərdən keçirilir. Nəhayət, son olaraq tədqiqat işində trilemma hipotezinin Azərbaycan iqtisadiyyatına tətbiq edilməsi istiqamətində ekonometrik modelləşdirmə aparılır və bununla bağlı olaraq əldə olunan nəticələrin şərhı verilir. Modelləşdirmə trilemma indekslərinin hesablanması və onlar arasındakı əlaqənin ölkə timsalında araşdırılması əsasında həyata keçirilir.

Tədqiqat işinin məqsəd və vəzifələri: Mövzunun əhəmiyyəti nəzərə alınaraq Mundell-Fleminq modelindən irəli gələn trilemma fərziyyəsi bu işdə Azərbaycan iqtisadiyyatına tətbiq edilmişdir. Araşdırmada ölkə iqtisadiyyatının trilemma quruluşu araşdırılmış və ekonometrik modelləşdirmə ilə siyasət seçimləri arasındakı əlaqənin təhlili əsas hədəf olaraq təyin edilmişdir. Bu məqsədə çatmaq üçün aparılan tədqiqatın vacib mövzularını aşağıdakı kimi sıralamaq olar:

- Beynəlxalq iqtisadiyyatda trilemma fərziyyəsinin nəzəri, metodoloji və praktik aspektlərini araşdırmaq, trilemmanın pul siyasətindəki rolunu və yerini müəyyənləşdirmək;

- 1996-2018-ci illərə aid datalardan istifadə edərək Azərbaycan üçün trilemma fərziyyəsinin (məzənnə sabitliyi, pul siyasəti mexanizmi və kapital hərəkətliliyi) seçim tərkibini araşdırmaq;

- Nəhayət, seçkilər arasındakı əlaqəyə dair ekonometrik modelləşdirmənin əldə etdiyi nəticələri şərh etmək;

Tədqiqatın məqsədi Azərbaycan iqtisadiyyatındakı məzənnə rejimini, Mərkəzi Bankın pul siyasətini və ölkədəki kapital hərəkətlərinin trilemizmini araşdırmaqdır. Tədqiqatın metodologiyası mövcud ədəbiyyatı nəzərdən keçirməyi, trilemma fərziyyəsindəki fərqli dünya təcrübələrini müqayisə etməyi, statistik parametrləri təhlil etməyi və ekonometrik modelləşdirməni əhatə edir.

Tədqiqat işinin predmet və obyektı: Azərbaycanın digər ölkələrlə investisiya ilə bağlı əməkdaşlığının inkişafının metodoloji və praktiki məsələlərinin həyata keçirilməsini təşkil edir.

Tədqiqatın informasiya bazası: Tədqiqatın informasiya bazasını Azərbaycan Respublikası Dövlət Statistika Komitəsinin və İqtisadiyyat Nazirliyinin məlumatları, Milli Bankın və digər dövlət qurumlarının ilkin hesabatları, elmi-praktik konfransların materialları təşkil edir.

Tədqiqatın metodları: Metod olaraq ekonometrik modeldən istifadə olunacaq. Daha sonra həmin ekonometrik model Azərbaycan timsalında test olunacaq. Burada ekonometrik modellərdən biri olan tam modifikasiya olunmuş ən kiçik kvadratlar metodundan istifadə olunacaq. Ən tam modifikasiya olunmuş kiçik kvadratlar metodu - reqressiya analizinin əsas üsullarından biri olub, təsadüfi xətlər daşıyan naməlum qiymətlərin analizi üçün istifadə olunur. Prosesin gedişinə müdaxilə etmədən, yəni ona qara qutu kimi baxmaqla onun giriş parametrlərinin dəyişməsi sayəsində çıxış göstəricilərində baş verən dəyişmələr, bu üsulun köməyi ilə empirik olaraq müxtəlif tərtibli polinomlar şəklində riyazi təsvir oluna bilərlər. Digər tətbiq sahəsi verilmiş mürəkkəb funksiyaları daha sadə funksiyalara əvəz etməkdir.

Tədqiqatın məhdudiyyətləri: Azərbaycanda bu sahə haqqında informasiyanın çatışmazlığı.

Tədqiqat işinin elmi yeniliyi: Hazırkı tədqiqat işində trilemma konfigurasiyası Azərbaycan iqtisadiyyatı timsalında 1993-2020-cü illər üzrə araşdırılır. Tədqiqat Mundell-Fleminq nəzəri konsepti olan “imkansız üçlü” (trilemma) fərziyyəsinin əsaslarının nəzərdən keçirilməsi və onun metodoloji istiqamətlərinin araşdırılması, trilemma fərziyyəsinin ölkələrin monetar siyasətində rolunun qiymətləndirilməsi,

dünya ölkələri təcrübəsində trilemmanın aspektlərinin araşdırılması ilə başlayır. Daha sonra Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının həyata keçirdiyi pul siyasəti, ölkədə manatın valyuta məzənnəsi, müstəqillik dövründən bəri ölkəyə kapital qoyuluşları və onun təhlili nəzərdən keçirilir. Nəhayət, son olaraq tədqiqat işində trilemma hipotezinin Azərbaycan iqtisadiyyatına tətbiq edilməsi istiqamətində ekonometrik modelləşdirmə aparılır və bununla bağlı olaraq əldə olunan nəticələrin şərhı verilir. Modelləşdirmə trilemma indekslərinin hesablanması və onlar arasındakı əlaqənin ölkə timsalında araşdırılması əsasında həyata keçirilir.

Nəticələrin elmi-praktiki əhəmiyyəti: Tədqiqatın əsas müddəalarından, irəli sürülən təklif və tövsiyələrdən yararlanmaq xarici investisiyaları cəlb etmək, iqtisadi artımı stimullaşdırmaq üçün pul təklifini artırmaq, dəyişkən valyuta kursu dalğalanmalarının qarşısını almağa kömək edəcəkdir.

I FƏSİL. MUNDELL-FLEMİNG TRİLEMMASI VƏ ONUN AZƏRBAYCAN İQTİSADİYYATINDA TƏZAHÜRLƏRİ

1.1. Trilemma fərziyyəsinin əsasları və onun nəzəri-metodoloji aspektləri

Dünya ölkələri pul təklifini artıraraq böyüməni stimullaşdırmaq və həddən artıq məzənnə dəyişikliyinə qarşısını almaq üçün üç əsas makroiqtisadi hədəfə (sabit məzənnə, müstəqil pul siyasəti, maliyyə bazarlarının açıqlığı (inteqrasiyası)) nail olmaq istəyirlər. Beynəlxalq iqtisadiyyatda "trilemma" və ya "üçlü" fərziyyə olaraq bilinən Mundell-Fleming modeli, bu üç hədəfdən yalnız ikisinin eyni anda tam olaraq həyata keçirilə biləcəyini iddia edir. Ölkələr təcrübələrinə əsasən bu üç hədəfdən yalnız ikisini seçə bilirlər. AB ölkələri maliyyə bazarlarının açıqlığını və sabit məzənnəni izləyirlər, lakin müstəqil pul siyasəti yürütmək imkanları olmadığı üçün Avropa Mərkəzi Bankına müstəqil qərar verməyi tapşıırırlar. ABŞ-da maliyyə bazarında şəffaflıq və müstəqil pul siyasəti mövcuddur, lakin məzənnə çevikliyinə icazə verilir. Çin müstəqil bir pul siyasətinə və sabit bir məzənnəyə üstünlük verir və xarici investisiyalar, kapital hərəkətləri və beynəlxalq ticarət üçün müəyyən məhdudiyyətlər qoyur (Hsing, 2012: 616-623).

1960-cı illərdə Mundellin dünya iqtisadiyyatına verdiyi töhfələrdən biri də açıq iqtisadiyyat kontekstində IS-LM Neo-Keyns modelinə əsaslanan trilogiyanın nəticəsidir. Müasir makroiqtisadiyyatın təməl daşlarından biri olan IS-LM modeli məşhur İngilis iqtisadçıları John Hicks və Alvin Hansen tərəfindən hazırlanmışdır. Qapalı iqtisadiyyatlar üçün hazırlanmış bu model göstərir ki, iqtisadiyyatın real və maliyyə tərəflərini birləşdirərək əmtəə və pul bazarları ilə iqtisadiyyatın ümumi tarazlığı əldə edilə bilər. Muxtar xərclər və maliyyə siyasətlərinə əlavə olaraq faiz dərəcələri və pul siyasəti məcmu tələb və gəliri təsir edən amillərdir. IS-LM modelinin tam kapital hərəkətliliyi kontekstində açıq iqtisadiyyata çevrilməsinə Mundell-Fleminq modeli deyilir. Açıq iqtisadiyyatda iqtisadi siyasətlərin və IS-LM modeli ilə müxtəlif zərbələrin təsirlərini təhlil etmək kifayət etmədiyindən, iqtisadiyyatın digər ölkələrlə əlaqəsini əks etdirən BP əyrisi modelə daxil edilmişdir. Model IS-LM-BP oldu. Başqa sözlə, IS-LM modeli qapalı iqtisadiyyatlar üçün,

Mundell-Fleminq modeli açıq iqtisadiyyatlar üçün hazırlanmışdır. Başqa sözlə, bu model IS-LM modelinin genişləndirilmiş bir versiyasıdır. Xarici ölkələr üçün açıq olan kiçik iqtisadiyyatlar üçün nəzərdə tutulmuşdur və IS-LM modelinə əsaslanır. Model, kiçik bir ölkənin məzənnə rejiminə və global maliyyə bazarları ilə maliyyə inteqrasiyasına üstünlük verəcəyini proqnozlaşdırır. Kolumbiya Universitetinin professoru Robert Mundell və Beynəlxalq Valyuta Fondunun tədqiqatçısı Markus Fleminq 1960-cı illərdə üzən məzənnə rejiminə keçmədən əvvəl bu modeli inkişaf etdirdilər. Əlavə tədqiqatlar Mundell-Fleminq modelini inkişaf etdirir, lakin ilkin model iqtisadi siyasət mexanizminə yüksək kapital hərəkətliliyi kontekstində baxmaq üçün kifayətdir. Fiskal siyasətin müxtəlif iqtisadi şərtlərdə effektivliyini Mundell-Fleminq modelində görmək olar. Mundell bu töhfəsinə görə 1999-cu ildə Nobel mükafatını aldı (Əliyev, Cəbiyev, 2016: 124).

Trilemma fərziyyəsi indiyədək çox tədqiq edilmiş və bu fərziyyənin siyasətçilərin açıq iqtisadiyyatda iqtisadi siyasət yürütmələri üçün faydalı olduğu qənaətinə gəlinmişdir. Beynəlxalq iqtisadiyyatda üçlük fərziyyəsinə dair bir sıra müasir tədqiqatlar aparılmışdır. Tədqiqatçılar Obstfeld, Shambaugh və Taylor (2004) aşağıdakı nəticəyə gəldilər; "Üçlüyə siyasət rəhbərliyi kimi baxmaq olar. Çünki ölkələr kapital axınlarına nəzarət etmədən digər xarici valyutaların dəyərlərinə uyğunlaşaraq öz valyutalarının dəyərini düzəldirlər və nəticədə pul siyasəti müstəqilliyini itirir. Onlara görə pul ölkələr kapital axınlarına nəzarət etmədən məzənnə dəyişikliyinə müdaxilə etmədikləri təqdirdə siyasət müstəqildir." qalır.

Aizenman, Chinn və Ito (2010, 2012) trilemmanın ekonometrik analizlərində müstəqil pul siyasəti, sabit məzənnə və maliyyə inteqrasiyası arasındakı əlaqəni araşdırdı. Aizenman, Chinn və Ito, ölkələrə və illərə görə üç siyasət seçiminin dərəcəsini ölçən "üçbucaq indeksləri" adlandırdılar. Bu indekslərdən istifadə edərək, üçlük fərziyyəsinin doğru olduğunu empirik şəkildə sübut etdilər. Bu tədqiqatlarda bu dəyişənlər arasında xətti bir əlaqə olduğu və bunlar arasında korrelyasiya olduğu müəyyən edilmişdir. Başqa sözlə, ölkələrin üçlük fenomeni ilə qarşılaşdığı qənaətinə gəlini. Yılmaz (2014) görə trilemma dəyişkənlərindən birindəki dəyişiklik digər

iki dəyişəndə fərz edilən bir dəyişiklik yaradır. Aizenman, Chinn və Ito (2010) tərəfindən inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün edilən bir araşdırmada, məhsuldarlığın səmərəli bir məzənnə sabitliyində əhəmiyyətli dərəcədə dəyişməsi halında pul müstəqilliyi halında daha az dəyişdiyi aydın olur. Effektiv məzənnə sabitliyi və geniş maliyyə inteqrasiyası inflyasiyanı aşağı sala bilər, lakin həddindən artıq pul siyasəti yüksək inflyasiyaya səbəb ola bilər. Effektiv məzənnə sabitliyi həm də dəyişkən, daimi olmayan investisiya axınlarına səbəb ola bilər.

İnkişaf etməkdə olan ölkələr üçün üçlük fərziyyəsini araşdıran Eisenman və Ito (2011), üç üçlük siyasətinin tək bir mərkəzi nöqtəyə yönəldiyini bildirdilər. Bu proses orta dərəcədə idarə olunan sərbəst valyuta məzənnələri, pul siyasəti və maliyyə inteqrasiyası ilə xarakterizə olunur. Böyük beynəlxalq mənbələrə sahib olmaq inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün müxtəlif siyasət birləşmələrini təmin edir. Yüksək pul müstəqilliyi investisiya dəyişkənliyini azaldır, yüksək maliyyə inteqrasiyası isə real məzənnə dəyişkənliyini azaltmağa kömək edir. Nəticələr göstərir ki, bu ölkələr yüksək məzənnə sabitliyinə və yüksək maliyyə inteqrasiyasına üstünlük verəcək və xarici güclərə böyük məbləğlər cəlb edilməlidir. Çünki siyasi qarışıqın birləşməsi həm sərmayəni, həm də real məzənnəni sabit saxlamağa imkan verir.

Mundell və Kruqman (1999) da bir ölkənin eyni anda üç siyasət hədəfindən yalnız ikisini seçə biləcəyini təsdiqlədilər. Eyni zamanda üç hədəfə çatmaq üçün edilən hər hansı bir cəhd, birinin və ya digərinin xaric edilməsinə səbəb olacaq və üçüncü hədəf avtomatik olaraq tərk edilməlidir. Nümunə olaraq sabit məzənnə və sərbəst hərəkəti olan bir ölkədəki vəziyyəti götürək. Valyuta məzənnəsini sabit saxlamaq üçün Mərkəzi Bank faiz dərəcələrində dəyişikliklərə yol verməlidir. Bunun səbəbi dünya faiz dərəcələrinin milli faiz dərəcələrindən yuxarı və ya aşağı qalması ilə baş verəcək investisiya dəyişiklikləridir. Qlobal faiz dərəcələri yerli faiz dərəcələrindən yüksək olduğundan, investorlar kapital varlıqlarını istifadə edə bilərlər ki, bu da onları daha yüksək gəlirli ölkələrə aparır. Bu, ehtiyatların azalması və sabit məzənnənin enməsi ilə əks olunur. Bu səbəbdən Mərkəzi Bank pul müstəqilliyini itirir. Mərkəzi Bank milli hədəflərə çatmaq üçün öz faiz alətindən

istifadə edə bilməz və tək məqsədi faiz dərəcələrini sabitləşdirməkdir.

Trilemma bir çox iqtisadçının sübut etməyə ehtiyac duymadığı bir nəzəriyyəyə çevrildi. Bu konsepsiya həm də siyasətçilər tərəfindən istifadə olunan bir vasitədir. Buradakı problemlərdən biri də budur; Praktikada bəzi ölkələr nadir hallarda trilogiyanın təmin etdiyi ikiqat üstünlüklərlə qarşılaşırlar. Bunun əvəzinə müəyyən dərəcədə maliyyə inteqrasiyasına və üzən məzənnə rejiminə üstünlük verirlər. Mərkəzi Bankın bu variantı seçmə ehtimalı azdır, çünki sərt sabit məzənnə rejiminin qəbul edilməsi (1990-cı illərin əvvəllərində Argentinada qəbul edilənə bənzər) ümumiyyətlə gözlənilən nəticələr vermir. Eyni qaydaya görə, üzən məzənnə rejiminə üstünlük verən ölkələr bəzən valyuta bazarlarına aktiv şəkildə müdaxilə edir və məzənnə rejiminin fərqli qaydalarına riayət edirlər. Natamam maliyyə inteqrasiyasına üstünlük verən bir çox ölkədə mövcud qaydalar kapital axınlarına da bəzi məhdudiyyətlər qoyur. Belə bir mürəkkəb vəziyyəti başa düşmək və izah etmək problem olaraq qalır.

Üçbucağın üç tərəfi, müstəqil pul siyasətini, məzənnə sabitliyini və kapital hərəkəti azadlığını təmsil edir, potensial olaraq siyasət hədəflərini təmsil edir. Ancaq üçbucağın üç tərəfinə eyni anda çatmaq mümkün deyil. Üçbucağın yalnız iki küncünü seçmək üçüncü küncdə göstərilən başqa bir qolu tərk edilməsi deməkdir. Üç qoldan ikisini seçərək üçbucağın yanındakı üçüncü qol göstərilir. Məsələn, pul siyasətini formalaşdırmaq və məzənnə sabitliyini təyin etmək hüququ olan hökumətlər kapital hərəkəti azadlığından (kapital nəzarəti) imtina etməlidirlər. Bu siyasət inkişaf etməkdə olan ölkələrin əksəriyyəti tərəfindən 1980-ci illərin ortalarında və sonunda bəyənilmişdir. Ölkələr müstəqil pul siyasəti və kapital hərəkətinin tam sərbəstliyini istəyirlərsə, məzənnə sabitliyi hədəfindən imtina etməli və üzən məzənnə sistemini qəbul etməlidirlər.

Amerika Birləşmiş Ştatları'nda son 30 ildə bu siyasət seçimi, üzən məzənnə rejimi hakimdir. Sabit məzənnə rejimi və tam kapital hərəkətliliyi tətbiq olunarsa, müstəqil pul siyasətindən imtina edilməli olacaqdır. 1990-cı illərdə avro blokunu (pul ittifaqı) təşkil edən ölkələrdə və Argentinada müstəqil pul siyasətindən imtina edildi.

Ölkələrin hansı birləşməni seçməsi, tapıldıqları şəraitdən asılı olacaqdır. Valyuta məzənnəsinin sabitliyi vacibdirsə, pul siyasətinin müstəqilliyi və ya üzən məzənnə həqiqi şoklardan təsirlənən bir ölkədə şokları udmaq baxımından prioritet olacaq, pul siyasətinin müstəqilliyi və ya kapital hərəkəti imtina ediləcəkdir. Son illərdə maliyyə liberallaşmasının yayılması ilə beynəlxalq kapital hərəkətliliyi artmışdır. Bu vəziyyətdə siyasət üstünlüyü, məzənnə sabitliyi və ya müstəqil pul siyasəti arasındakı seçimə endirilir (Yanar, 2008: 48-49).

Nəticədə yaranan tarazlığı göstərmək üçün əvvəlcə ölkənin sabit bir məzənnə rejiminə və yüksək kapital hərəkətliliyinə sahib olduğunu düşünək. Bu siyasət qarışığı sağdan baxıldığında üçbucağın hər iki tərəfini göstərən bir cütə uyğundur. Daxili və xarici dövlət istiqrazlarının mübadiləsi vəziyyətində daxili faiz dərəcəsi xarici faiz nisbətində bərabərdir. Mərkəzi bank pul təklifini artırarsa, daxili faiz dərəcələrindəki təzyiq yüksək gəlirli xarici istiqrazların alınmasına və yerli istiqrazların satışına səbəb olacaqdır. Nəticədə Mərkəzi Bank həddindən artıq valyuta tələbi ilə qarşılaşır. Digər tərəfdən, yerli valyutada həddən artıq təklif var. Sabit məzənnə rejimində Mərkəzi Bank iqtisadiyyatın valyuta tələbini ödəmək üçün rəsmi məzənnəyə uyğun olaraq valyuta bazarına müdaxilə etməli olur. Bu dövrdə Mərkəzi Bank xarici valyuta sataraq yerli valyutayı bazardan çıxarmaqla yerli valyuta təklifini artırmağa çalışır. Nəticədə Mərkəzi Bank pul kütləsi üzərində nəzarəti itirir, yəni Mərkəzi Bank pul təklifini valyuta bazarının şərtlərinə uyğun olaraq idarə edə bilmir və nəticədə qiymət sabitliyindən və inflyasiyadan məhrum olur. Beləliklə, sabit bir valyuta məzənnəsi və kapital hərəkətliliyi siyasətinin birləşməsi altında müstəqil bir pul siyasətindən imtina edildi. Açıq bazar əməliyyatı Mərkəzi Bankın daxili və xarici aktivləri arasındakı balansın tərkibini dəyişdirir, lakin əsas və yerli faiz dərəcələrini təsir etmir (Aizenman, 2013: 1).

Kiçik bir açıq iqtisadiyyat üçün, maliyyə inteqrasiyasını qorumaq və sabit bir məzənnədən imtina edərək Mərkəzi Bankın pul müstəqilliyini bərpa etmək arzu edilir. Üzən məzənnə rejimində yerli pul kütləsinin artırılması ölkədə faiz dərəcələrini aşağı salır və daha yüksək kapital axınına səbəb olur. Başlanğıcda həddən artıq valyuta tələbi məzənnənin düşməsinə səbəb olur. Bu vəziyyətdə üzən

məzənnə rejimi altında kapitalın sərbəst hərəkəti ölkənin pul siyasətini güclü və təsirli edir. Yüksək pul kütləsi faiz dərəcələrini aşağı salır, bu səbəbdən daxili sərmayələrin artması yerli valyutanı zəiflədir və iqtisadiyyatı xalis ixracata genişləndirir. Siyasətin bu birləşməsi trilemma üçbucağının sol və mənfi cütləri arasındakı əlaqə kimi qiymətləndirilir, lakin pul müstəqilliyinə nail olmaq üçün sabit bir məzənnədən imtina edilməlidir (Cəbiyev, Tanrıverdi, 2018: 499).

Kiçik açıq iqtisadiyyatlarda pul müstəqilliyini bərpa etmək üçün üçüncü alternativ maliyyə inteqrasiyasından imtina etmək və sabit məzənnə və müstəqil pul siyasətini seçməkdir. Davamlı maliyyə inteqrasiyası daxili və xarici istiqrazlar arasındakı ticarəti əngəlləyir və beləliklə daxili və xarici faiz dərəcələri arasındakı əlaqə itirilir. Pul siyasəti qapalı iqtisadiyyatda olduğu kimi işləyir, Mərkəzi Bank qısa müddətdə pul təklifini idarə edir və pulun artması yerli faiz dərəcələrini aşağı salır. Bu siyasət qarışıq üçqat üçbucağın sol və yuxarı cütlərinə uyğundur. Bu o deməkdir ki, buna yalnız qapalı maliyyə bazarında və bu səbəbdən sərbəst kapital axını olmadıqda nail olmaq mümkündür.

Qeyd etmək lazımdır ki, məzənnə sabitliyi, pul siyasəti müstəqilliyi və ya maliyyə inteqrasiyası potensial mənfi təsirlərə səbəb ola bilər. Sabit məzənnənin qorunması milli valyutanın devalvasiyasına və ya həddindən artıq qiymətləndirilməsinə səbəb ola bilər. Spekulyativ hücumların qarşısını almaq üçün mərkəzi banklar əhəmiyyətli təzyiqləri azaltmaq üçün steril müdaxilələrdən istifadə edərək böyük miqdarda beynəlxalq ehtiyat xərcləyirlər. Bu, mənbələrin səhv paylanmasına gətirib çıxarır. Mərkəzi bank zəif iqtisadiyyatı stimullaşdırmaq və ya dövlət borcunu maliyyələşdirmək üçün pul təklifini artırdığı zaman inflyasiyaya səbəb ola bilər. Digər tərəfdən, yüksək maliyyə inteqrasiyası bir çox spekulyasiyaya və böyük kapital axınlarına və iqtisadi sabitliyə səbəb ola bilər.

Valyuta məzənnəsi bir ölkənin milli valyutasının xarici valyutada dəyərinin ifadəsidir. Ümumiyyətlə, bir ölkəyə ödənişlər həmin ölkənin pul vahidi ilə həyata keçirilir, lakin beynəlxalq ticarətdə ABŞ dolları (ümumiyyətlə), avro və Yapon yeni (qismən) ölkələri birgə ödəmə vasitəsi kimi istifadə olunur. Qızıl o dövrdə beynəlxalq ticarətdə geniş istifadə olunsada, bu gün müxtəlif çətinliklər üzündən

geniş istifadə olunmurdu. Tədqiqat əvvəlində sabit məzənnəni, sonra da çevik məzənnəni izah edir.

Sabit məzənnə sistemində pul gücünə cavabdeh olan şəxslərdən və ya qurumlardan (ümumiyyətlə Mərkəzi Banklardan) sabit məzənnə ilə pul alıb satmaq tələb olunur. Bu sistem 1944-1973-cü illər arasında fəal şəkildə istifadə edilmişdir. Bu gün bəzi ölkələr (Səudiyyə Ərəbistanı, Birləşmiş Ərəb Əmirlikləri, Venesuela, Qətər, Türkmənistan və s.) Bu sistemi istifadə etməyə davam edirlər.

Mərkəzi Banklar bu pul sistemində mühüm rol oynayır. Ödəniş balansı kəsiri və ya profisiti halında məzənnəni sabit tutmaq üçün Mərkəzi Bank valyuta bazarına müdaxilə etməli olur. Ödəniş balansı açıq olduqda, bazarda pul təklifi kifayət etmir. Bu vəziyyətdə Mərkəzi Bank əvvəlcədən saxladığı ehtiyatları sərbəst buraxaraq məzənnəni sabit saxlamağa çalışır. Ödəniş balansı həddən artıq olduqda, Bank bazardan xarici valyuta almaqla ehtiyatlarını artırır. Lakin tədiyyə balansı davamlı olaraq məruz qaldıqda Mərkəzi Bankın ehtiyatları tükənməyə başlayacaq və məzənnəni sabit saxlamaq daha çətin olacaq. Belə bir vəziyyətdə Mərkəzi Bank ölkənin valyutasını dəyərdən salmalıdır (milli valyutanın dəyərini aşağı sal). Əslində, Azərbaycan Mərkəzi Bankı ehtiyatların ciddi itkisinə görə 2015-ci ildə iki dəfə devalvasiya etməli oldu.

Çevik məzənnə sistemində məzənnə valyuta bazarındakı valyuta tələbi və təklifi ilə müəyyən edilir. Ödəniş balansı açıq olduqda, valyuta bazarında bir balans yaranacaqdır. Xarici valyutaya tələb pul kütləsini üstələdikcə milli valyuta ucuzlaşacaq, idxal olunan malların qiyməti qalxacaq və milli malların qiyməti düşəcək. Nəticədə, idxal azalacaq və ixracat artacağı üçün balanssızlıq düzəldiləcək. Ödəniş balansında profisit olması halında, valyuta təklifi valyuta tələbini üstələdiyi üçün milli valyuta dəyər qazanacaqdır. İxrac mallarının qiyməti artacaq, idxal olunan malların qiyməti azalacaq. Nəticədə ixrac azalacaq, idxal artacaq, beləliklə artıq ödəniş balansı yox olacaq və yenidən tarazlığa çatacaq. Çevik məzənnəni tətbiq etməyin müxtəlif yolları var. Mərkəzi Bankın valyuta bazarına müdaxilə etmədiyi sistem tamamilə çevik məzənnə sistemi adlanır. Lakin bu gün bir çox ölkədə mərkəzi banklar uzun müddət olmasa da qısa müddətdə həddindən artıq dalğalanmaların

qarşısını almaq üçün valyuta bazarına müdaxilə edirlər. Bu məzənnə sistemi idarə olunan və ya çirklə çevik məzənnə rejimi kimi tanınır.

İki məzənnə arasındakı təcrübə daha çox üzən məzənnələrin lehinədir. Sabit məzənnə sistemi olan ölkələr böhrana meyillidir. İki beynəlxalq sabit məzənnə sistemi mövcud idi və hər ikisi də dünya iqtisadiyyatında problemlərə səbəb oldu. Birinci Dünya Müharibəsindən əvvəl sikkələrin qızıla qarşı sabitləndiyi Qızıl Standart var idi. I və II Dünya Müharibəsi arasında, bir çox ölkə yenidən qurulduğu üçün millətlər arasında az ticarət var idi. II Dünya Müharibəsindən sonra ölkələr sikkələrin dollara qarşı sabit tutulduğu Bretton Woods Sistemini qəbul etdilər. Bretton Woods sistemi 1974-cü ildə çökdü və üzən məzənnə uyğun bir alternativ olaraq ortaya çıxdı. Sabit məzənnə ilə bağlı məsələlərdən asılı olmayaraq, əksər ölkələrin üzən məzənnəni qəbul etməsi vaxt tələb etdi. Üzən valyuta məzənnələri olduqca dəyişkən və sabit makroiqtisadi şərtlər tələb edir. İxracat iqtisadiyyatın bu qədər vacib bir hissəsi olduğundan siyasətçilər bazarlarda sərbəst dövrəyə etmələrinə imkan verəcək qədər rahat deyillər. Nəticədə həm məzənnə çərçivələrinin, həm də sabit valyuta məzənnələrinin versiyaları inkişaf etmişdir. Üzən valyuta məzənnələri daxilində bir çox ölkə valyutalarının bazarda üzdüyü üzən məzənnə sisteminə üstünlük verir, lakin valyutada ani bir hərəkət olduğu zaman mərkəzi bank bazara müdaxilə edə bilər (Agrawal, 2007).

Son illərdə qloballaşma prosesi ilə beynəlxalq maliyyə inteqrasiyası artmaqdadır. Ölkələrin maliyyə inteqrasiyası əmsalı 2006-cı ildə 1970-ci ilin səviyyəsindən altı qatına çatmaqla dünya milli gəlirinin 300% -ə çatmış, qlobal kapital axınlarının dünya ÜDM-ə nisbəti 1998-ci ildə 7% -dən az idisə, bu nisbət 2007-ci ildə 20%- i aşdı. Artan maliyyə inteqrasiyası beynəlxalq kapitalın hərəkətliliyini daha da artıraraq kapitalın gəlirli sahələrə daha sürətli axmasına imkan verdi. Lakin sürətlə artan kapital kəsiri iqtisadi böhranların yayılma sürətinə və təsir altına alınan bölgələrin artmasına səbəb oldu. Bu nəticələr akademiklər və siyasətçilər arasında beynəlxalq kapitalın faydaları və zərərləri barədə mübahisələrə səbəb oldu. Müzakirələr beynəlxalq kapital axınları və xaricəlmələrinin həcmi təsir etməyə yönəlmiş siyasətlərə və bu cür kapitalla qoyulmuş qanuni

məhdudiyyətlərin effektivliyinə yönəlmişdir (Ergül, 2012).

Bu gün bir çox ölkə xaricdə varlıq əldə etməsini məhdudlaşdıran qaydaları ləğv etdi. Məsələn; Bir Türkc vətəndaşı ABŞ və Almaniyada istədiyi qədər istiqraz ala bilər. Aktiv sahibləri portfəllərini qurarkən risk və geri dönüş qərarları qəbul edir və minimum risklə gəlirləri artırmağa çalışırlar. Vergilərin eyni olduđu, məzənnələrin sabit olduđu və risk olmadığı bir mühitdə investorlar ən yüksək gəlir portfelinin birləşməsini seçəcəklər. Bu, dünya üzrə qiymətli kağızların gəlirliyini bərabərləşdirəcəkdir. Bu, nəzəri cəhətdən etibarlı olsa da, vergi fərqləri, məzənnə dəyişikliyi və kapital hərəkətindəki məhdudiyyətlər səbəbindən ölkələr arasında faiz dərəcələri qeyri-bərabərdir.

Sərmayəçilərin istismar xərcləri az olan istənilən ölkədə istədikləri qədər qiymətli kağız ala biləcəyi təqdirdə kapital hərəkətliliyinin tam olduđu deyilir. Belə bir vəziyyətdə investorlar yüksək gəlirli ölkələrə investisiya qoymaq və ən az xərc tələb edən ölkələrdə borc almaq istəyəcəklər. Tam kapital hərəkətliliyi vəziyyətində bir ölkə uzunmüddətli perspektivdə faiz dərəcələrini dünya faiz dərəcələrindən fərqli tuta bilməz. Məsələn; Azərbaycanda faiz dərəcələri dünya faiz dərəcələrindən aşağı olarsa, bu ölkədən borc götürmək istəyənlər borc alacaq və Azərbaycan vətəndaşları daha yüksək gəliri olan ölkələrlə qarşılaşacaqlar. Bu vəziyyətdə kapital Azərbaycandan axacaq. Nəticə etibarilə ölkənin ödəmə balansını açığı səbəbindən daxili faiz dərəcələri dünya faiz dərəcələrinə yüksələcəkdir.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrin iqtisadiyyatları kapital axınının inkişafını tələb edir, ümumiyyətlə daxili əmanətlər kifayət deyil və investisiyalarını maliyyələşdirmək üçün xarici kapitalla ehtiyac duyurlar. Xarici kapital birbaşa kapitaldan əlavə yerli maliyyə sektorunun inkişafına, makroiqtisadi siyasətlərin inkişafına və s. kimi dolaylı faydaları da var. Buna görə də, bu ölkələrdə siyasət quranların kapital hərəkətliliyinə icazə verməkdən başqa yolu qalmır. ABŞ kimi inkişaf etmiş ölkələrin də böyük cari açıqlarını maliyyələşdirmək üçün kapital axınlarına ehtiyac var və bu nöqtədə inkişaf etməkdə olan ölkələrdə inkişaf etməkdə olan bazarlar kapital axınlarına ehtiyac duyurlar. Liberallaşdırılmış kapital axınının faydaları olduđu halda, fərdlər və şirkətlər portfəllərini şaxələndirir və başqa

yerlərdə böyümə imkanlarından istifadə edə bilirlər. Bu səbəbdən həm kapital axını, həm də xaricə getmək üçün bir vəziyyət var. Potensial faydalara baxmayaraq, kapital hərəkətliliyinin təsirinə dair empirik dəlillər qarışıq nəticələr verir. Faydaları aşkar olduğu üçün empirik nəticələr olduqca təəccüblüdür, amma bu belə deyil. Kapital hərəkətliliyi ən yaxşı iqtisadçılardan çox sayda tənqid aldı (Cagdish Bhagwati'nin rəhbərliyi altında sərmayə deyil sərbəst ticarəti təşviq etdiyinə görə). Onlara görə kapital hərəkətliliyi mümkün qədər məhdudlaşdırılmalıdır. Onlara görə kapitalın hərəkətliliyi maliyyə böhranına səbəb olur və inkişaf etməkdə olan bazarlarda kapital axınlarını öz xeyirlərinə çevirmək üçün dərin və sabit maliyyə sistemləri yoxdur və bu səbəbdən böhrana daha çox meyli olurlar (Agrawal, 2007).

1.2. Trilemma fərziyyəsinin monetar siyasətdə yeri və rolu

2008-2009-cu illər arasında ABŞ-da başlayan qlobal maliyyə böhranı dalğaları qısa müddətdə digər ölkələrə də sirayət etdi. BVF-yə görə, 2009-cu ildə ABŞ, bütün Avropa Birliyi və Yaponiya İkinci Dünya müharibəsindən bəri müşahidə olunmayan mənfi böyümə yaşadı. İnkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan ölkələrdə iqtisadi artım 2007-ci illə müqayisədə 2009-cu ildəki 8,3% -dən 1,7% -ə düşdü. Bu vəziyyət yeni sənayeləşmiş Asiya ölkələrini geridə qoymadı və iqtisadi artım 2009-cu ildə 2.4% -ə gerilədi. Yalnız Asiyanın nisbətən inkişaf etmiş ölkələrində - Çin və Hindistan - iqtisadi böyümə nisbətləri sırasıyla 7,5% və 5,4% azaldı. Göründüyü kimi, ölkə iqtisadiyyatları 1930-cu illərin Böyük Depressiyasından bəri ən böyük iqtisadi böhranla qarşılaşdı (Aizenman, Chinn, İto, 2010: 1).

Böhrandan sonra iqtisadçılar və siyasətçilər beynəlxalq valyuta sisteminin gələcəyi barədə birlikdə müzakirə etməyə başladılar. Bir çox siyasətçinin əsas problemi mövcud beynəlxalq pul sisteminin ABŞ dollarına bağlı olması idi. Çünki böhranın mərkəzi olan Amerika Birləşmiş Ştatları pul vahidi hələ də beynəlxalq valyuta ehtiyatı kimi istifadə olunur. Son 20 ildə xeyli böyüyən Çin iqtisadiyyatı, mövcud beynəlxalq maliyyə sistemində ən güclü iqtisadiyyatlardan birinə çevrildi. Dolların üstünlüyünü tənqid etməsinə və böhranda ABŞ-ı günahlandırmasına baxmayaraq, Çinin özü böyük dollar ehtiyatlarına sahibdir. Çinin 3 trilyon dollarlıq

valyuta ehtiyatı var. Bu, dünya valyuta ehtiyatlarının 30% -dir, bunun 2/3-i ABŞ dollarındadır (Aizenman, İto, 2011: 1).

2008-2009 global maliyyə böhranı, dollardan sonra ikinci ən böyük beynəlxalq valyuta olan avronun borc böhranına düşməsinə və nüfuzuna xələl gətirməsinə səbəb oldu. ABŞ iqtisadiyyatında dirçəliş geciksə də, dollar və avronun yerinə alternativ beynəlxalq valyutanın olmaması xarici investorların yeganə etibarlı valyuta kimi ABŞ dollarına üstünlük verməsinə səbəb oldu. ABŞ böhranın mərkəzində olsa da, bir çox üstünlüklərini qorudu. Depressiya dövründə Fed-in yumşaq pul siyasəti ABŞ-dan Braziliya, Rusiya, Hindistan və Çin kimi ölkələrə kapital axınına səbəb oldu və bu ölkələrdə iqtisadi artım sürətləndi. Fed-in izlədiyi yumşaq pul siyasəti, Çin kimi ölkələrin beynəlxalq ehtiyatlarında artım yaratdı. Nəticədə beynəlxalq valyuta sistemi Triff dilemması ilə üzləşdi. 1960-cı illərdə ölkələr milli valyutaları beynəlxalq ehtiyat valyutalarına çevirmək üçün yeni beynəlxalq ehtiyat valyutası və ödəmə üsulu olan Xüsusi Çəkmə Hüquqları (SDR) yaratdılar. SDR, ödəmə balansını açığını təyin etmək və Beynəlxalq Valyuta Fonduna (BVF) üzv ölkələrdə BVF ödəmələrini həyata keçirmək üçün milli valyutaların dəyərini ölçmək üçün yaradılmışdır. Bu yeni valyuta balanssızlığı kompensasiya etmək üçün qızıl və dollarla birlikdə istifadə edilmişdir. Tarixən iqtisadi siyasət quranlar uzun müddət üçlüylə üzləşiblər. Siyasətçilər sabit məzənnə sistemi, sərbəst kapital hərəkətliliyi və müstəqil pul siyasəti yürütmək istəyi sayəsində davamlı seçkilər keçirməli idilər.

1870-ci ildə qüvvəyə minən Qızıl Standart sisteminin inkişaf etmiş iqtisadiyyatları, milli valyutaları standart bir şəkildə qızıla bağladığından, bütün milli valyutalar bir-birləri ilə sabit bir nisbətdə avtomatik olaraq əlaqələndirilir. 1914-cü ildə bitən bu sistemdə üçqat problem kapitalın sərbəst hərəkəti və sabit bir məzənnəyə üstünlük verməklə həll edildi. Bretton Woods sistemində kapital azadlığından imtina edildi, pul siyasətinin müstəqilliyi və sabit məzənnə seçildi. Bretton Woods sistemini pul siyasəti müstəqilliyi və kapital hərəkətliliyi ilə üzən məzənnə rejimi izlədi. Əslində, ölkələr iqtisadi böhrana və iqtisadi hadisələrə cavab olaraq makroiqtisadi vəziyyəti tənzimləmək və idarə etmək üçün ikitərəfli seçkilərdə ittifaqlarını dəyişdirdilər.

Yüksək pul müstəqilliyi siyasətçilərə iqtisadiyyatlarını digər ölkələrin iqtisadiyyatının makroiqtisadi təcrübəsindən yayındırmağa və sabit və davamlı iqtisadi inkişafı təmin etməyə imkan verir. Bununla birlikdə, qiymətlərin və maaşların çevik olmadığı bir iqtisadiyyatda siyasətçilər kapital hərəkətlərini ən az qısa müddətə nəzarət edə bilirlər ki, bu da istehsal və inflyasiya nisbətlərində daha yüksəkdir. Bundan əlavə, pul kütləsinə nəzarət edən mərkəzi banklar, pul müstəqilliyindən istifadə edərək, xəzinə və rəqələrini dövriyyəyə qoyaraq iqtisadiyyatda yüksək və dəyişkən inflyasiyanın qarşısını ala bilirlər.

Sabit məzənnə qiymət sabitliyini artırır və qeyri-müəyyənliyi azaldır, aşağı risk dərəcələrinə gətirib çıxarır və beləliklə beynəlxalq sərmayə və beynəlxalq ticarəti təşviq edir. İqtisadi böhran dövründə də sabit bir məzənnədən imtina etməmək siyasətçilərə inamı artırır və beləliklə hərəkətliliyi tənzimləyərək kapitalın sabitliyini təmin edir (Aizenman et al., 2011: 1-4).

Prasad və Rajan'a (2008) görə, sərt bir məzənnə siyasətçiləri siyasətlərini makroiqtisadi reallıqlara uyğunlaşdırmağa məcbur edir. Bu vəziyyət iqtisadiyyatda ani bir dalğalanmaya (müsbət və mənfi şoklara) və aktivlərdə ani bir artıma və ya azalmaya səbəb ola bilər. Beləliklə, sabit valyuta məzənnələri ilə yaradılan rahatlıq təkcə kapital mübadiləsinə deyil, həm də mənbələrdən səmərəsiz istifadəyə və qeyri-sabit və davamlı iqtisadiyyatın qarşısının alınmasına gətirib çıxarır (Aizenman et al., 2010:4).

Trilemmanın üç tərəfi arasında ən çox müzakirə olunan maliyyə inteqrasiyasıdır. Həddindən artıq açıq maliyyə bazarı, resursların səmərəli bölüşdürülməsi, məlumat mübadiləsinin asanlaşdırılması, daxili əmanətlərin artırılması və texnoloji və inzibati məlumatların verilməsi yolu ilə iqtisadi inkişafa və ümumi istehsal amillərinin məhsuldarlığını artırmağa səbəb ola bilər. Bundan əlavə, beynəlxalq kapital bazarları ilə sıx əlaqədə olan ölkələr, risk paylaşımı və portfel müxtəlifliyi baxımından sabitlik əldə edə bilirlər. Digər tərəfdən, maliyyə inteqrasiyasının, xüsusilə son 20 ildə yaşanan böhran prosesinin yaratdığı problemlər səbəbindən iqtisadi qeyri-sabitliyin vacib səbəbi olduğu vurğulanır. Bu kontekstdə maliyyə inteqrasiyası kapital axınının ani kəsilməsinə səbəb ola bilər və

bu da iqtisadiyyatda böyük dalğalanmalara səbəb ola bilər (Kaminsky, Schmukler, 2001: 184-185).

Məsələn, siyasi və ya digər səbəblərdən bir ölkəyə qəfil isti pul axını çox qısa müddətdə ölkə iqtisadiyyatında ciddi problemlər yarada bilər. Uzunmüddətli perspektivdə bu problem ölkənin real iqtisadiyyatına mənfi təsir göstərə bilər, üç variant arasında ikiqat seçim etmək və bu variantlardan birinə digərindən asılılıq dərəcəsini təyin etmək çətindir. Məsələn, sabit məzənnə ilə maliyyə inteqrasiyasının birləşməsi qeyri-sabitliyi artırır. Ancaq təsirli bir müstəqil pul siyasəti ilə sabit bir məzənnə tətbiq edildikdə, iqtisadiyyatda sabit bir vəziyyət yarana bilər. Buna görə, hər üç kombinasiyanın sistemətik və empirik şəkildə təhlil edilməsi faydalı ola bilər (Aizenman, İto, 2011: 1-5).

1.3. Dünya ölkələri təcrübəsində trilemmaın aspektləri

Hər bir ölkədəki məzənnə rejimini, pul siyasətini və kapital axınlarının açıqlığını araşdırmaq, bu ölkənin iqtisadiyyatını araşdırmaq və nəticələrini düzgün şərh etmək vacibdir. Bu bölmə dünyanın hər yerindəki trilemma təcrübəsinə və hazırkı tədqiqatların nəticələrinə əsaslanır. Xüsusilə Rusiya, İran, Ərəb ölkələri, Avropadakı kiçik açıq iqtisadiyyatlar və bir çox başqa ölkələrin iqtisadi tətbiqlərində trilemma hipotezi baxımından əldə edilən nəticələr ön plana çıxacaq. Məzənnə rejiminin pul siyasətinə təsirinin empirik ifadəsi kifayət qədər qarışıqdır. Hələ də nəzəri proqnoz üçün ümumi bir fikir var. Shambaugh, Mojon və Svenson kimi bir çox tədqiqatçı, valyuta məzənnəsi rejimləri və bunların pul siyasətinə təsiri barədə məlumat axtarırdılar. Bu işlərdə məzənnə rejiminin tipini xarakterizə edən verilənlər bazası təhlili və kodlaşdırma sistemlərindən istifadə edilmişdir. Shambaugh, məzənnə rejimlərini sabit, üzən, sürünən sabit və qismən sabit olaraq qruplaşdıraraq izah edir. 16 ölkənin İqtisadi Əməkdaşlıq və İnkişaf Təşkilatının (OECD) ortaq inteqrasiya verilənlər bazasından istifadə edərək sabit məzənnənin baza ölkənin faiz dərəcələrini dəyişkən məzənnədən daha çox izlədiyi məlum oldu. (Shambaugh, 2004: 33-34).

Förssbaeck və Oxelheim (2005) 1980-90-cı illərdə Avropanın kiçik açıq iqtisadiyyatları üçün pul siyasətinin və məzənnə rejimlərinin müstəqilliyini

araşdırdılar. Granger testinə əsaslanan ən kiçik kvadratlar metodundan istifadə edərək, Barbados, Trinidad, Tobago və Yamayka kimi ölkələrdə pul siyasətinin sabit məzənnə rejimi olan Mitchell və Bynoe (2008) arasında suverenlikdə fərqləndiyinə dair heç bir dəlil olmadığı qənaətinə gəldilər. Sabit və üzən mübadilə dərəcəsi rejimlərinin baza ölkəsinin faiz dərəcələrini, daxili faiz dərəcələrindəki dəyişiklikləri və aralarındakı əlaqəni təsir edib etmədiklərini araşdırdılar. Tədqiqatçılar məhdudiyətsiz səhv düzəltmə modeli fərziyyəsini test etdilər və modelə kapital açıqlığı, xarici borcun ümumi daxili məhsula nisbəti, inflyasiya və baza ölkəsindəki faiz dərəcələrini daxil etdilər. Araşdırmalar göstərir ki, pul müstəqilliyini itirmək Barbadosda üzən məzənnə rejimi olan ölkələrə nisbətən daha yüksəkdir. Beynəlxalq iqtisadiyyatda trilemma fərziyyəsinə dair bir sıra müasir tədqiqatlar aparılmışdır. Tədqiqatçılar Obstfeld, Shambaugh və Taylor (2004) aşağıdakı nəticəyə gəldilər; "Trilemma bir siyasət bələdçisi kimi qəbul edilə bilər. Çünki ölkələr kapital axınlarına nəzarət etmədən digər xarici valyutaların dəyərlərinə uyğunlaşaraq valyutalarının dəyərini düzəldirlər və nəticədə pul siyasəti müstəqilliyini itirir. Onlara görə pul ölkələr kapital axınlarına nəzarət etmədən məzənnə dəyişikliyinə müdaxilə etmədikləri təqdirdə siyasət müstəqildir. "

Boresztein, Zettelmeyer, Philippon (2001), ABŞ faiz dərəcəsi dalğalanmalarının Latın Amerikasına (Argentina və Meksika) və Asiyada (Hong Kong və Sinqapur) valyuta məzənnələrinə təsirini vektor avtoregressiya metodu və impuls cavab funksiyası ilə araşdırdı. Araşdırmada Hong Kongdakı faiz nisbətlərinin ABŞ-ın pul siyasəti şokları və inkişaf etməkdə olan bazar risk dərəcələri ilə uyğun olduğu, Sinqapurdakı faiz nisbətlərinin isə çox aşağı olduğu ortaya çıxdı.

Beynəlxalq Hesablaşmalar Bankı (BIS), Rusiya Federasiyası Mərkəzi Bankının məlumatlarına əsaslanaraq Rusiyanın pul siyasətinin və 2000-2013-cü illərdəki son dəyişikliklərin bəzi vacib göstəricilərini təhlil etdi və nəticələri 78-ci hesabatda dərc etdi. Hesabatda trilemma fərziyyəsi çərçivəsində ölkənin iqtisadi göstəriciləri də yer alıb. Rusiya məsələsində, xarici, idarəolunmaz amillərin (dünya neft qiymətləri, dünya maliyyə bazarlarında risk tələbi) təsirini azaltmaq üçün məzənnə sabitliyinə (valyuta müdaxilələri) nail olmaq üçün tədbirlər, Rusiya Mərkəzi Bankının istifadə

etdiyi pul təklifi və faiz dərəcələri kimi alətlərdən üstün hala gəldi. . Nəticədə, mərkəzi bankın pul siyasətində faiz dərəcələrindən istifadə etmək gücü, bu siyasət seçimi çərçivəsində yerli maliyyə bazarındakı vəziyyətə təsir etməklə məhdudlaşdı. Pulun likvidlik həcmi və qiyməti Mərkəzi Bankdan daha çox xarici şərtlərlə təyin olunduğundan, pul kütləsi sürətlə artdı. Rusiya Mərkəzi Bankı nominal məzənnəni sabit saxladı və qismən yüksək inflyasiyaya səbəb oldu. Rusiyada əsas ticarət tərəfdaşlarına nisbətən daha yüksək bir artım, rublun real dəyərində artmasına və yerli istehsalçıların rəqabət gücünün tədricən azalmasına səbəb oldu (BİS, 2013: 300-301).

İslam Əməkdaşlıq Təşkilatı (İƏT), İqtisadi və Sosial Araşdırmalar Mərkəzi tərəfindən təşkilata üzv olan ölkələrdə məzənnə rejimləri ilə bağlı 2012-ci ildə aparılan araşdırmanın nəticələrinə görə, valyuta məzənnəsi rejiminin seçilməsində bir çox amil var (pul siyasətçilərinə inam, məzənnələrin dəyişkənliyi, rejimin böhran və sarsıntılara qarşı həssaslığı, makroiqtisadi siyasət, trilemma hipotezinin nəticələri) mühüm rol oynayır. Buna görə də, məzənnə rejimini təyin edərkən bütün bu amillər nəzərə alınmalıdır. Bu amillərlə yanaşı, digər konkret ölkə faktorları da qərar qəbul etmə prosesinə əhəmiyyətli dərəcədə təsir göstərə bilər. Hər bir ölkə hansı amillər nəzərə alınmalı olduğunu düşünməlidir. Araşdırmanın nəticələrinə görə, 32 üzv dövlət valyutalarını başqa bir valyutaya və ya valyuta sərbətinə sabitləşdirdi. Bunlardan 16-sı ABŞ dolları, 12-si avro və 4-ü qarışıq valyutalara bağlıdır. Paritetin bu rejimdə sabit qalması məcburi olmasa da, pul siyasətindən məsul şəxslər sabit pariteti həm birbaşa (məsələn, açıq bazar əməliyyatları) həm də dolayı (məsələn: sərt faiz dərəcəsi siyasəti) müdaxilə üsulları ilə saxlayır. Dövri tənzimləmələr sürünən sabit məzənnə rejimində (İraq, Özbəkistan və İran) sabit dərəcələrdə və az miqdarda edilir. Valyuta məzənnəsi vaxtaşırı İQİ kimi statistik göstəricilərə uyğunlaşdırılır. İraq və Özbəkistan pullarını ABŞ dolları ilə, İran isə qarışıq valyuta sərbəti ilə əlaqələndirdi. İdarə olunan üzən məzənnələrdə, pul siyasətçiləri heç bir hədəf qoymadan məzənnəni təsir etməyə çalışırlar. Dərəcənin tənzimlənməsində istifadə olunan meyarlar subyektivdir və avtomatik tənzimləmə mexanizminin mövcudluğu vacib deyil. Bu kateqoriyada dünyada 44 ölkə var ki,

bunlardan 14-ü İslam Təşkilatı ölkələridir. Bu siyasət üzv ölkələr tərəfindən müxtəlif pul siyasəti çərçivəsində həyata keçirilir. Tədqiqatçılar, trilemma çərçivəsində ekonometrik bir testlə Misirin həqiqi məzənnəsini və onu təsir edən amilləri təhlil edərək bu qənaətə gəldilər; Misirdə sabit, idarə olunan sabit və ya sərbəst üzən məzənnə rejimləri təmin edildi. Hökumət kapital axınlarını da dəstəkləyir. müəyyən dərəcədə və bəzən həddindən artıq kapital axını və xaricinə müdaxilə etdi. Tədqiqatçılar, məhsuldar investisiyaların spekulyativ qərəzdən və bu investisiyaların hökumətin makroiqtisadi siyasətinə olan inamından müdafiə etmə qabiliyyətinə sahib olduğu müddətcə idarə olunan məzənnə rejiminin ölkənin daxili və xarici tarazlığını qoruyub saxlamasına imkan verəcəyini iddia etdilər. Bu tədqiqatın digər bir nəticəsidir ki, Yaxın Şərqi və Şimali Afrika bölgəsi ölkələrini əhatə edən ümumi likvidlik fondunun yaradılması və bu fondun inzibati lövhə tərəfindən idarə olunması ərəb əməkdaşlığı və bölgələşməsinin dinamik və məhsuldar əsasını təşkil edə bilər (Kamar, Bakardjieva, 2005: 16-17).

Bir qrup tədqiqatçı, 1986-2010-cu illər arasında valyuta dalğalanmalarının Nigeriyadakı makroiqtisadi vəziyyətə təsirini araşdırdı. Tədqiqatçılar, məzənnə dalğalanmalarının ölkənin ümumi tələb və təklifinə təsir göstərdiyini, lakin effektivliyi və nəticəsinin ölkənin iqtisadi şərtlərindən asılı olduğu qənaətinə gəldilər. Bu işdə dəyişənlərin sabit olub olmadığını yoxlamaq üçün tək kök testindən istifadə edildi və sıra ikinci sıra fərqi ilə stasionar olaraq rədd edildi. Johansen Kointeqrasiya Testi, qısa və uzun müddətli təhlillərdə ÜDM ilə tədiyyə balansını arasında mənfi bir əlaqəni ortaya qoyur. Qısamüddətli perspektivdə neft gəlirləri ilə ÜDM arasında müsbət bir əlaqə olsa da, bu münasibət uzunmüddətli perspektivdə mənfidir. Nigeriyada məzənnə dalğalanmalarının əhəmiyyətli olduğu və qısa və uzunmüddətli makroiqtisadi vəziyyət arasında müsbət bir əlaqə olduğu ortaya çıxdı. Valyuta məzənnəsindəki dalğalanmalara görə investorlar Nigeriya milli valyutasının dəyərini artırmaq fürsətindən istifadə edir və lazımı kapital və texnologiyaları idxal edirlər ki, bu da özlüyündə müsbət bir tendensiya yaradır (Azeez, Kolapo, Ajayi, 2012: 154).

Məhəmməd R. Cahan-Pərvar (2013), İran İslam Respublikası Mərkəzi Bankının təcrübələrini araşdırdı və trilemma baxımından bəzi nəticələr əldə etdi. Səlahiyyətliyənlərin izlədikləri bir çox siyasət üçlüyün klassik nümunələri olmuşdur. Bir sözlə, İran kimi kiçik və açıq bir iqtisadiyyat eyni zamanda yalnız üç makroiqtisadi siyasətdən ikisini həyata keçirə bildi; a) sabit məzənnə; b) faiz dərəcələrinin müstəqil tənzimlənməsi; c) kapital axınının idarə edilməsi. İran bu üç elementi eyni zamanda həyata keçirməyə çalışdı. Kapital axını məhduddur; Kapital axınları hökumət tərəfindən ciddi şəkildə idarə olunur, kapital axınları isə beynəlxalq sanksiyaların mərkəzindədir. Yerli inflyasiya dərəcəsi ilə İranın ticarət tərəfdaşlarının inflyasiya nisbətləri arasında əhəmiyyətli fərqlər olsa da, ölkənin məzənnəni "sabit" saxlamaq səyləri təsirli olur. Nominal dərəcəni inflyasiyanın altında saxlamaq səhvən müstəqil pul siyasəti adlanır. Tədqiqatçı bu qənaətə gəldi ki, İran Mərkəzi Bankının məqsədi həqiqətən uzunmüddətli makroiqtisadi və maliyyə sabitliydirsə, iki siyasət - a) kapital hərəkətinə ciddi məhdudiyyətlər və b) "praktik olaraq" sabit valyuta məzənnələri - mümkün deyil və tərk edilməlidir. . Hazırda İran iqtisadiyyatı böyük miqdarda qanunsuz kapital axını ilə qarşılaşır. Bu, uzunmüddətli iqtisadi inkişaf, məşğulluq imkanları, fiziki və insan kapitalının yığılması, habelə İranın qocalan əhalisini dəstəkləmək üçün lazım olan mənbələrin toplanması üçün zərərli kimi qəbul edilir. İran Mərkəzi Bankının etməli olduğu ən vacib şey, uzun müddət davam edən ikirəqəmli inflyasiya səviyyəsini azaltmaqdır. Tədqiqatçıya görə, valyutanın neft satışından İran rialına çevrilməsi prosesi dərhal dayandırılmalıdır, çünki bu pul kütləsinin artmasına və inflyasiyaya səbəb olacaqdır. Tədqiqatçı bunun əvəzinə İran hökumətinin büdcə kəsirlərini vergi və ya dövlət borcları hesabına ödəmək üçün müstəqil bir fond yaradaraq neft gəlirlərini maliyyələşdirməlidir. Əhəmiyyətli bir qiymətli kağız portfelinə sahib olan İran Mərkəzi Bankı pul kütləsini və bu səbəbdən iqtisadiyyatda pul siyasətinin düzgün həyata keçirilməsini hədəf ala bilər. Eyni zamanda, tədqiqatçı rialın dəyişkənliyə qarşı sərbəst buraxılması lazım olduğunu düşünür, çünki sabit bir məzənnə inflyasiyaya zərər verir. Bu səbəbdən İranın yaxın 5-10 ildə öz valyutasını sərbəst

şəkildə sərbəstləşdirməsi, müstəqil faiz dərəcəsi (müstəqil pul siyasəti) həyata keçirməsi və kapital hərəkətlərini idarə etməsi məqsədəuyğun olardı.

Stephen Grenville (2011), Şərqi Asiya ölkələri (Çin, Hong Kong, Koreya, Sinqapur, Malayziya, Filippin, Tayland, Hindistan, İndoneziya) timsalında kapital hərəkətlərini araşdırdı. Tədqiqat, inkişaf etməkdə olan maliyyə bazarlarının inkişaf etmiş ölkələrin geniş portfelleri ilə müqayisədə kiçik olduğunu və qəfil dalğalanmaların dağıdıcı olduğunu ortaya çıxardı. İnkişaf etməkdə olan ölkələrin əsas siyasət məqsədi kapital axınlarını yaxşılaşdırmaq üçün bəzi tədbirlər görmək, tədiyə balansını qiymətləndirmək və kapital axınlarından əldə olunan gəliri müəyyən şərtlərə uyğun istifadə etmək olmalıdır (Grenville, 2011: 18-19).

Bir qrup tədqiqatçı 11 Asiya ölkəsindəki (Çin, Hong Kong, Hindistan, İndoneziya, Koreya, Malayziya, Filippin, Sinqapur, Tayvan, Tayland, Vyana) trilogiyayı təhlil edərək bu ölkələrin maliyyə sektorunun liberallaşdırılması proqramına qatıldıkları qənaətinə gəldi. Maliyyə sistemi mürəkkəbləşdikcə kapital axınlarına nəzarətin effektivliyi tədricən azalır və cari hesabın genişlənmə inteqrasiyası iqtisadi agentlərə qanunsuz kapital köçürmələri həyata keçirməyə imkan verir. İndoneziya, Filippin və Malayziya xaricindəki digər ölkələr, 2000-2008 arasında kapital hesabı açıqlığını artırdılar. Tədqiqat dövründə Asiya ölkələrinin məzənnə rejimlərinin Asiya böhranının yaratdığı "dalğalanma qorxusu" ilə müqayisədə daha çevik olduğu və eyni zamanda, bu 11 Asiya ölkəsindən heç birinin göstərilən dövrdə dəyişkən məzənnə rejimi olmadığı ortaya çıxdı. Kapital hesabının açıqlığı və məzənnənin sabitliyinin iki nəticəsi var: 1) Mərkəzi Bankların məzənnənin sabitliyi uğrunda apardığı mübarizə faiz siyasətinin həyata keçirilməsində səhvlərə səbəb ola bilər. Çin və Hindistan valyuta məzənnəsinin çevikliyi tətbiq edərkən dairəvi pul siyasətindən qaça bilmirlərsə, bu problemlər digər Asiya ölkələrində daha çox ortaya çıxacaq. 2) Asiya ölkələrindəki spekulyantlar və Mərkəzi Banklar arasında ziddiyyətlərin davam etməsi səbəbindən sistemli bir böhran meydana gələ bilər (Patnaik, Şah, 2010: 37).

Bir qrup tədqiqatçı 1996-cı ildən 2009-cu ilə qədər Hindistan iqtisadiyyatının trilogiyasını təhlil etdi. Tədqiqat dövrü üçün üçlü indeksləri müəyyənləşdirdi və

empirik analizlər maliyyə inteqrasiyasının Hindistan kimi inkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatlara, xüsusən 2000-ci illərin ortalarından sonra siyasi təsir göstərdiyini ortaya qoydu. Artan kapital hesabı açıqlığı pul müstəqilliyinin azalmasına və valyuta sabitliyindəki məhdudiyətlərə səbəb olur. Pul müstəqilliyinin itirilməsinin siyasətçilər üçün müəyyən bir mürəkkəblik yaradan sabit məzənnə və yüksək maliyyə şəffaflığı ilə əlaqəli olduğu da məlum oldu. Hindistan iqtisadiyyatında pul müstəqilliyinin itirilməsi yüksək inflyasiya ilə müşayiət olunur. Yüksək maliyyə inteqrasiyası Hindistandakı yüksək inflyasiya dəyişkənliyi ilə əlaqələndirilir. Üstəlik sabit məzənnə rejimində aşağı inflyasiya dəyişkənliyi müşahidə olunur (Hutchison, Sengupta, Singh, 2012: 17).

Thibault Cuenoud (2010), Orta və Şərqi Avropa ölkələri (Bolqarıstan, Estoniya, Macarıstan, Latviya, Litva, Polşa, Çex Respublikası, Rumıniya, Slovakiya, Sloveniya). 2000-2010-cu illərin effektivliyi və 1995-2010-cu illər üçün pul siyasəti təhlil edildi. Bu ölkələrin bu dövrdə iqtisadi inkişafalarını sürətləndirmək istəklərinin rəsmi olaraq milli valyutalarının Avroya bağlanmasına səbəb olduğu nəticəsinə gəldi. Beynəlxalq təhlillər göstərir ki, bu ölkələrdə izlənilən pul siyasəti avro zamanətinin real effektivliyini əks etdirmir. Mərkəzi Bankın faiz dərəcələrindəki dəyişikliklər yerli faiz dərəcələrini əhəmiyyətli dərəcədə təsir edir. Ancaq bu dəyişikliklər ölkəyə xarici sərmayə cəlb etmək üçün uyğun deyil. Təhlil mənfi bir korrelyasiya göstərir. Tədqiqatdan çıxan və Mundell-Fleminqin nəzəriyyəsi ilə ziddiyyət təşkil edən bu nəticə, yüksək bazar qiymətləri və rəsmi bazar qiymətlərindəki artımla izah edildi.

Məhsuldarlıq artdıqca ölkənin büdcə kəsiri ilə üzləşməsi kifayət deyil. Bu ölkələrin avro bölgəsinə inteqrasiyası xarici investorların davranışlarında fərqliliklərə səbəb oldu. Bundan əlavə, araşdırmada ölkələrin məzənnə rejimi seçimi baxımından iki əsas qrupa ayrıldığı ortaya çıxdı; Birinci qrupa milli valyutalarını rəsmi olaraq avro ilə əlaqələndirməyən Macarıstan, Polşa və Çexiya daxildir. Bu baxımdan maliyyə siyasəti uyğun deyil. Dairəvi maliyyə siyasəti ikinci qrupda, Bolqarıstan, Latviya, Estoniya və Litvada həyata keçirilir. Sloveniya, optimal seçim

üçün model ölkə olaraq balanslaşdırılmış fəaliyyət mexanizmi olan bir məzənnə rejimi (orta mövqe) qurdu (Cuénoud, 2010: 15-16).

II FƏSİL. MƏRKƏZİ BANKLAR, AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI MƏRKƏZİ BANKININ PUL VƏ MƏZƏNNƏ SİYASƏTİ. ÖLKƏYƏ KAPİTAL QOYULUŞU

2.1. Mərkəzi Bankların məqsədləri, funksiyaları və pul siyasəti mexanizmləri

Mərkəzi Banklar 17-ci əsrdən bəri fəaliyyət göstərir və bir ölkənin müstəqilliyinin əsas simvolu olan pul emissiyası və pul siyasətinin həyata keçirilməsindən məsuldur. Keçmişdən bu günə qədər Mərkəzi Bankların hədəflərində, fəaliyyətlərində və struktur strukturlarında mühüm dəyişikliklər olmuşdur. Son vaxtlara qədər Mərkəzi Banklar iqtisadi böyümədən məşğulluğun artmasına, dövlət xərclərinin maliyyələşdirilməsindən tədiyə balansı problemlərinin həllinə qədər çox məqsədli bir quruma çevrildi.

Hal-hazırda bir çox Mərkəzi Bank əsasən qiymət sabitliyi çərçivəsində birbaşa və ya dolayı fəaliyyət göstərir. Mərkəzi Bankın müstəqilliyi əsas məqsədi iqtisadi rifahı artırmaq üçün qiymət sabitliyinə nail olmaq olan Mərkəzi Bankların mövcudluğunda ən vacib amildir. Sosial rifah üçün böyük əhəmiyyət kəsb edən Mərkəzi Bankın müstəqilliyinin cəmiyyətdəki bütün fərdlərə məxsus olması çox vacibdir.

Fəaliyyət göstərdiyi ölkədən asılı olmayaraq bankların konkret və ümumi vəzifələri və məsuliyyətləri vardır. Bundan əlavə, hər bir ölkənin öz bank sistemi funksiyaları və vəzifələri var. Bu funksiya və vəzifələr həmin ölkələrin bank qanunvericiliyində öz əksini tapmışdır. Mərkəzi Bankların ümumi rol və funksiyalarını nəzərdən keçirin:

- Pul və məzənnə siyasətinin davam etdirilməsi;
- Nağd dövriyyə təşkili;
- Valyuta tənzimlənməsi və nəzarətinin həyata keçirilməsi;
- Ölkədəki digər banklarla əməliyyatlar həyata keçirir və borc verir, bankların fəaliyyətinə nəzarət edir;
- Lazım olduqda dövlətə kredit verir;
- Dövlətin qızıl və valyuta ehtiyatlarını qoruyur;

- Ölkədəki digər banklar arasında nağdsız hesablaşma;
- Hesablaşmaların həyata keçirilməsində vasitəçi rolunu oynayır;
- Pul – kredit metodlarının köməyi ilə iqtisadiyyatı tənzimləyən qurumdur;

Mərkəzi Bankların əsas və əsas funksiyalarından biri pul siyasətinin həyata keçirilməsidir. Mərkəzi Banklar, maliyyə sabitliyini qorumağın bir hissəsi olaraq, müxtəlif maliyyə qurumlarının izlədiyi maliyyə siyasətinin yanında fərqli pul siyasətlərini də izləyirlər. Pul siyasəti mahiyyət etibarilə qiymət sabitliyinə nail olmaq üçün görülən tədbirlər sistemidir. Mərkəzi Bank valyuta məzənnəsini, pul kütləsini və faiz dərəcələrini tənzimləyərək inflyasiyaya təsir göstərir.

Mərkəzi banklar fərqli pul siyasətini izləyirlər. Buna misal olaraq yumşaq və sərt pul siyasətini göstərmək olar. Yumşaq pul siyasəti tələbi stimullaşdırmaq və iqtisadiyyatı stimullaşdırmaq məqsədi daşıyan pul siyasətidir. Yumşaq pul siyasətini izləməklə Mərkəzi Bank qiymətli kağızlar alır, daha çox pul dövriyyə edir, banklara daha çox borc verir, kredit faizlərini aşağı salır və milli valyutanın ucuzlaşmasına şərait yaradır. Yumşaq pul siyasətindən fərqli olaraq, sərt pul siyasəti inflyasiyanı azaltmaq məqsədi daşıyır. Mərkəzi Bank bu siyasəti qoruyarkən kredit faizlərini artırır, qiymətli kağızlarını sataraq dövriyyədəki pulları azaldır, milli valyutanın möhkəmlənməsi üçün şərait yaradır və yumşaq pul siyasətinin əksinə banklara borc verməyi məhdudlaşdırır. Nəzərə alınmalıdır ki, yumşaq pul siyasəti inflyasiyanın artımını sürətləndirməklə yanaşı, inflyasiya səviyyəsinin dəyişkən olmasına da səbəb olur. Ayrıca, inflyasiyada gözlənilməz bir artım, borc verənlərə qarşı təsir göstərir və bazarda borc azalmasına səbəb olur. Əks təqdirdə, inflyasiyanın gözlənilməz azalması borc verənlərin xeyrinə işləyən bir amildir. Beləliklə, bankların kredit portfellerinin keyfiyyəti azalır ki, bu da bankların fəaliyyətinə mənfi təsir göstərir və hətta iflasa səbəb ola bilər. Sərt pul siyasətində inflyasiya azalır və faiz dərəcələrinin aşağı düşməsinə səbəb olur. Nəhayət, depozit səviyyəsinin azalması gözlənilir ki, bu da başqa bir maliyyə sabitliyinə səbəb ola bilər. Sərt pul siyasəti təsirsiz olarsa və real faiz dərəcələri artmağa davam edərsə, maliyyə qeyri-sabitliyi qaçılmazdır. Sərt və yumşaq pul siyasətlərindən birini seçmək üçün dəqiq

şərtlər yoxdur. Buna görə pul siyasəti ilə maliyyə sabitliyi arasındakı əlaqəni düzgün təhlil etmək vacibdir.

Mərkəzi Banklar müasir iqtisadiyyatın ən təməl qurumlarından biridir. Daha əvvəl də qeyd etdiyimiz kimi, Mərkəzi Bank ölkənin pul siyasətini müəyyənləşdirir və həyata keçirir və qəbul etdiyi qərarlar və təcrübələri ilə ölkə iqtisadiyyatının inkişafına böyük təkan verir. Mərkəzi Bankın müstəqilliyi, pul siyasəti tədbirləri, qaydaları, qərarları və tətbiqetmələrində hökumətin, parlamentin və ya digər qrupların təsirindən uzaq olmasıdır. Bu gün Mərkəzi Bankın müstəqilliyi və ya müstəqilliyi baxımından dövlət-mərkəzi bank münasibətlərini aşağıdakı üç əsas sistemdə birləşdirmək mümkündür:

1. Bank hökumətlə və ya parlamentlə əlaqəlidir;
2. Bankın hökumət strukturundakı yeri (inteqrasiya);
3. Bankın müstəqilliyi;

Bankın hökumət qarşısında öhdəliyi Mərkəzi Bankın izlədiyi siyasətdə, Maliyyə Nazirliyi kimi hər hansı bir nazirliyin təlimatları izləməsi deməkdir. Bu sistem Yaponiya, İngiltərə və İspaniya kimi ölkələrdə tətbiq edilmişdir. Mərkəzi Bankın parlamentin əmr və göstərişlərinə tabe olması, hökumətin əmr və göstərişlərinə tabe olması deməkdir. Çünki, hökumətlər kimi parlamentlər də siyasi partiyaları dəstəkləyən orqanlardır. Hər iki halda da Mərkəzi Bank pul siyasəti qərarlarında və tətbiqetmələrində iqtisadiyyatın ehtiyaclarına deyil, siyasi hakimiyyətlərin maraqlarına uyğun hərəkət etmək məcburiyyətindədir. Bankın hökumət strukturundakı yeri, Mərkəzi Bankın ən yüksək səviyyəli rəhbərinin həm də Nazirlər Şurasının üzvü olması ilə reallaşır. Bu vəziyyətdə Mərkəzi Bank Nazirlik səviyyəsinə gətirilir. Mərkəzi Bankın dövlət qarşısında mövqeyini təyin edərkən bu cür həllərdən istifadə etməsi siyasi və iqtisadi quruluşları totalitarizmə söykənən ölkələrdə müşahidə edilmişdir. Məsələn, 1954-cü ildə Rusiyanın Mərkəzi Bankı bir Nazirlik səviyyəsinə gətirildi. Bənzər bir sistem Şərqi Almaniyada tətbiq edilmişdir. Bankın müstəqilliyi, Mərkəzi Bankın pul siyasəti tədbirlərində, qərarlarında və tətbiqlərində hökumətdən və ya parlamentdən asılı olmamasıdır. Buna misal olaraq ABŞ, Avstraliya və Almaniyanın Mərkəzi Banklarını göstərmək olar. Yuxarıda

göstərilən üç sistem arasında ən çox seçilən və ən çox istifadə edilən Mərkəzi Bankın müstəqilliyidir.

İqtisadiyyat ədəbiyyatında Mərkəzi Bankın müstəqilliyi ilə bağlı müxtəlif konsepsiyalara rast gəlmək mümkündür:

- Məqsəd müstəqilliyi. Bu, Mərkəzi Bankın siyasətində əsas hədəf və məqsəd seçimində müstəqil olması deməkdir. Bu gün müasir mərkəzi bankların böyük əksəriyyəti qanuni olaraq qiymət sabitliyini qorumaq vəzifəsi daşıyır. Bu səbəbdən hədəfləri qanunla müəyyən edilmiş Mərkəzi Banklar obyektiv müstəqilliyə sahib deyillər.

- Alət müstəqilliyi. Fəaliyyət müstəqilliyi olaraq da adlandırılan alət müstəqilliyi, Mərkəzi Bankın qanuni məqsədinə çatmaq üçün istifadə etdiyi pul siyasəti alətlərini və metodlarını seçməkdə və hökumətdə və ya başqa bir qurumda təsdiq edilməsinə ehtiyac olmadan sərbəst olması deməkdir. Mərkəzi banklar baxımından müstəqillik çox vaxt alət müstəqilliyi kimi başa düşülür.

- Maliyyə müstəqilliyi. Mərkəzi Bankın müstəqil fəaliyyət göstərməsi və hədəflərinə çatması üçün kifayət qədər maliyyə mənbəyinə və öz büdcəsini təyin etmək gücünə sahib olmalıdır. Bundan əlavə, maliyyə müstəqilliyi konsepsiyasına Mərkəzi Bankın büdcənin təsdiqlənməsi zamanı kənar müdaxilədən çəkinmə və funksional xərcləri sərbəst müəyyənləşdirmə qabiliyyəti kimi elementlər daxildir.

Təşkilati müstəqillik. Bu o deməkdir ki, Mərkəzi Bankın yüksək menecerlərinin vəzifə, təyinetmə, işləmə və vəzifədən azad etmə şərtləri qanunla dəqiq və müstəqil şəkildə, siyasi təzyiq olmadan müəyyən edilir.

Mərkəzi Bankların müstəqilliyini qiymətləndirərkən Mərkəzi Banklara qanunla verilən müstəqillik nəzərə alınmalıdır. Bu çərçivədə Mərkəzi Bankların hüquqi müstəqilliyini qiymətləndirən indekslər Mərkəzi Bankın müstəqilliyini ölçmək üçün hazırlanır və istifadə olunur. İqtisadçılar arasında mərkəzi bankın müstəqilliyi ilə aşağı inflyasiya arasındakı əlaqəyə dair mübahisələr olsa da, empirik tədqiqatlar göstərir ki, mərkəzi bankın müstəqilliyi inflyasiyaya qarşı mühüm vasitədir. Xüsusilə yüksək və xroniki inflyasiya olan ölkələrdə inflyasiyanı mümkün qədər aşağı qiymətə endirmək üçün Mərkəzi Bankın müstəqil olması qərara alındı. Bu

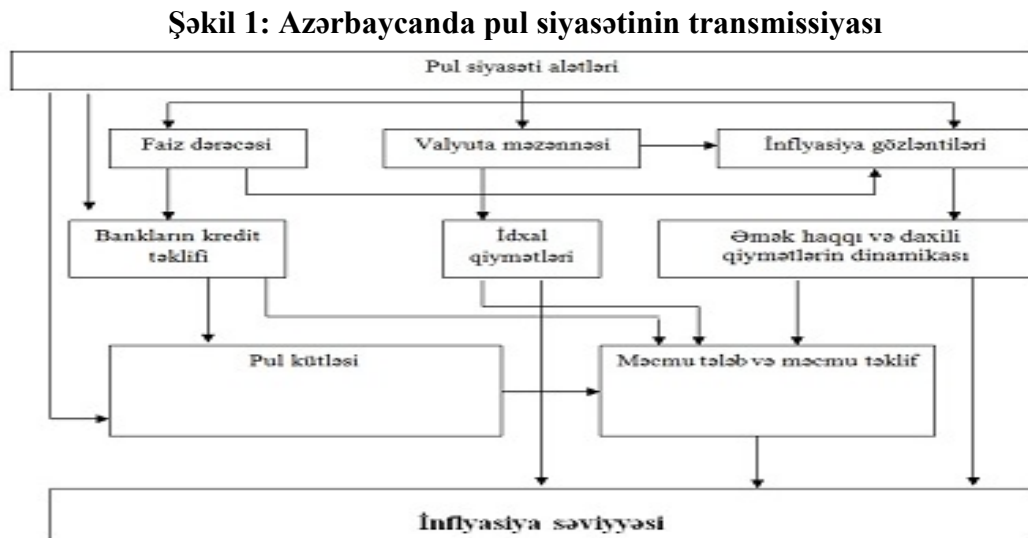
sahədəki bir çox empirik araşdırmalar Mərkəzi Bankın müstəqilliyi ilə inflyasiya arasında tərs və statistik baxımdan əhəmiyyətli bir əlaqə olduğunu göstərir.

Son 20 ildə bir çox ölkənin Mərkəzi Bankları tərəfindən tətbiq olunan inflyasiya hədəfləmə rejiminin müvəffəqiyyəti əsasən qiymət sabitliyi hədəfi ilə sıx əlaqəli müstəqil, hesabatlı və etibarlı bir Mərkəzi Bankın mövcudluğundan asılıdır. Bu səbəbdən Mərkəzi Bankın müstəqilliyi inflyasiya hədəfləmə rejiminin müvəffəq olması üçün vacib şərtidir. Bu rejimi tətbiq edən Mərkəzi Bankın müstəqilliyi və dövlət xərclərinin maliyyələşdirilməsi kimi məsuliyyətlərin olmaması rejimin uğurlu icrası üçün şərtidir. Bu şəkildə Mərkəzi Bank, maliyyə və siyasi təsirlərə məruz qalmadan inflyasiyanı hədəf ala bilər. Eyni zamanda, müstəqilliklə Mərkəzi Banka inam və pul siyasəti artdıqca, gözləntilər daha yaxşı idarə olunur və pul siyasətinə inam yaratmaq daha asandır.

2.2. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının həyata keçirdiyi pul siyasəti

Azərbaycan Respublikasında pul siyasətinin həyata keçirilməsi Mərkəzi Bank tərəfindən təmin edilir. Pul siyasətinin əsas məqsədi davamlı makroiqtisadi sabitliyi təmin etmək, inflyasiyaya səbəb olmadan davamlı məşğulluğu və iqtisadi böyüməni təşviq etmək, həmçinin qənaət və pul və maliyyə bazarlarını inkişaf etdirmək üçün yerli və ya milli valyutadan istifadəni artırmaqdır. Alətlər "Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı" Azərbaycan Respublikası Qanununun 29-cu maddəsinə də daxildir.

Pul siyasəti ötürmə mexanizmi olmadıqda, Mərkəzi Bankın qəbul etdiyi pul siyasəti qərarlarını iqtisadiyyata təsir (köçürmə) prosesidir. Müasir dövrdə pul siyasəti faiz dərəcələrindən, kreditləşmədən, valyuta məzənnələrindən, səhmlərin qiymətlərindən və s. Asılıdır. Pul siyasəti qərarları real iqtisadiyyata bu kanallar vasitəsi ilə deyil, zamanla təsir göstərir. Azərbaycanda pul siyasətinin ötürülməsini sxematik şəkildə belə təsvir etmək olar:



Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının rəsmi saytı

2019-cu ildə Mərkəzi Bankın pul siyasətinin əsas məqsədi ölkə iqtisadiyyatında qiymət sabitliyini təmin etmək idi. İnflyasiya, məzənnə sabitliyi, pul şərtləri, inzibati qiymət dinamikası və aşağı inflyasiya gözləntiləri istehlakdakı bərpa və dünya bazarlarında ərzaq məhsullarının bahalaşması ilə tarazlaşdırıldı. Azərbaycanda inflyasiya ticarət tərəfdaş ölkələrdəki orta inflyasiyadan xeyli aşağı idi və manatın real effektiv məzənnəsinə azaldıcı təsir göstərdi.

2019-cu ildə Mərkəzi Bank pul siyasətini əlverişli beynəlxalq şərtlər, tədiyyə balansı profisiti və strateji xarici ehtiyatların artması kontekstində həyata keçirdi. 2019-cu ildə xarici ticarət balansında müsbət bir tarazlıq yarandı və ixracatdakı artım, pul qızılından başqa, qeyri-neft idxalının artım sürətini keçdi. Valyuta bazarında tələb-təklif nisbətini təsir edən əsas amil xarici sektor göstəricilərinin yaxşılaşması olmuşdur.

2019-cu ildə həm pulun dəyərinin aşağı düşməsinə, həm də pulun miqdarının artmasına qarşı pul şərtlərinin yumşalması baş verdi. Mərkəzi Bank, daim yenilənən makroiqtisadi proqnozları və risk balansını nəzərə alaraq uçot dərəcəsini tədricən azaltmağa davam etdi. Pul təklifi iqtisadiyyatın pula olan tələbini və ödəmələrin davamlılığını təmin edəcək qədər tənzimlənir. Mərkəzi Bank pul siyasəti alətlərini pul siyasətinin son və aralıq hədəflərinə təsir edəcək dərəcədə tətbiq etdi və sterilizasiya alətləri genişləndirildi.

Makroiqtisadi sabitliyin möhkəmləndirilməsi hesabat ilində iqtisadi fəaliyyətə müsbət təsir göstərmişdir. İqtisadi artım 2019-cu ildə, xüsusilə qeyri-neft ticarəti sektorunda davam etdi. Mərkəzi Bankın real sektor üzrə monitoring nəticələri iqtisadi aktivliyin artdığını təsdiqləyir.

İl ərzində Mərkəzi Bank makroiqtisadi tendensiyalar, yenilənmiş proqnozlar, daxili və xarici risklər nəzərə alınmaqla likvidlik əməliyyatları üçün faiz dəhlizi parametrlərində zəruri düzəlişlər etdi. Mərkəzi Bankın İdarə Heyəti 2019-cu ildə faiz dəhlizinin parametrlərini 8 dəfə müzakirə etdi. Güzəşt dərəcəsinin tədricən 9,75% -dən 7,5% -ə, faiz dəhlizinin yuxarı hüququ 11,75% -dən 9,25% -ə və aşağı həddə endirilməsi qərarı 7.75% -dən 5.75% -ə qədər verildi. Mərkəzi Bank 2019-cu ildə iqtisadiyyatda pul tələbini ödəmək və likvidliyi səmərəli idarə etmək üçün müxtəlif dövrlərdə aktiv bazar fəaliyyətini davam etdirdi. İl ərzində kredit fəaliyyətində nisbi artım olmasına baxmayaraq, bank sistemi çox böyük bir likvidlik həddində qalmağa davam etdi. Bu, Mərkəzi Bankın həyata keçirdiyi sterilizasiya proseslərinə yüksək tələb qoymuşdur.

Hesabat ilində Mərkəzi Bank milli valyutada hedcinq fondlarını cəlb etmək üçün 53 depozit hərracı keçirmişdir. Depozit əməliyyatları ilə 14 gün müddətinə pul

çıxarıldı. İlin sonunda depozit əməliyyatları ilə çəkilən vəsait qalığı 250 milyon manat təşkil etmişdir.

2019-cu ildə tələb depozit hərraclarında 3,6 dəfə, istiqraz hərraclarında 3,2 dəfə artmışdır. Bu göstəricilər bank sistemində artıq likvidliyin yüksək olaraq qaldığını göstərir. Bu çərçivədə 2019-cu ildə depozit əməliyyatları və istiqraz yerləşdirmələri üçün faiz dərəcələri, faiz dəhlizinin aşağı həddinə yaxın səviyyədə idi.

Qısamüddətli qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və yerləşdirilməsi artıq pul kütləsinin sterilizasiyası ilə birlikdə pul bazarının inkişafına müsbət təsir göstərir, beləliklə pul siyasəti və banklararası bazarın inkişafı üçün əməliyyat çərçivəsi təkmilləşdirilir.

Mərkəzi Bankın sterilizasiya alətləri üzrə gəlirliliyi pul bazarının əhəmiyyətli bir təmsilçi göstəricisinə çevrildi və digər maliyyə alətləri üzrə faiz dərəcələrinin formalaşmasına təsir etdi. Eyni zamanda, Mərkəzi Bank tərəfindən buraxılan qısamüddətli qiymətli kağızlar REPO bazarında girov kimi fəal şəkildə istifadə olunur.

Ehtiyat tələbləri 2019-cu ildə dəyişməz olaraq qalmışdır. Zəruri ehtiyatların tətbiqi bankların çevik likvidlik idarəetməsini müsbət təsir edən amillərdən biri olan orta bir mexanizm əsasında davam etmişdir.

Monitorinqin nəticələrinə görə 2019-cu ilin bütün aylarında bankların Mərkəzi Bankdakı müxbir hesab qalıqları dövr üçün ehtiyat olaraq saxlanılacaq vəsaitlərin ümumi həcmi xeyli üstələyib.

2019-cu ildə pul təklifinin genişlənməsi pul mühitinin neytral vəziyyətə yaxınlaşmasında mühüm rol oynadı.

İl ərzində pul bazası manat baxımından 27,3% artaraq 12,2 milyard manata çatmışdır. Manat Pul bazasının artımında xalis xarici aktivlərin (XXA) payı 26,3%, xalis daxili aktivlərin (XDA) payı 73,7% olmuşdur.

İl ərzində pul bazasının struktur elementi olan dövriyyədəki nağd pulun həcmi 24,4%, manatla müxbir hesabının qalığı isə 49,2% artmışdır.

2019-cu ildə manatla ifadə edilən böyük pul kütləsi (M2) dövrün sonunda 24,5% artaraq 18,2 milyard manata çatdı. manat. M2 pul qazanma göstəricisi keçən ilə nisbətən 4 faiz artdı.

Cədvəl 1: Pul aqreqləri, mln.manat

	01.01.2019	01.01.2020	Artım tempi, %
M0	7.6	9.5	25
M1	12.3	15.4	25.4
M2	14.6	18.2	24.5
M3	24.1	28.9	20

Mənbə: AMB, Pul siyasəti icmalı 2019 Yanvar-Dekabr

Bank əmanətlərinin dollarlaşma səviyyəsindəki eniş tendensiyası 2019-cu ildə də davam etdi. Beləliklə, milli valyutada əmanət və depozitlər il ərzində xarici valyutada 24,1% və 12,9% artdı. Xarici valyuta depozit və depozitlərinin M3 pul cəmindəki payı 2018-ci ilin sonunda 39,1% -dən 2019-cu ilin sonunda 36,8% -ə düşdü. 2018-dən 2019-cu ilin sonunda 54,9%-a enmişdir.

2019-cu ildə böyük pul kütləsi (M3) 20% artaraq dövrün sonunda 28,9 milyarda çatdı. manat. M3-də pul qazanma göstəricisi keçən ilə nisbətən 5 faiz artmışdır.

Bank əmanətlərinin dollarlaşma səviyyəsindəki eniş tendensiyası 2019-cu ildə də davam etdi. Beləliklə, milli valyutada əmanət və depozitlər il ərzində xarici valyutada 24,1% və 12,9% artdı. Xarici valyuta depozit və depozitlərinin M3 pul cəmindəki payı 2018-ci ilin sonunda 39,1% -dən 2019-cu ilin sonunda 36,8% -ə düşdü. 2018-dən 2019-cu ilin sonunda 54,9% -a enmişdir.

Bank sektorunda dollarlaşmanın azalması hüquqi və fiziki şəxslər üçün fərqli dinamikalar göstərmişdir. Beləliklə, hüquqi şəxslərin depozitlərinin dollarlaşma səviyyəsi keçən ilki 66,4% -dən 65,6% -ə endi. Fərdi depozitlərdə xarici valyutanın payı 2019-cu ilin əvvəlindəki 62,5% -dən ilin sonunda 52,2% -ə enmişdir.

2020-ci ilin ilk 9 ayında pul siyasəti vasitələri inflyasiyanın elan olunmuş hədəf ($4 \pm 2\%$) səviyyəsində qalmasına xidmət etdi. Ümumiyyətlə, dövr ərzində pul şərtləri yumşaldı.

Bu dövrdə Mərkəzi Bank, risk balansı və yenilənmiş makroiqtisadi proqnozları nəzərə alaraq faiz dəhlizinin likvidlik əməliyyatları üçün parametrləri düzəltdi. Mərkəzi Bankın İdarə Heyəti, 2020-ci ilin 9 ayında faiz dəhlizinin parametrlərini 6 dəfə müzakirə etdi. Güzəşt dərəcəsinin tədricən 7,5%-dən 6,5% -ə, faiz dəhlizinin yuxarı həddinin 9,25% -dən 7% -ə endirilməsinə qərar verildi. Faiz dəhlizinin aşağı həddi 5,75% -dən 6% -ə qədərdir. Qəbul edilmiş qərarlar iqtisadi fəaliyyətin dəstəklənməsi üçün makroiqtisadi sabitləşmə məqsədləri və prioritetləri arasında optimal tarazlığın əldə edilməsinə xidmət etmişdir. Mərkəzi Bankın faiz qərarları əvvəlcədən elan olunmuş qrafikə uyğun olaraq və analitik şərhlərlə açıqlanmışdır. Mərkəzi Bank 2020-ci ilin yanvar-sentyabr dövründə iqtisadiyyatda likvidliyin səmərəli idarə olunması üçün müxtəlif bazar əməliyyatları həyata keçirməyə davam etmişdir. Bank sisteminin likvidlik vəziyyətindən asılı olaraq Mərkəzi Bankın həyata keçirdiyi sterilizasiya əməliyyatlarına tələb hər aydan bəri dəyişirdi.

Mərkəzi Bank, koronavirus epidemiyasının makroiqtisadi sabitliyə və valyuta bazarına yaratdığı təhdidləri azaltmaq üçün sterilizasiya alətlərinin vaxtını dəyişdirərək sterilizasiya portfelinin müddətini qısaltdı. Beləliklə, 28 günlük depozit hərracları əvəzinə yalnız 14 günlük depozit hərracları, uzunmüddətli not hərracları əvəzinə yalnız 28 günlük istiqraz hərracları keçirilib. Hesabat dövründə Mərkəzi Bank milli valyutada hedcinq fondlarını cəlb etmək üçün 49 depozit hərracı təşkil etmişdir. Sentyabr ayının sonunda depozit əməliyyatlarından çıxarılan vəsait qalığı 250 milyon dollara çatdı.

Depozit əməliyyatları və istiqraz yerləşdirmə hərracları ümumilikdə tələb təklifini üstələyib, nəticədə bu alətlər üzrə gəlirlər faiz dəhlizinin aşağı sərhədinə yaxın qalıb. Mərkəzi Bankın sterilizasiya alətlərinin gəlirliliyi digər maliyyə alətlərinin faiz dərəcələrini təsir edir və pul bazarının vacib bir göstəricisinə çevrilir. Eyni zamanda, Mərkəzi Bank tərəfindən buraxılan qiymətli kağızlar, REPO bazarında girov kimi istifadə edilərək banklararası bazarın səfərbər edilməsinə müsbət təsir göstərir. 2020-ci ilin yanvar-sentyabr aylarında ehtiyat şərtləri dəyişməz qaldı. Tələb olunan ehtiyat nisbətlərinin orta mexanizm əsasında tətbiq edilməsinə davam etmək, bankların çevik likvidlik rəhbərliyini müsbət təsir edən amillərdən biri

olmuşdur. Monitorinqin nəticələrinə görə hesabat dövrünün bütün aylarında bankların Mərkəzi Bankdakı müxbir hesablarının ümumi qalıqları dövr üçün ehtiyat olaraq saxlanılacaq vəsaitlərin ümumi həcmi xeyli üstələyib.

2020-ci ilin ilk 9 ayında pul təklifinin dinamikası aydan aya dəyişdi. Dövlət büdcəsindəki profisit səbəbindən birinci rübün son ayında əhəmiyyətli dərəcədə azalmış pul təklifi, ikinci rübdən tədricən bərpa olundu və mülayim böyümə tendensiyası üçüncü rüb ərzində davam etdi. manatı 0,6% artmışdır. Hesabat dövründə pul bazasının struktur elementi olan dövriyyədə olan nağd pulun həcmi 5,2% artmış, manatla müxbir hesabların qalığı 7,2% azalmışdır.

Cədvəl 2: Pul aqreqatları, mlrd. manat

	01.10.20 mlrd.man	01.04.20 (%)	01.07.20 (%)	01.10.20 (%)
M0	9.9	-10,2	-2,7	3.8
M1	15.9	-10,1	-3,0	3.4
M2	18.4	-9,8	-5,9	1
M3	26.8	-7,4	-9,2	-7.2

Mənbə: AMB, Pul siyasəti icmalı 2020 Yanvar-Sentyabr

2020-ci ilin birinci rübünün son ayında əmanətlərin dollarlaşması bir qədər artsa da, ikinci rübdən etibarən eniş tendensiyası var. Bu eniş tendensiyası üçüncü rübdə də davam etdi. Beləliklə, ümumi əmanət və depozitlərdə xarici valyuta depozitləri və depozitlərinin payı 2020-ci ilin mart ayında 56,5% təşkil etsə də, bu rəqəm iyun ayının sonunda 53,3% -ə, sentyabrın sonunda isə 49,4% -ə qədər azaldı. M3 pulda əmanət və depozitlərin payı 2020-ci ilin 9 ayının sonunda 31,2% (keçən ilin sonunda 36,8%) təşkil etmişdir.

Xarici valyutanın hüquqi şəxslərin depozitlərindəki payı birinci rübün sonunda 65,6% -dən 9 ayın sonunda 58,2% -ə enmişdir. Fərdi şəxslərin depozitlərinin dollarlaşma səviyyəsi də azaldı. Beləliklə, bu rəqəm birinci rübün sonunda 54%, 9 ayın sonunda isə 53,9% təşkil edib.

2.3. Azərbaycan Respublikasında manatın valyuta məzənnəsi

1946-1973-cü illərdə, dünyada 1944-cü il Bretton Woods Sazişinə əsasən sabit, lakin tənzimlənmiş məzənnə rejimi mövcud idi. 1973-cü ildə Bretton Woods sisteminin çökməsindən sonra valyuta məzənnəsi rejimləri genişləndi.

Valyuta məzənnəsi rejimlərini 3 əsas qrupa bölmək olar: sabit məzənnələr, aralıq rejimlər və üzən məzənnələr. Hər biri bir neçə alt qrupa bölünür. BVF-nun apardığı son təsnifata görə məzənnə rejimləri aşağıdakı kimi qruplaşdırılır:

Cədvəl 3: Məzənnə rejimləri		
Məzənnə rejimləri Təsbit rejimlər	Aralıq rejimlər	Üzən
-Valyuta şurası -Milli ödəniş vasitəsinin olmaması	-Ənənəvi bağlılıq -Sürüşkən bağlılıq -Sürüşkən dəhliz çərçivəsində məzənnə rejimi. -Üfüqi dəhliz üzrə bağlılıq -Stabiləşdirmə rejimi	-Tənzimlənən üzən məzənnə -Sərbəst üzən məzənnə

Mənbə: Tədqiqatçı tərəfindən AMB məlumatları əsasında hazırlanmışdır.

Rəsmi ödəmə vasitəsi kimi hər hansı bir xarici valyutanın valyutasından istifadə sabit məzənnə rejimlərinin ən sərt formalarından biri hesab olunur. Bu rejim Ekvador, Panama, Zimbabve, Kosovo, Çernoqoriya və bəzi digər ölkələrdə tətbiq olunur.

Pul Şurası da sabit məzənnə rejiminin ən sərt formalarından biridir. Bu rejimə əsasən, mərkəzi bank məzənnəni təyin edir və valyuta bazarında əlavə tələb və təklifi ödəməyi öhdəsinə götürür. Milli valyutadakı pul təklifi valyuta ehtiyatlarından asılı olaraq dəyişir. Bu rejim Bosniya və Herseqovina, Litva, Bolqarıstan və Bruney kimi ölkələrdə tətbiq edilmişdir.

Ənənəvi olaraq sabit bir məcburi rejimi tətbiq edərkən, bir ölkə öz valyutasını digər ölkənin valyutasına və ya əsas ticarət tərəfdaşlarının valyutalarını ehtiva edən bir valyuta səbətində bağlayır. Bazar dərəcəsi rəsmi məzənnənin 1% -də dəyişə bilər. Orta bazar nisbəti altı ay ərzində məhdud bir marjın içində 2%-dən çox olmayan bir

dalğalanma edə bilər. Bu məzənnə rejimi Səudiyyə Ərəbistanı, Qətər, Türkmənistan, Venesuela və Küveytdə tətbiq olunur.

Sabitləşmə rejimi, son maliyyə böhranından sonra BVF tərəfindən hazırlanan paylamada əks olundu. Bu rejimin mahiyyəti ondan ibarətdir ki, bazar nisbəti $\pm 2\%$ -dən çox olmamaq şərti ilə altı ay və ya daha çox müddət ərzində sabit qalmalıdır. Məzənnə sabitliyini təmin edən bu aralıq, lövbər valyutası və ya valyuta sərbətinə uyğun statistik metodlar əsasında müəyyən edilir. IMF-nin valyuta məzənnəsi rejimlərinə dair 2012-ci il hesabatında, məsələn Makedoniya, Qvatemala və Azərbaycan bu rejimi tətbiq edən ölkələr arasındadır.

Yatay dəhlizdə, valyutanın dəyəri müəyyən bir aralıqda sabit məzənnənin $\pm 1\%$ -də dəyişir və ya valyutanın maksimum və minimum dəyəri arasındakı fərq 2% -i keçmir. Bu vəziyyətdə pul siyasəti azadlığı dəhlizin genişliyindən asılıdır.

Sürüşmə əlaqəsi rejiminin tətbiqi ilə müəyyən göstəricilər nəzərə alınmaqla məzənnə dövrü olaraq tənzimlənir. Bu cür göstəricilərə bir ölkədəki inflyasiya ilə əsas ticarət tərəfdaşlarındakı inflyasiya arasındakı fərq və ya ticarət tərəfdaş ölkələrdəki inflyasiya hədəfi ilə inflyasiya gözləntiləri arasındakı fərq göstərilə bilər. Sürüşmə həddi inflyasiyanın məzənnədə yarada biləcəyi dəyişkənlik səviyyəsində qəbul edilə bilər. Bu rejim, digər sabit məzənnə rejimləri kimi, pul siyasəti azadlığını məhdudlaşdırır.

Tarama kimi tənzimləmə. Bu rejimin tətbiqi ilə məzənnə göstərilən dəhlizdəki mərkəzi məzənnədən ən az ± 1 faiz dəyişir və ya valyutanın maksimum və minimum dəyəri arasındakı fərq 2% -i keçmir. Valyuta məzənnəsinin dəyişməsi müəyyən iqtisadi göstəriciləri nəzərə almaq üçün mütəmadi olaraq tənzimlənir. Məzənnə sərbəstliyinin dərəcəsi dəhlizin genişliyindən asılıdır. Dəhliz üzən mərkəzi məzənnəyə simmetrikdir və ya aralığın yuxarı və alt sərhədlərindəki asimmetrik dəyişikliklər səbəbindən tədricən genişlənir. Valyuta məzənnəsinin koridorda saxlanması pul siyasəti azadlığını məhdudlaşdırır.

Üzən məzənnə rejimini tətbiq edərkən, mərkəzi bank əvvəlcədən təyin edilmiş trayektoriya olmadan məzənnəni təsir edir. Valyuta məzənnəsinin tənzimlənməsi bir

çox göstəricilərin (məsələn, tədiyə balansı, beynəlxalq ehtiyatlar və s.) Qiymətləndirilməsindən sonra baş verir. Müdaxilələr birbaşa və ya dolayı ola bilər.

Sərbəst üzən məzənnə rejimi vəziyyətində, məzənnə bazar tərəfindən müəyyən edilir və valyuta bazarına hər hansı bir rəsmi müdaxilənin məqsədi yalnız məzənnədəki həddindən artıq dalğalanmaları azaltmaqdır.

Azərbaycanda pul siyasəti rejimi ölkənin spesifik xüsusiyyətləri, o cümlədən maliyyə bazarlarının inkişaf səviyyəsi, bank sisteminin iqtisadiyyatda rolu, tədiyə balansı strukturu və maliyyə siyasəti nəzərə alınmaqla qurulmuşdur. . Azərbaycan Mərkəzi Bankının pul siyasətinin əsas məqsədi bir çox xarici ölkələrin mərkəzi bankları kimi qiymət sabitliyinə nail olmaqdır. Çünki qlobal böhrandan əvvəlki dövrdə beynəlxalq təcrübə dəfələrlə göstərir ki, mərkəzi bankın davamlı iqtisadi böyüməni və məşğulluğu dəstəkləməsinin ən yaxşı yolu qiymət sabitliyinə nail olmaqdır. Məqsəd, səlahiyyətləri daxilində qiymət sabitliyinə nail olmaqdır. "Qanunda göstəriləndi kimi, Mərkəzi Bank inflyasiyaya yalnız öz səlahiyyətləri daxilində təsir göstərə bilər. Buna görə Mərkəzi Bank bütövlükdə inflyasiyaya yalnız pul amilləri ilə təsir göstərməyə çalışır. Mərkəzi bank iki göstəriciyə - valyuta məzənnəsinə və pul bazası - son hədəfinə, inflyasiyaya təsir etmək. Azərbaycan müstəqilliyini qazandıqdan sonra müstəqil olaraq məzənnə rejimini seçə bildi. 1995-ci ildən əvvəl tətbiq olunan məzənnə rejimi sərbəst üzən məzənnə rejimi kimi qəbul edilə bilər, buna görə 1992- 94 Mərkəzi Bankın kifayət qədər valyuta ehtiyatı yox idi və qeydiyyata alınmamış valyuta bazarında valyuta əməliyyatları aparılırdı, Mərkəzi Bankın məzənnəyə təsir etmə qabiliyyəti çox aşağı idi və məzənnə xarici valyutada bazar tələb və təklifdən asılı olaraq formalaşdı.

1995-ci ildə Azərbaycan Mərkəzi Bankının valyuta ehtiyatlarının formalaşması ilə rəsmi valyuta bazarında valyuta əməliyyatları həyata keçirilməyə başlandı. Azərbaycanda həyata keçirilən məzənnə siyasətini aşağıdakı mərhələlərə bölmək olar.

1995-2008-ci illərdə Azərbaycan manatın ABŞ dollarına keçid rejimini tətbiq etdi. Bu illər ərzində manatın ABŞ dollarına qarşı məzənnəsi ildə orta hesabla 5% dəyişdi, lakin bu dəyişiklik Mərkəzi Bankın nəzarəti altında idi. Mərkəzi Bank rəsmi

məzənnə və məzənnə müdaxilələri ilə məzənnəni təsir etdi. 11 Mart - 30 Sentyabr 2008-ci il tarixində iki valyuta sərbətinə (dollar / avro) əsaslanan sürünən bir dəhliz rejimi tətbiq edildi. Bu dövrdə məzənnə siyasətinin əməliyyat istiqaməti sərbətin dəyəri idi. Rəsmi məzənnə bir avro və dollar sərbəti əsasında müəyyən edildi. Bu dövrdə dəhlizdə müdaxilələr edildi. Bu mexanizm qlobal valyuta bazarındakı proseslərə yerli məzənnələrə yoluxaraq manatın çoxtərəfli məzənnəsinə nəzarət etmək imkanları yaratmaq idi. Lakin aparıcı valyuta məzənnələrində dalğalanmanın (qlobal iqtisadi böhran nəticəsində) daha da artması, inkişaf etməkdə olan ölkələr tərəfindən milli valyutaların qarşılıqlı devalvasiyası və maliyyə sabitliyi hədəfinin prioritetliyi ilə xarakterizə olunan yeni şərtlər məzənnə siyasəti taktikası.

2011-ci ilin yanvar ayından etibarən Azərbaycan Mərkəzi Bankı (AMB) dəhlizdə ABŞ dolları / manat ikitərəfli məzənnəsinə hədəf alan bir mexanizm tətbiq edir. Təhlillərə görə, BVF-nin tövsiyələrini nəzərə alaraq, ABŞ dolları / manatının ikitərəfli məzənnəsinə ölkə dəhlizindəki ikili sərbət dəyərinə qarşı hədəf almaq daha məqsədəuyğundur.

Makroiqtisadi təhlil göstərir ki, hazırkı vəziyyətdə USD / AZN məzənnəsinə hədəf almaq daha çox AMB-nin hədəflərinə, xüsusən inflyasiyaya təsir etmək hədəfinə uyğundur. Bu mexanizm kütləvi rabitə üçün əlverişli olmaqla yanaşı, AMB-nin uzun müddətə sərbəst üzən məzənnə rejiminə keçmə qabiliyyətini də artırır.

Hazırda AMB müəyyən edilmiş dəhliz daxilində valyuta bazarına müdaxilə edir. Bu dəhliz elan edilmir və rəsmi məzənnə bazarda formalaşan məzənnəyə görə müəyyən edilir. AMB müdaxilələrin həcmi hesablarında mütəmadi olaraq qeyd edir.

Dünya tarixində Azərbaycanda tətbiq olunan məzənnə rejimləri makroiqtisadi sabitliyi təmin etmiş və inflyasiya gözləntilərinin ödənilməsində müsbət təsir göstərmişdir. . Azərbaycandakı böyük iqtisadiyyatlarla müqayisədə nisbətən kiçik olanlar üçün sabit məzənnə rejimi seçimi burada daha uyğundur.

Qeyri-neft sektorunda ÜDM-də idxal və ixracın payını alaraq Azərbaycan iqtisadiyyatının açıqlığını qiymətləndirmək üçün bu meyarı idarə etmək bacarığı

(2012-ci ildə qeyri-neft ÜDM-də qeyri-neft ticarət dövriyyəsinin payı 22% olmuşdur)) Məlumdur ki, yüksək iqtisadi şaxələndirmə məzənnə rejiminin həyata keçirilməsini asanlaşdırır. Son zamanlarda bu xidmətdə müalicədəki müsbət tendensiyalar sürətləndirilmişdir. Şaxələndirmə yüksək səviyyəyə çatdıqda, üzən məzənnə rejiminin tətbiqi daha uyğun olacaqdır.

Maliyyə bazarlarının inkişaf səviyyəsi (hedcinq alətləri daxil olmaqla), məzənnə rejimini seçmək üçün əsas meyarlardan biridir. Azərbaycanda maliyyə bazarlarının hazırkı inkişaf səviyyəsi sabitləşmə rejiminin qurulmasına üstünlük verir. Son vaxtlar Azərbaycanda daha da liberallaşma şəraitində kapital hərəkəti davam edir. Bu, üzən məzənnə rejiminə keçmə ehtimalını artırır. Dollarlaşma səviyyəsindəki kriteriya sabit məzənnə rejiminin tətbiq edilməsini əsaslandırma bilər. Lakin son 10 ildə dollarlaşma səviyyəsi aşağı düşdü. Beləliklə, bu dövrdə bank kreditlərində xarici valyuta kreditlərinin payı 66,6% -dən 29,2% -ə, xarici valyuta depozitlərindəki payı 84,2% -dən 34,8% -ə yüksəldi. Rejim seçmə meyarlarının təhlili göstərir ki, rejim Azərbaycan üçün daha uyğundur. Eyni zamanda, MDB-nin bu tikinti strategiyasına uzunmüddətli üzən məzənnə rejiminə keçid daxildir. Bu, AMB-nin pul kütləsinə və faiz dərəcələrinə təsirini artıracaqdır. Bunun üçün əsas şərtlər pul kütləsindəki nağd pulun təsirinin azaldılması, valyuta mənbələrinin şaxələndirilməsi, kapital və maliyyə bazarlarının dərinləşməsidir. İqtisadi qurumların xarici iqtisadi əməliyyatlarının dinamikasına dair hesabat valyuta bazarında əməliyyat həcminin müəyyənləşdirilməsində əsas amil olmuşdur.

İl ərzində nağdsız valyuta bazarında əməliyyat həcmi əvvəlki ilə nisbətən 9,4% artaraq 27,8 milyarda çatdı. ABŞ dollarının ekvivalenti 7 idi. Nağdsız valyuta bazarında əməliyyatların 82,8%-i ABŞ, 17,2%-si digər valyutalarda edildi. Nağdsız valyuta əməliyyatlarının 33,7% -i banklararası valyuta bazarında (BVB), 66,3%-ü isə bankdaxili valyuta bazarında (BDVB) həyata keçirilmişdir.

Hesabat ili ərzində BFB əməliyyatlarının 96% -i ABŞ dolları, 3,7% -i Avro və 0,3% -i digər valyutalarla həyata keçirilmişdir. BFB-də valyuta əməliyyatlarının dövriyyəsi əsasən Bloomberg platformasındakı əməliyyatlar hesabına baş verdi. BFB-də valyuta əməliyyatlarının həcmi 18,4 mlrd. ABŞ dollarıdır ki, bunun da

76,2%-i ABŞ dollarındakı əməliyyatlardır. BFB-də aparılan valyuta əməliyyatlarının 91,3% -i hüquqi şəxslər ilə xarici valyuta əməliyyatlarıdır.

Hesabat dövründə bankların nağd valyuta əməliyyatının həcmi əvvəlki ilə nisbətən 17,7% azalaraq 5,7 milyard manata çatdı.. Bunun 4.5 mlrd. dollarını və ya 78.9%-ni ABŞ dolları ilə aparılmış əməliyyatlar təşkil etmişdir. Mərkəzi Bank il boyu Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondu (ARDNF) tərəfindən xarici valyutanın satışı üçün hərraclar təşkil etməyə davam etmişdir. Xarici valyuta hərracları həftədə iki dəfə keçirildi və hər hərracın parametrləri barədə məlumat hərracdan əvvəl Bloomberg terminalı vasitəsilə bazar iştirakçılarına elan edildi. 2019-cu ildə Mərkəzi Bankda ümumilikdə 101 xarici valyuta hərracı keçirilib. 2019-cu ildə manatın ABŞ dollarına nisbətə rəsmi məzənnəsi banklararası əməliyyatların (Bloomberg platformasındakı hərraclar və qeyri-auksionlar daxil olmaqla) orta məzənnəsinə görə müəyyən edilmişdir.

İl ərzində manatın ABŞ dollarına çevrildiyi orta gündəlik rəsmi məzənnə 1,7 manat idi. Bankların təyin etdiyi məzənnələr dəyişkən olsa da, rəsmi məzənnəyə yaxın idi. İl ərzində ticarət banklarının gündəlik alış nisbəti 1.6978, satış qiyməti 1.7022 manat idi. Kommersiya banklarının rəsmi məzənnəsi ilə gündəlik orta alış və satış məzənnələri arasındakı fərq 0,1% (0,0022 manat) təşkil etmişdir.

Hesabat ilində manat Türk lirəsinə nisbətən 11%, avroya nisbətən 2,2% və Gürcüstan larisinə qarşı 6,8% bahalaşdı. Eyni zamanda, milli valyuta Ukrayna qrivnası qarşısında 15,7%, Rusiya rublu qarşısında 11,8% və Yaponiya yenisinə qarşı 1,4% ucuzlaşdı. İkitərəfli məzənnələrin dinamikası çoxtərəfli məzənnənin dinamikasına da təsir göstərmişdir. İl ərzində manatın qeyri-neft ümumi ticarət çəkisinə nisbətən nominal effektiv məzənnə 0,4% artmış, real effektiv məzənnə isə 2,1% azalmışdır. Real effektiv məzənnənin ucuzlaşması, Azərbaycanda inflyasiyanın ticarət tərəfdaş ölkələrdəki orta inflyasiyadan xeyli aşağı olması ilə izah olunur.

2020-ci ilin ilk 9 ayında manatın xarici valyutalara nisbətə məzənnəsi valyuta bazarındakı tələb-təklif nisbətinə uyğun olaraq quruldu. Xarici proseslərin mənfi

təsirlərinə baxmayaraq, hökumət və Mərkəzi Bankın birgə həyata keçirdiyi profilaktik tədbirlər nəticəsində valyuta bazarı sabit qalmışdır.

Hesabat dövründə xarici iqtisadi əməliyyatların pandemiya səbəbindən zəifləməsi səbəbindən valyuta bazarında əməliyyat həcmində azalma müşahidə edilmişdir.

Dövr ərzində nağdsız valyuta bazarında əməliyyat həcmi əvvəlki ilin eyni dövrünə nisbətən 4,1% azalaraq 18,7 milyard olaraq reallaşdı. ABŞ dolları ekvivalenti. Nağdsız valyuta əməliyyatlarının 86,7% -i ABŞ dolları, 13,3% -i digər valyutalarla aparılıb. Valyuta əməliyyatlarının 36,2% -i banklararası valyuta bazarında (BVB), 63,8%-i isə bankdaxili valyuta bazarında (BDVB) həyata keçirilmişdir. Dövr ərzində BFB ilə əlaqəli əməliyyatların 99,3% -i ABŞ dolları, 0,5% -i Avro və 0,2% -i digər valyutalarla həyata keçirilmişdir.

BFB-də valyuta əməliyyatlarının dövriyyəsi əsasən Bloomberg platformasındakı əməliyyatlar hesabına baş verdi. BFB-də valyuta əməliyyatlarının həcmi 11,2 mlrd. ABŞ dollarıdır ki, bunun da 79,4% -i ABŞ dollarında olan əməliyyatlardır. BFB-də valyuta əməliyyatlarının 93,6% -i hüquqi şəxslərlə həyata keçirilən valyuta əməliyyatlarının payına düşmüşdür.

Banklar tərəfindən nağd xarici valyutanın alqı-satqısı üzrə aparılmış əməliyyatların həcmi ötən ilin müvafiq dövrünə nəzərən 2.6% azalaraq hesabat dövründə 4.2 mlrd. ABŞ dolları ekvivalentində olmuşdur. Bunun 3.7 mlrd. dollarını və ya 88.1%-ni ABŞ dolları ilə aparılmış əməliyyatlar təşkil etmişdir. Son bir neçə ayda nağd xarici valyutanın xalis satışı (satışlardan alışlar çıxılmaqla) stabilləşmişdir.

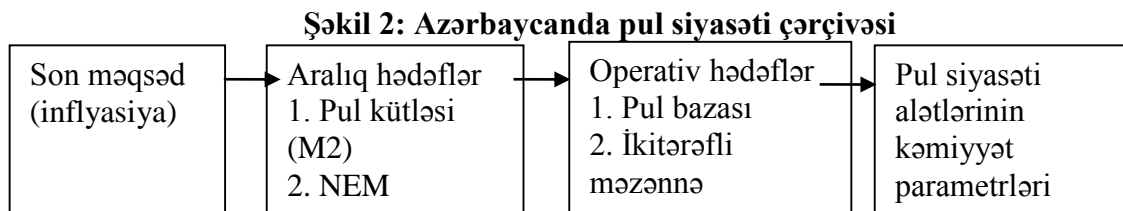
Bu müddət ərzində Mərkəzi Bank Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun (ARDNF) valyuta satışları üçün hərracları keçirməyə davam etmişdir. Hərrac başlamazdan əvvəl hər bir auksionun parametrləri barədə məlumat Bloomber terminalı vasitəsilə bazar iştirakçılarna təqdim edildi. Bu ilin ilk 9 ayında Mərkəzi Bankda ümumilikdə 76 pul hərracı keçirilib. Birinci rübdə valyuta bazarında tələbin artmasına baxmayaraq, aprel ayından bəri tələb azalır və sabitləşir.

Son 2020-ci ildə manatın ABŞ dollarına nisbətə rəsmi məzənnəsi banklararası əməliyyatlar üçün orta məzənnə (Bloomberg platformasındakı auksionlar və auksion əməliyyatları nəzərə alınmaqla) əsasında müəyyən edilmişdir. 9 ay ərzində manatın ABŞ dollarına çevrilən orta gündəlik rəsmi məzənnəsi 1,7 manat olub. Bankların təyin etdiyi məzənnə rəsmi məzənnəyə yaxın idi. Beləliklə, kommərşiya banklarının gündəlik gündəlik alış nisbəti 1.6990, satış qiyməti 1.7025 manat idi. Ticarət banklarının rəsmi məzənnəsi ilə gündəlik gündəlik alış məzənnəsi arasındakı fərq 0,001 manat, satış məzənnəsi arasındakı fərq 0,0025 manat idi.

Bütün dövr ərzində manatın məzənnəsi ticarət tərəfdaşlarının valyutalarına qarşı müxtəlif istiqamətlərdə dəyişdi. Beləliklə, manatın məzənnəsi Türkiyə lirəsi, Qazaxıstan təngəsi, Rusiya rublu, Ukrayna qriwnası və Gürcüstan larisinə nisbətə yüksəldi. Bu dövrdə Manat avro, İsveçrə frankı və Yapon yenisinə qarşı ucuzlaşdı.

İkitərəfli məzənnələrin dinamikası çoxtərəfli məzənnənin dinamikasına da təsir göstərmişdir. Ümumilikdə hesabat dövründə nominal effektiv qeyri-neft ticarəti ilə ölçülmüş manat məzənnəsi 7,9%, real effektiv məzənnə isə 6,2% artmışdır. Azərbaycanda inflyasiyanın ticarət tərəfdaş ölkələrdəki orta inflyasiyadan aşağı olması real effektiv məzənnəyə azaldıcı təsir göstərmişdir.

Yaddan çıxarılmamalıdır ki, qeyri-neft və təbii qaz sektorunun rəqabət qabiliyyətinə müsbət təsir göstərən bir amil olan REM, 2014-cü ilin sonuna nisbətən 30% azaldı. Azərbaycanda pul siyasətinin çərçivəsini sxematik olaraq aşağıdakı kimi təsvir etmək olar:



Mənbə: Azərbaycan Mərkəzi bankının rəsmi saytı

Pul siyasətinə dair gündəlik qərarlar dərhal pul bazasındakı və ikitərəfli məzənnədəki dəyişikliklərdə əks olunur. Pul bazasındakı dəyişiklik pul sürətləndiricisi vasitəsi ilə pul kütləsinə təsir göstərir. Bu, müəyyən bir müddət (gecikmə) nəzərə alınmaqla inflyasiya hədəfinə nail olmağa imkan verir. Pul siyasəti

çərçivəsi son illərdə ölkədə makroiqtisadi sabitliyin qorunmasında mühüm rol oynamışdır. Son illərdə inflyasiya idarə oluna bildi və manatın məzənnəsi makroiqtisadi sabitlik üçün vacib bir dayaq rolunu oynadı. Xüsusilə, hazırkı çərçivədə Azərbaycan Mərkəzi Bankının pul siyasəti qlobal iqtisadi böhranın mənfi təsirlərinin minimuma endirilməsində mühüm rol oynamışdır.

2.4. 1995-2019-cü illərdə Azərbaycan Respublikasına kapital qoyuluşları

Zəngin təbii sərvətləri, füsunkar təbiəti və coğrafi mövqeyi ilə Cənubi Qafqazda strateji cəhətdən inkişaf etmiş bir ölkə olan Azərbaycan, zəngin enerji mənbələri sayəsində müstəqilliyinin ilk illərində iqtisadi baxımdan perspektivli bir ölkə kimi meydana çıxdı və beləliklə lider ölkələrin diqqət mərkəzində oldu dünyanın. ölkələr. 1994-cü ildə Azərbaycanın müstəqillik tarixinə qızıl hərflərlə yazılmış "Əsrin müqaviləsi" nin imzalanması ilə ölkənin enerji sektoruna xarici investisiyalar başladı və bu ənənə bu gün də uğurla davam edir. Xüsusilə, "Əsrin müqaviləsi" keçmiş Sovet İttifaqında davamlı azalma yaşayan Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün böyük iqtisadi əhəmiyyətə malikdir. Azəri-Çıralı-Güneşli yataqlarının işlənməsini əhatə edən bu müqavilə Azərbaycanın müstəqillik yolunda atdığı addımlar arasında ən mühüm tarixi hadisə kimi qiymətləndirilir. Müstəqilliklə Azərbaycan Qərbi investisiyalarına yalnız enerji sektorunu deyil, həm də qeyri-neft sektorunu açmağa çalışır. İlk illərdə edilən bir sıra qanuni və tənzimləyici tənzimləmələr nəticəsində ölkəyə real xarici investisiya axını tənzimlənir. Əsrin Azərbaycan Respublikası üçün 11 milyard dollar dəyərində 30 illik bir müqavilə olan Mega Layihəsinin əhəmiyyəti, konsorsiumun yataqların işlənməsi üçün tələb olunan investisiyanın 90% -ni təmin etməsidir. Milli iqtisadiyyatın inkişafında mühüm element və xarici iqtisadi siyasətdə mühüm vasitə olan bu müqavilə ilə Azərbaycan dünya iqtisadiyyatına inteqrasiya yolunda fəal addım atır.

Makroiqtisadi strukturun sabitliyi, özəl sektorun gücləndirilməsinə və neft sektorunun daha da inkişafına yönəlmiş qaydalar Azərbaycanın dünyanın maliyyə mərkəzlərindən yüksək investisiyalar cəlb etməsi üçün geniş imkanlar yaradır. Ümumiyyətlə, birbaşa xarici investisiyalar Azərbaycanda iqtisadi dirçəlişdə əsas rol

oynayır. İqtisadi böyümə, əsasən neft sektoruna xarici birbaşa investisiyalar nəticəsində başladı və digər sektorlara investisiya axını ilə uğurlu olmağa davam edir.

Cədvəl 4-dən (Əlavə 1) göründüyü kimi, xarici şirkətlərin 1994-2000-ci illər arasında Azərbaycan iqtisadiyyatına təqribən 5,9 milyard dollar sərmayə yatırıdıklarını qeyd etmək lazımdır. Bu investisiyaların 77% -i birbaşa xarici investisiyalar, 23% -i isə maliyyə kreditləri idi. Xarici birbaşa investisiyaların 73% -i neft sənayesinin payına düşür. Ümumiyyətlə, Azərbaycan iqtisadiyyatının ümumi milli məhsulunda xarici investisiyaların payı yüksəkdir. 1996-2000-ci illərdə xarici investisiyaların ÜDM-dəki payı 30% -dən 35-40% -ə yüksəldi.

1999 və 2000-ci illərdə ölkəyə xarici investisiya axınının 1998-ci illə müqayisədə azalmasına baxmayaraq, 2000-ci ilin son aylarında yenidən artım baş verdi. Qanunda bəzi dəyişikliklər, gömrük və vergi dərəcələrinin qismən azaldılması, xarici investisiyaların qorunması və digər addımlar dövlət bu istiqamətdə xarici investisiyaların böyüməsini təşviq etdi.

Cədvəl 4-dən (Əlavə 1) göründüyü kimi, 2001-ci ildən bəri həm daxili, həm də xarici ümumi investisiyalarda davamlı bir artım olmuşdur. Yalnız 2009-cu ildə, 2008-ci ilə nisbətən, ölkə iqtisadiyyatına qoyulan investisiya həcmi təxminən 20% azalmışdır. 2001-ci ildə Azərbaycan iqtisadiyyatına qoyulmuş investisiyaların 70% -i və 2002-ci ildə 80.9% xarici investisiyaların payına düşdü. İntestisiyaların sektorlara bölüşdürülməsində bütün illərdə sənaye və neft və qaz ən böyük paya sahibdir.

2003-cü ildə müraciət 4326,3 milyon dollarlıq ümid həyata keçirildi ki, bunun da 80,5% -i xarici müstətiqin payına düşdü. 2004-cü ildə bu nümayişçi 36.9% artaraq 5922.8 milyon dollara çatdı. 2004-cü ildə xarici investisiyaların 90,2% -si naftaya yönəldilmişdir. 2005-ci ildə dolanışıqınız 20,1% artdı və 7118,5 milyon dollar idi. 2006-cı ildə bu nümayişçi 16,6% artaraq 8300,4 milyon dollara yüksəldi, burada kənd təsərrüfatı investisiyalarının xüsusi məhsulu 60,9% idi. 2007 və 2008-ci illərdə Türkiyə vilayətinə qoyulan investisiyalar müvafiq olaraq 12066,1 və 16222,0 milyon dollar olaraq reallaşdı. Qeyd etmək lazımdır ki, 2007-ci ildə xarici

investorlar 2007-ci ildə investorlardan üstün deyildilər, lakin 2008-ci ildə müstəntiqlərin bu üstünlüyü itirildi. 2009-cu əvvəlki il əyalətinizin ölümünə yönəldildi və investisiyaların gərginliyi müşahidə edildi. Qeyd il əyalətinə qoyulan investisiyalar 19,7% azalaraq 13033,5 milyon dollar təşkil edib. Bu nümayişçi 2010-cu ildə yeni bir artım göstərdi və sonrakı olan xarici artım dərəcəsi göstərdi. 2014-cü ildə cəmi investisiyalar 27907.5 milyon dollar olmuşdur ki, bunun da 16209.8 milyon dolları daxili, 11697.7 milyon dolları xarici investisiyaların payına düşmüşdür. 2014-cü ildə 2013-cü ilə nəzərən cəmi investisiyaların həcmi 2% artmışdır.

2019-cu ildə ümumi sərmayə 14698 milyon dollar olub, bunun 7568,9 milyon dolları daxili, 7129,1 milyon dolları xarici investisiyaların payına düşüb.

Azərbaycana xarici investisiyaların əsas axını beynəlxalq maliyyə qurumlarından alınan kreditlər, birbaşa investisiyalar, neft mükafatları, digər kreditlər və investisiyalardan ibarətdir. Ölkəyə qoyulan xarici investisiyaların əksəriyyəti kreditdir. Beynəlxalq maliyyə qurumlarından alınan kreditlərə əlavə olaraq, neft sektoruna yatırılan investisiyalar əslində kreditlərdir və bu kreditlər çox yüksək faizlə Azərbaycan nefti hesabına qaytarılmalıdır. Dünya Bankı və İngiltərənin Oxford Analytica şirkətinin hesablamalarına görə, 10 illik keçid dövründə Azərbaycan xarici investisiyalar baxımından Mərkəzi və Şərqi Avropa və Orta Asiyanın keçmiş 26 sosialist ölkəsi arasında beşinci yeri tutdu. Azərbaycana ümumi sərmayə Polşa, Rusiya, Macarıstan və Çexiya kimi ölkələrdən daha yüksək idi. Enerji sektoruna və neft-kimya sənayesinə investisiyalar artmaqda davam edir. Ancaq digər sahələrdə, xüsusən də qida və yüngül sənayedə investisiya mühiti istənilən səviyyəyə çata bilmədi. Bu, müəyyən bir şəkildə investorlar üçün bir dezavantaj olaraq görülsə də, bu vəziyyət xüsusilə bazar payı və bazara ilk girmə kimi səbəblərdən bir çox cəhətdən üstünlük kimi qəbul edilə bilər. Xarici investisiyalar ümumiyyətlə Azərbaycanda müsbət qarşılır. Azərbaycanın müasir investisiya siyasətinin əsas xüsusiyyəti Azərbaycan iqtisadiyyatının neftdən asılılığını tamamilə azaltmaq və neft gəlirlərini qeyri-neft sektoruna yönəltməklə yüksək səviyyədə inkişafını təmin etməkdir. Qeyri-neft sektorunun ÜDM-dəki payı

və qeyri-neft sektoruna qoyulan investisiyaların həcmi hər il artır. Azərbaycanda investisiya mühitində onsuz da qazanılan uğurlara baxmayaraq, qeyri-neft sektoruna investisiya cəlb etmək üçün yenilikçi tədbirlər planının mütəmadi olaraq yenilənməsi və bu sahədə müasir tədbirlərin həyata keçirilməsi məqsədəuyğun olardı. Investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması üçün uğurla həyata keçirilən proqramların əsas elementlərindən biri dövlət və özəl sektor arasında dialoqun təşkilidir. Bu gün investisiya prosesinin intensivləşdirilməsi və məhsuldarlığının artırılması problemləri Azərbaycan Respublikasının gələcəyi üçün böyük əhəmiyyət kəsb edir. Bu günə qədər Türkiyə, ABŞ, Fransa, İngiltərə, Çin, İran, İsveçrə, Hollandiya və digər ölkələrdən olan investorlar Azərbaycandakı özəlləşdirmə prosesində iştirak etmiş və onlara çox sərmayə qoymuş və şirkətin ən azı 51 faizini almışlar. Xarici investorlar üçün xüsusilə cəlbedici olan metallurjiya, kimya, enerji, mühəndislik, nəqliyyat, rabitə və digər sahələrdə fəaliyyət göstərən şirkətlər də daxil olmaqla yeni özəlləşdirmə sahələrinin Azərbaycan Respublikası Prezidentinin fərmanları ilə açılması, xarici investisiyaların sürətləndirilməsi. Beynəlxalq təşkilatlar (BMT, Dünya Ticarət Təşkilatı, Avropa Birliyi, Müstəqil Dövlətlər Birliyi, GUÖAM, İqtisadi Əməkdaşlıq Təşkilatı, Qara Dəniz İqtisadi Əməkdaşlıq Təşkilatı) və maliyyə qurumları (Dünya Bankı, Beynəlxalq Valyuta Fondu, Avropa Yenidənqurma və İnkişaf) İnkişaf Bankı, Asiya İnkişafı Bank, İslam İnkişaf Bankı, Qara Dəniz Ticarət və İnkişaf Bankı, Beynəlxalq Maliyyə Korporasiyası) hər il artır.

III FƏSİL. TRİLEMMƏ HİPOTEZİNİN AZƏRBAYCAN İQTİSADİYYATI TİMSALINDA YOXLANILMASI

3.1. Azərbaycan Respublikasında Mərkəzi Bankın monetar siyasətinin müstəqillik səviyyəsinin, valyuta kursu rejiminin və kapitalın hərəkətilik dərəcəsinin müəyyən olunması

Məlumdur ki, Azərbaycan Mərkəzi Bankının əsas funksiyası ölkənin pul siyasətini müəyyənləşdirmək və həyata keçirməkdir. Bundan əlavə, Azərbaycan Mərkəzi Bankı qiymət sabitliyinə nail olmaq üçün mühüm hədəf qoyub. Manat məzənnəsinin sabitliyi birbaşa Mərkəzi Bankın məsuliyyətindədir və bu səbəbdən də ölkənin əsas bankı pul siyasətini pul siyasətinə uyğun olaraq tənzimləyir. Mərkəzi Bank zərurət yarandıqda manatın qalxmasının və ya enməsinin qarşısını alır. 2009-cu il qlobal maliyyə böhranını nəzərə alsaq, son 10 ildə manatın bahalaşması problemi var. Bu problemi aradan qaldırmaq üçün Azərbaycan Mərkəzi Bankı valyuta bazarından neft gəlirlərini satın alaraq manatı möhkəmləndirir və manatın bahalaşmasının qarşısını alır (məlumdur ki, gəlirlər ölkəyə dollarla daxil olur və büdcəyə manatla köçürülür) və bu birbaşa qeyri-neft ixracatını azaldır. Bu səbəbdən Mərkəzi Bank belə bir valyuta sterilizasiyası aparır. Unutmaq lazım deyil ki, 2014-cü ilin sonundan bəri həm dünya bazarlarında neftin ucuzlaşması, həm də Rusiya faktoru manata artan təzyiqlərə səbəb oldu. Nəticədə, Azərbaycan valyuta bazarında ABŞ dollarına tələbat xeyli artır və Mərkəzi Bank satışlara müdaxilə etməli olur.

Bütün bunlar Federal Ehtiyatın qeyri-neft sektorunun inkişafına dəstək olmaq üçün (manat vermək və dollar almaqla) belə bir valyuta sterilizasiyası vəziyyəti ilə üzləşdiyini deməyə əsas verir. Qeyri-neft sektorunun inkişafına dəstək Mərkəzi Bankın işi deyil. Bu, İqtisadiyyat və Sənaye Nazirliyi kimi real sektor təşkilatları ilə birbaşa əlaqəli bir sahədir. Bu səbəbdən də Azərbaycan Mərkəzi Bankının həyata keçirdiyi pul siyasəti müəyyən dərəcədə tam müstəqillik səviyyəsini itirdi. Azərbaycan Mərkəzi Bankı qanuni olaraq müstəqil olsa da, pul siyasəti zaman zaman müstəqilliyini itirir və bu səbəbdən Mərkəzi Bank tamamilə müstəqil hesab edilmir. Bir ölkənin məzənnə rejiminin sabit, qismən sabit və ya dəyişkən olub

olmadığını müəyyən etmək üçün, Klein və Shambaugh (2006) tərəfindən sistemləşdirilmiş, valyuta məzənnəsi rejiminin kodlaşdırılmasını ehtiva edən bir dəyişiklikdən istifadə edə bilərik. Müəyyən bir təqvim ilində sabit məzənnə olan bir ölkənin öz valyutasını əsas ölkənin valyutası ilə bağladığına və rəsmi ikili məzənnənin həmin il ərzində hər ayın sonunda +/- 2% aralığında dəyişdiyinə inanırlar. Qeyd etmək lazımdır ki, məzənnədəki bu dəyişiklik yalnız yanvar və dekabr ayları arasında 2% -dən az dəyişiklik deməkdir. Konkret olaraq burada əsas məqam valyutanın il boyu hər ayın sonunda eyni +/- 2% aralığında olmasıdır.

Araşdırmamızda bu yanaşmadan istifadə edəcəyik, lakin valyuta rejimi təsnifatını təyin etmək üçün faiz dərəcəsindən kənarlaşma göstəricisi əvəzinə dəyişkənlik göstəricisindən istifadə edəcəyik. Diqqət yetirin ki, bu yanaşma Mitchell (2008) tərəfindən təklif edilmişdir və bu tədqiqatçı müəyyən etmişdir ki, valyuta məzənnəsi müəyyən bir təqvim ilinin hər ayı üçün ortalama 2 standart sapma ətrafında dəyişirsə, bu sabit məzənnə hesab olunur. Başqa sözlə, bir ölkənin məzənnəsi müəyyən bir ildəki ortalamadan kənara çıxmırsa, bizim təmsalımızda bu ölkənin məzənnəsi aylıq olaraq müəyyən edilir. Digər tərəfdən, məzənnə müəyyən bir təqvim ilinin hər ayında təxminən 2 standart sapmaya düşərsə, qismən sabit sayılır. Nəhayət, məzənnə il ərzində ayda 2 standart sapmadan aşağı düşərsə, sərbəst məzənnə kimi təsnif edilir.

Araşdırmamızda Azərbaycan Respublikasının məzənnəsi üçün əsas ölkə Amerika Birləşmiş Ştatlarıdır. Məlum olduğu kimi, 1 yanvar 2006-cı ildən etibarən Azərbaycan Respublikasında yeni manata keçidlə əlaqədar olaraq 5000 köhnə AZN-ə bərabər 1 yeni manat (AZN) keçilmişdir. Yalnız 1 yanvar 2007-ci ildən etibarən yeni manata tam keçid əldə edildi. Bu səbəbdən manatın ABŞ dollarına son orta nisbətini və 2006-2020 standart sapmalarını araşdıracağıq. Qeyd etmək lazımdır ki, hesablama əməliyyatlarını aparmaq üçün Azərbaycan Mərkəzi Bankının statistikasından istifadə edəcəyik. Aşağıdakı cədvəldə AZN / DOL nisbətinin orta illik dəyəri və 2006-2020-ci illər üçün standart sapmalar göstərilir:

Cədvəl 5: AZN/DOL nisbətinin illik ortalama kəmiyyəti və standart kənarlaşmalar

İllər	AZN/DOL illik ortalar	Standart kənarlaşmalar
2006	0.8920	0.015
2007	0.8598	0.010
2008	0.8226	0.014
2009	0.8064	0.003
2010	0.8030	0.002
2011	0.7897	0.005
2012	0.7847	0.001
2013	0.7837	0.000
2014	0.7847	0.004
2015	1.0675	0.173
2016	1.6065	0.091
2017	1.7235	0.074
2018	1.7012	0.006
2019	1.7025	0.007
2020	1.7035	0.006

Mənbə: Cədvəl müəllif tərəfindən Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankından əldə edilən məlumatlar əsasında tərtib edilmişdir.

Alınan nəticələrdən də başa düşüldüyü kimi, Azərbaycan Respublikasının 2006-2020-ci il məzənnə rejimi sabitdir. Bütün illərdə, aylardakı məzənnələr orta illik qiymətlərdən bir qədər kənara çıxır. Başqa sözlə, müəyyən bir dövrdə valyuta məzənnələri hər ay orta qiymətlərin 2 standart sapması ətrafında dəyişdiyindən bu dövrdəki məzənnə rejimi sabit sayılır. Başqa sözlə, bu dövrdə Azərbaycanın məzənnə rejimi dollara nisbətən davamlı olaraq dəyişir. Azərbaycanda kapitalın açıqlıq dərəcəsini təyin etməzdən əvvəl investisiya mühitinin vacib məqamlarını qeyd etmək məqsəduyğun olardı. Hökumət ölkə iqtisadiyyatına investisiya cəlb etmək üçün "açıq qapı" siyasətini izləyir. Hazırda Azərbaycan hökuməti ölkədəki iqtisadi islahatların davam etdirilməsi, işgüzar mühitin daha da yaxşılaşdırılması, neft sektoru ilə birlikdə qeyri-neft sektorunun inkişafı üçün tədbirlər görür.

Xatırladaq ki, Mərkəzi Bank ölkəyə mal və xidmətlərin idxalı ilə əlaqədar olaraq rezidentlər və qeyri-rezidentlər tərəfindən xaricə göndərilən avanslar üzrə pul məhdudiyyətlərini ləğv edib. Məhdudiyyətlərin qaldırılmasına baxmayaraq, mallar avans ödənişi edildikdən sonra 180 gün ərzində Azərbaycana çatdırılmalıdır. Vergi sistemi tədricən korporativ vergi sistemindən mütənasib sistemə keçdi, vergi dərəcələri tədricən 35% -dən 20% -ə endirildi, ƏDV dərəcələri 28% -dən 18% -ə endirildi və bəzi vergilər ləğv edildi. fərdi gəlir vergiləri ləğv edildi, maksimum

dərəcə 55% -dən 35% -ə endirildi. Gömrük sistemində Azərbaycana gətirilən mallara gömrük vergisi tətbiq olunur (ad valorem gömrük vergisi - 0-15% - vahid və ölçü vergisinə uyğundur). Bəzi məhsul növlərinə (tütün və spirt) aksiz vergisi tətbiq edilir. İxracatlar (metal ixracatı istisna olmaqla) dövlət vergilərindən azaddır. Hasilatın Pay Bölgüsü Sazişləri (PSA) və boru kəməri layihəsi müqavilələri çərçivəsində fəaliyyət göstərən podratçılar, agentlər və subpodratçılar neft və qaz məhsullarının idxal vergiləri ödəmədən və məhdudlaşdırılmadan Azərbaycana idxal və təkrar ixrac edə bilirlər. PSA rejimində idxalata 0% ƏDV tətbiq olunur. 2002-ci ilə qədər müxtəlif dövlət qurumlarından müxtəlif ticarət fəaliyyəti üçün xüsusi lisenziyaların alınması zərurəti yaranmışdı. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 3 sentyabr 2002-ci il tarixli qərarına əsasən, əksər kommertiya fəaliyyəti üçün lisenziyalaşdırma ləğv edildi. Lisenziyaların alınması, bank işi, sığorta, audit, göndərmə, qiymətli kağızlar fəaliyyəti və s. üçün lazımdır.

Bütün bunlar Azərbaycana qoyulan investisiyanın hüquqi əsasını təşkil edir. Investisiya axınlarının açıqlıq dərəcəsinin müəyyənləşdirilməsinə gəldikdə, ümumiyyətlə, dünyada hər hansı bir ölkədə kapitalın hərəkətliliyini və ya açıqlığını müəyyənləşdirmək üçün bir sıra ölçmə meyarları işlənilib hazırlansa da, kapital axınlarını çox vaxt dəqiq şəkildə idarə edə bilmirlər. Azərbaycanda kapital hərəkətliliyi dərəcəsinə müəyyənləşdirmək üçün işimizdə istifadə edəcəyimiz ölçü meyarı, Chinn və Ito (2006, 2008) tərəfindən hazırlanmış Kapital Açıqlıq İndeksidir (KAOPEN). Xatırladaq ki, Chinn-Ito İndeksi (KAOPEN) ilk dəfə 2006-cı ildə “İnkişaf” jurnalında dərc edilmiş və Beynəlxalq Valyuta Fondunun Xarici Valyuta Tənzimləmələri və Valyuta Kısıtlamaları İllik Hesabatına (FIELD) daxil edilmişdir. Xüsusilə, KAOPEN, bir çox valyuta məzənnəsinin pul axını, cari əməliyyatlardakı məhdudiyyətlər və cari kapital axınlarını və ixracdan gələn pul tələbinin davamlılığını əks etdirən dəyişənlərin ilk standartlaşdırılmış əsas komponentidir. Chinn-Ito indeksi 0 ilə 1 arasındadır. Daha yüksək dəyər kapitalın daha açıq, sərhədyanı hərəkətliliyi deməkdir. İndeks 1970-dən 2018-ci ilə qədər olan dövrdə 177 ölkəni araşdırdı.

Araşdırmamızda bu indeksdən istifadə edərək Azərbaycan Respublikasının kapital açıqlığını müəyyənləşdirməyə çalışacağıq. Aşağıdakı cədvəldə Azərbaycanın kapital hesabının 1996-2018-ci illər üçün açıqlıq indeksləri göstərilir:

Cədvəl 6: Azərbaycanın kapital hesabı üzrə açıqlıq indeksləri

İllər	İndekslər
1996-1997-1998	0.164964780
1999-2000-2001	0.164964780
2002	0.416536629
2003	0.416536629
2004	0.164964780
2005	0.164964780
2006	0.164964780
2007	0.164964780
2008	0.508153677
2009	0.285102010
2010	0.345170617
2011	0.405239254
2012	0.465307862
2013	0.465307862
2014	0.465307862
2015	0.465307862
2016	0.465307862
2017	0.465307862
2018	0.465307862

Mənbə: Trilemma indexes, http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm

Göründüyü kimi, Azərbaycanda kapital açıqlığı 2001-ci ilə qədər o qədər də yüksək deyildi. Əlbətdə ki, bu, müstəqillikdən sonrakı dövrdə ölkədə həyata keçirilmiş qoruyucu iqtisadi siyasətə aid edilə bilər. 2002-2003-cü illərdə kapital axınlarının açıqlığında bir qədər artım olsa da (0,41), 2004-cü ildən bəri daha da azalma olmuşdur (0,16). Təkcə 2008-ci ildə kapital açıqlığı indeksi 0,57 idi. Bu, həmin il ölkədə daha çox sərbəst kapital axınının olduğunu göstərir. İndeks 2009-cu ildə azalsa da, 2010-cu ildən bu yana yenidən artaraq 0,47 səviyyəsindədir.

3.2. Azərbaycan Respublikasında trilemma­nın ekonometrik modelləşdirilməsi və təhlili

Həm iqtisadi siyasətdə, həm də akademiya­da geniş şəkildə qəbul olunsa da, trilemma fərziyyəsi yaxın vaxtlara qədər empirik olaraq öyrənilməmişdi. Bunun əsas səbəbi trilemma­nın müvəffəqiyyətini bütün hədəflərlə eyni vaxtda ölçmək üçün sistemətik ölçmə meyarlarını təyin etmək çox çətindir. Siyasət seçiminin hansı səviyyədə nəzərdə tutulduğu aydın deyilsə, digər siyasət seçimlərinin məqbulluğunu qiymətləndirmək çətindir. Bu səbəbdən trilemma hipotezinin sınıanması hələ də mütərəqqi bir vəzifə olaraq qalır. Valyuta məzənnəsini, müstəqil pul siyasətini və elementləri ilə maliyyə inteqrasiyasının çevikliyi­ni müəyyənləşdirmək və ölçmək üçün fərqli bir metod olmadığından üç dəyişkəndən birində artım (məsələn, maliyyə inteqrasiyasının yüksək tətbiqi) digər iki dəyişənin ortalamasında azalmaya səbəb olur (zəif sabit məzənnə, zəif pul müstəqilliyi və ya hər ikisinin birləşməsi). Lakin tədqiqatda beynəlxalq təşkilatlar tərəfindən hazırlanmış indekslərdən istifadə olunur. Yuxarıda qeyd edildiyi kimi, trilemma indeksində istifadə olunan üç əsas dəyişən var. Bunlar sabit valyuta kursu indeksi (ERS), Monetar müstəqillik səviyyəsi indeksi (MI) və kapital açıqlığı (KO) indeksidir.

Azərbaycan iqtisadiyyatında­ki üçlüyü araşdırmaq üçün əvvəlcə hər üç göstəricini müəyyənləşdirmək lazımdır. Bu işdə, Aizenman, Chinn və Ito (2008) tərəfindən hazırlanmış və dünyanın 170-dən çox ölkəsi üçün müəyyən edilmiş trilemma indeks istifadə edilmişdir. 1961-2018-ci illərdə 181 ölkə üçün məzənnə sabitliyi indeksi (ERS); Pul Müstəqilliyi Səviyyə İndeksi (MI) Maliyyə İnteqrasiya İndeksi (CI) 1960-2018 illəri arasında 171 ölkə və 1970-2018 illəri arasında 182 ölkə üçün yaradılmışdır. Azərbaycan iqtisadiyyatına gəldikdə, 1996-2018-ci illər üçün müəyyən edilmiş göstəricilər Cədvəl 7-də (Əlavə 2) və onların qrafik təsvirləri müvafiq olaraq 1, 2 və 3-cü qrafiklərində göstərilir. Eviews 9 proqramı, işdə aparılan testlərin nəticələrini əldə etmək üçün istifadə olunur.

*Bu dəyərlər E-views 9 proqramınının nəticəsi olaraq götürülmüşdür.

Göstəricilər aşağıdakı alt başlıqlar ilə təbliğ olunur.

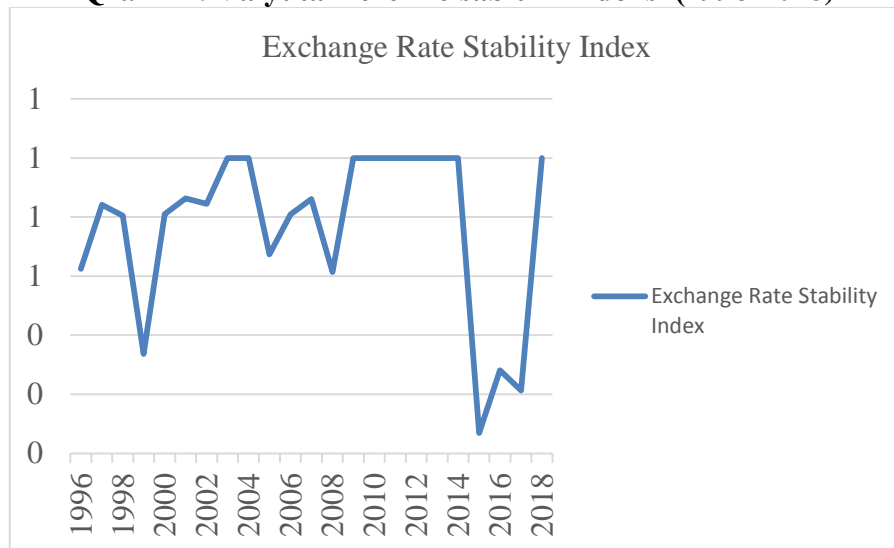
a. Valyuta məzənnə sabitlik indeksi (ERS)

Valyuta məzənnəsinin sabitliyini ölçmək üçün indiki və baza ölkələri arasındakı aylıq məzənnələrin illik standart xətaları hesablanır və indeksin normallaşdırılması üçün 0 ilə 1 arasındakı formula daxil edilir.

$$(1) \quad ERS = \frac{1}{1 + \frac{\text{stdev}(\text{exch_rate})}{|d \log E_t / dt| + 0.01}}$$

Burada $\text{stdev}(\text{exch_rate})$ valyutaların illik standart xətası olduğu halda, $|d \log E_t / dt|$ - dekabr ayına olan məzənnənin illik amortizasiyasının modul dəyəridir. Bu indeksin 1-ə yaxınlaşması mövcud ölkənin məzənnəsinin baza ölkəsinin məzənnəsindən daha sabit olduğunu göstərir.

Qrafik 1: Valyuta məzənnə sabitlik indeksi (1996-2018)



Mənbə: Tədqiqatçı tərəfindən http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm saytıdakı məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

b. Monetar Müstəqilliyi İndeksi (Pul İndeksi - MI)

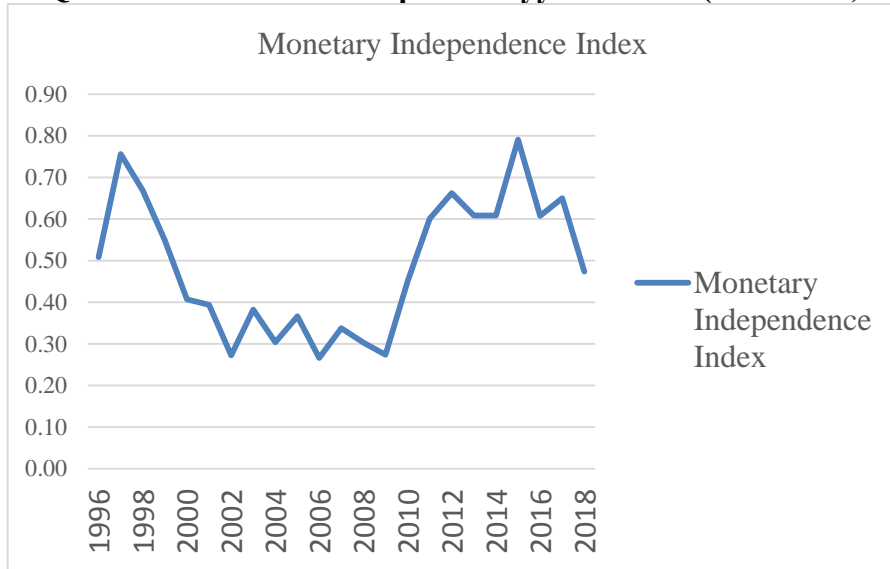
Monetar müstəqillik səviyyəsi indeksi (Monetary Independence – Mİ) cari və baza ölkələri arasında aylıq faiz dərəcələrinin illik tərs korrelyasiyası kimi ölçülür.

$$(2) \quad Mİ = 1 - \frac{\text{corr}(i_i, i_j) - (-1)}{1 - (-1)}$$

Burada i mövcud ölkə və j əsas ölkədir. Tənlikdən görüldüyü kimi, maksimum və minimum dəyərlər müvafiq olaraq 1 və 0-dır. İndeksin 1-ə yaxınlaşması daha yüksək pul müstəqilliyini, 0-a yaxınlaşması isə daha az monetar müstəqilliyini göstərir.

Burada əsas ölkə mövcud ölkənin pul siyasəti ilə sıx əlaqədə olan ölkə hesab olunur. Hansı ölkələr əsas ölkələr, hansılar isə BVF, Mübadilə Qaydaları və Mübadilə Məhdudiyyətləri üzrə İllik Hesabat (AREAER, ing. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) və CIA (ing. Central Intelligence Agency) Factbook məlumatları əsasında təyin olunmuşdur (Aizenman vd.2012: 7).

Qrafik 2: Monetar müstəqillik səviyyəsi indeksi (1996-2018)



Mənbə: Tədqiqatçı tərəfindən http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm saytıdakı məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

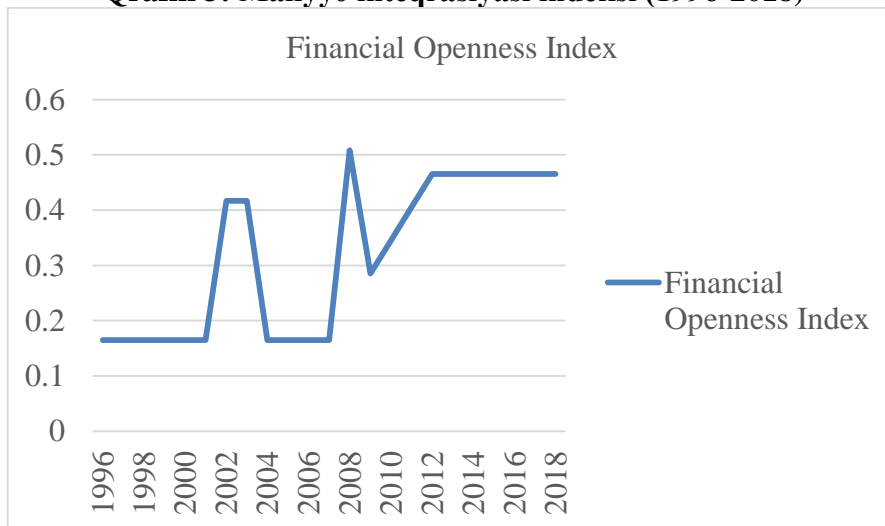
c. Maliyyə inteqrasiyası indeksi (Financial Openness/ Capital openness / İntegration – KO).

Şübhəsiz ki, kapital hərəkəti üzərində nəzarəti ölçmək çox çətindir. Kapital hərəkətləri ilə əlaqəli əməliyyatların ölçülməsi üçün bir çox ölçü vahidi olmasına baxmayaraq, dünya miqyasında kapital axınlarını həqiqətən ölçmək və mexanizmini tam işıqlandırmaq üçün kifayət qədər aydın deyil. Buna baxmayaraq, bu işdə, BVF-nin AREAER məlumatları əsasında Chinn və İto (2006, 2008) tərəfindən hazırlanmış kapital axınları ilə əlaqəli əməliyyatların açıqlıq indeksi (KO) istifadə edilmişdir. Bu indeks hazırlandıqdan sonra kapital axını ilə əlaqəli əməliyyatların açıqlığının "de-yure" (Latın dilində qanuni əsas, qanuni olaraq tanınan) indeksinə çevrildi. Bu, "de-fakto" nun əksinədir (Latın dilində felin tanınması deməkdir). Kapital axınları ilə əlaqəli əməliyyatların "de jure" meyarı olaraq açıqlığının

üstünlüyü, ölkələrin siyasət hədəflərinin bərabərləşdirilməsində stimullaşdırıcı rol oynayır və "de fakto" ölçüsü baxımından makroiqtisadi şokları da əhatə edir və bu, kapitalın idarə olunması ilə əlaqəli siyasət qərarlarında (Aizenman et al., 2012: 7-8).

Qrafik 12-dən görüldüyü kimi, Azərbaycanda kapitalın açıqlığı 2001-ci ilə qədər yüksək deyildi. Bu, əlbəttə ki, müstəqillikdən sonrakı dövrdə həyata keçirilən iqtisadi siyasətlə bağlıdır. 2002-2003-cü illər ərzində kapital axınlarında bir qədər artım olsa da (0,41), 2004-cü ildə (0,16) azalma müşahidə edilmişdir. Bu indeks 2008-ci ildə ən yüksək dəyəri (0,57) əldə etmişdir. Bu, 2008-ci ildə ölkədə daha çox sərbəst kapital axınının olduğunu göstərir. 2009-cu ildə indeks dəyərində bir azalma olsa da, 2010-cu ildən bəri cüzi bir artım oldu və dəyər 0.47-ə çatdı. Ümumiyyətlə, Azərbaycan iqtisadiyyatında kapital axınlarında kəskin məhdudiyətlər olmasa da, ölkədə mühafizəkar bir investisiya siyasətinin həyata keçirildiyi qənaətinə gəlinir. Tapıntılar göstərir ki, Azərbaycanda kapital axınlarının açıqlığı mülayimdir və ölkəyə kapital axını üçün vaxtaşırı bəzi tənzimləmə tədbirləri görülmüşdür.

Qrafik 3: Maliyyə inteqrasiyası indeksi (1996-2018)



Mənbə: Tədqiqatçı tərəfindən http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm saytındakı məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

3.3. Metodologiya

Azərbaycan iqtisadiyyatındakı trilemma fərziyyəsini test etmək üçün fərqli metodlardan istifadə etmək olar.

Trilemma fərziyyəsini test etmək üçün modeli aşağıdakı kimi qurmaq mümkündür.

$$(3) \quad aMIA + bERSA + cKOA + \varepsilon t = 2$$

Burada A Azərbaycanı təmsil edir, a MI dəyişənin əmsalları, b ERS dəyişən, c KO dəyişən və εt modelin qalıqlarıdır. Trilemmada hər üç indeks eyni anda ən yüksək dəyərlərini ala bilmir. Çünki hər üç indeks üçün də tətbiq olunan məhdudiyyətlər var. Buna görə bir indeksin dəyərindəki artım digərinin dəyərindəki azalma ilə tarazlaşdırılmalıdır. İndekslər arasındakı regresiya əlaqəsi 2-yə bərabərdir. Tənliyin sağ tərəfini 1 olaraq götürmək, əmsalların dəyərinin yarıya enməsinə səbəb olacağına görə, bu işdə 2 ilə göstərilmişdir. Çin və Hindistan üçün Aizenman və Sengupta (2011) tərəfindən Hyeon-Seung Huh, Philip Inyeob Ji və Cyn-Young Park (2016), Yasin Akçelik, Orcan Çörtük və İbrahim M. Turhan (2012) tərəfindən edilən oxşar müqayisəli tədqiqatda Bu metodla aparılan iş Türkiyə iqtisadiyyatı üzərində izlənilir.

Bu tezisdə Mundell-Fleminq trilemmasının Azərbaycan iqtisadiyyatına təsiri müxtəlif kointeqrasiya metodları ilə qiymətləndirilmişdir. Bu metodlara Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares, Hansen, 1992) və Kanonik Kointeqrasiya Reqrressiyası Metodudur (CCR – Canonical Cointegrating Regression, Park, 1992).

Tezisdə qiymətləndirmənin nəticələri əsasən Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu (FMOLS – Fully Modified Least Squares) yanaşmasına görə şərh ediləcəkdir. Bunun üçün əvvəlcə dəyişənlərin stasionarlığı Genişləndirilmiş Dikey-Fuller (ADF – Augmented Dickey–Fuller) vahid kök testi ilə, daha sonra isə Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu (FMOLS) ilə qurulmuş model əsasında dəyişənlər arasındakı uzunmüddətli dövrdə əlaqənin varlığı Hansen Parametrinin qeyri-sabitliyi (Hansen Parameter Instability)

vasitəsi ilə yoxlanılmış və sonda dəyişənlər arasındakı əlaqənin ekonometrik modeli qurulmuşdur.

Ümumiyyətlə Genişləndirilmiş Dikey-Fuller (ADF) vahid kök testində (unit root test) “dəyişən qeyri-stasionardır” və ya da “vahid kök problemi var” sıfır hipotezləri yoxlanılır. Buna görə, əgər test nəticəsi sıfır fərziyyəni rədd edərsə, bu dəyişənin (və ya çevrilmiş vəziyyətinin) hərəkətsiz olmasının göstəricisidir. Bu tədqiqatın nəticələrini daha dəqiq etmək üçün fərqli bir metoddan istifadə ediləcəkdir. Bu Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodudur (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares). Texniki məsələ olduğu üçün yuxarıda qeyd olunmuş kointeqrasiya testlərinin riyazi hesablamaya qaydası bu yazıda qeyd olunmayacaqdır.

Alternativ kointeqrasiya metodlarından biri olan Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu (FMOLS) Phillips və Hansen tərəfindən təklif olunmuşdur. Phillips və Hansen tərəfindən təklif olunan bu qiymətləndirmə metodu, stoxastik proses nümayiş etdirən reqressorların tərəddüdləri ilə kointeqrasiya tənliyi arasındakı asılılıqdan meydana gələn problemləri aradan qaldırmaq üçün semi-parametrik korreksiyanı həyata keçirir.

Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu (FMOLS) yanaşması ilə əmələ gələn qiymətləndirmə nəticələri meyilsiz olur və nəticə tam normal asimptotik paylanmaya sahib olur. Bu da Xi-kvadrat (χ^2) statistik dəyərlərindən istifadə etmək ilə standart Wald testinin tətbiq olunmasına imkan verir. Bunu başqa formada belə ifadə etmək olar ki, Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu (FMOLS) ilə ekonometrik qiymətləndirmələr zamanı nəzərə alınmalı olan endogenlik və həminin ardıcıl korrelyasiya kimi problemlərdən formalaşan təsirləri avtomatik olaraq korreksiya olunur. Bu kointeqrasiya metodunun riyazi qiymətləndirmə qaydası ətraflı şəkildə Phillips və Hansen tərəfindən izah olunmuşdur.

Bu yazıda istifadə olunan üçüncü metod isə Kanonik Kointeqrasiya Reqressiyası (CCR – Canonical Cointegrating Regression) yanaşmasıdır. Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metoduna (FMOLS) oxşar olan bu

metod Park tərəfindən təklif olunmuşdur. Kanonik Kointeqrasiya Reqressiyası (CCR) yanaşmasında stasionarlığa transformasiya olunmuş verilənlərdən istifadə olunaraq kointeqrasiya (asılı dəyişənlə birgə əlaqəli, iki və daha çox prosesin öz aralarında əlaqəli olması) tənliyi və stoxastik (qeyri-müəyyənlik) reqressorlardakı (asılı olmayan (izahedici) dəyişən) tərəddüdlər arasındakı uzunmüddətli dövr asılılığını aradan götürür. Kanonik Kointeqrasiya Reqressiyası (CCR) metodunun riyazi izahı bu yazıda qeyd olunmayacaqdır, Park tərəfindən bu barədə izah verilmişdir.

Dissertasiya işində Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu (FMOLS) və Kanonik Kointeqrasiya Reqressiyası (CCR) istifadə edilməklə qiymətləndirilən reqressiya tənliklərindəki kointeqrasiya əlaqəsinin olub-olmadığını yoxlamaq üçün kointeqrasiya testi istifadə edilmişdir. Buna Hansen Parametrinin qeyri-sabitliyi (Hansen Parameter Instability) testi daxildir. Bu yazıda qeyd olunmuş kointeqrasiya testinin riyazi hesablama qaydası E-Views 9 proqramı vasitəsilə aparılmışdır.

Ümumiyyətlə analiz aparılarkən dissertasiya işində istifadə olunan modellərdə Qaus-Markov (Gauss-Markov) fərziyyələrinin (ardıcıl korelyasiya, heteroskedastiklik (kənarlaşmaların dispresiyasının sabitliyi)) pozulmamasının yoxlanılması lazımdır. Həmçinin ağ küy xətasının (white noise error) normal paylanıb-paylanmamasının yoxlanılması vacib hesab olunur. Tam Modifikasiya Olunmuş Ən Kiçik Kvadratlar Metodu (FMOLS) və Kanonik Kointeqrasiya Reqressiyası (CCR) metodu ilə qiymətləndirmə aparılan zaman avtomatik olaraq həm heteroskedastiklik problemi həm də ardıcıl korelyasiya problemi düzəldilmiş olur.

3.4. Empirik qiymətləndirmə nəticələrinin şərhı

Dəyişənlər zaman seriyası olduğu üçün bu cür dəyişənlərlə yaradılan modellər səhv ola bilər. Zaman seriyası dəyişənləri sabit deyilsə, təyini (R^2) çox yüksək bir dəyər ala bilər. Belə bir səhv həddi olan modellərə yalnız reqressiya deyilir. Belə modellərdə zaman seriyası dəyişənləri stasionar olmasa da və dəyişənlər bir-birindən asılı olmasa da, modelin reallığını göstərən qətiyyət əmsalı böyük bir dəyər ala bilər (Wooldridge, 2012: 632).

Makroiqtisadi zaman seriyaları ümumiyyətlə sabit deyil. Bu xüsusiyyətə sahib olan seriyalar birinci və ya ikinci fərqlər və ya loqoritmlər alınaraq hərəkətsizləşdirilir. Stasionarlığı təyin etmək üçün istifadə olunan bir çox test var. Bu işdə, Dickey-Fuller (ADF) vahid kök testləri istifadə edərək dəyişən məlumatların sabitliyi test edilmişdir. Nəticələr Cədvəl 8-də göstərilmişdir.

Modeli qiymətləndirməzdən əvvəl dəyişənlərin stasionar quruluşunu vahid kök testləri ilə yoxlamaq vacibdir. Bu məqsədlə dəyişənlərin sabit vəziyyətini yoxlamaq üçün Genişləndirilmiş Dickey-Fuller (ADF) testindən istifadə edilmişdir.

Modelin qurulmasının bir başqa şərti də modelin qalıqlarının, modelin özündən əvvəlki fərqdə sabit olmasıdır. Modeldə istifadə olunan üç dəyişənin hamısının ilk fərqdə hərəkətsiz olduğunu nəzərə alsaq, modelin qalıqları səviyyəsində stasionar olmalıdır. Bunu etmək üçün modelin qalıqlarına genişləndirilmiş Dickey-Fuller testi tətbiq olunur.

Cədvəl 8: Genişləndirilmiş Dikey-Fuller (ADF) vahid kök testlərinin nəticələri

Səviyyədə					
	t-Statistikası	p-qiyməti	Gecikmə uzunluğu *	Testin sərhəd qiymətləri **	
MI	-1.753371	0.3922	0	1%	-3.5654***
KAOPEN	-2.072999	0.2564	0	1%	-3.5654***
ERS	-2.559652	0.1167	1	1%	-3.5654***
1-ci tərtib fərqdən					
	t-Statistikası	p-qiyməti	Gecikmə uzunluğu *	Testin sərhəd qiymətləri **	
Δ MI	-5.535469	0.0002	0	1%	-3.5654***
Δ KAOPEN	-5.872092	0.0001	0	1%	-3.5654***
Δ ERS	-3.255922	0.0314	1	1%	-3.5654***

Mənbə: Tədqiqatçı tərəfindən http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm saytıdakı məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

Qeyd: Maksimum gecikmə uzunluğu 4 olaraq alındı və optimal gecikmə Schwarz meyarı ilə təyin edildi; *, ** və *** müvafiq olaraq 10%, 5 % və 1% əhəmiyyət səviyyəsində statistik əhəmiyyət göstərir; Kritik dəyərlər MacKinnon (1996) tərəfindən hazırlanmış cədvəldən götürülmüşdür.

Cədvəl 8-də göstəriləyi kimi genişləndirilmiş Dikey-Fuller test nəticələrinə görə, model qalıqları 1% əhəmiyyət səviyyəsində stasionardır. Modelin dəyişənləri və qalıqları stasionar olduğundan, bu nəticə göstərilən vaxt intervalında modelin dəyişənlərlə qurula biləcəyini göstərir.

Daha sonra dəyişənlər arasında kointeqrasiya münasibətinin varlığını FMOLS kointeqrasiya yanaşması ilə qurulan modelə əsasən yoxlamışıq. Bu məqsədlə Hansen Parametrinin qeyri-sabitliyi (Hansen Parameter Instability) kointeqrasiya testi istifadə olunmuşdur və test nəticələri cədvəl 8-də verilmişdir. Hansen Parametrinin qeyri-sabitlik testinə görə, p-dəyəri bütün hallarda 5% -dən böyük olmuşdur. Bu vəziyyətdə "kointeqrasiya əlaqəsi var" hipotezi 5% əhəmiyyəti ilə rədd edilmir.

Nəticədə, bu o mənaya gəlir ki, bütün kointeqrasiya testlərinə görə dəyişənlər arasında uzunmüddətli dövrdə kointeqrasiya əlaqəsi vardır.

Cədvəl 9: Hansen Parameter qeyri-stabillik testi

Lc statistikasısı	Stoxastik Trendlər (m)	Deterministik Trendlər (k)	Xaric edilmişdir Trendlər (p2)	Ehtimal*
0.538196	3	0	0	0.1919

* Hansen (1992b) Lc ($m_2 = 3, k = 0$) p-dəyərləri, burada $m_2 = m - p_2$ asimptotik paylanmada stoxastik tendensiyaların sayı

Mənbə: Tədqiqatçı tərəfindən http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm saytındakı məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

Kointeqrasiya testi kimi istifadə olunan müxtəlif kointeqrasiya yanaşmalarının nəticələrinə əsasən qiymətləndirilən regressiya tənlikləri uzunmüddətli dövr tənliklər kimi təfsir edilə bilər. Cədvəl 10-da FMOLS və CCR kointeqrasiya metodları istifadə olunmaqla əldə olunan uzunmüddətli dövr üzrə elastiklik əmsalları təsvir olunmuşdur. Bu işə nəticələrin etibarlılığı və inandırıcılığı baxımından çox vacibdir. Metodologiya hissəsində ifadə edildiyi kimi əsasən FMOLS metoduna görə ətraflı şərh veriləcəkdir. Bununla yanaşı, bütün metodlara görə əldə edilən əmsallarla bağlı vahid fikir söyləmək mümkündür. Bütün modellərdə birbaşa xarici investisiyaları ifadə edən sərbəst dəyişənin əmsalı nəzəriyyə ilə də gözlənilirdiyi kimi müsbət və statistik olaraq əhəmiyyətlidir. Eyni zamanda əldə edilən əmsallar biri birinə çox yaxındır.

Cədvəl 10-da modelin ümumi qiymətləndirmə nəticələrini göstərir. Testlər üçün fərziyyə aşağıdakı kimi qurulur.

H_0 : Dəyişənlər statistik baxımdan əhəmiyyətsizdir.

H_1 : Dəyişənlər statistik baxımdan əhəmiyyətlidir.

Məzənnə indeksi (ERS) əmsalı 0.219 , p dəyəri 0.07-dir. P-dəyəri 0,10-dən az olduğu üçün H_0 (Yoxluq Hipotezi) rədd ediləcək, yəni parametr 10% əhəmiyyət səviyyəsində statistik baxımdan əhəmiyyətlidir.

Pul müstəqilliyi indeksi (MI) əmsalı 0.694, p dəyəri 0.07-dir. P-dəyəri 0,10-dən az olduğu üçün H_0 (Yoxluq Hipotezi) rədd ediləcək, yəni parametr 10% əhəmiyyət səviyyəsində statistik baxımdan əhəmiyyətlidir.

Kapitalın açıqlıq indeksi (KO) əmsalı 0,223, p dəyəri isə 0,3543-dir. P dəyəri 0,10-dən çox olduğu üçün H0 (Yoxluq Hipotezi) qəbul ediləcək, yəni parametr statistik baxımdan əhəmiyyətsiz, lakin iqtisadi baxımdan əhəmiyyətlidir.

Cədvəl 10: Modelin ümumi qiymətləndirmə nəticələri

Müşahidələrin sayı	23		
Metod		FMOLS	CCR
Əmsallar	ERS	1.315931	1.273654
	MI	1.582773	1.357840
	KO	0.560171	0.988578
Standart xəta	ERS	0.248659	0.279944
	MI	0.508467	0.530774
	KO	0.731392	0.798223
T-istatistik	ERS	5.292114	4.549680
	MI	3.112830	2.558227
	KO	0.765897	1.238473
P-dəyəri	ERS	0.0000	0.0002
	MI	0.0057	0.0192
	KO	0.4531	0.2306
Standart regresiya xətası		0.417025	0.418953
Qalıqların kvadratlarının cəmi		3.304289	3.334906

Mənbə: Tədqiqatçı tərəfindən http://web.pdx.edu/~Ito/trilemma_index.htm saytındakı məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

Cədvəl 10-dan görüldüyü kimi, t-statistikanın nəticələrinə görə, ERS və MI dəyişənlərinin əmsalları statistik və iqtisadi baxımdan əhəmiyyətlidir ($|t\text{-stat}| > 2$). KO dəyişəninin əmsalı statistik baxımdan əhəmiyyətsiz görünsə də, iqtisadi baxımdan əhəmiyyətlidir. Burada diqqətlə vurğulanması lazım olan məqam, kapital boşluğunu göstərən KO dəyişənlərinin əldə edilməsində BVF-nin Xarici Valyuta Reqlamenti və Məhdudiyyətlər İllik hesabatına əsaslanan Chinn və Ito yanaşmasının qəbul edilməsidir. Bu yanaşmaya görə KO indeksi kapital axını ilə əlaqəli fəaliyyətlərin açıqlığının “de jure” indeksidir. Bununla birlikdə, kapital açıqlığı indeksi bəzi ədəbiyyatlarda ölkədən kapital daxilolmaları və xaricolmalarının mütləq dəyərinin ÜDM-ə nisbəti kimi “de-fakto” kimi ifadə edilir. Qurulmuş modeldə KO indeksi Chinn və Ito yanaşmasını qəbul edərək modelə daxil edilir.

Model üçün təyini əmsalı aşağıdakı kimi hesablanı bilər.

$$(4) \quad R^2 = 1 - (SSR / TSS)$$

Burada SSR qalıq kvadratlarının, TSS isə kvadratların cəmidir. Modelin ümumi qiymətləndirmə nəticələrindən məlum olduğu kimi SSR burada 3.304-ə bərabərdir. Tənliyin sağ tərəfində sabit bir şərt olmadığı üçün təyini əmsalı mərkəzsiz hesab edilir. Bu səbəbdən TSS 92-ə bərabərdir (2x2x23). Müəyyən etmə əmsalı hesablandıqda 0.96-ə bərabər olduğu görülür. Bu, uyğun meyarın yaxşılığının kifayət qədər yüksək olması deməkdir. Hər üç siyasət hədəfi xətti olaraq bir-birindən asılıdır və bu trilemma fərziyyəsini dəstəkləyir, yəni nəticələr trilemma hipotezi ilə uyğundur. Bu, modelin kifayət olduğunu sübut edir. Model nəticələrə görə, Azərbaycan iqtisadiyyatı tədqiq olunan dövrdə daha sabit məzənnəyə (ERS) üstünlük verir. Növbəti seçim pul müstəqilliyi üçündür və nəhayət, ən az üstünlük verilən kapital açıqlığıdır(KO).

NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR

Azərbaycan Mərkəzi Bankı əsas funksiyası olan pul siyasətinin müəyyənləşdirilməsində və həyata keçirilməsində, qiymət sabitliyini əsas məqsədi kimi qorumaqda və manatın məzənnə sabitliyini tənzimləməkdə bəzi tədbirləri görür. 2008-2009 qlobal maliyyə böhranı xaricində, manatın bahalaşması problemi tədqiqat dövrünün son 10 ilində yaşandı. Manatın bahalaşmasının qarşısını almaq üçün Mərkəzi Bank neftdən əldə etdiyi dolları alıb manatı bazara satdı. Mərkəzi Bank bu addımı qeyri-neft sektorunu qorumaq üçün atdı. Bu vəziyyət aşağıdakı məlumatları verir: Mərkəzi Bank qeyri-neft sektorunun inkişafına dəstək olmaq üçün belə valyuta sterilizasiyası (manat satmaq və valyuta bazarında dollar almaq) vəziyyəti ilə qarşılaşdı. Qeyri-neft sektorunun inkişafına dəstək Mərkəzi Bankın səlahiyyət və səlahiyyətləri daxilində deyil. Bu, real iqtisadiyyata birbaşa cavabdeh olan dövlət qurumlarının vəzifəsidir. Azərbaycan Mərkəzi Bankı bunu dövlətin makroiqtisadi siyasətinə, digər dövlət qurumlarının həyata keçirdiyi siyasət tədbirlərinə müdaxilə etmədən etdi.

Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün 2006-2014 dövrü üçün məzənnə rejimi sabit sayılır. Aylıq məzənnələr illik ortalamadan bir qədər fərqlidir. Başqa sözlə, valyuta məzənnələri aylıq ortalamadan 2 standart sapma daxilində dəyişdiyindən məzənnə rejimi sabit sayılır. Başqa sözlə, sözügedən dövrdə manatın dollarla məzənnəsi sabit olmuşdur. 2015-ci ilin sonuna üzən məzənnə rejiminə keçid nəticəsində bu sabitlik itdi. 2017-ci ilin aprel ayına qədər olan dövrdə manatın məzənnəsində ciddi dalğalanmalar baş verdi. Bu dövrdə məzənnədəki dalğalanmalar və manatın ucuzlaşması iqtisadiyyata mənfi təsir göstərdi və iqtisadiyyatda tənəzzül yaratdı. Manatın daha çox dəyər itirəcəyi ilə bağlı gözləntilər dollarlaşmanın artmasına səbəb oldu və iqtisadiyyat gündən-günə azalmağa başladı. Mərkəzi Bank 2017-ci ilin apreldən bəri üzən məzənnə rejimini rəsmi olaraq dəyişdirməsə də, manatın məzənnəsini 1 ABŞ dolları = 1,70 AZN olaraq təyin etdi. Bu fiksasiyadan sonra iqtisadiyyat bərpa olundu və milli gəlir böyüməyə başladı.

Bu işdə trilemma fərziyyəsi Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün araşdırılmışdır. Məzənnə sabitliyi (ERS), pul siyasəti müstəqilliyi (MI) və kapital fərqi (KO)

arasındakı xətti əlaqələr araşdırılır. Tədqiqatda Mundell-Fleminq trilemmasının nəzəri konsepsiyası və əsas şərtləri araşdırılmış, Azərbaycan iqtisadiyyatı trilemma baxımından təhlil edilmiş və ölkə üçün hesablanmış trilemma indeksləri arasındakı regresiya əlaqəsinin ekonometrik modelləşdirilməsi aparılmışdır. Bu kontekstdə Aizenman-Chinn-Ito yanaşmasına əsaslanaraq, Azərbaycanın trilemma konfigurasiyası 1996-2018-ci illər üçün siyasət üstünlükləri arasındakı xətti əlaqəni qəbul edərək Tam Modifikasiya olunmuş Ən Kiçik Kvadrantlar Metodu (FMOLS) ilə sınaqdan keçirildi. Modelin sınaqlarından sonra aşağıdakı nəticələr əldə edildi.

- Azərbaycan üçün müəyyən edilmiş xətti regressiya modeli üçün təyinetmə əmsalı 0.96-ya bərabərdir. Bu, uyğun meyarın yaxşılığının kifayət qədər yüksək olması deməkdir. Hər üç siyasət hədəfi xətti olaraq bir-birindən asılıdır və bu trilemma fərziyyəsini dəstəkləyir, yəni nəticələr trilemma fərziyyəsinə uyğundur. Bu, modelin kifayət olduğunu sübut edir.

- Modelin nəticələrinə görə, Azərbaycan üçün əldə edilmiş məzənnə sabitliyi (ERS) və pul müstəqilliyi (MI) dəyişənlərinin əmsalları həm statistik, həm də iqtisadi baxımdan əhəmiyyətlidir, kapital açıqlığı (KO) dəyişkənliyinin əmsalı isə statistik baxımdan əhəmiyyətsizdir, lakin iqtisadi cəhətdən vacibdir. Model nəticələrinə görə, Azərbaycan araşdırılan dövrdə ilk növbədə daha sabit bir məzənnəyə (ERS) üstünlük verir. Növbəti seçim pul müstəqilliyi istiqamətindədir və nəhayət, ən az üstünlük verilən kapital açıqlığıdır(KO).

Nəticələr ümumilikdə qiymətləndirildikdə Azərbaycanın məzənnə sabitliyinə (ERS) tamamilə, pul müstəqilliyinə (MI) və kapital açıqlığına (KO) hər birinə orta səviyyədə çatdığı görülür. Tədqiqat nəticəsində uyğunluq kriteriyalarının yüksək olduğu və trilemma fərziyyəsinin dəstəkləndiyi aşkar edilmişdir.

Tədqiqatın nəticələrinə görə aşağıdakı təkliflər verilə bilər;

- Azərbaycan iqtisadiyyatında maliyyə bazarları kifayət qədər inkişaf etmədiyi üçün ölkəyə qeyri-neft sektorunda xarici valyuta axını təmin edəcək real və ya hüquqi şəxslərin sayı azdır, buna görə də məzənnənin sabitliyi bir müddət davam etməlidir. Sabit məzənnə qiymət sabitliyi deməkdir və Azərbaycan iqtisadiyyatının

makroiqtisadi sabitliyi üçün çox vacibdir. İqtisadi infrastruktur yaratmadan edilən siyasət seçimləri, 2015-2016-cı illərdə olduğu kimi, ölkə iqtisadiyyatı üçün də böhranla nəticələnə bilər. Lakin sonrakı illərdə qeyri-neft sektorlarının və maliyyə institutlarının inkişafı ilə ölkəyə valyuta axını nəticəsində üzən məzənnə rejimi tam tətbiq oluna bilər. Azərbaycan Mərkəzi Bankının pul siyasətinin müstəqilliyi tam təmin edilə bilər və kapital hərəkətinə məhdudiyyətsiz giriş təmin edilə bilər.

- Kapital hərəkətiliyi indeksi "de-fakto" kimi hesablanma bilər və gələcək tədqiqat modellərinə daxil edilə bilər. Bu məqsədlə kapital boşluğu indeksi ölkəyə məcmu kapital axınının mütləq dəyərinin və ölkədən kapital axınının ÜDM-ə nisbətini müəyyən etməklə qurula bilər.

- Beynəlxalq ehtiyatların rolu Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün trilemma fərziyyəsində qiymətləndirilə bilər. Bunun üçün beynəlxalq ehtiyatların ÜDM-ə nisbəti modelə bir amil kimi daxil edilə və ölkənin trilemma quruluşuna təsir göstərən bir amil kimi qiymətləndirilə bilər.

- Azərbaycan kimi neft ixrac edən ölkələr üçün müqayisəli tədqiqatlar da bələdçi ola bilər.

- Üç siyasət seçimindən hansının Azərbaycan iqtisadiyyatında inflyasiyanın tənzimlənməsində daha təsirli olduğu öyrənilə bilər.

İSTİFADƏ OLUNMUŞ ƏDƏBİYYAT

Azərbaycan dilində

1. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı, Pul siyasəti icmalı 2019 Yanvar-Dekabr
2. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı, Pul siyasəti icmalı Yanvar-Sentyabr 2020
3. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı, Pul siyasəti istiqamətləri 2018 Yanvar - Dekabr
4. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı, Pul siyasəti istiqamətləri 2019 Yanvar - Dekabr
5. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı, Pul siyasəti istiqamətləri 2020 Yanvar - Dekabr
6. Dadaşov İ. Dövlətin müasir investisiya siyasətinin nailiyyətləri və problemlər Gənc Tədqiqatçıların Ümumrespublika Elmi Konfransı-Tezislər. Qafqaz Universiteti, 06-07 may 2010
7. Ələsgərov A., Əlirzayeva T. Məzənnə rejimləri və onların seçilməsi meyarları, “İqtisadiyyat və audit” jurnalı, N-11(65), Bakı, 2005
8. Ələsgərov A., Ramazanov N. Pul siyasəti və qlobal çağırışlar. “Mərkəzi Bank və iqtisadiyyat” jurnalı, N-1, Bakı, 2013
9. Əlirzayeva T. İnkişaf edən ölkələrdə məzənnə rejimləri və Azərbaycan təcrübəsi, “Mərkəzi Bank və iqtisadiyyat” jurnalı, N-2, Bakı, 2013
10. Süleymanov N. Azərbaycanın iqtisadi tarixi. Bakı, 2001

Türk dilində

1. Akçelik Y., Çörtük O., Turhan M.İ. Mitigating Turkey's Trilemma Tradeoffs. 13. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Working Paper NO:12/29. October 2012
2. Aras N.O. Azerbaycan ekonomisi ve yatırım imkanları. Bakü, 2005
3. Dilik S. Merkez Bankasının Bağımsızlığı, Kamu-İş; C:8, S:3/2005

4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve bağımsızlık. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yayınlarından. 2012

İngiliz dilinde

1. Aizenman J. The Impossible Trinity – from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma. March 2011

2. Aizenman J., Chinn D.M., İto H. Surfing The Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma. National Bureau of Economic Research Working Paper Series. April 2010

3. Aizenman J., Chinn D.M., İto H. The Financial Crisis, Rethinking of the Global Financial Architecture and the Trilemma. Asian Development Bank Institute Working Paper Series, No.213. April 2010

4. Aizenman J., İto H. The “Impossible Trinity”, the International Monetary Framework, and the Pacific Rim. November 2011

5. Aizenman J., Sengupta R. The Financial Trilemma in China and a Comparative Analysis with India. UCSC and the NBER; IFMR, India. November/2011

6. Aizenmann J., Chinn D.M., İto H. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the trilemma’s Configurations Over Time. Working Paper 14533. National Bureau of Economic Research. December 2008

7. Aizenmann J., Chinn D.M., İto H. The “Impossible Trinity” Hypothesis in Era of Global İmbalances: Measurement and Testing, November 2008

8. Azeez B.A., Kolapo Funso T., Ajayi L.B. Effect of Exchange Rate Volatility on Macroeconomic Performance in Nigeria. Institute of Interdisciplinary Business Research. Volume 4, No 1. May 2012

9. Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia), Monetary policy in Russia: Recent challenges and changes. Bank for International Settlements Papers No 78

10. Cuenoud T. The Mundell- Fleming trilemma in CEEC: the importance of fiscal policy. October 2010

11. Frankel J., Schmukler L.S., Serven L. Global Transmission of Interest Rates: 28. Monetary Independence and Currency Regime. NBER, Kennedy School of Government, Harvard University and World Bank. October 2002
12. Grenville S. The Impossible Trinity and Capital Flows in East Asia. Asian Development Bank Institute. Working Paper No. 319. November 2011
13. Grier B.K., Hernandez-Trillo F. The real exchange rate process and its real effects: the cases of Mexico and the USA. July 2002
14. Hsing Y. Test of the Impossible Trinity Hypothesis for Five Selected Countries in the Asian and Pacific Regions. Economics Bulletin. Volume 32, Issue1, February 2012. pp. 616-623
15. Hutchison M., Sengupta R., Singh N. India's Trilemma: Financial Liberalisation, Exchange Rates and Monetary Policy. Department of Economics, University of California, Santa Cruz, CA, USA. 2012
16. Jahan-Parvar R.M. The Practice of Central Banking in the Islamic Republic of Iran: is there Room for Reform? Legatum Institute. Future of Iran. Economy. September 2013
17. Kamar B., Bakardzhieva D. Economic trilemma and exchange rate management in Egypt. December 2003
18. Kaminsky G., Schmukler S. Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?. February 2001
19. Mitchell T., Bynoe R. Exchange rate regimes, capital mobility and the probability of monetary independence in the Caribbean. 29th Annual Review Seminar. Research Department. Central Bank of Barbados. July 2008
20. Mojon B. Monetary Policy under a Fixed Exchange Rate Regime: the case of France 1987-1996. CEPII document de travail. December 1998
21. Obstfeld M., Shambaugh C.J., Taylor M.A. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility. Review of Economics and Statistics. Discussion Paper No. 4352. April 2004.

22. Organisation of Islamic Cooperation. Statistical, Economic and Social Research and Training Centre for Islamic Countries. Exchange Rate Regimes in the OIC Member Countries. OIC Outlook series. February 2012

23. Patnaik I., Shah A. Asia confronts the impossible trinity. Working Paper 2010-64. January 2010

24. Ramanathan S., Teng K. Emerging Asia's Version of the Mundell-Fleming

25. Model, Modern Economy, 4, pp. 596-599, September 2013

26. Shambaugh C.J. The effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy, Quarterly Journal of Economics. February 2004

İnternet resusları

1.<http://www.cbar.az/pages/faq/monetary-policy>

2.<http://www.economy.gov.az>

3.<http://www.stat.gov.az>

4.www.kamu-is.org.tr

5.<http://web.pdx.edu/~ito/>

6.<http://www.nber.org/papers/>

7.<http://www.tcmb.gov.tr/>

8.<http://www.accessecon.com/>

9.<http://www.scirp.org/journal/>

10.<http://www.federalreserve.gov/>

11.www.fetp.edu.vn

12.<http://www.sesrtcic.org/>

13.<https://www.researchgate.net>

Əlavələr

Əlavə 1.

Cədvəl 4: Azərbaycan iqtisadiyyatına investisiyalar 1995-2018 (milyon dollar)

İllər	1995	1996	1997	1998
Cəmi	544.1	932.1	1694.5	1932.2
Daxili investisiyalar	169.0	311.6	387.2	460.2
Xarici investisiyalar	375.1	620.5	1307.3	1472.0
İllər	1999	2000	2001	2002
Cəmi	1571.0	1441.4	1561.8	2796.6
Daxili investisiyalar	479.9	514.4	470.0	561.7
Xarici investisiyalar	1091.1	927.0	1091.8	2234.9
İllər	2003	2004	2005	2006
Cəmi	4326.3	5922.8	7118.5	8300.4
Daxili investisiyalar	955.3	1347.3	2225.3	3247.6
Xarici investisiyalar	3371.0	4575.5	4893.2	5052.8
İllər	2007	2008	2009	2010
Cəmi	12066.1	16222.0	13033.5	17591.4
Daxili investisiyalar	5391.8	9374.6	7564.9	9343.6
Xarici investisiyalar	6674.3	6847.4	5468.6	8247.8
İllər	2011	2012	2013	2014
Cəmi	21588.9	25777.8	27340.0	27907.5
Daxili investisiyalar	12915.0	15463.8	16799.1	16209.8
Xarici investisiyalar	8673.9	10314.0	10540.9	11697.7
İllər	2015	2016	2017	2018
Cəmi	19547.2	14228.0	14213.3	15221.7
Daxili investisiyalar	8828.1	4066.9	5092.8	6985.2
Xarici investisiyalar	10719.1	10161.1	9120.5	8236.5

Mənbə: Azərbaycan Respublikasının Dövlət Statistika Komitəsi

Əlavə 2.

Cədvəl 7: Azərbaycan İqtisadiyyatı üçün Trilemma İndeksləri(1996-2018)

İMF-Dünya Bankı Ölkə Kodu	İllər	Məzənnə Sabitlik İndeksi (ERS)	Monetar Müstəqillik Səviyyəsi İndeksi (MI)	Maliyyə İnteqrasiyası İndeksi(KO)
912	1996	0.624756217	0.508327723	0.164964780
912	1997	0.841745198	0.755757868	0.164964780
912	1998	0.804701447	0.668461561	0.164964780
912	1999	0.336418599	0.548627555	0.164964780
912	2000	0.809813201	0.406423360	0.164964780
912	2001	0.862911046	0.393454462	0.164964780
912	2002	0.844869733	0.272342592	0.416536629
912	2003	1.000000000	0.381861985	0.416536629
912	2004	1.000000000	0.303709060	0.164964780
912	2005	0.673336446	0.365806133	0.164964780
912	2006	0.808633447	0.265920013	0.164964780
912	2007	0.860773206	0.337878913	0.164964780
912	2008	0.613468111	0.302969486	0.508153677
912	2009	1.000000000	0.273667663	0.285102010
912	2010	1.000000000	0.449660659	0.345170617
912	2011	1.000000000	0.600855827	0.405239254
912	2012	1.000000000	0.661949396	0.465307862
912	2013	1.000000000	0.607996225	0.465307862
912	2014	1.000000000	0.607895623	0.465307862
912	2015	0.068861485	0.790728092	0.465307862
912	2016	0.281009436	0.607208252	0.465307862
912	2017	0.213172540	0.650041759	0.465307862
912	2018	1.000000000	0.473849714	0.465307862

Mənbə: Tədqiqatçı tərəfindən http://web.pdx.edu/~İto/trilemma_indexes.htm saytındakı məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

Cədvəllərin siyahısı

Cədvəl 1: Pul aqreqatları, mln.manat	40
Cədvəl 2: Pul aqreqatları, mlrd. manat	42
Cədvəl 3: Məzənnə rejimləri	43
Cədvəl 4: Azərbaycan iqtisadiyyatına investisiyalar 1995-2019 (milyon dollar)	79
Cədvəl 5: AZN/DOL nisbətinin illik ortalama kəmiyyəti və standart kənarlaşmalar.	57
Cədvəl 6: Azərbaycanın kapital hesabı üzrə açıqlıq indeksləri	59
Cədvəl 7: Azərbaycan İqtisadiyyatı üçün Trilemma İndeksleri (1996-2018).....	79
Cədvəl 8: Genişləndirilmiş Dikey-Fuller (ADF) vahid kök testlərinin nəticələri	68
Cədvəl 9: Hansen Parameter qeyri-stabillik testi	69
Cədvəl 10: Modelin ümumi qiymətləndirmə nəticələri	70

Şəkillərin siyahısı

Şəkil 1: Azərbaycanda pul siyasətinin transmissiyası.....	37
Şəkil 2: Azərbaycanda pul siyasəti çərçivəsi	50

Qrafiklərin siyahısı

Qrafik 1: Valyuta məzənnə sabitlik indeksi (1996-2018)	61
Qrafik 2: Monetar müstəqillik səviyyəsi indeksi (1996-2018).....	62
Qrafik 3: Maliyyə inteqrasiyası indeksi (1996-2018).....	63