

Mündəricat

1. QLOBAL İQTİSADİYYAT VƏ TƏHLİL BÖLMƏSİ

- 1.1. Qlobal proseslər, bazarlarda vəziyyət və aparılan siyasət
- 1.2. Mərkəzi banklarda modelləşdirmə və proqnozlaşdırma aparatı
- 1.3. İnkişaf iqtisadiyyatı üzrə tədqiqatlar
- 1.4. Mərkəzi banklar və qlobal maliyyə sistemi
- 1.5. Ödəniş sistemləri üzrə son meyllər və qlobal tədqiqatlar
- 1.6. Qlobal maliyyə mərkəzləri

2. FUNDAMENTAL TƏDQIQATLAR BÖLMƏSİ (AZƏRBAYCAN MƏRKƏZİ BANKI)

- 2.1. Keçid iqtisadiyyatlı ölkələrdə institutların keyfiyyəti və makroiqtisadi siyasətin tsiklikliyi
- 2.2. Qeyri-bank maliyyə təşkilatlarının bank sektorunun inkişafında rolu
- 2.3. Depozitlərin sığortalanması siyasətinin maliyyə sabitliyinə təsirinin qiymətləndirilməsi

3. MALİYYƏ SAVADLIĞI

4. İQTİSADI SÖZLÜK

Tədqiqatlar və inkişaf mərkəzinin buraxılışı olan Tədqiqat Bülleteni Azərbaycan Mərkəzi Bankının rəsmi internet sahifəsində elektron formada yerləşdirilir (www.cbar.az).

Son tədqiqat işləri

1. Keçid iqtisadiyyatlı ölkələrdə institutların keyfiyyəti və makroiqtisadi siyasətin tsiklikliyi

Tədqiqat işində məqsəd keçid tipli ölkələrdə institutların keyfiyyətinin makroiqtisadi siyasətin (monetar və fiskal) tsiklikliyinə təsirlərini müəyyənləşdirmək, eləcə də monetar və fiskal şokların ümumi daxili məhsula (ÜDM-ə) təsirlərini qiymətləndirməkdir.....

2. Qeyri-bank maliyyə təşkilatlarının bank sektorunun inkişafında rolu

Tədqiqat çərçivəsində əhali və sahibkarların maliyyə-bank xidmətlərindən istifadə səviyyəsinin artırılmasında qeyri-bank maliyyə təşkilatlarının rolunun araşdırılmış və mövcud dünya təcrübəsi öyrənilmişdir. Bu məqsədlə əhalinin bank xidmətlərindən istifadə səviyyəsi, qeyri-bank təşkilatların institusional inkişaf səviyyələri, sahibkarların, xüsusilə kiçik və orta sahibkarlıq (KOS) subyektlərinin maliyyə resurslarına çıxış imkanları Azərbaycanla müqayisəli şəkildə araşdırılmışdır.....

3. Depozitlərin sığortalanması siyasətinin maliyyə sabitliyinə təsirinin qiymətləndirilməsi

Tədqiqat işində 31 ölkənin depozitlərin sığortalanması sistemində kəmiyyət və keyfiyyət parametrləri araşdırılmış və Azərbaycanda əmanətlərin sığortalanması sisteminin maliyyə sabitliyinə təsiri qiymətləndirilmişdir. Müştərək komponent analizindən istifadə edilməklə müxtəlif ölkələr üçün bazar intizamının səviyyəsi hesablanmışdır.....



1. QLOBAL İQTİSADİYYAT VƏ TƏHLİL BÖLMƏSİ

1.1. Qlobal proseslər, bazarlarda vəziyyət və aparılan siyasət

İqtisadi fəallıq. 2015-ci ilin II rübündə dünya iqtisadiyyatında fərqli inkişaf epizodları müşahidə edilmişdir. Belə ki, ABŞ-daiqtisadi artım əvvəlki rübə nəzərən 2.3%, Avrozonada isə 0.3% artmışdır. Yunanıstanla bağlı borc probleminin iyul ayında həll olunması Avrozonadakı qeyri-müəyyənliyi bir qədər azaltmaqla, növbəti rüb üçün müsbət gözləntilər formalaşdırır.

Yaponiyada vergi artımı 2017-ci ilin aprel ayına qədər təxirə salınsa da, iqtisadi artım tempi zəifləmiş və I rüblə müqayisədə 0.4% azalmışdır.

Digər tərəfdən isə İEOÖ-də iqtisadi zəifləmə davam etmişdir. İyul ayında Çinin ixracında 8.3%-lik azalmadan sonra Çin Mərkəzi Bankı devalvasiya siyasəti həyata keçirməklə yuanı dollara qarşı 4%-ə qədər ucuzlaşdırdı. Devalvasiyanın Çində 2015-ci il üçün proqnozlaşdırılan 7%-lik iqtisadi artıma nail olmağa çətinlik törədəcəyi də istisna edilmir. Braziliya və Rusiyada da əhəmiyyətli dərəcədə iqtisadi gerilik müşahidə edilmişdir.

BVF-nin proqnozlarına görə İEOÖ-də 2015-ci il üçün iqtisadi artım 2.1%, 2016-cı ildə isə 2.4% olacaqdır. Avrozonada artan inflyasiya və məcmu tələbdəcanlanma iqtisadi artımın əsas drayveri olacaq. İEOÖ-də iqtisadi artımın 2015-ci ildə 4.2% ətrafında olacağı gözlənilir. Azalan

əmtəə qiymətləri, Latin Amerikası və neft ixrac edən ölkələrdə sərtləşən xarici maliyyə şəraiti, Çində yenidən balanslaşdırma siyasəti və geosiyasi problemlər iqtisadi artıma ləngidici təsir göstərən əsas faktorlardır.

ABŞ-da iqtisadi artımla bağlı optimist gözləntilər, aşağı neft qiymətlərinin məcmu tələbə artırıcı təsiri, yumşaq monetar siyasət və davamlı olaraq aparılan liberallaşdırma siyasəti birbaşa xarici investisiya cəlbini stimullaşdırmışdır. Proqnozlara görə 2015-ci ildə birbaşa xarici investisiyaların həcmi 11% artaraq 1.4 trln dollara, 2016-cı ildə isə 1.5 trln dollara çatacağı gözlənilir (UNCTAD).

Xarici ticarət. Ümumdünya Ticarət Təşkilatına (ÜTT) görə qlobal ticarət dövriyyəsi nisbətən zəif tempə artaraq 2015-ci ildə 3.3%, 2016-cı ildə isə 4%-ə çatacaq. Proteksionist tədbirlərin aradan qaldırılması, bazarlara sərbəst girişin təmin olunması və sağlam rəqabəti pozan proseslərin qarşısının alınması yolu ilə ölkələr ticarətin həcmi artırmağa çalışırlar.

Biznes inamı. PMİ indeksi 2015-ci ilin iyul ayında əvvəlki aya nəzərən cüzi artaraq 53.4-ə çatmışdır. İstehsalda artım əsasən Şimali Amerika və Avropada, azalma isə əsasən Asiya və Braziliyada müşahidə edilmişdir. Azalan neft qiymətləri və kəmiyyət yumşalması hesabına yüksələn



iqtisadi aktivliyə görə Avrozonada biznes inamı indeksi cari ilin iyul ayında ötən ilin eyni dövrü ilə müqayisədə 0.1% artmışdır. ABŞ-da isə ötən ilə nəzərən indeksin səviyyəsi cüzi azalsa da, I rübə nəzərən yüksəlmə müşahidə olunur.

Əmək bazarı. Əmtəə qiymətlərinin azalması və qlobal ticarətin zəifləməsi səbəbindən İEÖ-də baş verən iqtisadi geriləmə əmək bazarlarına da təsirsiz ötürməmişdir. İşsizlik səviyyəsi cari ilin iyun ayında 5.7%-ə qədər yüksəlmişdir. Braziliyada işsizlik 6.3%-ə, Rusiyada isə 5.2%-dən 5.9%-ə çatmışdır. İEÖ-də isə əksinə, işsizlik səviyyəsi azalmaqda davam edir. Nəticədə, Avrozonada və Avropa İttifaqı ölkələrində 2015-ci ilin II rübündə işsizlik may ayına nəzərən stabil, lakin ö.i.m.d.n. azalmış və uyğun olaraq 11.1% və 9.6% təşkil etmişdir. ABŞ-da işsizlik səviyyəsi iyul ayında 5.3%, Yaponiyada isə 3.3% təşkil etmişdir.

Maliyyə bazarları. Cari ilin II rübündə inkişaf etmiş ölkələrin istiqrazlar üzrə gəlirliliyi I rübə nəzərən əhəmiyyətli dərəcədə artmışdır. İEÖ arasında ABŞ istiqrazlarının gəlirliliyi ən yüksək olmuşdur. Uzunmüddətli dövrdə ÜDM-in artım tempi ilə uzunmüddətli dövlət istiqrazlarının gəlirliliyi arasında müsbət əlaqə vardır. Bu isə o deməkdir ki, ÜDM-in yüksək artım tempi maliyyə bazarlarının da normal fəaliyyətinə imkan verir. Çinin səhm bazarlarında II rübün sonlarından etibarən ciddi itkilər müşahidə edilmişdir ki, bunu

da firmaların azalan mənfəətliliyi ilə əlaqələndirmək olar.

Əmtəə bazarları. 2015-ci ilin II rübündə nisbətən güclənən tələb və istehsalın azalması şəraitində enerji qiymətləri indeksi 12% bahalaşmışdır. Neftin bir barelinin orta qiymət 60.5\$ təşkil etmişdir ki, bu da I rüblə müqayisədə 17% çoxdur. Lakin artıq iyul ayının sonu və avqust ayının əvvəllərindən neft qiymətlərində yenidən azalma müşahidə olunmuşdur. Bu azalma İranla danışıqlardan sonra neft istehsalının artımı ilə bağlı gözləntilərdən, zəif xarici tələb və izafi ehtiyatlardan qaynaqlanır. ABŞ Enerji İnformasiya Agentliyinin (EIA) yekun proqnozlarına əsasən, 2015-ci ilin sonuna brent markalı neftin orta qiyməti 54\$, 2016-cı ildə isə 59\$ olacaqdır.

Metal qiymətləri indeksi cüzi də olsa cari ilin II rübündə azalmışdır. Çində müxtəlif istehsal sahələri üzrə aktivliyin zəifləməsi öz növbəsində metal qiymətlərinin də aşağı düşməsinə səbəb olmuşdur. Qlobal neft istehlakının 11%-ni, metal istehlakının isə 44%-ni özündə cəmləşdirən Çində devalvasiyadan sonra yaranacaq məcmu tələb daralması da qlobal əmtəə qiymətlərinə azaldıcı təsir göstərə bilər.

Kənd təsərrüfatı məhsullarının qiymət indeksi 2015-ci ilin II rübündə 3% azalmış, dənli bitkilər və digər ərzaq məhsulları üzrə indekslərdə 5% azalma qeydə alınmışdır. Lakin artıq iyul ayında ərzaq malları indeksində cüzi artım (2%-ə yaxın) müşahidə edilir. Ümumilikdə, 2015-ci ilin



sonuna metal qiymətlərinin 17%, ərzaq qiymətləri indeksinin 12% azalacağı gözlənilir.

İnflyasiya. Dünya əmtəə qiymətlərinin ucuzlaşması inflyasiya təzyiqini azaltmaqla deflyasiya meyillərini də gücləndirmişdir. Cari ilin iyun ayında Avrozonada illik inflyasiya 0.2%, ABŞ-da 0.1%, Yaponiyada isə 0.4% təşkil etmişdir.

İEOÖ-dən Çində iyun ayı üçün illik inflyasiya 1.6%, Rusiyada 15.3%, Braziliyada isə 8.9% olmuşdur.

Siyasət qərarları. Avrozonada aparılan kəmiyyət yumşalması siyasəti avro-dollar məzənnəsinin aşağı düşməsinə və bununla da ixrac sektorunun dəstəklənməsinə səbəb olmuşdur. Bununla yanaşı, özəl sektora kredit qoyuluşları artmış və istehlakçı inamı indeksi yüksəlməkdə davam etmişdir. Bu baxımdan inkişaf etmiş ölkələrdə iqtisadi

aktivliyi dəstəkləmək üçün yumşaq monetar siyasətin davam etdirilməsi məqsədəuyğun hesab olunur.

İnkişaf etməkdə olan və yeni sənayeləşən ölkələrdə vergi islahatları və xərclərin restrukturizasiyası vasitəsilə fiskal siyasətin yenidən balanslaşdırılması həyata keçirilməlidir. Xüsusilə, neft ixrac edən ölkələrdə dövlət xərclərinin aşağı neft qiymətlərinə uyğunlaşdırılması məqsədəuyğun hesab olunur. Neftin qiymətinin azalmasından yaranan itkini kompensasiya etmək üçün ucuz məzənnə siyasəti də istisna edilməməlidir.

Mənbə:

IMF, World Economic Outlook (WEO) Update: July 9, 2015

A World Bank Quarterly Report Commodity Outlook, July, 2015

1.2. Mərkəzi banklarda modelləşdirmə və proqnozlaşdırma aparatı

Norveç Mərkəzi Bankının təcrübəsi

Son illər bir çox ölkələrdə olduğu kimi Norveç Mərkəzi Bankında da monetar siyasət çərçivəsi inflyasiya hədəflənməsi rejimidir (İHR). Norveç Bankı bu sahədə dünyada ən qabaqcıl qurumlardan biri hesab olunur. Məsələn, Vudford (2007) qeyd edir ki, ABŞ Federal Ehtiyat Sistemi Norveç Bankının həyata keçirdiyi inflyasiya hədəflənməsi təcrübəsindən faydalana bilər.

İlkin dövrlərdə Norveç Bankı inflyasiya hədəfi kimi enerji qiymətlərinin və dolaylı vergilərin təsirindən təmizlənmiş istehlak qiymətləri indeksini (CPI-ATE) hesablayırdı. Bu göstərici üzrə hədəf 2.5% ətrafında idi. Eyni zamanda CPI-ATE və məcmu inflyasiya Norveç Statistika Komitəsi tərəfindən nəşr edilərək yayımlanır. Son illərdə isə Norveç Bankı tərəfindən CPI-EX adlanan yeni bir qiymət indeksi hesablanır və nəşr edilir. CPI-EX indeksində enerji üzrə qiymət



dəyişməsinin uzunmüddətli təsirləri də nəzərə alınır. Qeyd edək ki, inflyasiya proqnozları ildə 3 dəfə Norveç Bankının monetar siyasət hesabatlarında nəşr olunur.

Norveç Bankında İHR üçün istifadə edilən makroekonometrik proqnoz modelləri son dövrlərdə əhəmiyyətli təkmilləşdirilib. Belə ki, proqnoz modellərin keyfiyyətini artırmaq məqsədilə Svenson və başqalarının (2002) tövsiyələri nəzərə alınmaqla yeni Keynsçi tipli modellər qurulmuşdur. Norveç Bankı modelləşdirmə işini təkmilləşdirməklə hazırda NEMO (Norwegian Economic Model) adlanan dinamik stoxastik ümumi tarazlıq (DSÜT) modelindən istifadə edir. NEMO və ondan öncəki modellər Bankın proqnozlaşdırma aparatı üçün əsas konseptual istinad çərçivəsi rolunu oynayır.

Son zamanlar qısamüddətli proqnozların hazırlanmasında (1-5 rüb üçün) NEMO-nun rolu azalmışdır ki, bu da Norveç Bankının qısamüddətli dövr üzrə “ansambl” proqnozlarına üstünlük verməsi ilə əlaqədardır. Baza inflyasiyanı proqnoz etmək üçün istifadə edilən “ansambl” modeli 167 tənliyi əhatə edir (bunlardan biri də NEMO modelidir).

Bundan əlavə 2005-ci ilin mart ayına qədər inflyasiya üzrə proqnozların hazırlanması zamanı faiz dərəcəsinin

trayektoriyası ekzogen verilirdi. 2006-cı ilin yanvar ayından etibarən isə Norveç Bankı öz hesabatlarında inflyasiya ilə yanaşı faiz dərəcəsi üzrə proqnozu da nəşr edir. İlk dövrlərdə Norveç Bankı inflyasiya hədəflənməsini 2 illik proqnoz dövrü ərzində həyata keçirirdi. 2004-cü ilin yayından isə bu dövr 1-3 illik müddəti əhatə edir.

NEMO modeli

NEMO modeli Norveç Bankının yeni proqnozlaşdırma və monetar siyasət üzrə təhlil modeli hesab edilir. Model son 10 ildə aparılan beynəlxalq tədqiqatların və qurulan modellərin təcrübəsinə əsaslanır. Bu modeldə Norveç Bankının inflyasiya səviyyəsini tənzimləyə bilməsi fərz olunur. Model rasional gözləntilər hipotezinə əsaslanır. Bundan əlavə monetar siyasət vasitəsilə inflyasiya gözləntilərini idarə etməklə inflyasiya hədəfinə nail olunur. Bu, o deməkdir ki, monetar siyasət inflyasiyanı hədəfə qaytarmaqda həlledici rola malikdir.

Modeldə fərz edilir ki, ev təsərrüfatları və firmalar kimi iqtisadi subyektlər istehlak, investisiya, əməkhaqqı və qiymətlərlə bağlı qərar verərkən gələcək iqtisadi prosesləri nəzərə alırlar. İqtisadi agentlər qərarlarını yalnız bugünkü iqtisadi siyasət əsasında deyil, həm də gələcək siyasətlə bağlı gözləntilər əsasında qəbul edirlər. Qiymət və əməkhaqqının ətalətli olması səbəbindən monetar siyasət tələbə və bununla da



qısa və uzunmüddətli dövrdə iqtisadi artıma və məşğulluğa təsir edə bilər.

NEMO modelini yeni Keynsçi DSÜT modeli də adlandırmaq olar. Bu model neoklassik nəzəriyyə (iqtisadi subyektlər rasional gözləntilərə malikdir və faydalılığı/mənfəəti maksimallaşdırır) və Keynsçi nəzəriyyə (qeyri-təkmil bazar və nominal göstəricilərin ləng olması əməkhaqqı və qiymət ətalətliyinə səbəb olur) arasında körpü yaratması ilə xarakterizə olunur. Nəticədə, model uzunmüddətli dövrdə neoklassik nəzəriyyənin xüsusiyyətlərini (təkliflə müəyyənlanmış məcmu buraxılışı), qısa və ortamüddətli dövrdə isə Keynsçiliyin xüsusiyyətlərini (tələblə müəyyənlanmış məcmu buraxılışı) özündə ehtiva edir.

Model Norveç iqtisadi göstəricilərindən istifadə etməklə Bayes yanaşması əsasında qiymətləndirilir. Eyni zamanda NEMO-nun proqnozlaşdırma dəqiqliyi iqtisadi nəzəriyyəyə daha az əsaslanan alternativ modellərlə müqayisə olunur. Lakin əsas təcrübə göstərir ki, NEMO digər modellərə nisbətən daha dəqiq nəticələr nümayiş etdirir.

NEMO modelinin xüsusiyyətləri

NEMO real biznes tsikli nəzəriyyəsinin genişləndirilmiş forması olan müasir DSÜT modelidir. Burada modelin bütün endogen dəyişənləri üçün dinamik trayektoriya nəzərdə tutulur. İqtisadi göstəricilərdəki dəyişiklik gələcək

təsadüfi şoklardan asılıdır. Ümumi tarazlıq müxtəlif bazarların bütün dövrlərdə bazardakı tələb və təklif əsasında müəyyənləşdiyini və bütün bazarların eyni anda balansda olduğunu nəzərdə tutur.

NEMO-da xarici sektor Norveç və onun ticarət tərəfdaşı olan iki müxtəlif iqtisadiyyatlardan ibarətdir. Modeldə fərz edilir ki, Norveçin (kiçik iqtisadiyyat kimi) ticarət tərəfdaşlarına yalnız marjinal təsirləri var. Beləliklə, modeldə Norveçə xas olan dəyişənlər tamamilə ekzogendir, yəni, Norveçdə iqtisadi göstəricilərdə dəyişmənin xarici dəyişənlərə təsiri yoxdur. Ona görə də əsas diqqət yalnız daxili iqtisadiyyata yönəldilir.

İqtisadiyyat firmalardan, ev təsərrüfatı və mərkəzi bank da daxil olmaqla dövlət sektorundan ibarətdir. Ölkədə məhsulları istehsal edən aralıq sektor da vardır. Daxildə istehsal edilən məhsul həm ixrac, həm də idxal məhsulları ilə birlikdə istehlak, investisiya və dövlət istehlakına olan tələbi qarşılamaq üçün istifadə edilə bilər.

Aralıq istehsal sektoru inhisarçı rəqabətlə xarakterizə edilir və firmalar əmək və kapitaldan istifadə etməklə diferensiallaşmış məhsul istehsal edirlər. Bu, o deməkdir ki, hər bir firma bazarda qiymət qoyma gücünə malikdir və qiymətləri marjinal maya dəyərindən yüksək müəyyən edir. Məcmu qiymətin



formalaşması qiymətlərin istehsal xərclərində baş verən dəyişikliyə uyğun olaraq tədricən dəyişdiyi Filips əyrisi vasitəsi ilə izah edilə bilər.

Ev təsərrüfatları öz istehlaklarını müxtəlif dövrlər arasında optimal yaymaq üçün kapital bazarlarından istifadə edir. Hər bir ev təsərrüfatı firmalara işçi qüvvəsi təklif edir və firmaların əməyə olan tələbini nəzərə alaraq qiymətləri müəyyənləşdirir. Fərz edilir ki, əməkhaqqı alanlar bazar gücünə malikdir və müəyyənləşdirilmiş əməkhaqqı azad rəqabət şəraitindəki əməkhaqqından yüksəkdir. Həmçinin fərz edilir ki, əməkhaqlarının indeksləşdirilməsi ilə bağlı xərclər də var və əməkhaqqı alanlar bunu nəzərə alırlar. Dövlət xərclərinin əsas maliyyələşmə mənbəyi vergidir. Mərkəzi Bank

inflyasiya hədəflənməsi rejimində fəaliyyət göstərir və qısamüddətli nominal faiz dərəcəsinə müəyyənləşdirir. Monetar siyasət ya sadə qayda ilə (Teylor qaydası), ya da itki funksiyasının minimallaşdırılması qaydası ilə modelləşdirilir.

Mənbə:

Leif Brubakk and Tommy Sveen (2009). “*NEMO – a New Macro Model for Forecasting and Monetary Policy Analysis*”, *Economic Bulletin* 80(1): 39-47

Nina Skrove Falch and Ragnar Nymoen (2011). “*The Accuracy of a Forecast Targeting Central Bank*”, [*Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 5, 2011-15](#)

1.3. İnkişaf iqtisadiyyatı üzrə tədqiqatlar

Ölkələr niyə “orta gəlir tələsi”nə düşür: Malayziya təcrübəsi

Dayanıqlı iqtisadi artımı təmin etmək üçün davamlı yüksək məhsuldarlığa nail olmaq vacib olsa da, təcrübədə bu elə də asan deyil. 1970-ci ildən sonra bir çox ölkələr öz nisbi gəlir səviyyələrini yaxşılaşdırmalarına baxmayaraq, onların çox az hissəsi aşağı gəlir qrupundan orta gəlir qrupuna yüksəlməyə nail olmuş, yalnız bir neçəsi yuxarı gəlir qrupuna yüksəlmişdir. Orta gəlir qrupundan

yüksək gəlir qrupuna keçə bilməyən, başqa sözlə, orta gəlir tələsinə düşən ölkələrdən biri də Malayziyadır. 1970-ci illərdə Malayziyadan inkişaf baxımından geridə olan Koreya və Tayvan isə orta gəlir tələsinə düşmədi və yüksək gəlirli ölkə qrupuna daxil oldu.

Qeyd edək ki, son 40 ildə 167 ölkədən 9-u (Kipr, Çexiya, Yunanıstan, İrlandiya, Koreya, Malta, Portuqaliya, Sloveniya,



Tayvan) yüksək gəlirli ölkə statusuna nail olub.

Ümumilikdə Malayziya uğurlu inkişaf yoluna malik ölkələrdən hesab olunur. Belə ki, Malayziya bir neçə onilliyə güclü iqtisadi artımla Asiyanın yeni sənayeləşmiş ölkəsinə çevrilmiş, 1970-2010-cu illərdə adambaşına ÜDM-də ortalama illik 2.8% artıma nail olmuşdu. 2005-ci ildə AQP ilə adambaşına ÜDM 10.830\$ təşkil etmişdir. İnsan inkişafı indeksi, orta təhsil, orta ömür müddəti göstəriciləri üzrə əhəmiyyətli yaxşılaşma baş vermiş, uşaq ölümü azalmışdır.

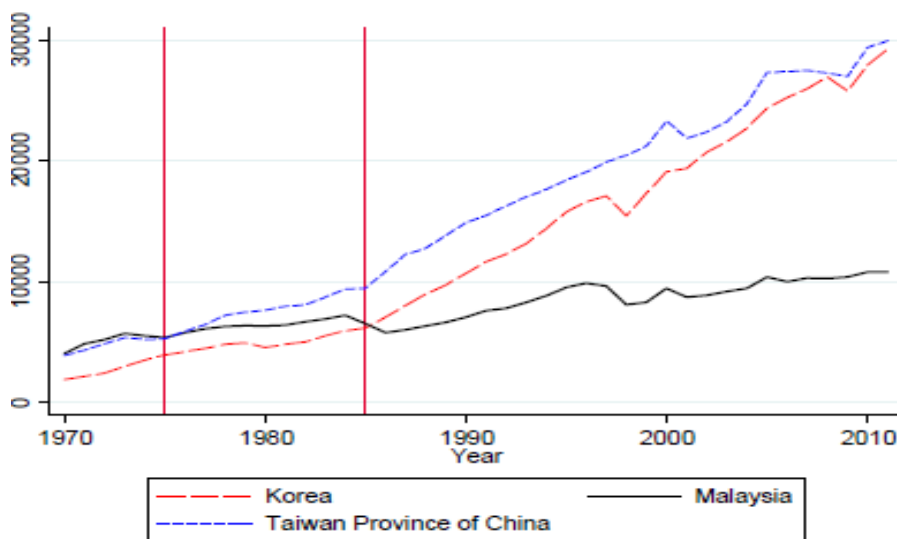
Qeyd olunan uğurlara baxmayaraq Malayziya hazırda orta gəlir tələsində olan ölkə hesab olunur. Nəzəriyyəyə görə orta gəlir tələsinə düşmənin potensial səbəbləri aşağıdakılardır:

- Ölkə orta gəlir qrupuna daxil olduqdan sonra yeni artım mənbələri axtarmır.

Nəticədə, əmək resurslarını kənd təsərrüfatından sənayeyə cəlb etməklə və sadə xarici texnologiyaları mənimsəməklə əvvəlki yüksək artım tempi baş vermir;

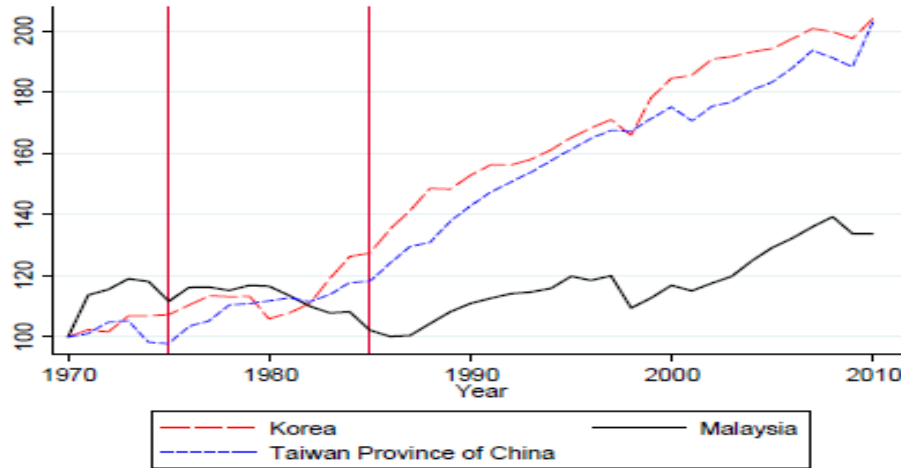
- Əmək haqlarının artması nəticəsində rəqabət qabiliyyəti itirilir və s.

Əmək məhsuldarlığının və iqtisadi artımın dayanlığını təmin etmək üçün yeni ideyalar, metodlar, proseslər, texnologiyalar, yəni innovasiya tələb olunur. Nümunə üçün qeyd edə bilərik ki, 1970-2010-cu illərdə Koreyada və Tayvanda ümumi faktor məhsuldarlığı (ÜFM) orta hesabla hər il 1.8%, Malayziyada isə 0.8% artmışdır. Digər nümunə üçün 1970-ci illərin ortalarından başlayaraq 1980-ci illərin ortalarına qədər Malayziyada məhsuldarlığın aşağı düşməsi, lakin Koreya və Tayvanda artmasını göstərə bilərik.





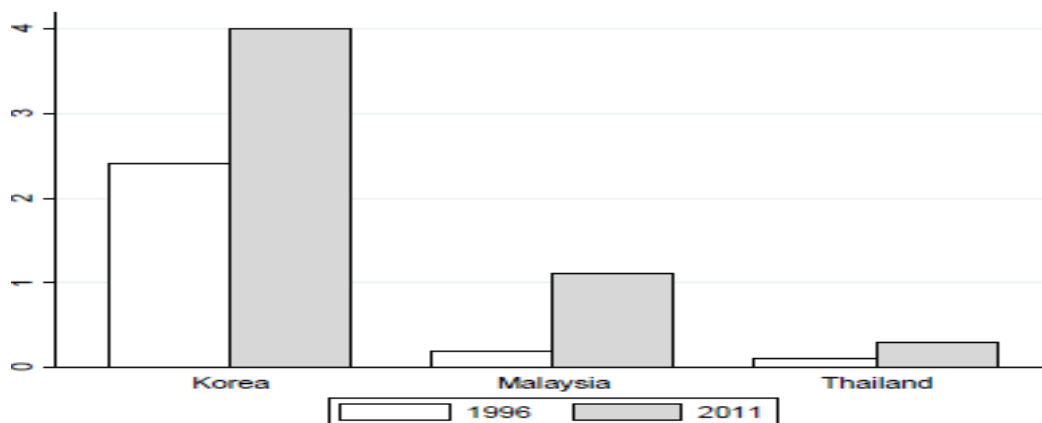
Qrafik 1: Adambaşına ÜDM (2005 AQP qiymətlərilə, \$)(Şaquli xətlər dönüş illəri göstərir: Tayvan üçün 1975-ci il və 1985-ci il)



Qrafik 2: Ümumi Faktor Məhsuldarlığı (1970=100)(Şaquli xətlər dönüş illəri göstərir: Tayvan üçün 1975 və 1985-ci il)

2011-ci ildə Malayziyada tədqiqat və inkişafa ayrılan xərclər ÜDM-in 1%-dən bir qədər artıq olmuşdur ki, bu da Koreyada 1990-cı ildə (ÜDM-in 2%-dən

artıq), hətta 1980-ci illərin ortalarında (1984-cü ildə 1,3%) müşahidə edilən səviyyədən də xeyli aşağıdır.



Qrafik 3: Tədqiqat və inkişafa yönəldilən xərc (ÜDM-də payı)

Malayziya məhsul ixracının artırılması üçün çıxış yolunu BXİ cəlbə və transmilli şirkətlərdə (TMS) görürdü.

1980-ci illərin ortalarında liberallaşma və BXİ-yə əsaslanan ixracın

stimullaşdırılması siyasəti nəticəsində Malayziya ixracın diversifikasiyasına nail olsa da, ölkədə yeni texnologiya yaradılması və ÜFM-də irəliləyişə nail olunmadı. Tədqiqatçılara görə, bunun əsas səbəbi aşağıdakılardır:



- TMSŞ-lər öz tədarükçüləri ilə işləyir, şəxsi istehsaldan və ya idxal olunmuş materiallardan istifadə edir, yalnız sadə istehsal prosesinə malik məhsulları yerli istehsalçılardan alır və mənfəəti repatriasiya edirlər;
- Ölkədə intellektual hüquqların müdafiəsinin zəifliyi, tədqiqat və inkişaf üçün əlverişli şəraitin olmaması, ixtisaslı işçi qüvvəsinin əskikliyi və s.;
- TMSŞ-lər işçilərin ixtisaslarının artırılmasına yönələn təlimlərin keçirilməsində maraqlı deyillər. Çünki təlimlərdən sonra ixtisasını artıran mütəxəssislərin iş yerlərini dəyişmək imkanları artır;
- Firmalarda tədqiqat və inkişaf məsələləri ilə bağlı tədbirlərdə nadir hallarda xarici ölkə təcrübəsindən istifadə olunurdu;
- TMSŞ-lər bizneslərini çox vaxt xarici ölkələrdə yeni məhsullar vasitəsilə tanıtmır, xarici bazarlara tanınmış və artıq müəyyən alıcı kütləsinə malik məhsulla çıxırdılar.

Bu çatışmazlıqlar Malayziyanın orta gəlir tələsinə düşməsinə təkan verdi. Bu vəziyyətdən çıxmağın zəruri şərtləri isə aşağıdakılar hesab olunur:

- İnnovasiyaya əsaslanan artıma keçid;
- İnvestisiyaları artırmaq və texnologiyaları sürətlə mənimsəmək

məqsədlə hökumətin ilk mərhələdə müdaxiləsi;

- İnnovasiya əsaslı strategiyanın tətbiqi, bu məqsədlərəqabət qabiliyyətinin dəstəklənməsi və siyasi maraqların balanslaşması;
- İnsan kapitalına maliyyə resursların ayrılmasına mane olan səbəblərin aradan qaldırılması;
- İnsan kapitalını artırmaq, bunun üçün “öz təcrübəsindən öyrənmək” və “iş yerində öyrənmək” kimi təcrübə və bilik qazanmağın metodlarından istifadə;
- Məhsul buraxılışında çeşid diversifikasiyasına nail olmaq.

Keçən dövr ərzində tədqiqat və inkişafa yönəldilmiş investisiyalar yerli şirkətlərə stimül verməklə yanaşı, yeni texnoloji dəyişikliyə daha tez adaptasiya olunan xarici şirkətlərə də ixracı artırmaqda kömək etmişdi. Bu baxımdan Malayziya hökuməti texnoloji inkişafın vacibliyini hədəfləyərək növbəti mərhələdə aşağıdakılara fokuslanmağı zəruri hesab edir:

- Texnoloji parkların yaradılması;
- BXİ-in ölkəyə cəlb olunması üçün təşviqat planlarının işlənməsi;
- Geniş miqyaslı özəlləşdirmənin başlanması;
- Liberalizasiya siyasəti;



- Yeni texnologiyaların xidmət sektoruna “köçürülməsi” və bu sektoru inkişaf etdirmək əvəzinə, istehsal və xidmət sektorlarının kombinasiyasının yaradılması (çünki xidmət sektoru dayanıqlı deyil).

Digər maraqlı ölkə təcrübəsi Tayvanın “Spin off” və “riskli müəssisələrə investisiya yatan hökumət” təcrübəsidir.

Elektronika sektoru Tayvanın iqtisadi artımının əsas hərəkətverici qüvvəsi olsa da, ölkə büdcəsi bu sektorun inkişafında bir sıra maneələr yaratdı. Bu maneələri aradan qaldırmaq üçün hökumət orijinal bir strategiya hazırlamışdı:

- Qlobal brendlərin əvəzinə kiçik və orta müəssisələrin yaradılmasına fokuslanmaq;
- Hökumət yeni texnologiyaların yayılmasında, yeni firmaların onlarla tanışlığında çoxmilli korporasiyalara deyil, dövlət və ya kvazidövlət tədqiqat institutlarına üstünlük verilməsi;
- İnkişafın ilkin mərhələsində baş verən texnoloji sıçrayışa dövlət dəstəyi;

- Mühəndislərin xaricdə təhsil və inkişafına yönələn investisiyaların artırılması.

İqtisadi inkişaf strategiyasında Çilidə dövlət siyasətinin müqayisəli üstünlüyə malik olmayan sahələri əhatə etməsi də maraqlı yanaşma kimi qəbul olunur. Lakin Çili təcrübəsi müəyyən risklər də daşıyır və bu nümunə həmişə özünü doğrultmaya bilər.

1970-ci ildə Çili idxalı əvəzləmə deyil, daha liberal siyasət yürütməyə başladı. Çili ixracın diversifikasiya siyasətində dövlətin dolayı dəstək üsullarından istifadə edirdi. Belə ki, 2000-ci ilin əvvəllərində Çili dövləti Çili İqtisadi İnkişaf Agentliyinin vasitəsilə müdaxilələr etməyə başladı. Çilinin ixrac siyasətindəki əsas uğurlardan biri də dövlət-özəl əməkdaşlıq fondu olmuşdur.

Ölkələr müqayisəli üstünlük prinsipi ilə hərəkət edə bilər. Lakin vacib məsələ ölkənin bu müqayisəli üstünlükdən nə qədər uzaqda olmasıdır.

Mənbə: BVF, 2015 (The Leap of the Tiger: How Malaysia Can Escape the Middle-Income Trap, Reda Cherif and Fuad Hasanov)

1.4. Mərkəzi banklar və qlobal maliyyə sistemi

Yunanıstana üçüncü dəfə maliyyə yardımı ayrıldı

2015-ci ilin ilk yarısında Yunanıstandakı maliyyə böhranının dərinləşdiyi bir

vaxtda Almaniyanın maliyyə naziri bildirmişdir ki, hazırkı vəziyyətdə



Yunanıstanın Avrozonaı ən azı 5 illiyə tərək etməsi məqsədəuyğundur. Lakin, Yunanıstanın böhranlı vəziyyətdə ittifaqdan çıxarılması iqtisadi birliyin təməl prinsiplərinə zidd idi və bu, monetar birliyin gələcək nüfuzu üçün də təhlükəli ola bilərdi. Bu baxımdan, Yunanıstanın avrozonadan çıxarılması baş vermədi və avqustun 14-də Avrozona ölkələrinin maliyyə nazirlərinin toplantısında 2010-cu ildən bəri sayca üçüncü xilasetmə paketinə razılıq verildi. Əvvəlki iki xilasetmə paketindən fərqli olaraq, hələlik Beynəlxalq Valyuta Fondunun iştirakı nəzərdə tutulmayıb. Qeyd edək ki, xilasetmə proqramı mərhələli şəkildə 3 il ərzində 86 mlrd. avro yardım edilməsini nəzərdə tutur.

Razılaşmaya görə, Yunanıstan avqustun 20-də 13 mlrd. avroluq ilk yardım paketini alır. Bu məbləğin 3.2 mlrd. avro bondlar üzrə Avropa Mərkəzi Bankına olan öhdəliklərin ödənməsinə sərf ediləcək, qalan 10 mlrd. avro isə bank sektorunun yenidən kapitallaşmasına ayrılacaq. Ümumilikdə, yardım paketinin birinci hissəsinin ümumi miqdarı 26 mlrd. avro təşkil edir.

Çin Mərkəzi Bankı devalvasiya həyata keçirmişdir

2015-ci il avqustun 11-də Çin Xalq Bankı (ÇXB) ölkənin milli valyutası olan yuanın ABŞ dollarına nəzərən məzənnəsini 1.9 faiz ucuzlaşdırmışdır. Bu, 1994-cü ildən bəri yuanın bir gün

Yunanıstandakı böhran və neqativ gözləntilər aparıcı səhm bazarlarına da təsirsiz ötürməmişdir. Belə ki, Yunanıstan hökumətinin Afinadakı səhm bazarını və aparıcı bankları bağladığını elan edəndən dərhal sonra nəinki Avropada, hətta Asiya bazarlarında da indekslər aşağı düşməyə başlamışdır. Londonda FTSE indeksi 2%, Almaniyanın DAX və Fransanın CAC40 indeksi 4%, Yaponiyanın Nikkei indeksi 3% aşağı düşmüşdür, həmçinin Avropa banklarının səhmləri orta hesabla 10% ucuzlaşmışdır. Bundan başqa, Yunanıstan böhranı avronun dollara nəzərən dəyərinin azalmasına səbəb olmuşdur.

Avqust ayının 3-də Yunanıstanda banklar yenidən fəaliyyətlərini bərpa etdikdən sonra Afina səhm bazarında bir gün ərzində 16.25% azalma qeydə alınmışdır və bu, 1985-ci ildən bəri Yunanıstan səhm bazarında müşahidə edilən ən pis bir günlük azalmadır. Eyni zamanda, həmin gün Yunanıstan banklarının səhmlərinin qiyməti 30% ucuzlaşmışdır.

Mənbə: www.economist.com, *A third bail-out gets the green light, avqust 2015*

ərzində ən iri həcmli ucuzlaşmasıdır. Devalvasiya qərarından sonrakı iki gün ərzində də, ÇXB yuanın ucuzlaşmasını davam etdirmişdir. Nəticədə, Çin milli



valyutasının dəyəri həftə ərzində ümumilikdə 4.4% azalmışdır.

Çin rəsmiləri devalvasiya ilə bağlı açıqlamalarında bildirmişdir ki, artıq hökumət daha liberal məzənnə siyasət yürüdəcək və bazar qüvvələrinin təsirinə imkan verəcək. Bu qərara qədər ÇXB hər gün rəsmi məzənnəni elan edir və bazarda yalnız iki faiz volatilliyə imkan verirdi. Eyni zamanda, növbəti günün məzənnəsi elan edilərkən əvvəlki günün bazar siqnalı nəzərə alınmırdı. Lakin, ÇXB-nın qərarında artıq rəsmi məzənnə elan edilərkən əvvəlki günün ticarət dövriyyəsinin də nəzərə alınacağı qeyd edilirdi. Analitiklər Çin hökumətinin devalvasiya qərarını bir neçə səbəblə əlaqələndirirlər:

1. 2014-cü ilin rəsmi məlumatına görə Çində iqtisadi artım tempi 7%-ə düşmüşdür. Bundan əlavə, ölkədə həm xammala, həm də hazır sənaye məhsullarına olan tələbat azalmışdır. Eyni zamanda, ixrac ötən ilin analoji dövrü ilə müqayisədə 8.3% geriləmişdi. Bundan başqa, son aylarda Çinin böyük şəhərlərində iş təkliflərinin azalması tendensiyası müşahidə olunur. Buna görə də, Çin hökuməti ixracı stimullaşdırmaq və valyutanı bazar dəyərinə yaxınlaşdırmaq üçün yuanı ucuzlaşdırmaq qərarına gəlmişdir.
2. FES-in faiz dərəcəsinə artırması ehtimalı günü-gündən artmaqdadır.

Qeyd edək, sonuncu maliyyə böhranından sonra ABŞ-da faiz dərəcəsi dəyişməyib və sıfır faiz ətrafında saxlanılıb. Çin hökumətinin bu qərarını isə ABŞ-ın mümkün faiz artımı siyasətinə qarşı qabaqlayıcı tədbir kimi qiymətləndirirlər. Ekspertlər hesab edir ki, yuanın ucuzlaşması nəticəsində FES faiz artımı qərarını ləngidə bilər.

3. Devalvasiya qərarı sadəcə olaraq yuanın nüfuzunun dəstəklənməsi məqsədi ilə atılmış addım ola bilər. Belə ki, Çin hökuməti yuanın Beynəlxalq Valyuta Fondunun beynəlxalq ehtiyat valyutaları siyahısına salınmasına cəhd edir. Yuanın volatilliyini artırmaqla və bazar tələb-təklifinin valyutanın dəyərinə ötürücülüynü təmin etməklə Çin hökuməti yuanın bazar fundamentallarını əvvəlkindən daha çox əks etdirən valyuta olduğunu göstərmək istəyir.

ÇXB-nın bu qərarı “valyuta müharibəsi” riskini artırır. Yuanın devalvasiyası regionun digər ölkələrini də valyutalarını ucuzlaşdırmağa təşviq edə bilər. Belə ki, yuanın ucuzlaşmasından sonra Avstraliya, Malayziya və Cənubi Koreyanın milli valyutaları ucuzlaşmağa başlamışdır. Araşdırmalar göstərir ki, yuanın 15 faiz ucuzlaşması qonşu ölkələrin valyutasının 6-7 faiz dəyər itirməsinə səbəb olur.



Mənbə: www.theguardian.com, *China ends three days of devaluation, avqust 2015*

1.5. Ödəniş sistemləri üzrə son meyillər və qlobal tədqiqatlar

Hindistan hökuməti nağdsız ödənişləri stimullaşdırmaq məqsədilə vergi güzəştləri tətbiq etməyi planlaşdırır.

Hindistan dünyada nağd ödənişlərin ən çox yayıldığı ölkələr siyahısına daxildir. Mastercard-ın hesablamasına görə ölkədə nağd pulun Ümumi Daxili Məhsula (ÜDM)-ə nisbəti 12% olmaqla Braziliya, Meksika və Cənubi Afrikanın eyni göstəricisindən 4 dəfə çoxdur.

Hazırda Hindistanda bir çox KOS-lar və fərdi sahibkarlar elektron ödənişlər zamanı tutulan üç faizə qədər olan yüksək əməliyyat xərclərindən və vergilərdən yayınmaq məqsədilə əməliyyatların həyata keçirilməsində nağd ödənişlərə üstünlük verirlər.

Bununla səbəbdən hökumət nağd ödənişləri azaltmaq və elektron ödənişləri stimullaşdırmaq məqsədilə tədbirlər planı hazırlamışdır. Tədbirlər planı bir çox güzəştlərin həyata keçirilməsini nəzərdə tutur. Belə ki, ümumi əməliyyatların ən azı yarısını elektron ödənişlər vasitəsilə həyata keçirən ticarət müəssisələri bir və ya iki faiz vergi güzəştlərindən yararlanmaq imkanı əldə edə bilərlər. Eyni zamanda, istehlakçılar da xərclərinin müəyyən hissəsini nağdsız

həyata keçirərsə, vergi güzəştiəldə edə bilərlər.

Digər tədbir isə kartla ödənişlər zamanı tətbiq edilən müəyyən xidmət haqlarının ləğv edilməsidir.

Bütövlükdə qeyd edilən tədbirlər maliyyə dərinliyinin artırılması, iqtisadiyyatda pul kütləsinin idarə edilməsi ilə bağlı mövcud xərclərin və vergidən yayınma hallarının azaldılması məqsədi daşıyır.

Mənbə: www.reuters.com, *India unveils plan to boost cashless economy, tackle tax fraud, iyun 2015*

Üz cizgilərinin tanınmasına əsaslanan nağdsız ödənişlər.

Mastercard şirkəti onlayn ödənişləri təsdiq etmək məqsədilə üz cizgilərindən istifadəyə əsaslanan yeni proqram sınaqdan keçirir. Yeni nəzərdə tutulmuş proqrama əsasən, ödənişi təsdiq etmək məqsədilə smartfon istifadəçilərinin telefonu yuxarı qaldırmaqla kameraya baxması kifayətdir.

Mastercard şirkəti bildirir ki, əvvəlki təhlükəsizlik proqramına əsasən onlayn ödənişləri hər zaman şifrə ilə təsdiqləmək lazım gəlirdi. Yeni proqram isə istifadəçilərin smartfon



vasitəsilə ödənişlərini daha asan həyata keçirməsinə yardımçı olacaq.

Bundan başqa, yeni proqram əvvəlki kimi şifrələrin oğurlanmasının qarşısını almaqla ödənişin daha da təhlükəsiz olmasına imkan yaradacaq. Üz cizgilərinin tanınması məqsədilə şəkildən istifadənin qarşısını almaq məqsədilə Mastercard tərəfindən təklif olunan proqram, istifadəçilərdən hər ödənişdə ilkin olaraq “insan” olduqlarını təsdiqləmələrini xahiş edir. Üz cizgilərindən əlavə proqram, kamera vasitəsilə əl izlərini də tanımağa şərait yaradacaq.

Nəzərdə tutulmuş yeni proqram ABŞ-da 500 istifadəçi tərəfindən sınaqdan keçirilir. Şifrə unudularsa onu dəyişdirmək mümkündür, lakin şifrə biometrik olduqda üz cizgilərini dəyişmək mümkün deyildir. Mütəxəssislərin fikrincə həm şifrə, həm də biometrik üsulların ayrı ayrılıqda mənfi cəhətləri olsa da, hər iki vasitə birlikdə daha səmərəli və təhlükəsiz vasitə ola bilər.

Gələcəkdə istifadəçilərin həyatlarını daha da asanlaşdırmaq məqsədilə təhlükəsizlik proqramlarında barmaq izləri və səs tanınmasından istifadə də planlaşdırılır.

Mənbə: www.businessinsider.com,
MasterCard thinks millennials will want to

pay for stuff by taking selfies, iyul 2015

Avtomatik klirinq sistemində (ACH) yeni rüsum tətbiq olunmuşdur.

Avtomatik klirinq sistemi vasitəsilə bir iş günü ərzində vəsaitlərin köçürülməsi üçün banklara yeni rüsumlar tətbiq edilmişdir. Belə ki, Elektron Ödənişlər Assosiasiyasının (NACHA) üzvləri ödənişlərin daha da sürətli olmasını təmin etmək məqsədilə yeni rüsumların tətbiqini təsdiq etmişdir. Bu sistem dövlət qurumlarına, biznes müəssisələrinə və istehlakçılara öz vəsaitlərini daha tez köçürməyə imkan verəcək. Qeyd edək ki, Elektron Ödənişlər Assosiasiyası (NACHA) avtomatik klirinq şəbəkəsini tənzimləyən və ödəniş sisteminin inkişafını, idarə olunmasını və ödənişlər üzrə qaydaları müəyyən edən qurumdur. Adıçəkilən qurum ABŞ-da 12000 maliyyə institutunu birləşdirir.

Assosiasiyanın hesablamalarına görə banklar bir iş günü ərzində vəsaitlərin köçürülməsini həyata keçirmək üçün 2027-ci ilə kimi 49 mln. ABŞ dolları xalis əməliyyat xərci çəkməli və 118 mln. ABŞ dolları məbləğində vəsaiti



sistemin quraşdırılmasına yönəltməlidirlər. Bu xərclərin əsas hissəsi tranzaksiya risklərinin qiymətləndirilməsi, daha ətraflı hesabatlıq sistemi və ödənişlərin həyata keçirilməsi standartlarının yüksəldilməsinə sərf olunacaqdır.

Yeni rüsum hər bir tranzaksiya üçün ödənişi göndərən bankdan ödənişi qəbul edən banka 5.2% həcmində xidmət haqqı ödənilməsinə nəzərdə tutur. Bu xidmət haqqı yuxarıda adı çəkilən xərclərə, eyni zamanda investisiya xərclərinə görə gəlir əldə olunmasına hesablanmışdır.

Bir iş günü ərzində avtomatik klirinq sisteminin üç mərhələdə tətbiqi planlaşdırılır. Belə ki, birinci mərhələyə 2016-cı ilin sentyabr ayında başlanılması nəzərdə tutulur. Bu mərhələdə ödənişlərin bir iş günü

ərzində emalı və fiziki şəxslər arasında köçürmələr (P2P) həyata keçiriləcəkdir. İkinci mərhələdə birbaşa debet əməliyyatları (kommunal xidmətlərin ödənilməsi, ipoteka kreditlərinin ödənilməsi və s.) bir iş günü ərzində klirinq sistemində daxil ediləcəkdir və bu mərhələnin 2017-ci ilin sentyabr ayından başlanılması planlaşdırılır. Üçüncü mərhələdə isə bir iş günü ərzində kreditlərin əldə olunması həyata keçəcəkdir ki, bu da 2018-ci ildən mümkün olacaqdır.

Qeyd edək ki, yeni rüsumların avtomatik klirinq sistemini istifadə edən ticarət müəssisələrinə mənfi təsir edəcəyi gözlənilir.

Mənbə: www.digitaltransactions.net, *New Costs Imposed on Banks by Same-Day ACH Could Reshape Pricing Approach*, aprel 2015.

1.6. Qlobal maliyyə mərkəzləri

Nyu-York Fond Birjasında texniki nasazlıq

İyulun 8-də təxminən saat 11 radələrində Nyu-York Fond Birjasının fəaliyyəti dayanmışdır. Buna səbəb isə kompüter sistemində yaranan texniki nasazlıq olmuşdur. Bununla bağlı bəziləri fond birjasının elektronlaşmasını tənqid etsələr də, əslində bu, hadisənin qiymətli

kağızlar bazarında hiss olunmamasına kömək etmişdir.

Belə ki, qiymətli kağızlar bazarında tənzimləmənin liberallaşması və alternativ elektron platformaların geniş yayılması qiymətli kağızların alqı-satqısının fərqli məkanlarda aparılmasına imkan vermişdir. Artıq



Nyu-York fond birjasında Amerikada aparılan səhm alqı-satqısının yalnız 14%-i həyata keçirilir.

Bu hadisə Nyu-York Fond Birjasının öz texnologiyasını yeniləmək istiqamətində ABŞ-ın tənzimləyici orqanının təzyiqlərinin artmasına əsas versə də, ümumilikdə bazarın fraqmentasiyasının üstünlüyünü göstərdi. Belə ki, məhz bazarın fraqmentasiyası texniki problemlər zamanı qiymətli kağızların ticarətinin davamlığına təmin etməyə imkan vermişdir.

Bu hadisə Nyu-York Fond Birjasının iştirakçılarına mənfə təsir etməsə də, son dövrlər bu cür texniki problemlərin çoxalması ciddi nəticələr də doğurmuşdur. Belə ki, 2012-ci ildə texniki nazaslıq səbəbindən nəzərdə tutulmayan səhmlərin kütləvi alışı ABŞ-da ən böyük bazar qurucularından biri olan Knight Kapital Qrupun müflis olması ilə nəticələnmişdir. Eyni zamanda, 2013-cü ildə texniki nasazlıq NASDAQ-ın 3 saat fəaliyyətsiz qalmasına səbəb olmuşdur.

Mənbə: *The economist, Glitch perfect, iyul 2015.*

Çinin səhm bazarı

İyun ayından etibarən Çində səhmlərin qiyməti təqribən 30% aşağı

düşmüşdür, nəticədə yüzlərlə şirkət səhmlərinin ticarətini dayandırmışdır. Müvafiq nəzarət orqanları faiz dərəcəsinin aşağı salınması da daxil olmaqla, müxtəlif alətlərlə səhm bazarında enişin qarşısını almağa çalışsa da, bunun nəzərə çarpan nəticəsi olmamışdır. İnvestorlar və siyasətçilər səhm bazarında yaşanan böhranın Çin iqtisadiyyatına mənfə təsir edəcəyini gözləyirlər.

Qeyd edək ki, bundan əvvəl Çinin səhm bazarı dünyanın ən çox gəlir gətirən bazarlarından biri olmuşdur və bu ilin iyununda yeddi ilin ən yüksək həddinə çatmışdır. Belə ki, Şanxay səhm bazarında 12 ay ərzində 150% artım qeydə alınmışdır.

Səhm bazarında son dövrlər qiymətlərin həddən artıq şişməsinin əsas səbəbi kimi Çinin yumşaq monetar siyasəti göstərilir. Belə ki, aşağı faiz dərəcəsi investorların səhm bazarına cəlbinə və beləliklə qiymətlərin artmasına səbəb olmuşdur.

Səhm bazarında son dövrdəki qiymət artımına həmçinin əmlak bazarında yaşanan geriləmə də təsir etmişdir. Əmlak bazarında durğunluq investisiyaların səhm bazarına yönəlməsinə səbəb olmuşdur ki, bu da səhm qiymətlərinin artması ilə müşayiət olunmuşdur.



Çinin səhm bazarının liberallaşması səhm bazarına investisiyaların artmasına və səhm buraxan şirkətlərin sayının çoxalmasına səbəb olmuşdur. Belə ki, altı ay ərzində Şanxay və Şenzen fond birjalarında rekord sayda şirkət listinqə daxil olmuşdur.

Qeyd edək ki, bundan əvvəl analitiklər Çin səhm bazarında qiymət artımının iqtisadi fundamentallarla bağlı olmadığını bildirirdilər. Nəticədə, Çin iqtisadiyyatının artım tempinin azalması fonunda səhmlərin qiyməti fundamental dəyərindən yüksək olması və qiymətlərin dayanıqlığı ilə bağlı inamsızlıq səhmlərin kütləvi satışına təkan vermişdir.

Çin hökuməti səhm bazarında qiymət azalmasının qarşısını almaq üçün artıq bir sıra tədbirlərə əl atmışdır. İlk öncə yeni səhm buraxılışı dayandırılmış və Çin Qiymətli Kağızların Maliyyələşməsi Korporasiyasının dəstəyi ilə broker şirkətləri tərəfindən səhmlərin kütləvi alışına başlanmışdır. Qeyd edək ki, adı çəkilən quruma likvidlik dəstəyi Çin Mərkəzi Bankı tərəfindən göstərilir.

Çin Mərkəzi Bankı iqtisadiyyata dəstək məqsədilə dövlət banklarına 40 mlrd. ABŞ dolları həcmində 6 aylıq müddətə kredit ayırmışdır. Bundan başqa, pensiya fondlarına xalis

aktivlərinin 30%-nə kimi hissəsini səhm bazarına investisiya etmək icazəsi verilmişdir.

Mənbə: The guardian qəzeti, Why is China's stock market in crisis?, iyul 2015



2. FUNDAMENTAL TƏDQIQATLAR BÖLMƏSİ (AZƏRBAYCAN MƏRKƏZİ BANKI)

2.1. Keçid iqtisadiyyatı ölkələrdə institutların keyfiyyəti və makroiqtisadi siyasətin tsiklikliyi

Məqsəd

Tədqiqat işində məqsəd keçid tipli ölkələrdə institusional keyfiyyətin makroiqtisadi siyasətlərin (monetar və fiskal siyasət) tsiklikliyinə olan təsirlərini müəyyənəlmək, eləcə də monetar və fiskal şokların ümumi daxili məhsula (ÜDM-ə) təsirlərini qiymətləndirməkdir.

İqtisadi ədəbiyyatlarda makroiqtisadi siyasətin tsiklikliyi daima müzakirə mövzusu olmuşdur. Protsiklik monetar siyasət iqtisadiyyatın yaxşı dövrlərində pul təklifinin artırılması, pis dövrlərdə isə müvafiq olaraq azaldılması ilə xarakterizə olunur. Protsiklik fiskal siyasət zamanı iqtisadiyyatın bum dövrlərində dövlət xərcləri artırılır (və ya vergiləri azaldılır), tənəzzül dövründə isə əksinə (dövlət xərclərini azaltmaq və vergiləri artırmaq) proses baş verir. Monetar və fiskal siyasətlərin xüsusiyyətləri müxtəlif ölkə qrupları üzrə fərqlənir. Tədqiqatlar göstərir ki, inkişaf etmiş ölkələrdə kontrtsiklik, inkişaf etməkdə olan ölkələrdə isə əsasən protsiklik siyasət üstünlük təşkil edir. Lakin keçid tipli ölkələrdə bu prosesdə institusional mühitin rolu, eləcə də fiskal və monetar şokların iqtisadi artıma təsir dərəcəsi aktual olaraq qalır.

Metodologiya

Tədqiqat işində müxtəlif statistik və ekonometrik metodlardan istifadə etməklə institusional keyfiyyət indeksinin monetar və fiskal siyasət göstəricilərinə təsiri müəyyən edilir. Statistik məlumatlar Beynəlxalq Valyuta Fondunun və Dünya Bankının məlumat bazasından, institusional mühit haqqında məlumatlar isə İRS Fondunun nəşr etdiyi məlumatlardan götürülmüşdür. Tsiklik komponentlərin təsirləri Hodrik-Preskot filteri vasitəsilə aradan qaldırılmışdır. Tədqiqat işində 23 keçid tipli ölkənin məlumatlarına əsaslanmaqla panel qiymətləndirmə aparılmışdır. Tədqiqatın birinci hissəsi “Teylor qaydası” modelinin genişləndirilmiş formasına, ikinci hissəsi isə P. Pedroninin (2013) təklif etdiyi panel VAR modelinə əsaslanır.

Nəticələr

Alınmış nəticələrə görə əksər keçid iqtisadiyyatı ölkələrində monetar və fiskal siyasətlər əsasən protsiklikdir. Bu, həmin ölkələrdəki institutlarla əlaqədardır. Belə ki, institusional keyfiyyət dəyişəninə elə bir həddi mövcuddur ki, makroiqtisadi siyasət o həddən yuxarı kontrtsiklik, aşağıda isə protsiklik olur. Nəticələr göstərir ki, son illərdə əsasən Şərqi Avropa ölkələri



protsiklik siyasətdən kontrtsiklik siyasətə keçid etməyi bacarmışlar.

Tədqiqat işinin ikinci nəticəsi isə odur ki, MDB ölkələrində monetar və fiskal şokların məcmu buraxılışa təsiri əsasən sıfıra yaxın və ya mənfidir. Qeyri-MDB ölkələrində isə bu təsir əsasən sıfırdır. Bu, keçid iqtisadiyyatı ölkələrdə monetar və fiskal siyasətin transmissiya mexanizminin inkişaf etmiş ölkələrlə müqayisədə zəif olmasını göstərir.

2.2. Qeyri-bank maliyyə təşkilatlarının bank sektorunun inkişafında rolu

Məqsəd

Tədqiqat işinin məqsədi əhali və sahibkarların maliyyə-bank xidmətlərindən istifadə səviyyəsinin artırılmasında qeyri-bank maliyyə təşkilatlarının rolunun araşdırılması və bu istiqamətdə dünya ölkələrinin təcrübələrinin öyrənilməsidir.

Azərbaycanda qeyri-neft sektorunun inkişafı üçün əsas amillərdən biri dayanıqlı bank sisteminin mövcudluğu və əhalinin maliyyə xidmətlərindən istifadə səviyyəsidir. Azərbaycanda iqtisadi subyektlərin maliyyə xidmətlərinə çıxışının daha da artırılması *i)* böyük həcmli pul vəsaitlərinin maliyyə-bank sektoruna cəlb edilməsinə, *ii)* bank sistemi vasitəsilə real sektora investisiyaların stimullaşdırılmasına və *iii)* iqtisadi inkişafın dəstəklənməsinə imkan verir. Məqalədə, əhalinin və sahibkarların maliyyə xidmətlərinə çıxışınatəsir edən əsas amillər

Siyasət faydalılığı

İqtisadiyyatın cari vəziyyətinə adekvat monetar və fiskal siyasət həyata keçirmək və vaxtında düzgün reaksiya göstərmək üçün institusional keyfiyyətin nəzərə alınması vacibdir. Yüksək institusional səmərə makroiqtisadi sabitliyə nail olmaqda mühüm amillərdən biri hesab olunur.

araşdırılmış, maliyyə xidmətlərinə daha rahat və ucuz çıxış imkanının yaradılması üzrə müxtəlif ölkələrin təcrübələrinə baxılmışdır.

Metodologiya

Tədqiqat işində müxtəlif ölkələrdə əhalinin bank xidmətlərindən istifadə səviyyələri, bankların və bank xidməti göstərilməsi üçün icazə verilmiş təşkilatların institusional inkişaf səviyyələri, sahibkarların, xüsusilə kiçik və orta sahibkarlıq (KOS) subyektlərinin maliyyə resurslarına çıxış imkanları Azərbaycanla müqayisəli şəkildə araşdırılmış, mövcud fərqlər təhlil edilmişdir. Eyni zamanda, sərbəst pul vəsaitlərinin bank sektoruna cəlb edilməsi üçün dünya ölkələrinin uğurlu təcrübələri araşdırılmış və Azərbaycanda tətbiqi perspektivləri nəzərdən keçirilmişdir. Statistik məlumatlar əsasən araşdırılan



ölkələrin mərkəzi banklarının hesabatlarından, statistika agentliklərinin məlumatlarından, Dünya Bankının Qlobal Maliyyə İnkluzivliyi Hesabatından, Maliyyə İnkluzivliyi məlumat bazasından (*Global Findex*) və Qlobal Müəssisə və biznes mühiti Sorğularından götürülmüşdür.

Nəticələr

Təcrübədə maliyyə inkluzivliyi aşağı olan regionlarda ənənəvi banklara alternativ qeyri-bank maliyyə institutları mövcud olmuşdur. Misal olaraq, bankların fiziki çatışmazlığı səbəbindən bank sektorundan kənar qalmış əhalinin cəlb edilməsi məqsədilə müxtəlif bankların yaradıldığı, poçt ofislərinə və mobil operatorlara bütün növ bank xidmətlərinin təklif edilməsi üçün icazələrin verildiyi qeyd edilmişdir.

Eyni zamanda, regionlarda fəaliyyət göstərən KOS-lara dəstək məqsədilə regional bankların yaradılması təcrübələrindən bəhs edilmişdir. Araşdırmalar sahibkarların maliyyə resurslarından istifadə imkanlarının genişləndirilməsi məqsədilə bank sektorunda hüquqi bazanın da zənginləşdirildiyini, özəl kredit büro və reyestrlərinin yaradıldığını göstərir.

Siyasət faydalılığı

Tədqiqat Azərbaycanda bank sisteminin uzunmüddətli inkişaf strategiyasının hazırlanmasında və tətbiqində əhəmiyyətli məlumat mənbəyi ola bilər. Habelə, tədqiqat işindəki məlumatlardan bank sektorunun infrastrukturunun və institusional potensialının qiymətləndirilməsində istifadə edilə bilər.

2.3. Depozitlərin sığortalanması siyasətinin maliyyə sabitliyinə təsirinin qiymətləndirilməsi

Məqsəd

Tədqiqat işində Azərbaycanda əmanətlərin sığortalanması sisteminin effektivliyi qiymətləndirilir. Tədqiqatlara görə, bir sıra ölkələrdə əmanətlərin sığortalanması sistemi (ƏSS) ilkin mərhələdə bankın iflası halında fiziki şəxslərin depozitlərinin qorunmasına yönəlir. Lakin, zaman keçdikcə, bu mexanizm bazar intizamının pozulmasına, hətta bank sektorunun kövrəkliyinin artmasına səbəb olur. Bu səbəbdən tədqiqatın

məqsədi böhran müşahidə edilmiş ölkələrin təcrübəsini araşdırmaq, Azərbaycanda əmanətlərin sığortalanması sisteminin maliyyə sabitliyinə təsirini qiymətləndirmək və onun maliyyə sabitliyinin qorunmasında vacib institut kimi çevikliyinin artırılması üçün siyasət tövsiyələri hazırlamaqdır.

Metodologiya

Tədqiqat işində 31 ölkənin depozitlərin sığortalanması



sistemində kəmiyyət və keyfiyyət parametrləri nəzərdən keçirilmişdir. Müştərək komponent analizindən istifadə edilməklə müxtəlif ölkələr üçün bazar intizamının səviyyəsi hesablanmışdır.

Nəticələr

Nəticələrə görə, Azərbaycanda bazar intizamının səviyyəsi normaldır və ƏSS bazarda davranış problemlərinə səbəb olmur. Bundan əlavə müəyyən edilmişdir ki, ƏSS-in qəbul edilməsindən cəmi 8 il keçsə də, fondun təşkilati strukturu, hüquqi və normativ bazası aparıcı ölkələrinin təcrübəsinə sürətlə uyğunlaşdırılır.

Siyasət faydalılığı

Tədqiqat ƏSS-in siyasət çərçivəsinin formalaşması və onun maliyyə sabitliyinin qorunmasında rolunun artırılması üçün faydalı ola bilər.

3. MALİYYƏ SAVADLIĞI

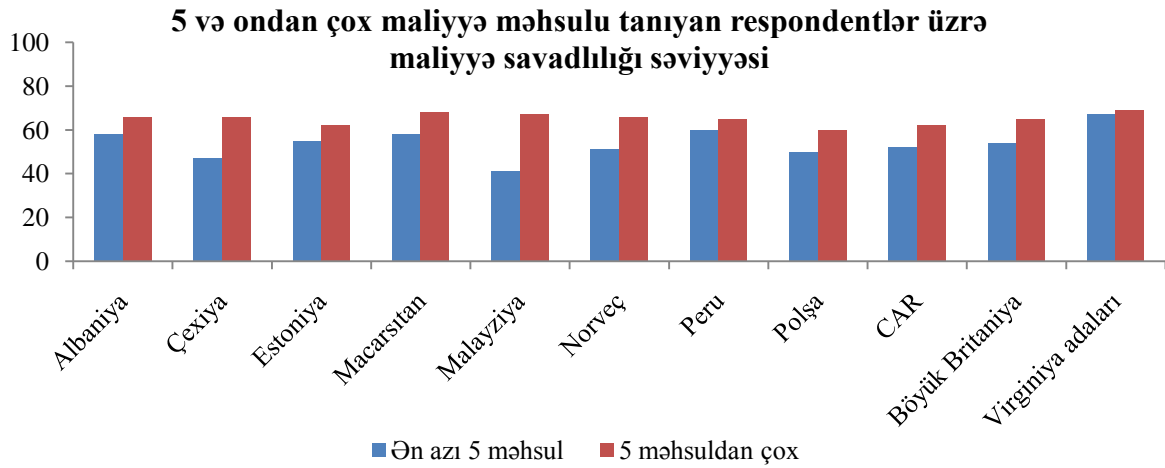
Maliyyə savadlılığı və maliyyə inkluzivliyi: İƏİT-in sorğu nəticələri

Müasir dövrdə maliyyə sabitliyinin təmin edilməsində maliyyə inkluzivliyi, istehlakçı hüquqlarının qorunması və maliyyə savadlılığı mühüm əhəmiyyət kəsb edən faktorlardan hesab edilir.

Maliyyə savadlılığı səviyyəsinin yüksəldilməsi üçün fərdlərin yalnız bu sahədə biliklərinin artırılması

məqbul deyil. Belə ki, əldə olunmuş biliklər arzu olunan davranış və bacarıqların formalaşdırılması üçün zəruri olan amillərdən yalnız biridir. Bu biliklərin realizasiyası və nəticə etibarilə müvafiq davranış və bacarıqların yaranması üçün əlverişli şəraitin olması vacibdir. Başqa sözlə desək, insanlara ötürülən biliklərin arzuolunan davranış və bacarıqlara transformasiyası, əldə edilmiş biliklərin doğruluğunun praktikada yoxlanılması və bundan faydalanmaq üçün adekvat maliyyə məhsul və xidməti təklif edən bir maliyyə sektorunun mövcudluğu zəruridir.

İƏİT-in Maliyyə Savadlılığı üzrə Beynəlxalq Şəbəkəsinin 14 ölkədə apardığı sorğu nəticəsi əldə edilmiş maliyyə savadlılığı ilə maliyyə inkluzivliyi arasında əlaqənin mövcudluğunu təsdiq edir. Aparılan təhlillər nəticəsində müəyyən edilib ki, maliyyə məhsul və xidmətləri arasında seçim etmək bacarığı maliyyə savadlılığı səviyyəsi aşağı olanlara nisbətən daha yüksəkdir. Şəkil 1-dən görüldüyü kimi, sorğuda iştirak etmiş bütün ölkələrdə 5-dən az maliyyə məhsulu tanıyan respondentlərin 5-dən çox maliyyə məhsulu tanıyanlara nisbətən maliyyə savadlılığı səviyyəsi nisbətən aşağıdır.



Mənbə: *IIFL/MSBS – Maliyyə savadlılığının ölçülməsi. Adele Atkinson, Flore-Anne Messy*

Qeyd olunan bu hal, əhalisinin böyük bir qisminin banklarda hesablarının olduğu və inkluzivliyin 60%-dən az olduğu ölkələrdə belə özünü doğruldur. Buradan belə bir nəticəyə gələ bilirik ki, ölkədəki bank sektorunda mövcud olan məhsul və xidmətlər haqda məlumatlılıq maliyyə inkluzivliyi baxımından ilkin vacib şərtidir.

The Global Findex (2011) qeyd edir ki, yoxsulluq səviyyəsi yüksək olan, yaxud qeyri-bərabər gəlir bölgüsü olan ölkələrdə maliyyə inkluzivliyi də aşağıdır. Bundan başqa, Hindistan (65%), Rusiya (52%), Braziliya (56%) və Çin (36%) kimi inkişaf etməkdə olan ölkələrdə də əhalinin böyük bir hissəsi maliyyə institutlarının xidmətlərindən tam və effektiv yararlanma bilmirlər.

Maliyyə məhsul və xidmət istehlakçıları üçün maliyyə savadlılığının aşağıdakı əsas üstünlükləri mövcuddur:

- Baza maliyyə məhsul və xidmətlərini tanımaq;

- Maliyyə məhsul və xidmətləri üzrə risk və faydaları bilmək;
- Yüksək yığım mədəniyyətini formalaşdırmaq;
- “Kölgə” maliyyə resurslarından istifadənin zərərini anlamaq;
- Öz hüquq və vəzifələrini bilmək.

Adətən siyasət qurucuları maliyyə inkluzivliyini stimullaşdırmaq məqsədilə əhalinin ehtiyaclarına uyğun maliyyə savadlılığı strategiyası işləyib-hazırlayırlar. Buramaliyyə xidmətlərinə çıxışın əlçatan olması, istehlakçıların hüquqlarının qorunması və institusional quruculuq kimi tədbirlər daxildir.

Digər tərəfdən əhalinin maliyyə savadlılığı səviyyəsinin aşağı olması maliyyə inkluzivliyi və dayanıqlı inkişaf baxımından arzuolunmaz nəticələrə səbəb olur. Bu səbəbdən Braziliya, Hindistan, İndoneziya, Meksika və Filippin kimi bir sıra ölkələrdə rasional maliyyə qərarları verə bilməyən istehlakçılar üçün yeni maliyyə imkanları yaradılmışdır.



Lakin bu istiqamətdə lazımi tənzimləmə tədbirlərinin tətbiq edilməməsi yeni risklərə səbəb olmuşdur. Bundan əlavə, maliyyə məhsul və xidmətlərinə dair zəif məlumatlılıq maliyyə bazarının nə dərəcədə sağlam və şəffaf olmasından asılı olmayaraq, maliyyə inkluzivliyinə mənfi təsir göstərməkdədir. Maliyyə məhsul və xidmətlərinin əməliyyat prinsiplərini, eləcə də maliyyə sisteminin norma və qaydalarını bilməyən istehlakçılar əlavə öhdəliklər götürür. Nəticədə izafi borclanma kimi ciddi maliyyə problemləri ilə üzləşirlər.

Eyni zamanda ucqar regionda yaşayan və aşağı gəlirli, hər hansı səbəbdən maliyyə xidmətlərinə çıxış əldə edə bilməyən və ya buna maraqlı olmayan insanlar üçün mövcud maliyyə sektorunun inkişaf səviyyəsi bir o qədər əhəmiyyət kəsb etmir. Maliyyə məhsullarına geniş çıxış imkanlarının olduğu bir mühitdə isə istehlakçıların bu məhsullar haqqında məlumatlı olmaları mövcud şəraitdən lazımınca yararlanmağa imkan vermir.

Bütün bunlar onu deməyə əsas verir ki, maliyyə savadlılığı və maliyyə inkluzivliyi bir-biri ilə sıx əlaqəlidir. Maliyyə inkluzivliyinin əhatə dairəsinin genişləndirilməsi üçün müxtəlif növ maliyyə savadlılığı təşəbbüslərinin həyata keçirilməsi çox vacibdir.

Mənbə: <http://www.oecd.org/finance/financial-education/>

4. İQTİSADI SÖZLÜK

Kəmiyyət yumşalması

Kəmiyyət yumşalması ¹ mərkəzi bankların qeyri-ənənəvi siyasət tədbiri hesab olunur. Mərkəzi bankların ənənəvi siyasət tədbirləri dedikdə isə, əksər hallarda *qısamüddətli* qiymətli kağızları alıb-satmaqla pul kütləsinə və faiz dərəcəsinə təsir göstərmək imkanları nəzərdə tutulur.

Təcrübədə əksər mərkəzi banklar *qısamüddətli* faizləri təsbit edir və beləliklə, iqtisadiyyatda mövcud faiz dərəcələrini tənzimləyirlər. Tədqiqatlar göstərir ki, real iqtisadi proseslərə faiz dərəcələrinin 3 aydan çox müddətdə təsiri daha əhəmiyyətlidir. Bəs *qısamüddətli* faizlərin təsbit olunması *uzunmüddətli* faizlərə necə ötürülür?

Qısamüddətli faizlərdəki dəyişmələrin *uzunmüddətli* faizlərə ötürülməsi *gözləntilər hipotezinə* əsaslanır. Bu nəzəriyyəyə görə, *uzunmüddətli* faizlər müvafiq dövr üzrə *gözlənilən qısamüddətli* faizlərin ədədi ortasına bərabərdir. Beləliklə, mərkəzi banklar *qısamüddətli* faizləri dəyişməklə faiz dərəcələri ilə bağlı *gözləntilərə* təsir göstərir ki, bu da öz növbəsində *uzunmüddətli* faizlərə ötürülür.

Mərkəzi bankların məhz *qısamüddətli* faizləri siyasət aləti və ya əməliyyat hədəfi kimi seçməsi bir sıra mülahizələrlə bağlıdır. Təcrübə

¹İngilis dilində – “quantitative easing (QE)”



göstərir ki, *uzunmüddətli* faizlərin siyasət aləti kimi seçilməsi *qısamüddətli* faizlərdə arzu olunmayan volatillik yarada bilər. Borio (1997) qeyd edir ki, *qısamüddətli* faizlərlə müqayisədə mərkəzi banklar digər faizlərə daha az nəzarət edə bilər. Bununla yanaşı, mərkəzi banklar tərəfindən *uzunmüddətli* faiz dərəcəsinin müəyyənləşdirilməsi monetar siyasət qərarları üzrə siqnalları təhrif edə bilər.

Bəs mərkəzi banklar nə vaxt *uzunmüddətli* faizi tənzimləməlidir? MakQof və digərləri (2005) təklif edir ki, mərkəzi banklar *uzunmüddətli* faizləri yalnız *qısamüddətli* siyasət faizləri sıfır (minimum) həddinə yaxın olduqda tənzimləsinlər. Mərkəzi bankların təcrübəsində uzunmüddətli faizlərin tənzimlənməsi qeyri-ənənəvi tədbir hesab olunur.

2008-ci ilin qlobal maliyyə böhranı zamanı inkişaf etmiş ölkələrdə, məsələn, ABŞ-da *qısamüddətli* faiz dərəcələri sıfır həddinə yaxın idi. Həmin dövrdə ölkə iqtisadiyyatını stimullaşdırmaq üçün Federal Ehtiyatlar Sisteminin *qısamüddətli* faizləri daha da aşağı endirməsi zərurəti yaranmışdı. Lakin bunun üçün heç bir imkan yox idi, çünki faktiki *qısamüddətli* nominal faizlər sıfıra yaxın idi. Nominal faizlərin isə sıfırdan aşağı endirilməsi mümkün deyil.² Belə olduqda, FES qeyri-

ənənəvi yolla iqtisadiyyatı canlandırmaq siyasəti həyata keçirməyə qərar verdi. Belə ki, FES *uzunmüddətli* faizlərə *birbaşa* təsir göstərmək üçün uzunmüddətli istiqrazların geniş həcmdə alınması başlandı.

Birinci etapda, FES dövlət və agentlik qiymətli kağızlarını, ikinci etapda dövlət qiymətli kağızlarını, üçüncü etapda isə ipoteka ilə dəstəklənən qiymətli kağızları, həmçinin dövlət qiymətli kağızlarını geniş həcmdə almağa başladı. Burada məqsəd *uzunmüddətli* qiymətli kağızların satılıb-alınması yolu ilə həmin kağızlar üzrə təklifi məhdudlaşdırmaq və nəticədə onların qiymətlərini artırmaq idi. Uzunmüddətli borc kağızlarının qiymətlərinin artırılması isə *uzunmüddətli* faizlərin azalmasına xidmət edirdi. Belə bir addım *qeyri-ənənəvi* siyasət tədbiri hesab olunurdu. Çünki, iqtisadiyyatın normal dövrlərində FES əksər mərkəzi banklar kimi *qısamüddətli* faizləri təsbit edir, *uzunmüddətli* faizlərin təyin olunmasını bazarın öhdəsinə buraxırdı.

Kəmiyyət yumşalması tədbirlərinin populyarlaşması 2008-ci ilin maliyyə böhranına təsadüf etsə də, ABŞ-da onun tarixçəsi 1960-cı illərə gedib çıxır. Həmin illərdə FES-in həyata keçirdiyi oxşar tədbirlər “*Tvist*

²Bəzi ölkələrin praktikasında siyasət faizlərinin *mənfi* zonaya endirilməsi də müşahidə olunur. Belə

ölkələrə misal olaraq, İsveç (İsveç Riksbankı) göstərmək olar. Lakin nominal faiz dərəcələrinin əhəmiyyətli mənfi zonaya endirilməsi mümkün görünmür. Belə olduqda, əhalinin yığılmasını banklarda saxlamağa heç bir stimulu olmur.



əməliyyatı” kimi tarixə düşmüşdü. Belə ki, 1960-cı ilin noyabr ayında Kennedi ABŞ-ın yeni prezidenti seçilmiş və 1961-ci ilin yanvar ayında onun andıçmə mərasimi keçirilmişdi. 1960-cı ilin aprel ayından ABŞ iqtisadiyyatı durğunluq vəziyyətində idi və bu, 1961-ci ilin fevral ayında başa çatmışdı. Yeni administrasiya iqtisadiyyatı stimullaşdırmaq üçün yumşaq pul və fiskal siyasət həyata keçirməyə çalışırdı. Lakin həmin dövrdə Avropada qısamüddətli faizlər ABŞ-da mövcud olan qısamüddətli faizlərdən yüksək idi. Qeyd edək ki, həmin dövrdə beynəlxalq maliyyə sistemində təsbit məzənnə rejimi hegemon idi. ABŞ və Avrop arasında belə faiz fərqlərinin artması isə həmin dövrdə kapital və qızılın ABŞ-dan Avropaya axını demək idi. Belə şəraitdə, FES qısamüddətli faizlərin azaldılmasını məqsədəuyğun bilmirdi. Çünki bu addım tədiyə balansını pisləşdirə və kapitalın xaricə axınına gətirib çıxara bilərdi.

Kennedi administrasiyası bu dilemmanın həlli üçün *uzunmüddətli* faizlərin azaldılması, lakin *qısamüddətli* faizlərin isə dəyişməz saxlanılması təklifi ilə çıxış etdi. İdeya ondan ibarət idi ki, biznes investisiyası və əmlak tələbi daha çox *uzunmüddətli* faizlərdən asılı olsa da, tədiyə balansını və qızıl axını daha çox ölkələr arasındakı *qısamüddətli* faiz fərqləri ilə müəyyən olunur. Əgər *qısamüddətli* faizlərə təsir göstərmədən *uzunmüddətli*

faizləri azaltmaq mümkün olsa, bu zaman tədiyə balansını və qızılın xaricə axını baş vermədən ölkədaxili investisiyaları stimullaşdırmaqla edilə bilər.

Kennedi 1961-ci ilin fevral ayında Konqresə məktub ünvanladı və yeni siyasətin əsas istiqamətlərini açıqladı. Hökumət FES və Xəzinənin birgə əməkdaşlığı edib bazardakı *qısamüddətli* və *uzunmüddətli* istiqrazların nisbi həcmi dəyişəcəyini göstərirdi. FES siyasət faizini dəyişməz saxlayacaq, lakin *uzunmüddətli* dövlət istiqrazlarını almaqla *uzunmüddətli* faizləri aşağı salmağa çalışacaq. Eyni zamanda, uzunmüddətli xəzinə istiqrazlarını azaldacaq, əvəzində isə qısamüddətli istiqrazlar emissiya edəcək.

Svanson (2011) göstərir ki, istiqraz bazarının və iqtisadiyyatın həcmi nəzərə alsaq, “*Tvist əməliyyatı*”nın həcmi 2010-cu ildə FES tərəfindən aparılan *ikinci kəmiyyət yumşalması* əməliyyatları ilə oxşarlıq təşkil edir. Müəllifə görə, “*Tvist Əməliyyatı*” *uzunmüddətli* faizlərə statistik əhəmiyyətli təsirə malik olsa da, təsirin miqyası kiçik idi.

Qeyd edək ki, mərkəzi banklar və ya iqtisadçılar arasında *kəmiyyət yumşalması* termininin intərifi ilə bağlı vahid konsensus mövcud deyil. İlk dəfə bu termini istifadə edən Yaponiya Bankı onu 2001 və 2006-cı illərdə apardığı qeyri-ənənəvi əməliyyatlara şamil etmişdir. 1999-cu ildən siyasət faizi sıfır minimum həddinə yaxın olan Yaponiya Bankı



iqtisadiyyatı stimullaşdırmaq üçün kommersiya banklarının izafi ehtiyatlarını artırmaq məqsədi güdmüş və beləliklə, onların likvidlik problemi yaşamasının qarşısını almışdır. Bu məqsədlə Yaponiya Bankı dövlət uzunmüddətli istiqrazlarını, müxtəlif aktivlərlə dəstəklənən qiymətli kağızları və səhmləri, həmçinin iri şirkətlərin kommersiya kağızlarını almışdır.

2006-2014-cü illərdə FES-in sədri olmuş Bernanke 2009-cu ildə London İqtisad Məktəbində çıxışında FES-in həmin dövrdə apardığı qeyri-ənənəvi siyasət tədbirlərini *kredit yumşalması* adlandırmış və onu Yaponiya Bankının 2001-2006-cı illərdə apardığı *kəmiyyət yumşalması* tədbirlərindən fərqləndirmişdir. Bernanke qeyd edir ki, *kredit yumşalması* tədbirləri *kəmiyyət yumşalması* tədbirlərinə ancaq bir cəhətdən oxşayır: onların hər ikisi mərkəzi bankın balansını “şişirdir”.

Bernankeyə görə, *kəmiyyət yumşalması* rejimində əsas hədəf kommersiya banklarının ehtiyatlarının həcmidir. Ancaq həmin ehtiyatların tərkibi – onun hansı hissəsinin kreditlərdən, hansı hissəsinin isə qiymətli kağızlardan formalaşması elə bir əhəmiyyət kəsb etmir. *Kredit yumşalması*nda isə tam əksinə olur: əsas hədəflərdən biri ehtiyatların kompozisiyası və bu kompozisiyanın ev təsərrüfatlarına və biznesə verilən kredit şərtlərinə nə dərəcədə təsir göstərməsidir.

Bu fikirdən sonra bir çox iqtisadçılar *kəmiyyət yumşalmasını* uzunmüddətli dövlət istiqrazlarının, *kredit yumşalmasını* isə özəl sektorun qiymətli kağızlarının alınması əməliyyatları ilə eyniləşdirdilər. Buiter (2008) *kəmiyyət yumşalmasına* pul bazasını artıran əməliyyatlar kimi tərif verir. Mərkəzi bank aktivlərinin cəmi həcmi sabit saxlamaqla onun tərkibinin dəyişdirilməsini isə *keyfiyyət yumşalması* adlandırır.

Kanada Bankı (2009) yeni bank ehtiyatları yaratmaqla dövlət və özəl sektorun qiymətli kağızlarının alınmasını *kəmiyyət yumşalması*, mühüm hesab edilən bazarlarda özəl sektorun aktivlərinin əldə olunmasını isə *kredit yumşalması* adlandırır.

İngiltərə Bankının sədri olmuş Kinqə (2009) görə “klassik qeyri-ənənəvi” siyasətyüksək likvidliyə malik dövlət uzunmüddətli istiqrazlarının alınması yolu ilə pul kütləsinin artırılmasına xidmət edir. “Qeyri-klassik qeyri-ənənəvi” siyasət isə kredit bazarında hədəf aktivlərin alınması yolu ilə həmin bazarlarda likvidliyin yaxşılaşdırılmasına xidmət edir.

Mənbə:

Bank of Canada, 2009, Monetary Policy Report, April 2009;

Benford, James, Berry, Stuart, Nikolov, Kalin, and Young, Chris, 2009, “Quantitative Easing”, Quarterly Bulletin Q2, 2009;

Bernanke, Ben S., 2009, “The Crisis and the Policy Response”, the Stamp Lecture at the



London School of Economics, January 13, 2009;

Buiter, Willem, 2008, “Quantitative Easing and Qualitative Easing: a Terminological and Taxonomic Proposal”;

King, Mervin, 2009, Speech to the CBI Dinner, Nottingham, at the East Midlands Conference Centre, January 20, 2009;

Klyuev, Vladimir, de Imus, Phil, and Srinivasan, Krishna, 2009, “Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies”, IMF, Staff Position Note 9/27;

Swanson, Eric T., 2011, “Let’s Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2”, Brookings Papers on Economic Activity.