AMEA *İqtisadiyyat İnstitutu*
ISSN 2519-4909

«ELMİ ƏSƏRLƏR» - №3- 2018
E-ISSN 2519-4917

UOT: 339.7; 339.9
JEL: E42; F02; F33**;** F34

HƏSƏNLİ A. R.
İqtisadi İslahatlar Elmi-Tədqiqat İnstitutu, dissertant,
E-mail: azarhasanli@outlook.com

BRETTON-VUDS MƏRHƏLƏSİNDƏ QLOBAL LİKVİDLİK TƏMİNATININ XÜSUSIYYƏTLƏRİ VƏ PROBLEMLƏRİ

Xülasə

Məqalədə beynəlxalq valyuta sistemlərinin aparıcı elementlərindən olan likvidlik təminatı məsələsinin problematikliyi, xüsusilə Bretton-Vuds mərhələsinin timsalında tədqiq edilmişdir. Araşdırmalar göstərir ki, iqtisadi kateqoriya kimi "qlobal likvidlik" hələ də özündə müəyyən terminoloji qeyri-müəyyənlikləri ehtiva etməklə yanaşı, bu anlayışın əhatə dairəsi qlobal iqtisadi tsikllərin təsiri altında son 40-50 il ərzində əhəmiyyətli şəkildə genişlənmişdir. Bretton-Vuds mərhələsində qlobal likvidlik məsələsi sistemik dizayn prosesinin aparıcı müddəalarından biri olmuşdur. Lakin onun formalaşma xüsusiyyətləri artıq Bretton-Vudsun ilkin dövrlərindən etibarən bir sıra çatışmazlıqlar nümayiş etdirmişdir. Qlobal miqyasda iqtisadi siyasət əməkdaşlığının səmərəsizliyi və dollar əsaslı rezerv sisteminin çatışmazlıqları 1960-cı illərin ikinci yarısından etibarən qlobal likvidlik təminatı problemlərinin böyüməsinə və daha sonra 70-ci illərin əvvəllərində Bretton-Vuds sisteminin dağılmasına rəvac vermişdir.

Açar sözlər: *qlobal likvidlik, Bretton-Vuds, sistemik çöküş, xarici sektor səbatsızlıqları*

GİRİŞ

Beynəlxalq valyuta münasibətlərinin təşəkkülü prosesində ənənəvi olaraq ən mühüm və problemli məsələlərdən biri qlobal likvidliyin təmin edilməsi ilə bağlı olmuşdur. Bu problematiklik iki səbəbdən – həm ehtiyat valyuta rolunu daşıyan elementlərin (öncədən gümüş və qızıl, daha sonra ingilis funtu və ABŞ dolları) iqtisadi tsikllərin maliyyələşmə ehtiyacını ödəyə bilmə qabiliyyəti, həm də ümumiyyətlə likvidlik təminatı sisteminin dizaynındakı boşluqlardan qaynaqlanmışdır. Təhlillərimiz göstərir ki, bimetallizm standartı çərçivəsində gümüş və qızıl ehtiyatları sənaye inqilabları və böyük coğrafi kəşflərin təsiri altında genişlənən beynəlxalq ticarət axınlarının maliyyələşməsini həyata keçirə bilsə də, bu metalların valyutalar üçün paritet kimi təsbitindəki problemlər səbəbindən uzun müddət davam edə bilmədi. Daha sonra qızıl standartı çərçivəsində valyutaların qızıl əsaslarının təsbiti baxımından daha mütəşəkkil paritet sistemi qurulsa da, bu dəfə artıq qızıl ehtiyatları genişlənən iqtisadi sistem və beynəlxalq ödəmələrin ehtiyacını qarşılaya bilmirdi. Likvidlik təminatındakı bu problemlilik isə valyutaların qızıl əsaslarının qorunmasına imkan vermədi. Birinci Dünya Müharibəsinin başlanması ilə qızıl standartının tətbiqinin aradan qaldırılması əslində likvidlik təminatı imkanlarının genişləndirilməsinə yol açsa da, həm də məzənnələrin dayanıqlığı və qiymət sabitliyi ilə bağlı səbatsızlıqları doğurdu. Müharibədən sonrakı müddətdə, xüsusilə 1920-30-cu illərdə tətbiq edilən dəyişdirilmiş qızıl-deviz standartı da qlobal likvidlik ehtiyacının qarşılanması baxımından uğurlu olmamışdır. Xüsusilə, spekulyativ valyuta axınlarının genişlənməsi, milli səviyyələrdə proteksionist iqtisadi siyasətlərin tətbiqi və ümumiyyətlə ölkələr arasında siyasət əməkdaşlığının yoxluğu likvidlik ehtiyaclarının ödənməsindəki təməl çətinlikləri aradan qaldırmağa imkan vermədi. Bu mərhələdə ingilis funtu və ABŞ dollarının timsalında qızıla paralel ehtiyat valyutaları iqtisadi siyasət dağınıqlığının fonunda ciddi təzyiqlərlə üzləşdi ki, buna görə də əvvəlcə 1931-ci ildə Britaniya, 1933-cü ildə isə ABŞ öz ehtiyatlarını qorumaq məqsədilə qızıla mübadiləni ləğv etdilər. Artan valyuta təzyiqlərini məhdudlaşdırmaq üçün irəli sürülən təşəbbüslər (xüsusilə, Qızıl Bloku və Sterlinq Zonası) məhdud faydalı olmuşdur.

Bütün bunların fonunda İkinci Dünya Müharibəsindən sonrakı yeni dünya iqtisadi nizamının dizayn edildiyi Bretton-Vuds konfransında ölkələr arasında valyuta münasibətlərinin tənzimlənməsinin institutsional əsaslarının formalaşdırılması, eləcə də qlobal likvidlik təminatı

mexanizminin dəyişkən iqtisadi sistemə uyğun yaradılması əsas müzakirə istiqamətləri sırasında olmuşdur.

Qlobal likvidlik: nəzəri baxış və terminoloji qeyri-müəyyənlik

Son 20 il ərzində qlobal iqtisadi sistemdə baş verən irimiqyaslı səbatsızlıqlarda, xüsusilə Asiya və sonuncu qlobal maliyyə böhranı zamanı qlobal likvidlik sistemindən qaynaqlanan problemlərin həlledici rolu olmuşdur [2; 13]. Buna baxmayaraq, "qlobal likvidlik" termininin özündə ehtiva etdiyi məna çalarları ilə bağlı iqtisadi ədəbiyyatlarda müxtəlif baxışlar mövcuddur. Fikrimizcə, baxışlar müxtəlifliyinin mövcudluğu əslində həm də terminoloji qeyri-müəyyənliklərdən qaynaqlanır. Bir qayda olaraq, likvidlik maliyyələşmə ehtiyaclarının ödənməsinə qısa müddət ərzində imkan verən resursların mövcudluğunu özündə ehtiva edir [7; 9]. Bundan başqa, likvidlik həm də riskli və az riskli aktivlər üzrə investisiya qoyuluşu üçün ehtiyac duyulan resursların mövcudluğu kimi də xarakterizə olunur. Bu yanaşmada resursların mübadilə vasitəsinə çevrilə bilmək imkanı likvidlik səviyyəsinin qiymətləndirilməsində həlledici amil kimi qəbul edilir [14]. Lakin qlobal miqyasda likvidlik anlayışının əhatə dairəsi təkcə maliyyələşmə ehtiyaclarının ödənməsi ilə məhdudlaşmır. Buna görə də ölkə və qlobal səviyyədə likvidlik təsbiti zamanı mahiyyət uyğunsuzluqları və ya yanılmaları meydana çıxa bilir. Belə ki, bir sıra hallarda "qlobal likvidlik" və "beynəlxalq ehtiyatlar" termini ilə sinonim kimi işlədilir. Lakin funksional anlamda qlobal likvidlik hesablaşma kəsiri ilə üzləşən ölkələrə manevr imkanı təmin edən və əlavə tənzimləmə mexanizmlərinin tətbiqindən yayınmaya imkan verən resursların mövcudluğu kimi xarakterizə edilə bilər [25].

G-10 ölkələri tərəfindən 1965-ci ildə hazırlanmış hesabatda isə qlobal likvidlik *"ölkələrin monetar orqanlarının xarici ödəmələr balansında kəsirin mövcudluğu halında məzənnəni qorumaq üçün birbaşa və ya digər aktivlərə etibarlı mübadilə yolu ilə istifadə edə bildiyi aktivlər"* kimi qiymətləndirilir [25]. Başqa sözlə, milli valyutaların məzənnə səbatsızlıqlarını siyasət quruculuğunun əlavə tənzimləmə vasitələrindən istifadə etmədən məhdudlaşdırılmasına imkan verən resursları əhatə edir [12]. Əslində bu izahda "əlavə tənzimləmə vasitələrindən istifadə etmədən" fikrinin iqtisadi siyasət reallıqları ilə müəyyən mənada uzlaşmadığını qeyd etmək lazımdır. Çünki təxminən son 50 il ərzində baş verən böhranların miqyası və davam etmə müddəti ölkələrin likvidlik mövqelərinin sona qədər dayanıqlı olmadığını göstərir.

Bu kontekstdə "qlobal likvidlik" kateqoriyasının əhatə dairəsi əsasən makro səviyyəli baxışı özündə əks etdirən "beynəlxalq likvidlik" kateqoriyası ilə müəyyən qədər oxşar olsa da, daha çox komponenti əhatə edir. Qlobal likvidlik monetar orqanlar tərəfindən öhdəliklərin ödənməsini əlavə şərtsiz imkan verən maliyyələşməni ehtiva edir [7]. Ölkələrarası münasibətlər sistemi aspektindən baxdıqda isə qlobal likvidlik əmtəə və aktivlərin alınmasına imkan verən maliyyə resurslarının mövcudluğunu əks etdirir. Ənənəvi olaraq, qlobal likvidlik mərkəzi bankların emissiya etdiyi dar pul kütləsi, eləcə də aparıcı ölkələrin beynəlxalq ehtiyatlarının məcmusu kimi xarakterizə edilirdi. Lakin kapital axınlarının miqyasının genişlənməsi, eləcə də maliyyə sistemindəki inkişaf bu anlayışın əhatə dairəsini son onilliklərdə xeyli artırmışdır. Son illərdə qlobal likvidliyin ölçülməsində geniş pul kütləsi aqreqatlarından [18; 21], eləcə də kredit axınlarının miqyasından [6; 8] istifadə bu sahədə aparılan tədqiqatlarda geniş istifadə edilir. Sonuncu qlobal maliyyə böhranı zamanı bank sistemindəki səbatsızlıqların miqyası, xüsusilə bu institutlar tərəfindən verilən beynəlxalq kreditlərin qlobal likvidlik sistemində əhəmiyyətli paya malik olması səbəbindən kredit amilinin qlobal likvidlik tədqiqatlarında istifadəsi təcrübəsi genişlənir [1; 3].

Müasir yanaşmalarda qlobal likvidlik anlayışı iki əsas komponentin məcmusu kimi nəzərdən keçirilir [7]. Birincisi, rəsmi likvidlikdir ki, bu, xüsusilə böhran şəraitində qlobal miqyasda maliyyələşmə ehtiyaclarının qarşılanmasının əsas mənbəsi kimi çıxış edir. Digər komponent isə özəl (daha doğrusu, özəl sektor) likvidlikdir ki, hazırda məcmu qlobal likvidliyin əsas hissəsini təşkil edir. Qlobal likvidliyin bu komponenti beynəlxalq kapital, eləcə də ölkələrarası bank və borclanma resursları axınları ilə sıx əlaqəlidir və

tsiklik amillər qarşısında həssaslığı kifayət qədər yüksəkdir.

Qlobal likvidlik üç əsas amillər qrupunun təsiri altında formalaşır və konyuktur xüsusiyyətləri qazanır. Bunlardan birincisi, makroiqtisadi amillərdir ki, buna iqtisadi inkişaf xüsusiyyətləri, pul siyasəti mövqeyi, məzənnə və kapital tənzimləməsi siyasətləri daxildir. İkinci qrup amillərə iqtisadi siyasətin digər istiqamətləri, xüsusilə maliyyə tənzimlənməsi və fiskal siyasətə təsir edənlər aid edilir. Sonuncu qrupu isə maliyyə bazarları iştirakçıları və vasitəçilərinin davranışına təsir edən (maliyyə innovasiyaları, risk iştahası və tsiklik amillərin təsiri altında bazar şəraitinin dəyişməsindən qaynaqlanan digər faktorlar) amillər təşkil edir.

Nəzəri təhlillərdən göründüyü kimi, "qlobal likvidlik" anlayışının mahiyyət tutumluğu və əhatə dairəsi zaman keçdikcə tsiklik amillərin təsiri altında dəyişir. Bu baxımdan müasir iqtisadi ədəbiyyatlarda "qlobal likvidlik" anlayışının mövcud valyuta münasibətləri arxitekturasına istinadən aparılan qiymətləndirmələr, əvvəlki valyuta münasibətləri sistemləri üçün mü əyyən mənada tam uyğunluq təşkil etmir. Çünki istər qızıl standartı və müharibələrarası dövrdə qızıl-deviz standartı, istərsə Bretton-Vuds mərhələsində qlobal likvidlik təminatının xüsusiyyətləri müəyyən qədər fərqli olmuş və ümumiyyətlə, likvidlik mənbələri heç də indiki qədər geniş olmamışdır. Qlobal likvidlik təminatının müasir arxitekturası isə əsasən Bretton-Vuds mərhələsində təşəkkül tapmışdır. Lakin Bretton-Vudsun özünün sistemik dizayn xüsusiyyətləri bu mərhələnin öz sələflərindən əsas fərqlərindən olan likvidlik təminatı mexanizminin dayanıqlı fəaliyyətinə imkan verməmişdir.

Bretton-Vuds: meydana çıxaran zərurət və ilkin sistemik dizayn xüsusiyyətləri

1920-30-cu illərin valyuta ajiotajı və bundan qaynaqlanan qızıl standartının ləğvi İkinci Dünya Müharibəsinin başlaması ilə ümumi iqtisadi şəraitin daha da pisləşməsinə, ayrı-ayrı ölkələr miqyasında iqtisadi siyasət dağınıqlığının fəsadlarının genişlənməsinə səbəb oldu. Müharibədən sonrakı dövrdə yeni iqtisadi nizamlanma formatının həm operativ, həm də institutsional əsaslarının formalaşdırılması üçün müəyyən təşəbbüslər ortaya çıxmağa başladı. Xüsusilə, çoxtərəfli valyuta münasibətlərinin təsbitinin daha təsisatlanmış şəkildə formalaşdırılması başlıca prioritetlər sırasında idi. 1944-cü ilin iyulunda ABŞ-da baş tutan Bretton-Vuds konfransında müharibədən sonra qurulacaq yeni dünya nizamının iqtisadi təməllərindən biri atıldı. Konfransın yekunu olaraq, iki yeni təsisat – Beynəlxalq Valyuta Fondu (BVF) və Beynəlxalq Yenidənqurma və İnkişaf Bankı yaradıldı.

Konfransa qəbul edilən razılaşma əsasında yeni beynəlxalq valyuta münasibətlərinin əsas konturları da müəyyənləşdirildi. Bretton-Vuds öz sələflərindən fərqli olaraq, daha çox "qayda əsaslı" şəkildə dizayn edilmiş, BVF-nin timsalında tənzimləmə mexanizmi formalaşdırılmışdır. Ölkələrin üzləşdikləri tədiyə balansı səbatsızlıqlarının tənzimlənməsində müvafiq mexanizmlərin təsbiti makroiqtisadi siyasət hədəfləri üçün yetərli siyasət manevri imkanlarının qorunması məqsədilə həyata keçirilmişdir. Belə ki, tədiyyə balansı mövqeyinin bərpasının maliyyələşdirilməsi yalnız cari hesab kəsirinin aradan qaldırılması üçün həyata keçirilə bilərdi [15]. 1930-cu illərin spekulyativ kapital axını səbatsızlıqları axınların məzənnələr üzərində artıq ciddi bir təzyiq yaratdığını göstərirdi. Bu səbəbdən üzv ölkələr cari hesab əməliyyatları üzrə məhdudiyyət tətbiq edə bilmədikləri halda, kapital hesabı üzrə əməliyyatlara müəyyən nəzarətin tətbiqinə (yalnız cari hesablaşmalara maneə yaratmaması halında [16; 24]) icazə verilirdi [4].

Məzənnə dağınıqlığının aradan qaldırılması üçün müdaxilələrin konkret şərtlər altında (daha doğrusu, "fundamental natarazlıq" halında) yalnız həyata keçirilməsi tələbi BVF nizamnaməsində yer alırdı [24]. Bundan başqa, üzv dövlətlər arasında baş tutan valyuta mübadiləsi əməliyyatlarında rəsmi paritetdən ±1% səviyyəsində tərəddüdlər məqbul hesab edilmişdi. Bu şərtlər daxilində əslində Bretton-Vuds məzənnə sisteminin "tənzimlənən lövbərlənmiş" [4; 15] adlandırılması daha uyğun hesab edilə bilər. Bununla da rəqabətliliyin yüksəldilməsi məqsədilə valyutaların mütəmadi ucuzlaşdırılması təcrübəsinin qarşısının alınması hədəflənirdi.

Lakin Bretton-Vuds sisteminin ən çox diqqət çəkən aspekti qlobal likvidlik və rezerv sisteminin formalaşdırılması xüsusiyyəti idi. Belə ki, BVF nizamnaməsi ilə qlobal rezerv sistemi ilkin

olaraq qızıl-deviz standartı şəklində dizayn edilsə də, sonrakı mərhələdə tamamilə dollar standartına çevrildi. BVF-nin nizamnaməsi üzv dövlətlərə öz valyutalarının ilkin nominal məzənnələrini qızıla münasibətdə sərbəst müəyyən etməyə icazə versə də, faktiki olaraq dollar bütün valyutaların məzənnə əsaslarının təsbitində həlledici amilə çevrildi. Lakin sistemin formalaşdırılmasına dair ilkin müzakirələrdə qlobal likvidlik təminatının ümumi mexanizmi ilə əlaqədar fikir ayrılıqları mövcud idi.

Qlobal likvidlik sisteminə yanaşmalar: Keyns və Uayt planları

Müharibələrarası dövrdə (1920-30-cu illər) valyuta məzənnələrində müşahidə olunan səbatsızlıqlar, xüsusilə qısamüddətli spekulyativ valyuta və kapital axınlarının fonunda, məzənnələrin ciddi tənzimlənməsi ehtiyacının əhəmiyyətini ortaya qoydu. Lakin konfransda müzakirə olunan iki plan – Keyns və Uayt planları arasında xüsusilə qlobal likvidliyin təmin edilməsi xüsusiyyətləri ilə bağlı ciddi fikir ayrılıqları mövcud idi.

Britaniya nümayəndə heyətinin rəhbəri qismində konfransda iştirak edən Con Meynard Keyns, xüsusilə 20-30-cu illərdə ölkəsinin qlobal rezerv valyutası emitenti qismində üzləşdiyi problemlərin fonunda, likvidlik təminatının hansısa ölkəyə əsaslanmaqla formalaşdırılmasını məqbul hesab etmirdi. Onun fikrincə, qızıl standartının əsas problemi tədiyə balansı mövqelərinin asimmetrik tənzimləmə xüsusiyyətlərinin mövcudluğu idi. Başqa sözlə, tədiyə balansı kəsirinə malik ölkələr bunu aradan qaldırmaq üçün yetərli maliyyələşmə və rezerv ehtiyatlarına malik olmurdular. Profisitə malik ölkələr üçün isə bu kəskin səbatsızlıq mənbəyini aradan qaldırmaq o qədər də vacib deyildi[1]. Təbii ki, beynəlxalq iqtisadi siyasət koordinasiyasının yoxluğu vəziyyəti daha da çətinləşdirirdi. Keyns daxili stabilləşdirmə siyasətlərinin icrasında ölkələrə daha çox manevr imkanlarının verilməsinin tərəfdarı idi. Yuxarıda qeyd olunduğu və sonrakı proseslərin göstərdiyi kimi isə, qlobal rezerv sisteminin tək bir valyutaya bağlı formalaşdırılması belə bir geniş daxili siyasət sərbəstliyi üçün məqbul deyildi.

Keyns həm də yüksək profisitə malik ölkələri müəyyən vasitələrlə bu kəskin fərqləri tənzimləməyə sövq edəcək təsisatın – Beynəlxalq Klirinq İttifaqının (BKİ) formalaşdırılmasını vacib hesab edirdi. BKİ çərçivəsində kəsirə malik ölkələrin borclanma resurslarına çıxış imkanları artacaq, profisitli ölkələr isə daha çox kreditor qismində təmsil olunacaqdılar. BKİ-nin ümumi resursları isə üzv ölkələrin kvotalarının məcmusundan ibarət olacaqdı. Kvotalar isə Müharibədən öncəki 3 il ərzində ölkələrin ortalama idxal və ixraclarının cəminin ¾-ü səviyyəsində müəyyən edilməli idi. Növbəti illər ərzində isə bu kvotalar müəyyən qaydada yenidən hesablanmalı və beləcə BKİ-nin resurs ehtiyatı yenidən formalaşdırılmalı idi. Ölkələrin üzv kvota paylarının 25%-ə qədərindən avtomatik, 50%-ə qədərindən isə faiz ödəməklə istifadə edə bilərdilər. Kvotaların 75%-ə qədər hissəsinin istifadəsi isə BKİ rəhbərliyi tərəfindən razılaşdırılmış şərtlər altında mümkün hesab ediləcəkdi. BKİ-nin kredit mövqeyi, yəni borclu ölkələrin təqdim edə biləcəyi vəsaitlərin miqyası isə bu cür ölkələrin təşkilat daxilindəki məcmu resurslarının ən yüksək səviyyəsinə bərabər idi. Qeyd etmək lazımdır ki, həmin dönəm dünyada kreditor mövqeyində çıxış edə biləcək tək ölkə ABŞ olduğu üçün, belə bir struktur onlar üçün qəbuledilməz idi. Bundan başqa, Keyns və alman əsilli britaniyalı iqtisadçı Ernst Şumaxer tərəfindən "bancor" adlı xüsusi hesablaşma vahidinin buraxılması, onun beynəlxalq ticarət və valyuta axınlarında istifadəsi də təklif olunurdu [19].

Keyns planından fərqli olaraq, ABŞ Xəzinədarlıq Nazirinin müavini Henri Uayt tərəfindən önə sürülən planda BMT-nin nəzdində Stabilləşdirmə Fondunun yaradılması və qızıl standartı dönəmindəki kimi təsbit məzənnə rejiminin davam etdirilməsi yetərli sayılırdı. Bundan başqa, Fondun məcmu maliyyə resursları üzv ölkələrin ödəmələrinin məcmusu kimi formalaşırdı və hər bir üzv dövlət yalnız kvotası məbləğində borclana bilərdi. Fondun ümumi ehtiyatlarının artırıl-

[1] Çünki bu ölkələr ticarət balansındakı profisit hesabına qızıl ehtiyatlarını artırırdılar. Valyutalar qızıla lövbərləndiyi üçün, bu həmin ölkələr üçün digərləri qarşısında və dəyişkən iqtisadi şəraitdə müəyyən qoruyucu funksiya daşıyırdı.

ması yalnız üzv dövlətlərin məcmu kvota paylarının 80%-ni təşkil edən çoxluğu tərəfindən razılaşdırıldıqda mümkün ola bilərdi.

Konfransın yekununa əsasən Uaytın təklif etdiyi plan qəbul edildi. Lakin BVF-nin nizamnaməsində müəyyən fərqli məqamlar da yer almışdır. Məsələn, üzv dövlətlər BVF-dəki kvota paylarının 25%-i qızıl şəklində (qızıl tranşı), yerdə qalanını isə milli valyutada (kredit tranşı) saxlamalı idilər. Ölkələr ehtiyac halında bu ehtiyatların məcmu miqdarı qədər vəsait əldə edə bilərdilər, lakin burada bir məqam xüsusi diqqət çəkir ki, əslində BVF-nin yaradılması, qlobal likvidlik ehtiyatlarının ciddi artımına yol açmadı. Çünki mövcud sistem çərçivəsində beynəlxalq likvidlik ehtiyatları dedikdə ölkələrin qızıl ehtiyatları və mübadilə oluna bilən xarici valyuta ehtiyatları, eləcə də əlavə şərtsiz borclanma məbləğlərinin məcmusu nəzərdə tutulurdu. BVF-dən borclanmaya tətbiq edilən müəyyən limitlər, eləcə də təsisatın üzv dövlətlərə məhz onların kvota ödənişləri qədər vəsait ayıra bilməsi, əslində qlobal likvidliyin artımı üçün əlavə mənbələrin formalaşdırılmasından daha çox mövcud resursların səfərbər edilməsini özündə ehtiva edirdi [12].

Qlobal likvidlik problemləri: 1950-60-cı illərin çətinlikləri və Triffin dilemması

İlkin sistemik dizayn xüsusiyyətlərinin bu şərtləri daxilində qlobal likvidlik təminatında 1950-60-cı illərdə fərqli çatışmazlıqlar özünü büruzə verməyə başladı. Müharibədən sonrakı ilkin mərhələdə rəsmi olaraq qızıl beynəlxalq valyuta kimi əhəmiyyətini saxlasa da, qlobal miqyasda qızıl ehtiyatları dövlətlərin artan tələbatını ödəməyə kifayət etmirdi. Buna görə də, dollar və onunla ifadə olunmuş aktivlərə tələbatın artması (funt sterlinqin beynəlxalq valyuta kimi çəkisinin azalması fonunda) ABŞ üçün müəyyən məhdudiyyətlər də yaradırdı. Bundan başqa, məzənnə məhdudiyyətlərinin mövcudluğu və beynəlxalq ehtiyatların azlığı bir çox ölkələri əsas ticarət tərəfdaşları ilə ikili sövdələşmələr imzalamağa məcbur edirdi. Bu isə çoxtərəfli tənzimləmə sisteminin dayanıqlı fəaliyyəti üçün məhdudiyyətlər doğururdu. Hesab edirik ki, sistemik problemlərdən digər biri də 50-ci illərdə müşahidə olunan dollar çatışmazlığı idi. Bu çatışmazlıq tsiklik dinamikadan, o cümlədən sistemik tərtibat çatışmazlıqlarından qaynaqlanırdı. Belə ki, BVF-nin nizamnaməsinin tələblərinə uyğun olaraq, valyutaların ilkin nominal dəyərinin müəyyənləşdirilməsi əksər ölkələrin milli valyutalarının izafi dəyərlənməsinə yol açmış, bu isə həmin ölkələrin ABŞ-a nəzərən rəqabətliliklərinin daha da azalmasına səbəb olmuşdur [4].

Qrafik№1

BVF kredit xətlərinin qlobal ÜDM-də çəkisi



Mənbə:*Jose Antonio Ocampo, Resetting International Monetary (Non) System, 2017*

Digər tərəfdən isə müharibədən sonra iqtisadi bərpa prosesi üçün maliyyələşmə tələbatının hədsiz yüksəlməsi dollar çatışmazlığı problemini daha da artırırdı. Artan maliyyələşmə ehtiyacı

1948-ci ildə qəbul edilən İqtisadi Əməkdaşlıq Aktı çərçivəsində hazırlanan Marşal Planı, eləcə də 1952-ci ildə Avropa İqtisadi Əməkdaşlıq Təşkilatı tərəfindən təsis edilən Avropa Hesablaşmalar İttifaqı vasitəsilə qarşılanmışdır. Yuxarıda da qeyd edildiyi kimi, bu mərhələdə BVF qlobal likvidliyin artırılması tələbini ödəyə biləcək resurslara malik deyildi (Qrafik 1). ABŞ-ın bu maliyyələşmə təminatının əsas daşıyıcısı rolunu üstünə götürməsi əslində de-fakto olaraq Keynsin planında yer alan kreditor ölkə roluna bənzər idi. Lakin belə bir rolun bir dövlət tərəfindən həyata keçirilməsi 60-cı illərdə yeni bir problemin – Triffin dilemmasının meydana çıxmasına rəvac verdi.

Dollar ilə paralel bu mərhələdə beynəlxalq ehtiyat valyuta rolunu oynaya biləcək digər valyuta olan funt sterlinqin məzənnəsində bu mərhələdə müşahidə olunan ardıcıl kəskin tərəddüdlər həm də qlobal likvidlik imkanlarının genişlənməsinə maneə yaradırdı. Britaniya artan maliyyə öhdəliklərini qarşılamaq üçün ABŞ ilə 1946-cı ilin 15 iyulunda Anqlo-Amerika borc müqaviləsi imzalayır və funtun qızıla mübadiləliyinin təmin edilməsi, eləcə də çoxtərəfli tənzimləmə mexanizmində iştirak şərtilə uzunmüddətli kredit xətti açılır. Bunun fonunda 15 iyul 1947-ci ildə Britaniya cari hesablaşmalara tətbiq edilən məhdudiyyətləri ləğv edir və beləliklə də funt sterlinqin mübadiləliyi təmin olunur. Bu addım Sterlinq zonasına daxil olan və ümumiyyətlə bu valyutada ehtiyat formalaşdıran dövlətlərin bu resursları dollara kütləvi surətdə mübadilə istəyi səbəbindən qısa müddət sonra Britaniyanın qızıl və dollar ehtiyatlarının tükənməsinə və nəhayət 1947-ci ilin avqustunda funtun mübadiləliyinin ləğv edilməsinə yol açır. Buna görə də, funt sterlinqin ajiotajının qarşısının alınması məqsədilə dolların qızıl paritetinin yalnız 1934-cü ildə təsbit olunan səviyyədə (1 troy unsiyası = 35$) mərkəzi banklar tərəfindən mübadilə edilə bilinməsi qərarlaşdırılır. Özəl subyektlərin dövriyyədəki dolları qızıla mübadilə etməsi isə 1933-cü ildə qəbul edilən qərarın qüvvədə qalması ilə qadağan edilir.

Göründüyü kimi, bu mərhələdə BVF-nin daha da kəskinləşən qlobal likvidliyin təmini məsələsinə münasibətdə resurslarını səfərbər etmə gücü də kifayət qədər məhdud olmuşdur. Məhz buna görə də, 50-60-cı illərin qlobal rezerv sistemi çətinliklərində ABŞ-ın təsir imkanları BVF-dən xeyli yüksək idi. Məsələn, 1948-1956-cı illər arasında BVF-nin dünya iqtisadiyyatına yönəltdiyi vəsaitin məbləği 1.326 mln. $ olmuşdur. Halbuki yuxarıda qeyd olunan Marşal planı ilə 1948-1952-ci ildə Avropaya yönəldilən vəsaitin miqdarı 13 mlrd. $ olmuşdur.

Onu da qeyd etmək lazımdır ki, BVF-nin resurs çatışmazlığının aradan qaldırılması məqsədilə 1961-ci ildə 10-lar Qrupu (G-10) adlanan ölkələr tərəfindən Ümumi Borclanma Tənzimləmələri[2] adlanan mexanizm təsis edilmişdi ki, bunun da əsas məqsədi bu ölkələrin hər hansı biri (özəlliklə, Britaniya) çətinliklə üzləşdikdə adekvat maliyyələşmə həyata keçirilə bilinsin. Bu həm də dolların məzənnəsinin qorunması üçün ABŞ BVF-dən xarici valyutalarda vəsait cəlb edərək onları digər ölkələrdəki dollar öhdəliklərinin əvəzinə ödənməsi imkanının təmin edilməsi üçün yaradılmışdı [22]. Lakin istənilən halda ABŞ-ın bu şəkildə sürətli maliyyə resursu təminatçısı qismində iştirakı onun cari hesab kəsirinin daha da böyüməsinə rəvac verirdi.

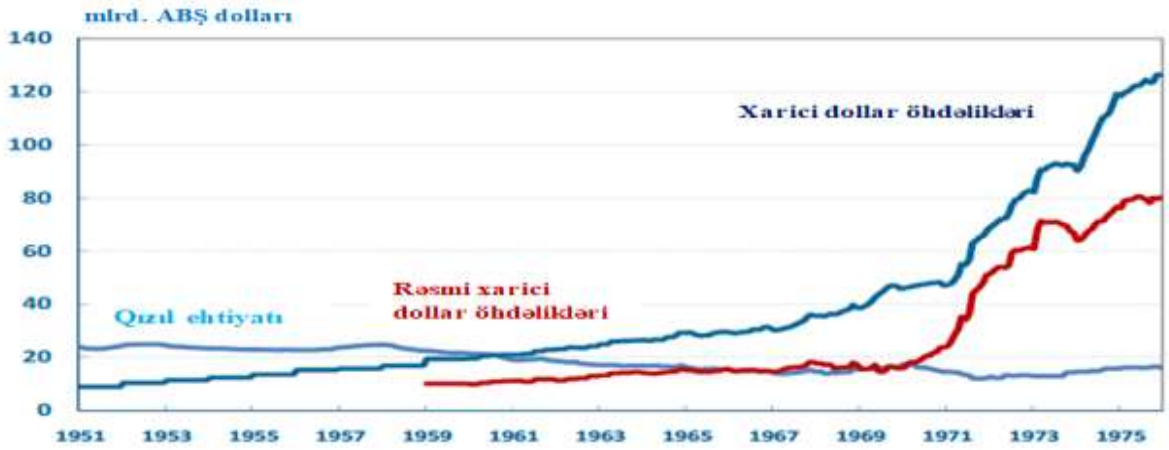
ABŞ-ın qlobal likvidlik təminatçısı rolu iqtisadi ədəbiyyatlarda Triffin dilemması adlandırılan paradoksun meydana çıxmasını şərtləndirdi. Müharibədən sonrakı ilk illərdə ticarət və cari balansdakı yüksək profisit ABŞ-ın dollar ekspansiyasını genişləndirmək imkanları baxımından əlverişli şərait yaradırdı. Lakin qlobal iqtisadi artımın güclənməsi fonunda ABŞ firmalarının xaricdə investisiyalarının artması, eləcə də ölkənin cari hesab balansında mənfi saldonun meydana gəlməsi tədricən yeni normaya çevrildi. Bu dövrdə Avropada və Yaponiyada iqtisadi artımın sürətlənməsi bu ölkələrin mərkəzi banklarının öz dollar ehtiyatlarını qızıla çevirmə istəyini artırmışdı. Sterlinqin ardınca yeganə hegemon beynəlxalq valyuta kimi ortaya çıxan dollar üçün

[2] G-10 ölkələrinə ABŞ, Kanada, Fransa, Almaniya, Birləşmiş Krallıq, İtaliya, Belçika, Hollandiya, İsveç və Yaponiya daxil idi. Ümumi Borclanma Tənzimləmələri ilkin olaraq BVF-yə 6 mlrd. $ məbləğində kapitalla yaradılmışdır ki, bunun 2 mlrd. $-I ABŞ, 1 mlrd. $ BB, yerdə qalanı digər G-10 ölkələri tərəfindən təmin edilmişdi.

isə bu tendensiya bir tərəfdən məzənnə üzərində təzyiqləri doğururdusa, digər tərəfdən onun emitenti olan ABŞ-ın qızıl ehtiyatlarının sürətli azalması riskini şərtləndirirdi. Belə ki, 1957-1968-ci illər arasında ABŞ qızıl ehtiyatları təxminən iki dəfədən çox azalmışdı [15] (Qrafik 2). 1959-cu ildə ABŞ-ın monetar qızıl ehtiyatları onun məcmu xarici dollar öhdəliklərinə bərabər idi. Lakin artıq 1964-cü ildə xarici ölkələrin monetar orqanlarının sahib olduqları rəsmi dollar öhdəlikləri ABŞ-ın monetar qızıl ehtiyatlarını üstələyirdi [4].

Qrafik №2.

ABŞ-ın qızıl ehtiyatları və xarici öhdəlikləri



Mənbə: Michael D. Bordo, *The Operation and Demise of the Bretton Woods System; 1958 to 1971*, 2017

Lakin qlobal likvidlik və tənzimləmə sisteminin dizayn xüsusiyyətləri burada kifayət qədər paradoksal bir şəraiti ortaya çıxarırdı. Belə ki, ABŞ-ın getdikcə artan cari hesab kəsiri, ixracı artan dövlətlərdə, xüsusilə Almaniyada inflyasiya təzyiqlərini artırırdı [5; 10; 17]. Dollar standartı çərçivəsində ticarət balansını təmin edəcək özünütənzimləmə mexanizminin yoxluğu profisitli ölkələrdə iqtisadi artımın daha sürətlənməsinə, bu ölkələrə investisiya axınlarının güclənməsinə, o cümlədən, aktivlərin qiymətlərində sürətli izafi dəyərlənməyə və ümumi inflyasiyaya yol açırdı [15; 20; 22]. Kapitalın beynəlxalq hərəkətinin yüksələn dinamikası fonunda isə bu ölkələrin monetar siyasət müstəqilliyinin sərhədləri getdikcə daralırdı. Belə ki, dollar beynəlxalq ehtiyat valyutası olduğu üçün, ixracında profisit olan ölkələr milli valyutalarının sabitliyini təmin etmək üçün ya xarici valyuta ehtiyatlarını artırmalı, ya da bu vəsaitləri dollar nominallı aktivlərə investisiya etməli idilər. Bu tendensiya mərkəzi banklar tərəfindən valyuta bazarlarına müdaxilənin miqyasının genişlənməsini də zərurətə çevirirdi.

Başqa sözlə, qızıl paritetinin qorunması üçün dollar aktivlərinin təklifinin genişləndirilməsi artıq digər ölkələr üçün labüd siyasət ehtiyacına çevrilmişdi [22]. Təcrübə göstərir ki, bu mərhələdə ABŞ-da daxili iqtisadi siyasət xüsusiyyətləri, eləcə də qlobal iqtisadi şərait xüsusiyyətləri bu ölkəyə investisiyaların miqyasını daha da artırırdı. Bu isə təbii olaraq, cari hesab balansında tarazlığın daha da artmasına yol açmaqla bərabər, dollar-qızıl paritetinin qorunması üçün qlobal likvidlik təminatının sərhədlərinin müəyyənləşdirilməsi çətinliyini doğururdu.

Bretton-Vudsun ilkin formalaşma mərhələsində qızılın dollar dəyərinin olduğundan az qiymətləndirilməsi, o cümlədən beynəlxalq miqyasda qızıl təminatındakı problematiklik qlobal ticarətin genişlənən miqyasının maliyyələşdirilməsi imkanlarını çətinləşdirirdi. ABŞ-ın artmaqda olan cari hesab kəsiri isə həm də digər ölkələr üçün dollara olan etimadın zədələnməsi riskini özündə ehtiva edirdi. Amerikalı iqtisadçı Robert Triffin hesab edirdi ki, əgər ABŞ pul siyasətində daralma həyata keçirərsə, bu qlobal miqyasda deflyasiyanın meydana çıxmasına yol açacaqdır [23]. Qlobal rezerv sisteminin xroniki

problematikliyi, başqa sözlə likvidlik yaratma mexanizminin rezerv emitentinin ölkənin cari kəsiri üzərində qurulması bu ölkənin likvid öhdəliklərinin artımına və ona digər ölkələrin etimadının azalmasına yol açırdı.

1950-ci illərin dollar çatışmazlığı artıq 60-cı illərdə dollar bolluğu ilə əvəzlənmişdi ki, bu da qızılın qiyməti üzərində təzyiqi artırırdı. Xüsusilə 1960-cı illərdə ABŞ-da inflyasiya yaradıcı siyasətin tətbiqi maliyyə bazarlarında ajiotaj yaratdı ki, bunun da nəticəsində 1960-cı ilin oktyabrında London birjasında qızılın qiyməti 40.5$ səviyyəsinə yüksəldi. Artan təzyiqin təsirlərini məhdudlaşdırmaq üçün 1961-ci ildə 8 ölkə arasında qızılın beynəlxalq bazardakı qiymətinə nəzarətin "Qızıl hovuzu" yaradıldı.

Lakin bu təşəbbüs də artan qızıl ajiotajı, eləcə də dolların izafi likvidlik təminatından qaynaqlanan problemlərinin aradan qalxmasına imkan vermədi. Ölkənin sürətlə azalan qızıl ehtiyatlarını qorumaq üçün əvvəlcə FES və ABŞ Xəzinədarlığı tərəfindən uzunmüddətli faiz dərəcələrinin azaldılması və qısamüddətli dövlət istiqrazlarının satışı yolu ilə qısamüddətli faiz dərəcələrinin yüksəldilməsi üzrə əməliyyatlar həyata keçirildi. Ölkədən investisiya axınının qarşısını almaq üçün 1963-cü ildə faiz bərabərləşdirilməsi vergisinin tətbiqinə də başlandı. Bundan başqa, FES bilavasitə məzənnə təzyiqlərini məhdudlaşdırmaq üçün müxtəlif mərkəzi banklarla svop əməliyyatlarını genişləndirdi. Artıq 60-cı illərin ikinci yarısında qlobal likvidlik təminatında dolların məzənnə uyğunsuzluqları, eləcə də qızıl ehtiyatlarının tükənməsindən qaynaqlanan səbatsızlıqlar alternativ rezerv vahidlərinin tətbiqini şərtləndirdi.

Yeni beynəlxalq ehtiyat valyuta təşəbbüsləri və sistemik çöküşün sürətlənməsi

Qızıl və dolların qlobal likvidliyinin və artan makroiqtisadi volatilliklərinin fonunda ölkələrin ehtiyaclarını hansı səviyyəyədək ödəyə bilməsi məsələsi artıq 60-cı illərin ortalarından, xüsusilə G-10 ölkələri üçün ciddi müzakirə mövzusu idi. Qlobal likvidlik təminatı probleminin aradan qaldırılması üçün alternativ beynəlxalq ehtiyat valyutaların yaradılması istiqamətində müəyyən təşəbbüslər irəli sürülməyə başlandı. Məsələn, Robert Triffin Keynsin təklif etdiyi kimi BVF-nin dünya mərkəzi bankı funksiyasını yerinə yetirməsini və "bancor" adlı beynəlxalq ehtiyat valyutasının emissiyasını təklif edirdi. Amerikalı iqtisadçı Edvard Bernşteyn isə G-10 ölkələrinin hər birinin milli valyutaları ilə ortaq bir fondun formalaşdırılmasını və Mürəkkəb Rezerv Vahidi (CRU) adlı qızıla ekvivalent ehtiyat valyutanın yaradılması fikri ilə çıxış etmişdi [4]. Əslində sonradan qəbul edilmiş beynəlxalq ehtiyat valyuta – Xüsusi Borclanma Hüququ (XBH) müəyyən mənada bu planın təməlində yaradılmışdı. Lakin ilkin formalaşma mərhələsində fransızlar belə bir ehtiyat valyutanın BVF sistemindən kənarda məhz aparıcı iqtisadiyyatlar arasında təşkilini məqbul hesab edirdilər [15]. İngilislər isə ticarət profisitli ölkələrin valyuta ehtiyatlarının konsolidasiyası yolu ilə qarşılıqlı valyuta hesabının yaradılmasını ehtiva edirdilər.

XBH-nin yaradılması təklifi hələ 1967-ci ildə G-10 müzakirələrində qəbul edilmiş və 1969-cu ilin iyulunda BVF-nin nizamnaməsinə edilən düzəlişlər əsasında rəsmən ehtiyat valyuta statusunu əldə etmişdir. Onu da qeyd etmək lazımdır ki, XBH-nin ilkin emissiyası 1970-ci ilin yanvarında baş tutmuşdur və bu zaman ABŞ-la Avropa dövlətləri arasında emissiyasının miqyası ilə əlaqədar fikir ayrılıqları var idi. ABŞ hər il 4 mln. XBH olmaqla 5 il ardıcıl emissiya təklif edirdisə, Avropa dövlətləri yalnız illik 2.5 mln. XBH olmaqla 3 illik emissiya periodunu məqsədəuyğun hesab edirdi [20; 22]. Yekun olaraq, ilkin XBH yerləşdirilməsi həcmi isə 9.5 mln. olaraq həyata keçirilmişdir. XBH bir valyuta kimi deyil, sadəcə ehtiyac halında üzv dövlətlərə təqdim edilə bilən kredit xətti kimi dizayn edilmişdi. Lakin proseslərin sonrakı gedişatı XBH-nin beynəlxalq ehtiyat valyuta funksiyası yerinə yetirməsi imkanının kifayət qədər məhdud olduğunu və ümumilikdə qlobal likvidlik təminatı baxımından əhəmiyyətli təsir yaratmadığını göstərdi.

Bretton-Vuds mərhələsinin təhlili qlobal likvidlik təminatı problemlərində tənzimləmə mexanizmlərinin yetərsizliyinin həlledici rol oynadığını göstərir. Ölkələr arasında iqtisadi siyasət əməkdaşlığının məhdud miqyası, eyni zamanda BVF-nin öz mandatı çərçivəsində proseslərə müdaxilə imkanının məhdudluğu likvidliyin təmin edilməsi üçün daha effektiv fəaliyyətlərin icrasını imkansız edirdi. Bretton-

Vudsun sistemik çöküşünün son fazasında, xüsusilə "Qızıl hovuzu" təşəbbüsü çərçivəsində qızıl ehtiyatlarının sürətli azalması (1967-ci ilin dekabrı və 1968-ci ilin mart ayları ərzində qızıl ehtiyatlarında təxminən 3 mlrd. $ həcmində azalma baş vermişdi), valyuta böhranları (Almaniya və Fransada), eləcə də bunların fonunda beynəlxalq kapital axınlarında müşahidə edilən çalxantılar ümumiyyətlə qlobal likvidlik sisteminə ciddi zərbə vurdu. 1971-ci ilin 15 avqustunda ABŞ Prezidenti Riçard Nikson tərəfindən dolların qızıla mübadiləsinin aradan qaldırılması, daha sonra həmin ilin dekabrında Smitson sazişinin imzalanması faktiki olaraq Bretton-Vuds sisteminin dağılmasına yol açdı. Bu proses qlobal likvidlik sistemi üçün də qeyri-müəyyənliklərin yeni dalğasının başlanğıcı oldu.

NƏTİCƏ

Aparılan təhlillər göstərir ki, ilkin sistemik dizayn formatından qaynaqlanan çatışmazlıqlar qızıl-dollar standartının tətbiqi imkanlarını əhəmiyyətli dərəcədə məhdudlaşdırmışdır. Qlobal likvidlik sisteminin təşkili xüsusiyyətləri valyuta emitenti olan ölkələr üzrə, konkret olaraq ABŞ üzərində xarici sektor tarazlığı baxımından güclü təzyiq yaratdı. Qlobal likvidlik təminatı sisteminin çərçivəsində xarici ticarət mövqeyində meydana çıxan problemlərin asimmetrik paylanması və buna qarşı adekvat siyasət çərçivələrinin tətbiqinin yetərsizliyi bu təzyiqin miqyasını daha da artırmışdır. Başqa sözlə, beynəlxalq ehtiyat valyuta emitenti olan ABŞ-ın mütəmadi artan cari hesab kəsiri digər ölkələrdə yüksək inflyasiya təzyiqi yaratmaqla bərabər, həm də orta müddətdə çox güclü deflyasiya riskini özündə ehtiva edirdi [16].

Sistemik səbatsızlıqların böyüməsi və qlobal rezerv sisteminin ortaya çıxardığı konyuktur yüksək profisitli ölkələr, xüsusilə inkişafda olanlar üçün xarici valyuta ehtiyatlarının formalaşdırılmasını kontrtsiklik makroiqtisadi siyasət tədbiri kimi labüd etmişdi. Bu isə öz-özlüyündə bu valyuta ehtiyatlarının yenidən məhz inkişaf etmiş ölkələrə (konkret olaraq ABŞ-a) yönləndirilməsini ortaya çıxarırdı. Beləcə, ABŞ ehtiyat valyuta emitenti kimi bu vəsaitləri çox aşağı faiz dərəcələri ilə özünə cəlb edə bilirdi. Lakin hesab edirik ki, buna paralel olaraq, profisitli ölkələr üçün öz valyutalarının mütəmadi bahalaşmasının ləngidilməsi və iqtisadiyyatlarının dollar absorbsiyalarını daimi nəzarətdə saxlamaqdakı çətinliyi sistemin dağılmasını sürətləndirirdi.

Son olaraq, sistemik tənzimləmənin institutsional olaraq fəaliyyət effektivliyinin kifayət qədər aşağı olması, BVF-nin öz mandatına uyğun olaraq likvidlik təminatında rolunun məhdudluğu, eləcə də iqtisadi siyasət əməkdaşlığındakı dağınıqlıq Bretton-Vudsun dağılmasını şərtləndirdi. Post Bretton-Vuds mərhələsinin qlobal likvidlik sistemi isə müəyyən baxımdan öz sələfinin davamı olsa da, bu sistem çərçivəsində artıq likvidlik mənbələrinin genişlənməsi ən azı tsiklik inkişaf trendlərinə uyğun iqtisadi aktivliyin maliyyələşməsi imkanını daha yaxşı təmin edə bilirdi. Lakin sonuncu qlobal maliyyə böhranından göründüyü kimi, mövcud sistem də hələ bir sıra çatışmazlıqlar, xüsusilə dolların dominantlığından qaynaqlanan səbatsızlıqlar qarşısında o qədər də yüksək çevik manevr imkanına malik deyil.

ƏDƏBİYYAT SİYAHISI:

1. Avdjiev, Stefan; McCauley, Robert & McGuire, Patrick. *Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia*, BIS Working papers № 377, April 2012

2. Borio, Claudio. *The financial turmoil of 2007?: A preliminary assessment and some policy considerations*, BIS Working papers № 251, March 2008

3. Borio, Claudio; McCauley, Robert & McGuire, Patrick. *Global credit and domestic credit booms*, BIS Quarterly Review, September 2011

4. Bordo, Michael D. *The Operation and Demise of the Bretton Woods System; 1958 to 1971*. Hoover Institution, Economic working papers 16116, February 2017

5. Bordo, Michael D. *The Bretton Woods International Monetary System; A Historical Overview*, In *A Retrospective on the Bretton Woods System, Lessons for International Monetary Reform*, edited by Michael Bordo and Barry Eichengreen, Chicago: University of Chicago Press. 1993

6. Bruno, Valentina & Shin, Hyun Song. *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy*, BIS Working papers № 400, December 2012

7. Committee on the Global Financial System. *Global liquidity – Concept, measurement and policy implications*, CGFS Papers № 45, November 2011

8. Domanski, Dietrich; Fender, Ingo &McGuire, Patrick. *Assessing global liquidity*, BIS Quarterly Review, December 2011

9. Eickmeier, Sandra; Gambacarto, Leonardo & Hofmann, Boris. Understanding global liquidity, Deutche Bundesbank Discussion Paper №03/2013

10. Emminger, Otmar. *Practical Aspects of the Problem of Balance of Payments Adjustment*, Journal of Political Economy, vol. 75 (4), pp. 512-522, August 1967

11. European Central Bank. *Global liquidity: Concepts, measurements and implications from a monetary policy perspective*, Monthly Bulletin, October 2012

12. Gernberg, Hans & Swoboda, Alexander. *The Provision of liquidity in the Bretton Woods System*, in *A Retrospective on the Bretton Woods System, Lessons for International Monetary Reform*, edited by Michael Bordo and Barry Eichengreen, Chicago: University of Chicago Press. 1993

13. Goldstein, Morris. *The Asian Financial Crisis*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 98-1, March 1998

14. Matsumoto, Akito. *Global Liquidity: Availability of funds for safe and risky assets*, IMF Working paper WP/11/136, June 2011

15. Ocampo, Jose Antonio. *Resetting International Monetary (Non) System*, Oxford University Press, 2017

16. Ocampo, Jose Antonio. *Emerging Economies and the Reform of the Global Monetary System*, in J.M. Fanelli (ed.), *Asymmetric Demography and the Global Economy: Growth Opportunities and Macroeconomic Challenges in an Ageing World*. New York: Palgrave Macmillan, pp. 127–50, 2015

17. Rueff, Jacques. *The Lessons of Bretton Woods*, Le Monde, April 07, 1975

18. Rüffer, Rasmus & Stracca, Livio. *What is global excess liquidity, and does it matter?*, ECB Working paper series № 696, November 2006

19. Schumacher, Ernst F. *Multilateral Clearing*, Economica, vol. 10 (38), pp. 150–165, May 1943

20. Solomon, Robert. *The International Monetary System 1945-1981*, New York: Harper and Row, 1982

21. Sousa, João & Zaghini, Andrea. *Monetary policy shocks in the Euro Area and global liquidity spillovers*, ECB Working paper series № 309, February 2004

22. Truman, Edwin M. *The End of the Bretton Woods International Monetary System*, Peterson Institute for International Economics, Working paper 17-11, October 2017

23. Triffin, Robert. *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, CT: Yale University Press, 1960

24. United Nations Monetary and Financial Conference, *Articles of Agreement – International Monetary Fund and International Bank for Reconstruction and Development*, Bretton Woods, N.H., USA, 01-22.07.1944

25. Williamson, John. *International liquidity: Are the supply and composition appropriate?*, in The International Monetary System: Forty years after Bretton Woods, Federal Reserve Bank, Boston, 1984

Гасанли А. Р.

Особенности и проблемы обеспечения глобальной ликвидности в эпоху Бреттон-Вудс

Резюме

В статье исследуется одно из важнейших доминантов международной валютной системы, проблемы обеспечение ликвидности, прицеливаясь к эпохе Бреттон-Вудского соглашения. Исследования показывает,что как экономическая категория «глобальная ликвидность» которая, в последние 40-50 лет, под влиянием глобальных циклов значительно расширял круг охвата, все еще сохраняет в себя некоторые терминологические неопределенности. В период полноценного функционирования, Бреттон-Вудского соглашения, вопросы глобальной ликвидности являлись одной из ведущих целей системного дизайна валютной системы в целом. Однако, ее дальнейшая совершенствования выявила некоторые уязвимости по сравнение с ее начальным периодом. Неэффективность глобального сотрудничество в экономической политике и недостатки резервной системы на долларовом основе, со второй половины 60-х годов способствовало росту проблем обеспечение глобальной ликвидности, что и логически привело к разрушению системы Бреттон-Вудса в начале 70-х годов прошлого столетия.

Ключевые слова: *глобальная ликвидность, Бреттон-Вудское соглашения, системный коллапс, дисбаланс внешнего сектора,валютные рынки.*

Hasanli A.R.

Features and problems of the global liquidity provision during Bretton Woods

Abstract

In the article, problematic features of the global liquidity provision which is one of the key elements of international monetary systems have been analyzed in the example of the Bretton Woods system. Studies reflect that as an economic concept, "global liquidity" still involves some terminological uncertainties as well as its scope has expanded significantly during the last 40-50 years under the impact of the global economic cycles. During Breton Woods global liquidity was one of the crucial clauses of the systemic design process. Nonetheless, its formulation features had already begun to exhibit a number of deficiencies in the initial stages of the Bretton Woods. Inefficiency of global economic policy cooperation and shortcomings of the dollar-based reserve system entailed to the exacerbation of global liquidity provision problems beginning from the second half of 1960s and subsequently to the collapse of the Bretton Woods system in early 1970s.

Keywords: *global liquidity, Bretton Woods, systemic collapse, external sector imbalances*

Daxil olub: 27. 06.2018

Rəy verib: AMEA İqtisadiyyat Institutunun "Qloballaşma və beynəlxalq iqtisadi münasibətlər" şöbəsinin əməkdaşı i.f.d *Eyvazov A. A.*