

GLOBAL MALİYYƏ TƏHLÜKƏSİZLİK ŞƏBƏKƏLƏRİ VƏ QLOBAL LİKVIDLİK: DAYANIQLIQ PROBLEMATİKASI

Azər R. Həsənlı

İqtisadi İslahatlar Elmi-Tədqiqat İnstitutu, Bakı, Azərbaycan
e-mail: azarhasanli@outlook.com

Xülasə. Beynəlxalq valyuta arxitekturasında müasir çağırışlardan biri də dayanıqlı qlobal likvidlik təminatının formalaşdırılmasıdır. Cari format dəyişiklikləri kontekstində qlobal maliyyə təhlükəsizliyi şəbəkələri bu problemin həllində xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Məqalədə, bu şəbəkələrin müxtəlif komponentlərinin qlobal likvidlik təminatı aspektindən nə qədər dayanıqlı xarakter kəsb etdiyi araşdırılmışdır.

Açar sözlər: qlobal likvidlik, beynəlxalq ehtiyatlar, regional maliyyələşmə mexanizmləri, çoxtərəfli tənzimləmə və nəzarət.

GLOBAL FINANCIAL SAFETY NETS AND GLOBAL LIQUIDITY: SUSTAINABILITY PROBLEM

Azar R. Hasanli

*Institute for Scientific Research on Economics Reforms,
Baku, Azerbaijan*

Abstract. Formulation of sustainable global liquidity provision is one of the contemporary challenges in the international monetary architecture. In the context of existing format realignments, global financial safety nets constitute significant importance in the resolution of this problem. This paper explores the sustainability issues of individual components of global networks in terms of ensuring global liquidity.

Keywords: global liquidity, international reserves, regional financing arrangements, multilateral regulation and surveillance.

ГЛОБАЛЬНЫЕ СЕТИ ФИНАНСОВОЙ БЕЗОПАСНОСТИ И ГЛОБАЛЬНАЯ ЛИКВИДНОСТЬ: ПРОБЛЕМА УСТОЙЧИВОСТИ

Азер Р. Гасанлы

*Научно-исследовательский институт
экономических реформ, Баку, Азербайджан*

Резюме. Формулирование устойчивого обеспечения глобальной ликвидности является одной из современных задач в международной валютной архитектуре. В контексте существующей перестройки формата глобальные системы финансовой безопасности играют важную роль в решении этой проблемы. В этой статье рассматриваются вопросы устойчивости отдельных компонентов глобальных сетей с точки зрения обеспечения глобальной ликвидности.

Ключевые слова: глобальная ликвидность, международные резервы, региональные механизмы финансирования, многостороннее регулирование и надзор.

1. Giriş

Beynəlxalq valyuta arxitekturasının (BVA) tarixi inkişaf prosesində qlobal likvidlik problemi daima başlıca səbətsizlik mənbələrindən olmuşdur. Bu problematika həm qlobal likvidliyin təminatı xüsusiyyətlərindən, həm də bu sistemin çoxtərəfli tənzimləmə çərçivələrindən qaynaqlanmışdır. Belə ki, milli səviyyələrdə iqtisadi siyasət koordinasiyasının, o cümlədən qlobal miqyasda “sonuncu instansiya kreditoru”nun yoxluğu qlobal likvidlik təminatının dayanıqlı şəkildə həyata keçirilməsini çətinləşdirmişdir. Xüsusilə qeyd etmək lazımdır ki, həm özünün konseptual əsaslandırılması [8], həm də dünya

iqtisadiyyatının dəyişkən inkişaf təmayülləri fonunda qlobal likvidliyin “dayanıqlı səviyyəsi” anlayışının konkret əhatə dairəsi ilə ciddi qeyri-müəyyənliklər mövcuddur. Başqa sözlə, dünya iqtisadiyyatındakı artım tempinə adekvat olaraq qlobal likvidliyin hansı səviyyəsinin ona dayanıqlıq səviyyəsi qazandıra biləcəyi həm siyasət quruculuğu, həm də akademik aspektlərdən müzakirə mövzudur.

Son illərdə isə qlobal likvidlik təminatında struktur aspektlərdən yeni bir format – qlobal maliyyə təhlükəsizliyi şəbəkələri (QMTŞ) öz əhəmiyyətini və həllediciliyini daha da artırmışdır. QMTŞ qlobal likvidliyi müxtəlif səviyyələrə bölərək hər biri üzrə daha uyğun tənzimləmə yanaşmalarının tətbiqinə imkan verir. Digər tərəfdən QMTŞ özündə BVA-dakı müasir fraqmentasiya və çoxqütblülük təzahürlərini də əks etdirir. Lakin özündə ehtiva etdiyi komponentlər üzrə qlobal maliyyə böhranından sonra müşahidə edilən bir sıra təmayüllər QMTŞ-nin effektiv tənzimləmə imkanları təmin etməsini çətinləşdirir.

2. QMTŞ: konyunktural şərtləndirmə və konseptual dəqiqləşdirmə

QMTŞ-nin konseptual dəqiqləşdirmələri bu kateqoriyanın özündə ehtiva etdiyi tərkibin volatilliyi fonunda mütəmadi dəyişikliklərə məruz qalır. Bretton Vuds sisteminin xüsusiyyətləri adekvat və dayanıqlı qlobal likvidlik təminatına imkan verən formatların meydana çıxmasını şərtləndirsə də, ötən dövr ərzində bu istiqamətdə institutlaşmış strukturların yaranması və fəaliyyəti ciddi sərbətsizliklərlə müşahidə olunmuşdur. Digər tərəfdən qlobal rezerv sistemində “sonuncu instansiya kreditörü” funksionallığı daşıyacaq strukturun yoxluğu və BVF-nin qeyri-adekvat təsir imkanlarının mövcudluğu likvidlik təminatında ciddi sərbətsizliklərlə mübarizədə fərqli təşəbbüsləri meydana çıxarmışdır. Başqa sözlə, deyə bilərik ki, qlobal iqtisadi güc balansı dəyişikliklərinin fonunda mütəşəkkil institutlaşmış vahidlərin təşəkkülü aparıcı iqtisadiyyatlar arasında maraqlar müxtəlifliyi zəminində, müxtəlif fraqmental təşəbbüslər nəzərə alınmazsa, həyata keçirilə bilinməmişdir. Fikrimizcə, məhz bu səbəbdən, mövcud boşluqdan doğan risklərdən sığortalanmaq üçün müxtəlif dövrlərdə və böhranlarda QMTŞ formatının fərqli komponentləri ortaya çıxmışdır.

Bretton Vuds mərhələsinin başlanğıcında QMTŞ daha çox vahid mərkəzli (Beynəlxalq Valyuta Fondu (BVF) əsaslı) təşkil edilməsinə baxmayaraq, yeni dünya iqtisadi nizamının formalaşması çərçivəsində daha çox fraqmentasiyaya məruz qalmışdır. Bu əks-mərkəzləşmə təzahürü həm BVF-nin mandatı çərçivəsində “sonuncu instansiya kreditörü” funksionallığını daşıya bilməməsi, həm də ötən dövrlərdəki böhranlar zamanı İEOÖ-lərin üzləşdikləri monetar çətinliklərdən əldə edilən təcrübələrdən qaynaqlanır.

İqtisadi ədəbiyyatlarda QMTŞ-nin funksional əhatə dairəsinin müəyyənləşdirilməsinə dair bir sıra yanaşmalar mövcuddur. Ümumi olaraq, QMTŞ milli dövlətlərin təmin edə bilmədikləri öhdəliklərinə münasibətdə formalaşdırılan monetar yardım [18] və ya böhran zamanlarında maliyyələşmə mexanizmi kimi səciyyələndirilir [4]. BVF-nin yanaşmasında isə QMTŞ beynəlxalq ehtiyatlar, mərkəzi banklar arasında svop sazişləri, regional və çoxtərəfli

maliyyələşmə mexanizmləri (o cümlədən BVF-nin resursları) və bazar əsaslı borclanma alətlərini əhatə edir [13]. QMTŞBVF-nin digər bir sənədində isə BVF və regional maliyyələşmə mexanizmləri, ikitərəfli kreditorlar və fərdi ehtiyalanma imkanları və s. kimi maliyyələşmə çərçivələrini əhatə edən, ölkənin sığortalanma və borc alətlərinin şəbəkəsi kimi xarakterizə olunur [12]. Bütün bu konseptual dəqiqləşdirmələrin fonunda QMTŞ-nin başlıca olaraq aşağıdakı məqsədlər üzrə formalaşdırıldığını identifikasiya etmək mümkündür [13; 14]:

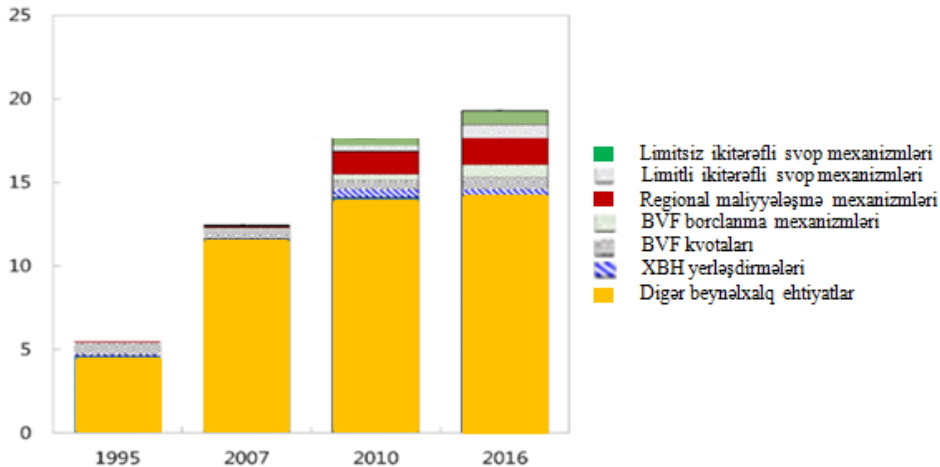
- böhrana qarşı ehtiyat-sığortalama mexanizmi;
- böhranla üzləşən ölkələrə likvidlik təminatı mexanizmi;
- makroiqtisadi siyasət stimullaşdırılması mexanizmi.

Retrospektiv təhlil göstərir ki, QMTŞ-nin mərkəzləşdirilmiş formatdan əks-mərkəzləşdirilmiş struktura keçidi, xüsusilə Bretton Vuds sisteminin inkişaf meyllərinə əhəmiyyətli dərəcədə bağlı olmuşdur. BVF-nin öz ilkin mandatı çərçivəsində beynəlxalq valyuta münasibətlərində stabilləşdirici funksiyasının məhdudiyətləri, eləcə də qlobal rezerv sistemindəki sərbətsizliklərin (Triffin dilemması, məzənnə ziddiyyətləri, likvidlik təminatı problemləri və s.) fonunda müxtəlif ölkələr fərqli təşəbbüslərlə çıxış etməyə başlamışdır. Bretton Vudsun dağılması və 70-ci illərin neft böhranı fonunda, xüsusilə inkişaf etməkdə olan ölkələr (İEOÖ) regional maliyyələşmə təşəbbüsləri hesabına xarici və daxili iqtisadi sərbətsizlik hallarında alternativ maliyyələşmə imkanları axtarışında olmuşlar. Bu axtarış cəhdləri daha sonralar Vaşinqton (1989) və post-Vaşinqton (1998) konsensusları, Asiya böhranı (1997-1998) kimi proseslərin təsiri altında İEOÖ-lərin beynəlxalq maliyyə institutlarına münasibətdə formalaşan etimadsızlıqların hesabına daha da genişlənmişdir. Digər tərəfdən 1970-ci illərdən etibarən sürətlənən maliyyə qloballaşması “Soyuq müharibənin” bitməsi ilə yeni bir keyfiyyət fazasına qədəm qoymuşdur. Kapital axınlarının miqyasında və strukturunda müşahidə olunan dəyişikliklər, o cümlədən bu axınlara münasibətdə tənzimləmə siyasətlərindəki yumşalma (Vaşinqton Konsensusunun da ideoloji təsiri altında) maliyyə bazarlarının qlobal iqtisadi siyasətdə çəkisinin artmasına rəvac vermişdir. Başqa sözlə, QMTŞ-lərin qlobal likvidlik təminatında yüksələn çəkisi təkcə artan maliyyələşmə ehtiyacından deyil, həm də siyasi iqtisad xarakterli amillərdən qaynaqlanmışdır. QMTŞ-nin cari çoxsəviyyəli strukturu sonuncu qlobal maliyyə böhranı və ardından hər bir komponenti üzrə öz mövcudluğunu və sistemik əhəmiyyətini nümayiş etdirmişdir .

3. Post-böhran mərhələsi və QMTŞ-nin artan əhəmiyyəti

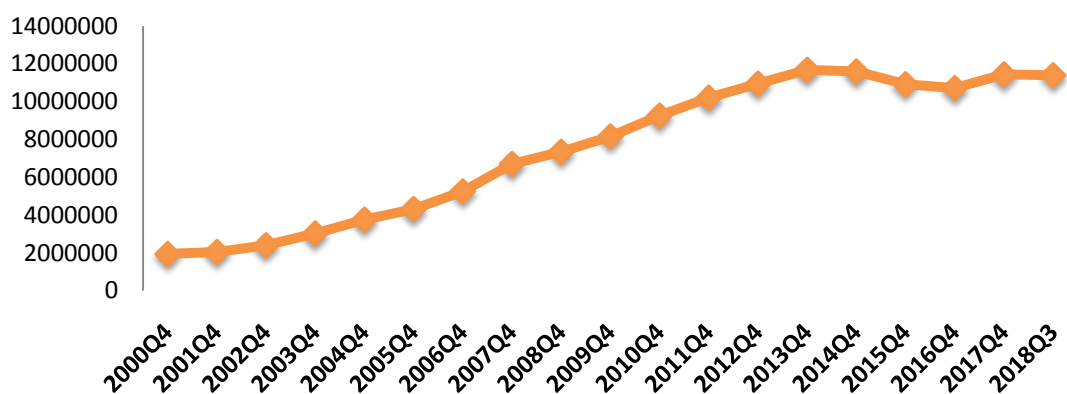
QMTŞ-nin hər bir komponenti üzrə son onilliklərdə ciddi artım baş vermişdir (Diaqram 1). Bu artım tendensiyası mərkəzi banklar arasında ikitərəfli valyuta svopu razılaşmaları və regional maliyyələşmə mexanizmlərinin fonunda da aşkar müşahidə olunur ki, bunu da hər iki komponentin böhranların yayılmasına qarşı effektiv siyasət imkanları təqdim etməsi ilə izah etmək mümkündür. Lakin, hesab edirik ki, bu artım xüsusiyyətləri

BVA-da müşahidə olunan, yuxarıda bəhs edilən format dəyişikliklərinin təzahürü qismində də nəzərdən keçirilə bilər. QMTŞ-nin komponentləri arasındakı əlaqə kifayət qədər xaotik olmaqla bərabər, bəzilərinə çıxış imkanlarının doğurduğu siyasi risklər kifayət qədər yüksəkdir [13; 15].



Diaqram 1. QMTŞ elementləri (qlobal ÜDM-ə nisbətə) *Mənbə:* BVF

Bu risk mənbələrinə əlavə olaraq, QMTŞ komponentlərinin hər biri üzrə mövcud olan və qlobal iqtisadi artım aspektindən heç də əhəmiyyətsiz olmayan ciddi çatışmazlıqlar və siyasət uyğunsuzluqları mövcuddur. Fikrimizcə bunlardan ən vacibi, yuxarıdakı diaqramdan da görüldüyü kimi, müxtəlif ölkələr tərəfindən valyuta ehtiyatlarının toplanmasının sürətlənməsi və bunun doğurduğu müxtəlif makroiqtisadi və monetar risklərdir. Valyuta ehtiyatlarının formalaşdırılması təcrübəsi əslində 1960-ci illərdən başlamış, 70-ci illərdən etibarən isə neft ixracatçısı ölkələrin təmsalında öz miqyasını əhəmiyyətli şəkildə artırmışdır. Lakin BVA-nın inkişaf mərhələləri üzrə bu ehtiyatların toplanmasının qlobal likvidlik üzərindəki təsiri fərqli motivlərlə əsaslandırılır. Bretton Vuds mərhələsində bu ehtiyatların toplanması qlobal rezerv sisteminin şərtləndirmələri altında müxtəlif səbətsizliklərə (xüsusilə, Triffin dilemması) yol açmışdır. Post-Bretton Vuds mərhələsində isə valyuta ehtiyatlarının toplanması bir sıra makroiqtisadi (ehtiyat və siyasət aləti qismində) xarakterli motivlərlə həyata keçirilmişdir. Bunlara kontrtsiklik motiv, gələcək volatilliklərə qarşı ehtiyat, valyuta bazarı və investorlar üçün xəbərdaredici impuls ötürülmə vasitəsi, o cümlədən, maliyyə sabitliyivə ticarət siyasəti hədəfləri baxımından istifadəyə yararlılıq və s. aid edilə bilər. 2000-ci illərdən etibarən valyuta ehtiyatların toplanması qlobal iqtisadi artımın da təsiri altında yenidən geniş vüsət almışdır (Qrafik 1). Valyuta ehtiyatlarının əksər İEOÖ-lər üçün, xüsusilə xammal ixracatçıları üçün çoxməqsədli bir siyasət seçimi kimi təsbiti təcrübəsi ötən illərdə xeyli genişlənmişdir. İEOÖ və yüksələn iqtisadiyyatların sahib olduqları ehtiyatların qlobal ehtiyatlardakı çəkisi isə 1990-2008-ci illər arasında 28%-dən 65%-ə qədər yüksəlmişdir [1].



Qrafik 1. Məcmu xarici valyuta ehtiyatları (mln. \$) *Mənbə:* BVF

Lakin valyuta ehtiyatlarının toplanması özündə həm əlavə xərclər - kvazi-fiskal və sterilizasiya xərcləri, faktiki və ya potensial məzənnə itkiləri, balans riskləri və s. ehtiva etməklə yanaşı, iqtisadi siyasət intizamının pozulmasına da yol açır. Bu ehtiyatlar eyni zamanda iqtisadi cəhətdən resursların İEOÖ-dən İEO-lərə axması demək olsa da, həm də onların monetar müstəqilliklərinin artmasına və səbatsızlıqlarla üzləşilən şəraitdə maneə imkanları təqdim edir. Bu imkanlar sırasında, xüsusilə suveren rifah fondlarının yaradılması və onların çoxməqsədli mandatları çərçivəsində İEOÖ-lərin artan valyuta ehtiyatlarının idarəedilməsinin daha mütəşəkkil, institutlaşmış əsaslarda həyata keçirilməsi qeyd edilməlidir. Nəzərə almaq lazımdır ki, belə fondların təşəkkülü prosesində 2000-ci ildən sonrakı mərhələdə daha ciddi aktivlik müşahidə edilmişdir və bu təsisatların məcmu aktivlərinin həcmi 2018-ci ilin ortalarında təxminən 7.82 trln. \$ olmuşdur.

Beynəlxalq maliyyə bazarlarına məhdud çıxış imkanlı ölkələr üçün valyuta ehtiyatları eyni zamanda makroiqtisadi bufer funksiyası da daşıyır. Bu ehtiyatların idarə olunması və valyuta risklərinin asimmetrik paylanması kimi çatışmazlıqlarına baxmayaraq, valyuta ehtiyatları müasir qlobal likvidlik sisteminin əhəmiyyətli elementidir. Lakin bu ehtiyatlardan istifadənin milli səviyyələrdə əsasən diskret siyasət çərçivələri vasitəsilə həyata keçirilməsi, artan geoiqtisadi və məzənnə ziddiyyətləri fonunda qlobal likvidlik təminatının dağınıq həyata keçirilməsinə səbəb olur. Xüsusilə ötən illərin təcrübəsi göstərir ki, valyuta ehtiyatları məzənnə siyasətlərində iqtisadi səmərəlilik amilinin (ixracabiliyyətlilik, milli iqtisadiyyatlarda struktur islahat çağırışları və ümumilikdə makroiqtisadi tarazlıq aspektlərindən) də bir çox hallarda qısamüddətli siyasi və iqtisadi dividendlər qarşısında daha az prioritet istiqamət kimi formalaşmasına rəvac vermişdir.

QMTŞ-nin digər komponenti olan mərkəzi banklar arasında ikitərəfli valyuta svopu əməliyyatları əsasən qısamüddətli xarici valyuta ehtiyaclarının qarşılınması məqsədilə həyata keçirilir. Amma son illərin təcrübəsi göstərir ki, bu cür əməliyyatlar həm də digər motivlərlə (beynəlxalq ehtiyat valyutaya çevrilmə və ticarət imkanlarının genişləndirilməsi üçün) də

həyata keçirilir. Svop əməliyyatlarının institusional sxemi daha çox milli institutların formalaşdırılan ehtiyat resurslarına əsaslandığından, böhran zamanlarında onlara çıxış imkanları bağlı bəzi qeyri-müəyyənliklər meydana çıxır [6]. Svop əməliyyatları daha çox milli iqtisadiyyatlar arasındakı “asililik” amili nəzərə alınaraq həyata keçirilir. İstənilən halda, svop əməliyyatları qlobal likvidliyin tədricən daha çox fragmental xarakter kəsb etməsinə yol açır. Qlobal likvidlik aspektindən sonuncu qlobal maliyyə böhranı zamanı svop əməliyyatları ABŞ Federal Ehtiyatlar Sisteminin (FES) təmsilində həlledici əhəmiyyət daşıyırdı. FES-in svop əməliyyatları seçimi ABŞ banklarının sıx əlaqədə olduğu ölkələrdə, eləcə də böyük maliyyə mərkəzlərində dollar çatışmazlıqlarının miqyasına əsasən seçilmişdir [2; 3].

Mərkəzi banklar arasında svop əməliyyatlarının qlobal maliyyə böhranı və sonrakı mərhələdə genişlənməsi həm iqtisadi siyasət quruculuğunda mərkəzi bankların mandatlarının (təkcə pul sabitliyi deyil, maliyyə sabitliyinə də cavabdehlik zərurəti), həm də onların suverenlik sərhədlərinin dəyişkən təbiəti ilə sıx əlaqədar olmuşdur. Ümumiyyətlə, valyuta svop əməliyyatlarının miqyası və qlobal likvidliyə təsir imkanları BVF-dən daha çox olmuşdur. Belə ki, İEÖ-lərin mərkəzi bankları arasında limitsiz svop əməliyyatları istisna olmaqla, digər valyuta svop əməliyyatları şəbəkəsinin miqyası 1 trln. \$ olmuşdur. Bu əməliyyatlar 2010-2014-cü illər arasında 50-dən çox ölkəni və 70 svop mexanizmini əhatə etmişdir [5]. Son qiymətləndirmələr isə mərkəzi banklar arasında təqribən 160 ikitərəfli valyuta svop əməliyyatlarının mövcud olduğunu göstərir [17]. Beynəlxalq miqyasda mərkəzi bankların artan siyasi və iqtisadi nüfuz imkanları da post-böhran mərhələsində valyuta svop şəbəkələrinin genişlənməsinə təsir etmişdir. Lakin bu proses heç də qlobal miqyasda svop şəbəkələrinin yaranması ilə deyil, əksinə bu prosesin daha çox regional və ikitərəfli qapalı çərçivələrdə qalması ilə müşahidə olunur.

Regional maliyyələşmə mexanizmləri Bretton Vuds sisteminin dağılması və dünya iqtisadiyyatındakı konyunktur dəyişikliklərinin təsiri altında qlobal likvidlik komponenti kimi təsir imkanlarını əhəmiyyətli dərəcədə artırmışdır. 2000-ci illərin əvvəllərindən etibarən regional fondlar və ehtiyat mexanizmlərinin daxil olan resursların həcmi əhəmiyyətli şəkildə böyüyərək 2017-ci ildə təxminən 1.5 trln. \$ olmuşdur [4]. Xüsusilə son illərdə çoxqütblü qlobal iqtisadi arxitektura formalaşdırılması çağırışları və Bretton Vuds institutlarına etimadın zəifləməsi fonunda bu komponentə daxil olan strukturların resurs təminatı imkanları və funksional təyinatları fərqlənir.

Regional maliyyələşmə mexanizmləri ilə bağlı iki məsələ xüsusi diqqət tələb edir. Birincisi, bu cür regional təşəbbüslər beynəlxalq maliyyə arxitekturasının meqa-bloklar şəklində fragmentasiyasına yol açır. Bu arqument, xüsusilə çoxtərəfli tənzipləmə institutlarının fəaliyyət səmərəliliyinin azalması və onların qlobal likvidliyə daha adekvat nəzarət imkanlarının məhdudlaşması ilə əsaslandırılır. İkincisi, regional maliyyələşmə təşəbbüsləri əksər hallarda təkmil institutlaşma baxımından problemlidir və buna görə də likvidlik təminatçısı qismində fəaliyyətləri bəzən qeyri-adekvat xarakter daşıyır. Bundan

başqa, bu cür təşəbbüslərin mandatları da bir-birindən kifayət qədər fərqlənir. Məsələn, BRICS çərçivəsində yaradılan Kontingent Rezerv Mexanizmi (CRA) daha çox ehtiyatlanma, Aİ-də formalaşdırılan Avropa Sabitlik Mexanizmi isə iqtisadi siyasətlərin uyğunlaşdırılması üçün maliyyələşmə alətlərinin və valyuta ittifaq daxilində maliyyə sabitliyinin təmin edilməsi üzərində fokuslanmışdır. Ərəb Valyuta Fondu və Latın Amerikasına Rezerv Fondu isə siyasət əməkdaşlığı və harmonizasiyası, eləcə də regional inteqrasiya kimi məqsədlər ətrafında yaradılsa da, birinci həm də kapital bazarlarının inkişafı, ticarət məhdudiyətlərinin aradan qaldırılması və s. kimi məsələlər üzərində də fokuslanır. Üstəlik bəzi regional maliyyələşmə təşəbbüslərində (məsələn, CMIM və CRA) resurs cəlbə üçün BVF normaları ilə bağlılıq şərtləri qoyulur.

Cədvəl 1. BVF-nin və bəzi regional maliyyələşmə alətləri

Təsisat	Alətlər	BVF ilə bağlılığı	Həcmi (BVF kvotasında çəkisi)		Nəzarət	Şərtlilik / Monitoring
			5%-dən az	5%-dən çox		
BVF	FCL / PLL				Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
	SBA ^{1/}				Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik
	EFF ^{2/}					Şərtlilik yoxdur
ƏVF ^{3/}	Avtomatik	Yox			Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
	Adi	Yox			Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik
	Artırılmış	Yox				Şərtlilik yoxdur
BRICS ^{4/}	Ehtiyat	Yox			Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
		Hə			Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik
	Likvidlik	Yox			Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
		Hə			Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik
CMIM ^{5/}	Ehtiyat xətti	Yox			Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
		Hə			Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik
	Sabitlik təsisatı	Yox			Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
		Hə			Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik
ASM ^{6/}	Ehtiyat	Təxmini			Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
	Borc	Təxmini			Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik
Aİ	Ehtiyat	Yox			Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
	Tədiyə balansı	Yox			Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik
EFSD ^{7/}	Maliyyə kreditləri				Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
FLAR ^{8/}	Likvidlik	Yox			Müntəzəm	Ex-post şərtlilik
	Tədiyə balansı	Yox			Qeyri-müntəzəm	Ex-ante şərtlilik

^{1/}Stend-Bay sazişi^{2/} Artırılmış maliyyə təsisatı^{3/}Ərəb Valyuta Fondu^{4/}Braziliya, Rusiya, Hindistan, Çin, Cənubi Afrika^{5/}Çianq Mai Təşəbbüsü Çoxtərəfliləşdirilməsi^{6/}Avropa Sabitləşmə Mexanizmi^{7/}Avrasiya Stabilləşdirmə və Demokratiya Fondu^{8/}Latın Amerika Rezerv Fondu

Mənbə: BVF [14]

QMTŞ-nin sonuncu komponenti çoxtərəfli maliyyələşmə mexanizmləridir ki, bu pillə üzrə BVF əsas aktor qismində çıxış edir. Əvvəldə qeyd olunduğu kimi, Bretton Vuds sisteminin ilkin dizayn mərhələsində BVF qlobal likvidlik təminatının başlıca təminedicisi kimi yaradılsa da, sonradan həm təşkilatın resurslarının formalaşması, həm də idarəetmədə və siyasət alətlərindəki boşluqlar səbəbindən bu ilkin mandatı çərçivəsində funksionallığını tam yerinə yetirə bilməmişdir. BVF-nin qlobal iqtisadi proseslərdə iştirakçılığının artırılması zərurəti qlobal maliyyə böhranı zamanı özünü daha qabarıq büruzə vermişdir. Bu həm də onunla bağlı idi ki, böhran zamanı daralan likvidlik imkanlarının bərpa edilməsi üçün BVF-nin təsir imkanları yetərli qədər geniş olmamışdır.

Əslində qlobal maliyyə zamanı BVF üzvlərinin artan likvidlik ehtiyaclarının ödənilməsi məqsədilə öz kvota resurslarını iki dəfə artırmış və yeni maliyyələşmə alətlərini yenidən nəzərdən keçirmişdir. BVF-nin resurs imkanlarının artırılması üç pillə üzrə həyata keçirilmişdir. Birinci pillədə, BVF Nizamnaməsinə edilən 14-cü ümumi düzəlişlə kvota resurslarının həcmi 238 mlrd. XBH¹-dan 477 mlrd.-a kimi (692 mlrd. \$) yüksəldilmişdir. Resurs artımı həm də 1997-ci ildə yaradılan Yeni Borclanma Mexanizmlərindəki (New Arrangements to Borrow- NAB) irimiqyaslı artım vasitəsilə baş vermişdir. 2011-ci ildə NAB resurslarının həcmi 34 mlrd. XBH-dan 370 mlrd. XBH-a qədər artırılmış, amma 2016-cı ilin dekabrında qüvvəyə minən BVF Nizamnaməsinə 14-cü ümumi düzəlişlə bu resursların həcmi yenidən 182 mlrd. XBH-a (264 mlrd. \$) qədər azaldılmışdır. BVF resurslarının artım eyni zamanda İkitərəfli Borclanma Mexanizmləri hesabına da gerçəkləşdirilmişdir ki, bu resursların da cari miqyası 316 mlrd. XBH (460 mlrd. \$) təşkil edir.

Bunlardan başqa BVF həm də əlavə maliyyələşmə imkanları təqdim etmiş və ya mövcud olanları təkmilləşdirmişdir. Lakin bu alətlərin heç də hamısı uğurlu hesab edilə bilməz. Bunlardan biri də Qlobal Sabitləşdirmə Mexanizmi (QSM) olmuşdur ki, bu da özündə mövcud maliyyələşmə mexanizmlərinin və resursların əlçatanlıq hədlərinin nəzərdən keçirilməsi, qısamüddətli maliyyələşmə alətlərinin təqdim edilməsi, ilkin kredit tranşı qismində resurs təminatının artırılması və s. elementlər ehtiva etmişdir [10]. Lakin sonradan aparılan müzakirələrin fonunda QSM-in tətbiqi müxtəlif səbəblərdən baş tutmamışdır [11; 16].

Bundan başqa Çevik Kredit Xətti (FCL) və Ehtiyat Kredit Xətti (PCL), eləcə də təkmilləşən Yüksək Əlçatan Ehtiyat Mexanizmləri (HAPA)² kimi alətlər BVF-nin qlobal likvidlik təminatında iştirakçılığının artırılması məqsədilə təqdim edilmişdir. 2009-cu ilin martında yaradılan FCL daha çox BVF tərəfindən müəyyənləşdirilən kriteriyalara cavab verən

¹ XBH (*ing. SDR – Special Drawing Right*) – Xüsusi Borclanma Hüququ. BVF-nin ehtiyat aktivi qismində 1969-cu ildə yaradılmışdır. ABŞ dolları, ingilis funtu, avro, yapon yenəsi və Çin yuanının müxtəlif çəkildə iştirak etdiyi valyuta səbəti əsasında formalaşdırılır.

² HAPA daha çox FCL və PCL standartlarına uyğun olmayan ölkələr üçün maliyyələşmə mexanizmləri kimi nəzərdə tutulmuşdu. Bu alət daha çox Stand-by sazişlərinin daha çevik istifadəsi üçün nəzərdə tutulsa da, böhran zamanı yalnız 3 ölkə (Kosta Rika, Salvador və Qvatemala) bu mexanizmdən istifadə etmişdir.

üzv dövlətlərə böyük həcmdə likvidlik yardımını hədəfləmişdir. FCL kriteriyaları əsas etibarilə güclü makroiqtisadi və institusional siyasət çərçivələrinin tətbiqini və qayda-əsaslı siyasət təcürbəsi ardıcılığı kimi məsələləri özündə ehtiva edir ki, bu BVF-nin böyük əksəriyyət üzvlərini bu resursa əlçatanlıqdan məhrum edir³. FCL-in fərqləndirici xüsusiyyətlərindən biri üzv dövlətlərin iqtisadi göstəricilərini və siyasətləri öncədən qiymətləndirməklə bu mexanizm üçün uyğunluqlarının təsbiti olmuşdur. Başqa sözlə, FCL-ə çıxış imkanı əldə edən ölkələr qarşısında kreditin cəlbindən sonra digər BVF mexanizmlərindəki kimi şərtlər qoyulmur. Lakin BVF-nin təsbit etdiyi FCL kriteriyaları əksər üzv dövlətlərin bu resursa çıxış imkanlarını əhəmiyyətli məhdudlaşdırır.

Cədvəl 2. BVF-nin PLL və FCL mexanizmləri üçün kriteriyaları

PLL Uyğunluq sahəsi	FCL Uyğunluq Kriteriyası
Xarici mövqe və bazara çıxış	1. Dayanıqlı xarici mövqe 2. Özəl kapital axınlarının hakim olduğu kapital hesabı mövqeyi 3. Münasib şərtlərlə beynəlxalq kapital abzarlarına dayanıqlı suveren çıxışın mövcudluğu 4. Mexanizm ehtiyatlanma əsaslı tələb edildiyi zaman münasib valyuta mövqeyinin olması
Fiskal siyasət	5. Güclü dövlət maliyyəsi (Dəqiq və sistemik bəcə dayanıqlığı analizi ilə təsdiq edilmiş dayanıqlı dövlət borcu mövqeyi daxil olmaqla)
Pul siyasəti	6. Güclü monetar və məzənnə siyasəti kontekstində aşağı və stabil inflyasiya
Maliyyə sektorunun möhkəmliyi və nəzarəti	7. Sistemik bank böhranına yol açan bank ödəmə problemlərinin (solvency problem) olmaması 8. Effektiv maliyyə sektoru nəzarəti
İnformasiya adekvatlığı	9. İnformasiya şəffaflığı və bütövlüyü

Mənbə: BVF

PCL isə daha çox FCL kriteriyalı üçün uyğun olmayan, lakin ümumilikdə BVF aspektindən məqbul hesab edilən iqtisadi göstəricilərə malik ölkələr üçün nəzərdə tutulmuşdur. PCL maliyyələşməsi zamanı həm öncədən, həm də sonradan tətbiq ediləcək şərtlər də yer alır. Bu resursdan istifadə edən üzv dövlətin bu şərtlərə riayət edib-etməməsi yarımillik periodlarla makroiqtisadi göstəricilərin qiymətləndirilməsi vasitəsilə müəyyənləşdirilir. PCL çərçivəsində ilkin sazişin imzalanmasından sonra kvotanın 500%-i, 24 aydan sonra isə 1000%-i həcmində resurs cəlbə mümkündür [9]. 2011-ci ilin noyabrında edilən dəyişikliklərlə PCL Ehtiyat və Likvidlik Xətti (PLL) ilə əvəzlənmiş, bu yeni kredit xətti üzrə bəzi baza uyğunluqtələbləri dəyişilməz saxlanılmış, cəlb olunan resurs hədlərində isə bəzi dəyişikliklər edilmişdir.

Nəticə. Qlobal iqtisadi konyunktur çevrilmələri və BVA-da müşahidə olunan format dəyişiklikləri qlobal likvidlik sistemi sərbətsizliklərinin yaxın dövrlərdə aradan qaldırılması imkanlarının məhdud olduğunu göstərir. Belə ki, Bretton Vuds mərhələsinin ilkin dövrlərin etibarən mövcud olan və artıq xronikləşmiş bir sıra problemlərin fonunda qlobal likvidlik və

³ Bu mexanizmdən Meksika, Kolumbiya və Polşa istifadə etmişdir.

rezerv sistemində kardinal dəyişikliklərin həyata keçirilməsi milli dövlətlərin maraqlar ziddiyyətliliyi fonunda inandırıcı görünür. QMTŞ-nin meydana çıxması həm də çoxtərəfli tənzimləmə sistemi daxilindəki bu ziddiyyətlərin ən azı daha dar (regional və ya ikitərəfli) müstəvilərdə müəyyən ortaq maraqlar əsasında təşkil edilən əməkdaşlıq formatları hesabına əvəzlənməsi cəhdi kimi dəyərləndirilə bilər.

Buna baxmayaraq, QMTŞ-nin struktur elementləri üzrə də problemlə aspektlər yox deyil. Xüsusilə qlobal likvidlik təminatı çatışmazlıqlarının konyunktur yoxsa struktur xarakter kəsb etməsi fonunda QMTŞ-nin komponentləri fərqli mahiyyət kəsb edir. Müxtəlif ölkələr tərəfindən valyuta ehtiyatlarının formalaşdırılması həm konyunktur, həm də struktur səbəbsizliklər zamanı sığortalanma və makroiqtisadi siyasət motivləri ilə həyata keçirilsə də, qlobal likvidliyin dayanıqlı tənzimlənməsini çətinləşdirir. Çünki bu ehtiyatlardan istifadə daha çox milli səviyyədə iqtisadi siyasət prioritetləri əsasında həyata keçirilir ki, bu da regional və ya qlobal iqtisadi daralmalar zamanı əməkdaşlıq imkanlarını minimumlaşdırır, resursların bu ehtiyatların daha çox toplandığı İEOÖ-lərdən aparıcı iqtisadiyyatlara (ələlxüsus ABŞ-a) yönəlməsinə səbəb olur. Bu problem iqtisadi ədəbiyyatlarda Triffin dilemması və asimmetrik tənzimləmə səbəbsizlikləri şəklində kifayət qədər çox yer almışdır.

Mərkəzi banklar arasındakı valyuta svopu əməliyyatları isə daha çox diskret xarakter daşdığı üçün qlobal likvidlik təminatı üçün heç də dayanıqlı mənbə sayıla bilməz. Bu əməliyyatlarının həyata keçirilməsinin institusional təsbit formatlarının olmaması, valyuta və digər risklərin asimmetrik paylanmasına səbəb olur. Regional maliyyələşmə mexanizmləri isə struktur səbəbsizlikləri tənzimləmə baxımından adekvat sayıla bilməməkləri ilə yanaşı [8], onların institutlaşma və effektiv maliyyə təminatı aspektindən etibarlı təsisatlar kimi çıxış etmələri üçün hələ zaman lazımdır.

Apardığımız təhlillər göstərir ki, QMTŞ komponentlərinin daha çox qayda-əsaslı və təkmil institusional vahidlər olaraq modernləşdirilməsi BVA-nın müasir islahat gündəliyində yer alan başlıca istiqamətlərdəndir. Fikrimizcə, bu komponentlər yeni beynəlxalq valyuta tənzimləmə formatının özəyini təşkil edəcək məsələlər kimi dəyərləndirilməlidir. Eyni zamanda qlobal rezerv sistemində ehtiyac duyulan şərtləndirmələr fonunda QMTŞ-nin inkişaf konturlarının BVF-nin funksional və struktur islahat çağırışları ilə nə dərəcədə uyğunluq təşkil edəcəyi maraq kəsb edən məsələlərdəndir. Hesab edirik ki, QMTŞ-nin tarixi formalaşma təcrübəsi və özünün mahiyyətindən doğan sistemik fraqmentasiya təzahürləri ilə çoxtərəfli universal tənzimləmə formatları arasındakı ziddiyyətlərin aradan qaldırılması, onun qlobal likvidlik təminatında gələcək rolunun əsas təyinedicilərindən olacaq.

Ədəbiyyat

1. Aizenman J., Jinjark Y., Park D., (2010), International reserves and swap lines: substitutes or complements?, NBER and Asian Development Bank, March.

2. Aizenman J. & Pasricha G.K., (2009), Selective swap arrangements and the global financial crisis: analysis and interpretation. NBER Working Paper No. 14821, March.
3. Broz J.L., (2013), The Politics of Rescuing the World's Financial System: The Federal Reserve as a Global Lender of Last Resort, London School of Economics and Political Science, SRC Discussion Paper No 30, November.
4. Di Mauro B.W., Zettelmeyer J., (2017), The New Global Financial Safety Net: Struggling for Coherent Governance in a Multipolar System CIGI Essays on International Finance, Volume 4, January.
5. Duran C.V., (2015), The International Lender of Last Resort for Emerging Countries: A Bilateral Currency Swap?, GEG Working Paper 2015/108, July.
6. Duran C.V., (2015), Avoiding the next liquidity crunch: how the G20 must support monetary cooperation to increase resilience to crisis, Policy Brief, Global Economic Governance (GEG) Program, University of Oxford, October.
7. Eichengreen, B., (2012), Regional Financial Arrangements and the International Monetary Fund, ADBI Working Paper 394. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
8. Həsənli A., (2018), Bretton-Vuds mərhələsində qlobal likvidlik təminatı xüsusiyyətləri və problemləri, AMEA İqtisadiyyat İnstitutu, Elmi əsərlər, № 3, s.70-80.
9. International Monetary Fund (IMF), (2010), The Fund's Mandate-The Future Financing Role, Washington, DC: International Monetary Fund, March 25.
10. IMF (2010), The Fund's Mandate-The Future Financing Role: Reform Proposals, Washington, DC: International Monetary Fund, June 29.
11. IMF (2010), The Fund's Mandate-Future Financing Role, Public Information Notice (PIN) No. 10/124, September 3.
12. IMF (2013), Stocktaking the Fund's Engagement with Regional Financing Arrangements, Executive Summary, Washington, DC: International Monetary Fund, April.
13. IMF (2016), Strengthening the International Monetary System- A Stocktaking, Washington, DC: International Monetary Fund, March.
14. IMF (2017), Collaboration between Regional Financing Arrangements and the IMF, Policy Paper, Washington, DC: International Monetary Fund, July.
15. IMF (2017), Adequacy of the Global Financial Safety Net—Considerations for Fund Toolkit Reform, Policy Paper, Washington, DC: International Monetary Fund, December.
16. Obstfeld M., (2013), The International Monetary System: Living with Asymmetry, Robert C. Feenstra and Alan M. Taylor, editors, Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Cooperation in the Twenty-First Century. Chicago: University of Chicago Press.
17. Reis R. & Bahaj S., (2018), This is the role of central bank swap lines in the global economy, World Economic Forum, September 28.
18. Shinohara N., (2012), Reforming International Financial Safety Nets, Opening Remarks at the Asian Development Bank 45th Annual Meeting, Manila, Philippines, May 5.