



**MUNDELL-FLEMİNG MODELİ
KAPSAMINDAKİ TRİLEMMİA HİPOTEZİNİN
AZERBAYCAN EKONOMİSİ ÜZERİNE
TEST EDİLMESİ**

Farid JABİYEV

**Doktora Tezi
İktisat Anabilim Dalı
Prof. Dr. Kerem KARABULUT
2018
Her Hakkı Saklıdır**

T.C
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

Farid JABIYEV

MUNDELL-FLEMİNG MODELİ KAPSAMINDAKİ TRİLEMMA
HİPOTEZİNİN AZERBAYCAN EKONOMİSİ ÜZERİNE
TEST EDİLMESİ

DOKTORA TEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ
Prof. Dr. Kerem KARABULUT

ERZURUM-2018



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TEZ BEYAN FORMU



16/07/2018

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının ilgili maddelerine göre hazırlamış olduğum "Mundell-Fleming Modeli Kapsamındaki Trilemma Hipotezinin Azerbaycan Ekonomisi üzerine Test Edilmesi" adlı tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporunun kâğıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim *.

☐ Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

☒ Tezimin/Raporumun makale için **altı ay**, patent için **iki yıl** süreyle erişiminin ertelenmesini istiyorum.

16.07.2018

Farid Jabiyev

* **LİSANSÜSTÜ TEZLERİN ELEKTRONİK ORTAMDA TOPLANMASI, DÜZENLENMESİ VE ERİŞİME AÇILMASINA İLİŞKİN YÖNERGE**

.....

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Çeşitli ve Son Hükümler

Lisansüstü tezlerin erişime açılmasının ertelenmesi MADDE 6– (1) Lisansüstü teze ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.

(2) Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.

Gizlilik dereceli tezler MADDE 7– (1) Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, tezin yapıldığı kurum tarafından verilir. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.

(2) Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.

F-83/00/22.12.2016



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Prof. Dr. Kerem KARABULUT danışmanlığında, Farid JABIYEV tarafından hazırlanan bu çalışma 16 / 07 / 2018 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından İktisat Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Bedriye TUNÇSİPER

İmza:

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Cevat GERNİ

İmza:

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Menşure KOLÇAK

İmza:

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Kerem KARABULUT

İmza:

Jüri Üyesi : Dr. Öğr. Üye. Dilşad GÜZEL

İmza:

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. / /

Prof. Dr. Mehmet TÖRENEK

Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	III
ABSTRACT.....	IV
KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ	V
ŞEKİLLER DİZİNİ	VI
GRAFİKLER DİZİNİ	VII
TABLolar DİZİNİ	VIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MUNDELL-FLEMİNG (IS-LM-BP) MODELİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ

1.1. MUNDELL-FLEMİNG MODELİNİN TANIMLANMASI.....	6
1.1.1. Döviz Kuru Sistemleri	7
1.1.2. Sermaye Hareketliliği	9
1.2. IS-LM-BP MODELİNDE UYGULANAN POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ ...	11
1.2.1. Sabit Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Maliye Politikası.....	11
1.2.2. Sabit Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Para Politikası.....	13
1.2.3. Esnek Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Maliye Politikası	14
1.2.4. Esnek Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Para Politikası	15
1.3. TRİLEMMA HİPOTEZİ	17
1.4. TRİLEMMA HİPOTEZİNİN PARA POLİTİKASI AÇISINDAN ÖNEMİ	20
1.5. DÜNYA DENEYİMİNDE TRİLEMMA HİPOTEZİ LİTERATÜRÜ.....	23
1.5.1. Trilemma Hipotezi Genel Literatürü	25
1.5.2. ABD ve Latin Amerika.....	27
1.5.3. Rusya	28
1.5.4. İslam İşbirliği Teşkilatına Üye Ülkeler	29
1.5.5. Doğu Asya	32
1.5.6. Orta ve Doğu Avrupa.....	34

İKİNCİ BÖLÜM

AZERBAYCAN EKONOMİSİNİN MEVCUT DURUMUNUN ANALİZİ

2.1. AZERBAYCAN EKONOMİSİNİN TEMEL MAKRO İKTİSADİ

GÖSTERGELERİ	35
2.1.1. Milli Gelir ve Büyüme	36
2.1.2. Enflasyon	38
2.1.3. İstihdam	41
2.1.4. Dış Ticaret.....	43
2.1.5. İç ve Dış borçlar.....	47

2.2. AZERBAYCAN EKONOMİSİNDE UYGULANAN MALİYE VE PARA

POLİTİKALARI.....	52
2.2.1. Azerbaycan Ekonomisinde Uygulanan Kamu Harcamaları Politikaları	54
2.2.2. Azerbaycan Ekonomisinde Uygulanan Vergi Politikaları.....	58
2.2.3. Azerbaycan Merkez Bankasının Uyguladığı Para Politikası ve Bağımsızlık Düzeyi.....	61
2.2.4. Azerbaycan Merkez Bankasının Uyguladığı Kur Politikası.....	67
2.2.5. Azerbaycan Ekonomisinde Sermaye Hareketliliği	72

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AZERBAYCAN EKONOMİSİ İÇİN TRİLEMMMA HİPOTEZİNİN TEST

EDİLMESİ.....	80
3.1. VERİ SETİ VE ANALİZ YÖNTEMİ	80
3.2. BULGULAR	85
SONUÇ.....	98
KAYNAKÇA	102
ÖZGEÇMİŞ.....	108

ÖZET

DOKTORA TEZİ

MUNDELL-FLEMİNG MODELİ KAPSAMINDAKİ TRİLEMMA
HİPOTEZİNİN AZERBAYCAN EKONOMİSİ ÜZERİNE TEST EDİLMESİ

Farid JABİYEV

Tez danışmanı: Prof. Dr. Kerem KARABULUT

2018, 108 sayfa

Jüri: Prof. Dr. Bedriye TUNÇSİPER

Prof. Dr. Cevat GERNİ

Prof. Dr. Menşure KOLÇAK

Prof. Dr. Kerem KARABULUT

Dr. Öğr. Üyesi Dilşad GÜZEL

Küreselleşmenin çok yaygın hal aldığı günümüzde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin karşılaştıkları en önemli konulardan biri döviz kuru istikrarı, bağımsız para politikası ve finansal entegrasyonun aynı anda nasıl sağlanabileceğidir. Çalışmada bu üç makro ekonomik amacı içeren trilemma (üçlü açmaz) hipotezi Azerbaycan ekonomisi örneğinde 1996-2015 dönemi için incelenmektedir. Araştırma, IS-LM modelinin açık ekonomiler için Robert Mundell ve Marcus Fleming tarafından geliştirilmiş olan IS-LM-BP modelinin tanımlanmasıyla başlamaktadır. Daha sonra, modelden ortaya çıkan trilemma hipotezinin esaslarının gözden geçirilmesi, hipotezin ülkelerin para politikasındaki rolünün değerlendirilmesi, dünya deneyiminde trilemma hipotezi literatürü ile devam etmektedir. Daha sonra, Azerbaycan ekonomisinde mevcut durum analiz edilmektedir. Temel makro iktisadi göstergeler olan milli gelir, enflasyon, istihdam ve Azerbaycan Maliye Bakanlığının uyguladığı maliye politikaları, trilemma açısından Azerbaycan Merkez Bankası'nın gerçekleştirdiği para politikası ve bağımsızlık düzeyi, döviz kuru politikaları, belirtilen zaman içerisinde sermaye hareketleri ve onun hareketlilik derecesi incelenmektedir. Son olarak araştırmada trilemma hipotezinin Azerbaycan ekonomisine uygulanması yönünde ekonometrik modelleme yapılmakta ve buna bağlı olarak elde edilen sonuçlar yorumlanmaktadır. Modelleme trilemma endekslerinin hesaplanması ve onlar arasındaki regresyon ilişkisinin en küçük kareler (EKK) yöntemi ile araştırılması şeklinde yapılmaktadır. Kurulan model araştırılan dönemde Azerbaycan ekonomisinde üç politika hedefinden hangisine daha çok ağırlık verildiği konusunda bilgiler elde edilmesine yardım etmektedir. Çalışmada Azerbaycan ekonomisi için trilemma değişkenleri arasında doğrusal ilişki olduğu sonucu elde edilmektedir. Ülke ekonomisi için ilgili dönemde üç değişken arasından en çok tercih edileni sırasıyla döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve sermaye açıklığı politikası olmuştur. Elde edilen sonuçlar modelin yeterli olduğunu kanıtlamakta ve trilemma hipotezini desteklemektedir.

Anahtar Kelimeler: Mundell-Fleming, Trilemma Hipotezi, Parasal Bağımsızlık Endeksi, Döviz Kuru İstikrarı Endeksi, Sermaye Açıklığı Endeksi, EKK

ABSTRACT**TESTING THE TRILEMMA HYPOTHESIS IN THE CONTEXT OF THE
MUNDELL - FLEMING MODEL ON THE AZERBAIJANI ECONOMY****Farid JABIYEV****Advisor: Prof. Dr. Kerem KARABULUT****2018, 108 pages****Jury: Prof. Dr. Bedriye TUNÇSİPER****Prof. Dr. Cevat GERNİ****Prof. Dr. Menşure KOLÇAK****Prof. Dr. Kerem KARABULUT****Assist. Prof. Dr. Dilşad GÜZEL**

Recently, when globalization is becoming very widespread, one of the most important issue that emerging market economies face is how to achieve exchange rate stability, independent monetary policy and financial integration simultaneously. In this research, the trilemma configuration (impossible trinity) containing these three macroeconomic intentions are examined in the period of 1996-2015 in the case of Azerbaijan economy. The research begins with the definition of the IS-LM-BP model developed by Robert Mundell and Marcus Fleming for the open economies of the IS-LM model. Later, research continues with the review of principles of trilemma hypothesis, the evaluation of the hypothetical role of countries in the monetary policy and the examination of the trilemma aspects in the experience of world economies. Later, the current situation in the Azerbaijani economy is analyzed. The main macroeconomic indicators such as national income, inflation, employment and fiscal policy implemented by the Ministry of Finance of Azerbaijan, monetary policy and independence level of the Central Bank of Azerbaijan in terms of trilemma, foreign exchange rate policies, capital movements and its mobility level within the specified period are investigated. Finally, econometric modeling is carried out in order to apply the trilemma hypothesis to the Azerbaijani economy and the results obtained are interpreted accordingly. Modeling is done by calculating the trilemma indices and investigating the regression relation between them by ordinary least squares (OLS) method. The model that was established helped to obtain information on which of the three political objectives in the Azerbaijani economy was given more emphasis. For the country's economy, exchange rate stability, monetary independence and capital openness policy were the most preferred among the three variables in the period concerned, respectively. The results obtained prove that the model is sufficient and support the trilemma hypothesis.

Keywords: Mundell-Fleming, Trilemma Hypothesis, Monetary Independence Index, Exchange Rate Stability Index, Capital Openness Index, OLS

KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
FED	: Amerikan Merkez Bankası
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Bankası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
İİT	: İslam İşbirliği Teşkilatı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
SSCB	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyetleri Birliği
GSYH	: Gayri Safı Yurtiçi Hâsıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
SOCAR	: Azerbaycan Devlet Petrol Şirketi
SOFAZ	: Azerbaycan Devlet Petrol Fonu
AREAR	: Döviz Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları Yıllık Raporu
ADİK	: Azerbaycan Devlet İstatistik Kurumu
BDT	: Bağımsız Devletler Topluluğu
VİF	: Varyans Büyütme Faktörü
MI	: Parasal Bağımsızlık Endeksi
ERS	: Döviz Kuru İstikrarı Endeksi
KO	: Sermaye Açıklığı Endeksi
EKK	: En Küçük Kareler Yöntemi
SDR	: Özel Çekme Hakları

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Sabit Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Genişletici Maliye Politikası	12
Şekil 1.2. Sabit Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Genişletici Para Politikası	14
Şekil 1.3. Esnek Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Genişletici Maliye Politikası	15
Şekil 1.4. Esnek Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Genişletici Para Politikası.....	16
Şekil 1.5. Trilemma Hipotezinde Karşılaşılan İkili Seçimler	18



GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 2.1. Azerbaycan`ın Gayri Safi Yurt İçi Hasılası (1991-2017).....	36
Grafik 2.2. Azerbaycan Ekonomisinin Büyüme Oranları (1991-2017).....	37
Grafik 2.3. Azerbaycan Ekonomisinde Enflasyon (1992-1996).....	39
Grafik 2.4. Azerbaycan Ekonomisinde Enflasyon (1997-2017).....	40
Grafik 2.5. İstihdamda Devlet ve Özel Sektörün Payı (%) (1990-2016).....	42
Grafik 2.6. İstihdamın Sektörel Dağılımı (1991-2017).....	43
Grafik 2.7. Dış Ticarete Başlıca Ülkeler (2017)	46
Grafik 2.8. Dış Borç Stokunun GSYH`ya Oranı (%) (1995-2017)	50
Grafik 2.9. Dış Borçların Geri Ödeme Süresi (2016)	51
Grafik 2.10. Vergi Gelirleri ile SOFAZ`ın Devlet Bütçesine Transferleri (2003-2017)	61
Grafik 2.11. Faiz Koridoru (2008-2017).....	62
Grafik 2.12. Borçlanma Senetlerinin Tutarı ve Getirisi (2017)	63
Grafik 2.13. Para Çarpanı (2014-2016)	65
Grafik 2.14. Dolarizasyon (2016-2018).....	66
Grafik 2.15. Yabancı Paraların Manata Karşı Döviz Kurları (2014-2015)	69
Grafik 2.16. ABD Dolarının Manata Karşı Döviz Kurları (2015-2016)	70
Grafik 2.17. ABD Dolarının Manata Karşı Döviz Kurları (2016-2017)	71
Grafik 2.18. SOFAZ`ın Döviz Satışı (2015-2017)	72
Grafik 2.19. Yabancı ve Yurtiçi Yatırımlar (Milyon Dolar) (1995-2016).....	73
Grafik 2.20. Doğrudan Yabancı Sermayenin GSYH`ya oranı (%) (1995-2016).....	74
Grafik 3.1. Döviz Kuru İstikrarı Endeksi (1996-2015).....	82
Grafik 3.2. Parasal Bağımsızlık Endeksi (1996-2015)	83
Grafik 3.3. Sermaye Açıklığı Endeksi (1996-2015)	84
Grafik 3.4. Modelin Kalıntıları (1996-2015)	88
Grafik 3.5. CUSUM Test Sonuçları.....	94
Grafik 3.6. CUSUM-SQ Test Sonuçları	94
Grafik 3.7. Özyinelemeli Tahmin Sonuçları.....	95

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 2.1. İşgücü ve İstihdamı (2000-2016)	41
Tablo 2.2. Dış Ticaret (Milyon Dolar) (1991-2017)	45
Tablo 2.3. Dış Borç Stoku (1995-2017)	49
Tablo 2.4. Kamu Harcamaları ve GSYH içindeki Oranı (1993-2017).....	55
Tablo 2.5. Kamu Harcama Kalemleri (Milyon manat) (1991 – 2010).....	56
Tablo 2.6. Kamu Harcama Kalemleri (Milyon manat) (2011 – 2017).....	57
Tablo 2.7. Vergi Gelirleri ve Vergi Gelirlerinin GSYH'ya ve Bütçe Gelirlerine Oranı, SOFAZ'ın Devlet Bütçesine Transferleri (1995-2017).	59
Tablo 2.8. Zorunlu Karşılık Oranları (%) (2011-2017).....	64
Tablo 2.9. Para Arzı (Milyon Manat) (2015-2018).....	65
Tablo 2.10. Azerbaycan Ekonomisinde Yatırımlar (Milyon Dolar) (2013-2016).	75
Tablo 2.11. Azerbaycan Ekonomisi için KO Endeksi (1996-2015).....	78
Tablo 3.1. Azerbaycan Ekonomisi için Trilemma Endeksleri (1996-2015).	81
Tablo 3.2. Birim Kök Testi Sonuçları.	86
Tablo 3.3. Modelin Kalıntılarının Birim Kök Testi Sonuçları.	87
Tablo 3.4. Engle-Granger ve Phillips-Ouliaris Eş-bütünleşme Test Sonuçları.....	88
Tablo 3.5. Değişkenlerin Ayrı Ayrı WALD Testinin Sonuçları.	89
Tablo 3.6. Değişkenlerin Birlikte Anlamlılık - Wald Testinin (F-testi) Sonuçları.	90
Tablo 3.7. Jarque – Bera Normallik Testinin Sonuçları.	91
Tablo 3.8. Breusch-Godfrey Serial Korelasyon LM Test Sonuçları.	91
Tablo 3.9. Breusch-Godfrey Serial Korelasyon LM Test Sonuçları (diğer sıralar).	92
Tablo 3.10. White ve ARCH Değişen Varyans Test Sonuçları	93
Tablo 3.11. Varyans Büyütme Faktörü Kriterinin (VİF) Sonuçları	93
Tablo 3.12. Modelin Genel Tahmin Sonuçları.....	96

GİRİŞ

Günümüzde her ülkenin kendi ekonomik hedeflerine ulaşmak için ekonomideki değişiklikleri sistematik olarak analiz etmesi ve problemlerden kaçınmak için en etkili politikayı uygulaması gerekmektedir. Küreselleşen bir dünyada hükümetler, sadece kendi ekonomilerindeki dalgalanmalar ile değil ekonomik bağları olan diğer ülkelerin durumları ile ilgili de ekonomik politika izlemektedirler. Devletin uyguladığı para ve maliye politikaları her zaman ve aynı şekilde etkili olamamaktadırlar. İktisat politikası bilim dalı oluşturulduğundan beri farklı görüş ve yaklaşımlar mevcut olmuştur. Bazı iktisatçılar hükümetin mali politika araçlarıyla ekonomiye müdahalesini savunurken, bazıları bunun yerine para politikası araçlarını uygun bulmuşlardır.

Ülke ekonomilerinin son derece entegre ve pazarların bir-birinden bağımlı olduğu modern dünyada, özellikle ekonomik sorunlar bağlamında devletlerin ülke ekonomilerini kontrol etmeleri çok karmaşık bir konu haline gelmiştir. Tarihe bakıldığında, parasal rejimlerin aniden sona erdiği durumlardan en önemlisi olan Bretton-Woods sisteminin 1970'lerin başlarında dağılmasının 1980-1990 yılları arasında gelişmekte olan bir çok ülkelerde mali krizlere neden olduğu ve böyle bir ani rejim çöküşünün her zaman krizleri ve bazı finansal sorunları da beraberinde getirdiği görülmektedir.

Önceki parasal rejimlerin yerini hangi uluslararası sistem veya rejim alırsa alsın ülkelerin karşılaştıkları üç politika hedefinden (döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal entegrasyon) her birini hangi düzeyde ve hangi birleşim ile elde edebileceği temel sorun olarak kalmıştır. Bu, açık makropolitik yönetimi dikte eden, temeli Kanadalı iktisatçı, Nobel Ödüllü Robert Mundell ve İngiliz iktisatçı ve devlet adamı Marcus Fleming tarafından geliştirilen trilemma hipotezidir. Hipotez ülkelerin bireysel olarak bu üç politika bileşiminden tam olarak sadece ikisini tercih edebileceğini yani, aynı anda bunlardan sadece ikisine tam şekilde ulaşılabilmesini öngörmektedir. Alternatif olarak, ülkeler üç politika hedefinden her birine orta düzeyde ulaşım imkanı sağlayabilmektedirler.

Trilemma hipotezine olan ilgi son on yılda önemli ölçüde artmıştır. Bunun nedeni gelişmekte olan ekonomilerin son yıllarda, döviz kuru ve makroekonomik istikrarla

birlikte küresel finans piyasalarına entegre olma yönündeki çalışmalarının daha aktif hale gelmeleridir. Bu hedeflerin trilemma prensipleri açısından aynı zamanda gerçekleştirilememesi, ülkelerin karşılaştığı önemli bir sorun haline gelmiştir. Bu hipotez günümüze kadar geniş çapta araştırılmış ve bu politikaların açık ekonomide manevra için oldukça uygun olduğu sonucuna varılmıştır.

Aizenman, Chinn ve İto (2010), üç politika hedefinin (sabit döviz kuru, bağımsız para politikası ve sermayenin serbest dolaşımı) düzeyini ölçen “trilemma endeksleri”ni ülkeler ve yıllara göre araştırmış ve geliştirmişlerdir. Araştırmacılar, bu endeksleri kullanarak, trilemma hipotezinin gerçeğe uygun olduğunu ve parametrelerinin doğrusal olarak birbirine bağımlı olduğunu ampirik olarak kanıtlamışlardır.

Trilemma günümüzde bir çok akademisyen için ispata ihtiyacı olmayan aksiom ve bir çok politikacı tarafından sıklıkla kullanılan araç haline gelmiştir. Teorik ve ampirik gözlemler, trilemmadaki üç politika tercihten her birinin çift taraflı keskin bir kılıca benzetilebileceğini göstermektedir. Bu karmaşık konuda, her bir politika tercihinin etkisi, diğer politika tercihlerinin bir araya getirilmesine bağımlı olarak değişmektedir. Örnek olarak, döviz kuru istikrarı finansal entegrasyon ile birlikte tercih edildiğinde onun etkisi azalmakta, yüksek parasal bağımsızlıkla birlikte tercih edildiğinde ise döviz kuru istikrarının sağlanması mümkün olmaktadır. Bununla birlikte, politika yapıcılar ve araştırmacıların belirttiği gibi, ülkeler nadiren tam olarak ikili seçimler ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Mundell'in 1963 yılında yayınlamış olduğu kitabında trilemma üçgeni şu şekilde tasvir edilmektedir; üçgenin her bir tarafı üç politika hedefinden birini tam şekilde temsil etmektedir. Eğer bir ülke üç politika tercihten her birinin ortalama pozisyonlarını dikkate alan bir politika bileşimi seçerlerse, böyle bir seçim neredeyse trilemma üçgeninin ortasında yer alacaktır. Ampirik yönden, üç politika tercihinin toplamı istatistiksel olarak sabit kabul edilmektedir. Böylece, daha yüksek bir politika hedefine ulaşım, diğer iki politika tercihinin toplam değerinde azalma ile sonuçlanmaktadır. Bununla birlikte, farklı seçenekleri yansıtan politika bileşimlerinin farklı makroekonomik etkileri vardır. O zaman ortaya şu soru çıkmaktadır; özellikle, mali krizlerin ekonomiyi negatif etkilediği zamanlarda trilemma üçgeninde ülkenin politika tercihi kombinasyonu onun makroekonomik performansını nasıl

etkilemektedir? Bu soruya mantıklı cevap aranması konunun ülke ekonomileri için ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

Konunun önemi dikkate alınarak bu çalışmada Mundell-Fleming modelinden ortaya çıkan trilemma hipotezi Azerbaycan ekonomisine uygulanmıştır. Çalışmada ülke ekonomisinin trilemma yapısı incelenmiş ve ekonometrik modelleme ile politika tercihleri arasındaki ilişkinin analizi temel hedef olarak belirlenmiştir.

Bu hedefe ulaşmak için yapılan araştırmanın önemli başlıkları aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Uluslararası ekonomide trilemma hipotezinin kuramsal, metodolojik ve pratik yönlerini incelemek, para politikasında trilemmanın rolünü ve yerini belirlemek;
- Azerbaycan ekonomisinde trilemma hipotezinin seçim bileşimini (döviz kurunun istikrarı, para politikası mekanizması ve sermayenin hareketliliğini) 1996-2015 dönemi için araştırmak;
- Son olarak, seçimler arasındaki ilişkiye ekonometrik modelleme yaparak elde edilen sonuçlara yorum yapmak.

Araştırmanın amacı, Azerbaycan ekonomisinde döviz kuru rejimini, Merkez Bankası'nın yürüttüğü para politikası ve ülkedeki sermaye hareketlerini trilemma açısından incelemektir.

Araştırmanın yöntemi, mevcut literatürün gözden geçirilmesini, trilemma hipotezinde farklı dünya deneyimlerinin karşılaştırılmasını, istatistiksel parametrelerin analizini ve ekonometrik modellemeyi içermektedir.

Araştırma türkçe ve ingilizce özetden, girişten, üç bölüm, sonuç ve kaynakça kısmından oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, Mundell-Fleming modelinin kapsamlı şekilde açıklaması sunulmaktadır. Önce açık ekonomi için geliştirilen IS-LM-BP modelinin teorik çerçevesi ele alınmakta sonra ise bu modelde farklı sermaye hareketliliği ve farklı döviz kuru rejimleri altında uygulanan para ve maliye politikalarının sonuçlarına yer verilmektedir. Dünya ekonomisindeki döviz kuru rejimleri ve işleyiş mekanizmaları,

sermaye hareketliliği ve ülkeler tarafından sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar bu bölümün birinci kısmında yer almaktadır.

Birinci bölümün ikinci kısmında ise modelin orjinal katkısı olan "trilemma" hipotezinin ileri sürdüğü temel hususlar, hipotezin teorik koşulları, onun parasal mekanizmadaki rolü, trilemma hipotezinin genel literatürü ve farklı ülke ekonomileri için yapılan ampirik yaklaşımları yer almaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Azerbaycan ekonomisi trilemma hipotezi açısından incelenmektedir. Burada, ülke ekonomisinin trilemma seçimlerinin birleşimi, yasal ve fiili gerekçeler dikkate alınarak incelenmektedir. Bununla birlikte Azerbaycan ekonomisinin 1991-2017 dönemi için temel makroiktisadi göstergeleri analiz edilmekte, belirtilen dönem içinde milli gelir ve büyümede, enflasyonda, istihdamda, dış ticaretde, iç ve dış borçta yaşanan önemli gelişmelere yer verilmektedir.

İkinci bölümün son kısmında Azerbaycan Maliye Bakanlığı'nın uyguladığı maliye politikaları, Azerbaycan Merkez Bankası'nın yürüttüğü para politikaları, onun bağımsızlık düzeyi, Azerbaycan ekonomisindeki mevcut sermaye hareketliliği incelenmektedir. Azerbaycan Merkez Bankası'nın gerçekleştirdiği para politikası ve onun bağımsızlık düzeyi, döviz kuru rejimi ve manatın döviz kurlarının analizi, ayrıca ülkede sermaye hareketlerinin istatistiksel baza göre gözden geçirilmesi ve sermaye hareketliliği düzeyinin incelenmesi bu kısmın temelini oluşturmaktadır.

Son olarak, tez çalışmasının üçüncü bölümünde, trilemma hipotezinin Azerbaycan ekonomisinin 1996-2015 dönemi için ekonometrik uygulamasına yer verilmektedir. Bu bölümde, trilemma seçimleri arasındaki kanıtlanmış doğrusal ilişki ülke ekonomisi için ekonometrik yöntemlerle kontrol edilmektedir. Yapılan ekonometrik modellemede üç trilemma parametresi endeksler şeklinde hesaplanmakta ve modele dahil edilerek aralarındaki doğrusal ilişki en küçük kareler yöntemi (EKK) aracılığıyla test edilerek sonuçlar değerlendirilmektedir.

Araştırmanın ampirik sonuçları sonuç kısmında gösterilmektedir. Trilemma hipotezinin Azerbaycan ekonomisine uygulanmasında en küçük kareler yöntemi kullanılarak ekonometrik modelleme yapılması araştırmanın bilimsel yeniliğine işaret etmektedir. Bu bilimsel yenilik, Azerbaycan'ın trilemma hipotezindeki seçimleri hakkında fikirler geliştirilmesine imkan sağlamaktadır.

Diğer bir ifade ile, araştırmanın önemi, Azerbaycan ekonomisinin güncel sorunları olan döviz kuru düzenlemeleri, bağımsız para politikası ve serbest sermaye hareketliliği politika tercihleri açısından politika yapıcılar için yararlı olabilecek sonuçlar ortaya koymuş olmasıdır.



BİRİNCİ BÖLÜM

MUNDELL-FLEMİNG (IS-LM-BP) MODELİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ

1.1. MUNDELL-FLEMİNG MODELİNİN TANIMLANMASI

Dünya ülkeleri yabancı yatırımları kendi ülkelerine çekmek, para arzını artırarak büyümeyi teşvik etmek ve aşırı döviz kuru dalgalanmalarını önlemek için üç temel makroekonomik hedefe (istikrarlı döviz kuruna, bağımsız para politikasına, finansal piyasaların açıklığına (entegrasyonuna)) ulaşmak isterler. Uluslararası ekonomide "trilemma" veya "imkansız üçlü" hipotezi olarak bilinen Mundell - Fleming modeli belirtilen üç amaçtan aynı anda yalnız ikisine tam şekilde ulaşmanın mümkün olacağını savunmaktadır. Ülkeler bireysel olarak bu üç amaçtan kendi deneyimlerini baz alarak sadece ikisini seçebilirler. Avrupa Birliği ülkeleri finans piyasasının açıklığı ve istikrarlı döviz kurunu takip ediyor, fakat kendilerinin ayrıca bağımsız para politikası uygulamak şansları olmadığı için bununla ilgili bağımsız kararlar almayı Avrupa Merkez Bankası'na bırakıyorlar. ABD'de finans piyasası açıklığı ve bağımsız para politikası uygulanmaktadır, fakat döviz kurunun esnekliğine izin verilmiştir. Çin bağımsız para politikası ve istikrarlı döviz kurunu tercih ediyor, yabancı yatırımlara, sermaye hareketlerine ve uluslararası ticarete belirli sınırlar koyuyor (Hsing, 2012: 616-623).

1960'larda Mundell'in dünya ekonomisine orijinal katkılarından biri trilemmenin açık ekonomi bağlamında IS-LM Neokeynesçi modele dayalı sonucu olmuştur. Modern makroekonominin temellerinden olan IS-LM modeli, ünlü İngiliz ekonomistler John Hicks ve Alvin Hansen tarafından kurulmuştur. Dışa kapalı ekonomiler için geliştirilen bu model, ekonominin reel yönü ile mali yönünü birleştirerek, ekonominin genel dengesinin mal ve para piyasalarının dengesi ile sağlanabileceğini göstermektedir. Otonom harcama ve maliye politikalarına ek olarak, faiz oranları ve para politikası da toplam talep ve gelirleri etkileyen faktörlerdir. Tam sermaye hareketliliği bağlamında, IS-LM modelinin açık ekonomiye dönüşümü Mundell-Fleming modeli olarak adlandırılmaktadır. Dışa açık bir ekonomide ekonomi politikaları ve çeşitli şokların etkisini IS-LM modeliyle incelemek yetersiz olduğu için ekonominin diğer ülkeler ile ilişkilerinin yansıtıldığı BP eğrisi modele dahil edilmiştir. Model IS-LM-BP şekline dönüşmüştür. Yani, IS-LM modeli kapalı ekonomiler için geliştirilmişken, Mundell-

Fleming modeli açık ekonomiler için geliştirilmiştir. Diğer bir deyişle, bu model IS-LM modelinin genişletilmiş biçimidir. IS-LM modeline dayalı ve dışa açıklığı olan küçük ekonomiler için öngörülmektedir. Model, küçük bir ülkenin döviz kuru rejimini ve mali entegrasyonu küresel mali piyasaları ile birlikte tercih edeceğini öngörüyor. Columbia Üniversitesi profesörü Robert Mundell ve Uluslararası Para Fonu'nda araştırmacı olarak çalışan Markus Fleming, bu modeli 20'nci yüzyılın 60. yıllarında dalgalı kur rejimi uygulanmaya koyulmadan önce kurmuşlar. Daha ileri araştırmalar Mundell-Fleming modelini geliştirir, ancak başlangıçtaki model ekonomi politikası mekanizmasını sermayenin yüksek hareketliliği koşullarında görmek için yeterlidir. Maliye politikasının farklı ekonomik koşullardaki etkinliği Mundell-Fleming modelinde görülebilir. Bu katkısına göre Mundell 1999 yılında Nobel ödülünü almıştır (Aliyev, Jabiyev, 2016: 124).

1.1.1. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kuru bir ülkenin ulusal parasının değerinin yabancı paralar cinsinden ifadesidir. Genellikle, bir ülkeye yapılan ödemeler o ülkenin para birimiyle yapılmaktadır ancak uluslararası ticarette ülkeler tarafından ortak ödeme aracı olarak ABD doları (geniş şekilde), Euro ve Japon yeni (kısmi olarak) kullanılmaktadır. Zamanında uluslararası ticarette altın fazla kullanılsa da, günümüzde çeşitli güclükler nedeniyle altının kullanımı pek yaygın değildir. Çalışmada önce sabit döviz kuru sonra ise esnek döviz kuru açıklanmaktadır.

Sabit döviz kuru sisteminde para otoritesinden sorumlu şahıslar veya kurumlar (Genellikle Merkez Bankaları) belirlenmiş kur üzerinden döviz alım satımı yapmak zorundadır. Bu sistem 1944 – 1973 yılları arasında aktif şekilde kullanılmıştır. Günümüzde bazı ülkeler (Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Venezuela, Katar, Türkmenistan ve b.) bu sistemi kullanmaya devam etmektedirler.

Bu döviz sisteminde Merkez Bankaları önemli rol üstlenmektedirler. Ödemeler dengesi açık ve ya fazla verdikde Merkez Bankası kuru sabit tutmak için döviz piyasasına müdahale etmek zorundadır. Ödemeler dengesi açık verdikte piyasada döviz arzı yetersiz olmaktadır. Bu durumda Merkez Bankası önceden bulundurduğu rezervleri piyasaya sürerek döviz kurunu sabit tutmaya çalışmaktadır. Ödemeler dengesinde fazla

yaşandıkta ise Banka piyasadan döviz almakta ve rezervlerini arttırmaktadır. Buna rağmen, ödemeler dengesi sürekli açık verdikte Merkez Bankasının rezervleri tükenmeye başlayacak ve kurun sabit tutulması daha da güçleşecektir. Böyle bir durumda Merkez Bankası ülke parasını devalüasyon (ulusal paranın değerinin düşürülmesi) etmek zorunda kalacaktır. Nitekim, Azerbaycan Merkez Bankası 2015 yılında bulundurduğu rezervlerde ciddi kayıp yaşadığı için iki kez devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır.

Esnek döviz kuru sisteminde ise döviz kuru döviz piyasasında döviz arz ve döviz talebi tarafından belirlenmektedir. Ödemeler dengesi açık verdiğinde döviz piyasasında dengesizlik oluşacaktır. Döviz talebi döviz arzını üstelediği için ulusal para değer kaybedecek, ithal malları pahalılaşacak ve ulusal mallar ucuzlayacaktır. Bunun sonucunda ithalat azalacağı ve ihracat artacağı için dengesizlik giderilmiş olacaktır. Ödemeler dengesinde fazla oluştuğunda ise döviz arzı döviz talebini aştığı için ulusal para değer kazanacaktır. İhraç malları pahalı, ithal malları ucuz hale gelecektir. Bunun sonucunda ihracat azalacağı ve ithal artacağı için ödemeler dengesindeki fazlalık ortadan kalkacak ve yeniden dengeye ulaşılabilecektir. Esnek döviz kurunun farklı uygulanış biçimleri vardır. Merkez Bankasının döviz piyasasına hiç müdahalede bulunmadığı sistem tam esnek kur sistemi adlanmaktadır. Ancak günümüzde pek çoğu ülkede merkez bankaları uzun dönemde olmasa da, kısa dönemde aşırı dalgalanmaları önlemek amacıyla döviz piyasasına müdahale etmektedirler. Bu kur sistemi ise yönetilen ve ya kirli esnek kur sistemi (dirty-floating exchange rate regime) olarak bilinmektedir.

İki döviz kuru arasında yaşanan deneyim, dalgalı döviz kurları lehine daha fazladır. Sabit döviz kuru sistemine sahip ülkelerin kriz eğilimli oldukları görülmektedir. İki uluslararası sabit döviz kuru sistemi vardı ve her ikisi de dünya ekonomisinde sorunlara yol açmıştır. Birinci Dünya Savaşı'ndan önce, paraların altın karşısında sabitlendiği Altın Standartı vardı. Birinci Dünya Savaşı ve II. Dünya Savaşı arasında, birçok ülkede yeniden yapılanma olduğu için milletler arasında çok az ticaret vardı. II. Dünya Savaşı'ndan sonra, ülkeler, paraların dolar karşısında sabit tutulduğu Bretton Woods Sistemi'ni kabul etti. Bretton Woods sistemi 1974'te çöktü ve dalgalı döviz kuru uygulanabilir bir alternatif olarak ortaya çıktı. Sabit döviz kuru ile ilgili sorunlardan bağımsız olarak, çoğu ülkenin dalgalı döviz kurunu benimsemesi zaman aldı. Dalgalı döviz kurları çok değişken ve istikrarlı makroekonomik şartlar

gerektirmektedir. İhracat bir ekonominin çok önemli bir bileşeni olduğu için, politikacılar piyasalarda serbest dolaşımda bulunmalarına izin vermeyecek kadar rahat değiller. Sonuç olarak, hem döviz kuru çerçeveleri hem de sabit döviz kurlarının sürümleri gelişmiştir. Dalgalı döviz kurları dahilinde, birçok ülke parasının piyasada yüzdüğü, ancak merkez bankasının para biriminde ani bir hareketlenme olduğunda piyasaya müdahale edebileceği dalgalı kur sistemini tercih etmektedir (Agrawal, 2007).

1.1.2. Sermaye Hareketliliği

Son yıllarda küreselleşme süreciyle beraber uluslararası finansal entegrasyon da giderek artmaktadır. Ülkelerin finansal bütünleşme katsayısı, 2006 yılında 1970'deki oranın altı katı seviyesine ulaşarak dünya milli gelirinin %300'üne ulaşmış, küresel sermaye akımlarının dünya GSYH'na oranı ise 1998'de %7'den az iken bu oran 2007'de %20 oranının üzerine çıkmıştır. Artan finansal entegrasyon uluslararası sermayenin hareketliliğini daha da arttırarak, sermayenin karlı alanlara daha hızlı akmasını sağlamıştır. Bununla birlikte, hızla artan sermaye açıklığı ekonomik krizlerin yayılma hızının ve etkilediği bölgelerin de artmasına neden olmuştur. Bu sonuçlar, akademisyenler ve politikacılar arasında uluslararası sermayenin faydaları ve zararları konusunda tartışmalara yol açmıştır. Tartışmalar, uluslararası sermaye giriş ve çıkışlarının hacmini etkilemeye yönelik politikalar ile bu tür sermaye üzerine konulacak yasal kısıtlamaların etkinliği üzerine yoğunlaşmıştır (Ergül, 2012).

Günümüzde çok sayıda ülke yurt dışında varlık edinmeyi sınırlandıran düzenlemeleri kaldırmıştır. Örneğin; bir türk vatandaşı ABD ve Almanya'da istediği kadar tahvil satın alabilmektedir. Varlık sahipleri kendi portföylerini oluştururken risk ve getiriye göre hareket ederek karar vermekte ve asgari riskle en yüksek getiriyi elde etmeye çalışmaktadırlar. Vergilerin aynı, döviz kurlarının sürekli sabit olduğu ve herhangi bir riskin olmadığı bir ortamda yatırımcılar en yüksek getirili portföy bileşimini seçeceklerdir. Bu ise dünyadaki menkul kıymet getirilerini eşitleyecektir. Bu, teorik olarak geçerli olsa da gerçek dünyada vergi farklılıkları, kur değişmesi ve sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalar nedeniyle ülkeler arasındaki faiz oranları tam eşitlenmez.

Yatırımcılar istedikleri ülkede istedikleri kadar menkul kıymeti düşük işlem maliyeti ile elde edebiliyorlarsa sermaye hareketliliğinin tam olduğu söylenmektedir. Böyle bir durumda yatırımcılar yüksek getirili ülkelere yatırım yapmak isteyecek ve en az maliyetli ülkelere borçlanmak isteyeceklerdir. Tam sermaye hareketliliği durumunda bir ülke faiz oranlarını uzun vadede dünya faiz oranlarından farklı tutamaz. Örneğin; Azerbaycanda faiz oranları dünya faiz oranının altında ise borçlanmak isteyenler bu ülkede borçlanırken, Azerbaycan vatandaşları da daha yüksek getiri vaad eden ülkelere yüz tutacaklar. Bu durumda Azerbaycan'dan sermaye çıkışı yaşanacaktır. Sonuçta, ülkenin ödemeler dengesi açık vereceği için iç faiz oranları dünya faiz oranları düzeyine yükselecektir.

“Sermaye akımlarının zararları konusunda, özellikle sıcak para olarak da adlandırılan kısa vadeli sermaye akımlarının spekülatif, aşırı dalgalanma ve akışkanlık gibi unsurlar içerdiği, bu özelliklerin iktisadi istikrarsızlıklara yol açtığı belirtilmiştir. Bu istikrarsızlıkların odak noktası, kısa dönemli yabancı sermaye bolluğunun neden olduğu döviz kurunun aşırı değerlenme olgusudur. Sıcak para akımları, ulusal piyasalardaki görece yüksek reel faize yönelirken, kısa dönemli döviz birikimi sağlamakta, bu da ulusal paranın yabancı paralar karşısında aşırı değer kazanmasına yol açmaktadır. Böylece ithal mallar ucuzlarken, ihracatçı sektörler gerilemekte, cari işlemler açığı da büyümektedir. Bu koşullarda iktisadi büyüme dışa bağımlı ve yapay nitelik göstermekte ve reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla ani bir çöküntüye uğrayabilmektedir”(Ergül, 2012: 1).

Gelişmekte olan ülkeler, ekonomilerini geliştirmek için sermaye girişlerine ihtiyaç duymaktadır. Genel olarak yurtiçi tasarrufları yeterli değildir ve yatırımlarını finanse etmek için yabancı sermayeye ihtiyaçları vardır. Doğrudan sermayenin yanı sıra, yabancı sermayenin yerel finans sektörünün gelişmesi, gelişmiş makroekonomik politikalar, vb. gibi diğer dolaylı faydaları vardır. Dolayısıyla, bu ülkelerdeki politika yapımcıların sermaye hareketliliğine izin vermek için çok az seçeneği vardır. ABD gibi gelişmiş ülkelerin bile büyük cari açığını finanse etmek için sermaye girişlerine ihtiyaç duydukları, bu noktada gelişmekte olan ülkelerin gelişmekte olan piyasaları sermaye akışlarına ihtiyaç duymaktadır. Serbestleşen sermaye çıkışları, insanlar ve şirketler portföylerini çeşitlendirebilecek ve başka yerlerdeki büyüme fırsatlarından yararlanabilecek gibi faydalarına da sahiptir. Böylece hem sermaye girişleri hem de

çıkışlar için bir durum söz konusudur. Potansiyel faydalara rağmen, sermaye hareketliliğinin etkisine dair ampirik kanıtlar karışık sonuçlar vermektedir. Ampirik sonuçlar, faydalar, açık gözük­­tüğü için oldukça şaşırtıcıdır, ancak durum böyle değildir. Sermaye hareketliliği, üst düzey iktisatçıların (sermayenin değil, malların serbest ticaretini destekleyen Jagdish Bhagwati liderliğindeki) birçok eleştirisini almıştır. Onların görüşüne göre, sermaye hareketliliği en iyi şekilde sınırlandırılmalıdır. Onlaragöre, sermayenin hareketliliği finansal krize yol açmaktadır ve gelişmekte olan piyasalar sermaye akımlarını kendi lehlerine dönüştürmek için derin ve istikrarlı finansal sistemlere sahip değildirler ve bu nedenle de krize daha yatkındırlar (Agrawal, 2007).

1.2. IS-LM-BP MODELİNDE UYGULANAN POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ

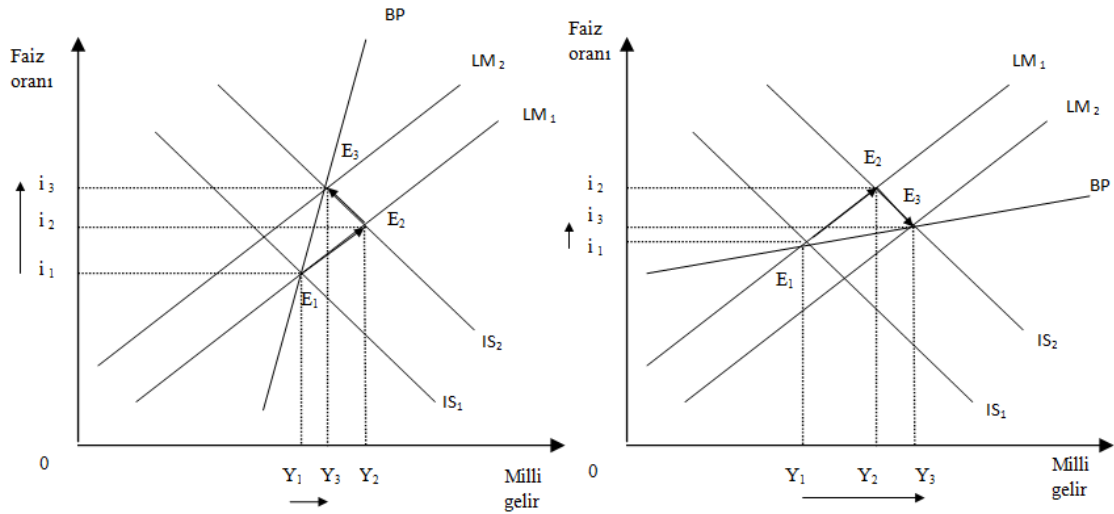
Ödemeler dengesi eğrisinin (BP eğrisi) eğimini belirlemede sermaye hareketliliği büyük önem taşımaktadır. Eğer ülkede tam sermaye hareketliliğine izin verilmekteyse o zaman BP eğrisi yatay olacaktır. Tam olmayan sermaye hareketliliğinde ise, pozitif eğimli BP eğrisi ortaya çıkacaktır. Gerçek hayatta yukarıda belirtilen hususlar nedeniyle tam sermaye hareketliliğine pek rastlanmadığı için çalışmada kısmi sermaye hareketliliği ve farklı döviz kuru rejimlerinde uygulanan politikalar analiz edilmektedir. Yapılan analizler sonucunda sabit döviz kuru rejiminde genişletici para politikasının, esnek döviz kuru rejiminde ise genişletici maliye politikasının daha az etkili olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, sabit kur rejiminde sermaye hareketliliği arttıkça para politikasının etkisinin giderek azalmakta ve tam sermaye hareketliliğinde tam etkisiz olduğu, esnek kur rejiminde ise sermaye hareketliliği arttıkça maliye politikasının etkisinin giderek azalmakta ve tam sermaye hareketliliğinde tam etkisiz olduğu ortaya çıkmaktadır.

1.2.1. Sabit Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Maliye Politikası

Şekil 1.1`de sabit döviz kuru rejimi ve kısmi sermaye hareketliliği altında uygulanan genişletici maliye politikasının sonuçları gösterilmektedir. Şeklin sol ve sağ kısımlarında farklı eğime sahip LM ve BP eğrileri kullanılmaktadır. Bu, onların faize

karşı duyarlılıklarının farklı olduğunu (sol kısımda LM eğrisi sağ kısımda ise BP eğrisi faize daha duyarlı olduğu için yatık şekildedir) göstermektedir.

LM'nin faize daha çok duyarlı olduğu sol kısımda ekonomi başlangıçta E_1 noktasında dengededir. Uygulanan genişletici maliye politikası IS eğrisini IS_1 'den IS_2 'ye doğru kaydırmakta ve geçici denge LM_1 eğrisi üzerindeki E_2 noktasında sağlanmaktadır. Bu noktada gelir düzeyi Y_2 ve faiz oranı ise i_2 'dir. Ekonomi dışa kapalı olmuş olsaydı bu denge kalıcı olacaktı. Ancak ekonomi dışa açık olduğundan artan milli gelir düzeyi ithalatı da artıracığı için ödemeler bilançosu bundan olumsuz etkilenmektedir. Sermaye hareketliliği faize daha az duyarlı olduğundan bu olumsuzluk giderilememekte (yeterince sermaye girişi sağlanamamakta) ve ödemeler bilançosu açık vermektedir. Ulusal para değer itirme eğiliminde olduğu için merkez bankası kuru sabit tutmak için piyasadan ulusal parayı almak ve yabancı parayı satmakla LM eğrisini LM_1 'den sola - LM_2 'ye doğru kaydırmaktadır. Nihai denge Y_3 milli gelir düzeyi ve i_3 faiz oranına takabül eden E_3 noktasında sağlanmaktadır (Aliyev, Jabiyev, 2016: 125) .



Şekil 1.1. Sabit Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Genişletici Maliye Politikası.

BP eğrisinin LM eğrisinden dik varsayıldığı sağ kısımda da başlangıç denge E_1 noktasındadır. Uygulanan genişletici maliye politikası sonucunda IS eğrisi IS_1 'den IS_2 'ye doğru kaymakta ve denge yüksek gelir düzeyi ve yüksek faiz oranını gösteren E_2 noktasında sağlanmaktadır. Yüksek gelir düzeyi cari işlemlerde kötüleşme meydana getirmektedir. Buna rağmen sermaye hareketliliği faize duyarlı olduğu için ülkeye net ihracattaki azalmayı aşan miktarda sermaye girişi yaşanmaktadır. Ödemeler

bilançosunda fazla olduğu için ulusal para değer kazanma eğilimde olmaktadır. Merkez bankası sabit kuru korumak için piyasadan yabancı parayı çekerek ulusal parayı arz etmekte ve bunun sonucunda da para arzı artmaktadır. Para arzındaki artış nedeniyle LM eğrisi LM_1 'den LM_2 'ye doğru kaymakta ve nihai denge Y_3 gelir düzeyi ve i_3 faiz oranına takabül eden E_3 noktasında oluşmaktadır (Yıldırım, Karaman, Taşdemir, 2014: 245-247).

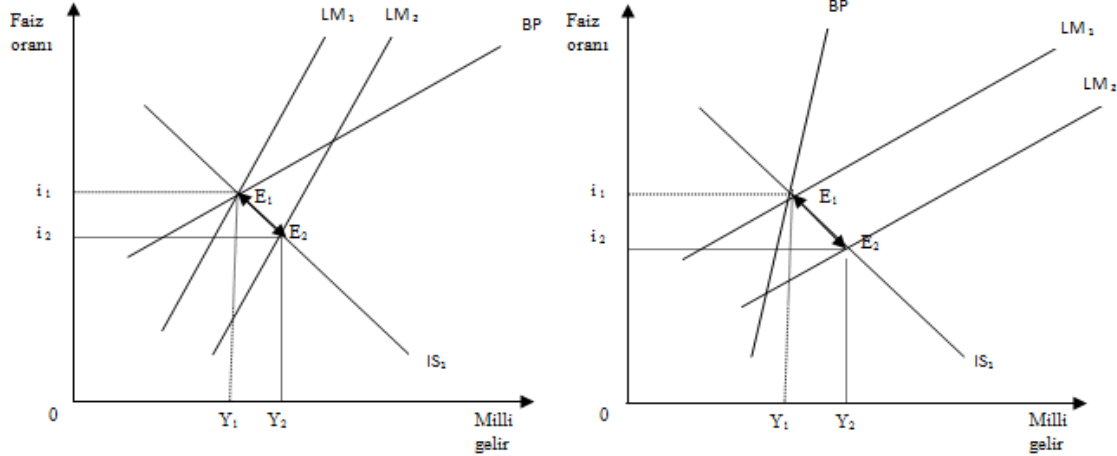
Bu iki kısmı karşılaştırsak, sabit döviz kuru rejimi ve yüksek sermaye hareketliliği altında mali genişlemeci politikanın faiz oranı üzerinde etkisinin daha az, gelir düzeyi üzerindeki genişletici etkisinin ise daha fazla olduğunu söyleyebiliriz.

1.2.2. Sabit Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Para Politikası

Şekil 1.2'de sabit döviz kuru rejimi ve kısmi sermaye hareketliliği altında uygulanan genişletici para politikasının sonuçları gösterilmektedir. Önce BP eğrisinin faize daha duyarlı olduğu şeklin sol kısmını inceleyelim. Ekonomi başlangıçta E_1 noktasında dengededir. Merkez bankası genişletici para politikası uygularken açık piyasa işlemleri ile piyasadan tahvil, hazine bonosu ve hisse senedi alarak dolaşımdaki para arzını genişletmekte ve bunun sonucunda LM eğrisini LM_1 'den LM_2 'ye kaydırmaktadır. Ekonomi geçici olarak E_2 noktasında dengeye gelmektedir. Bu denge daha yüksek gelir düzeyi olan Y_2 'ni ve daha düşük faiz oranı olan i_2 'ni temsil etmektedir. BP eğrisinin sağ tarafında yer alan bu nokta hem gelir artışının hem de faiz düşüşünün yaptığı negatif etkinin (gelir artışı ithalatı arttırarak cari açığa, faiz düşüşü ise ülkeden sermaye çıkışına neden olmaktadır) ödemeler bilançosunda açığa neden olduğunu göstermektedir. Ödemeler bilançosunda oluşan bu açık piyasada döviz kıtlığına neden olmakta ve ulusal para değer itirme eğilimine girmektedir. Merkez bankası sabit kuru korumak için piyasadan ulusal parayı alarak döviz satmaktadır. Bunun sonucunda LM eğrisi tekrar LM_2 'den LM_1 'e doğru kaymakta ve ekonomideki denge yeniden E_1 noktasında sağlanmaktadır (Yıldırım vd, 2014: 247).

Şekil 1.2'nin sağ kısmında da sol kısımdaki sonuçla karşılaşmaktayız. Uygulanan genişletici para politikası başlangıçtaki E_1 denge noktasını geçici olarak E_2 'ye kaydırmaktadır. Ancak, BP eğrisinin daha dik olduğu bu kısımda ekonominin E_2 noktasından E_1 noktasına daha hızlı dönmesi gerekmektedir. Çünkü genişletici para

politikası ile ortaya çıkan ödemeler bilançosu açığı daha büyük olmaktadır. Büyük açığın oluşması merkez bankasının elindeki rezervlerin daha hızlı erimesi anlamına geleceğinden ekonominin başlangıç dengesine dönüşü daha hızlı olmaktadır (Yıldırım vd, 2014: 247-248).



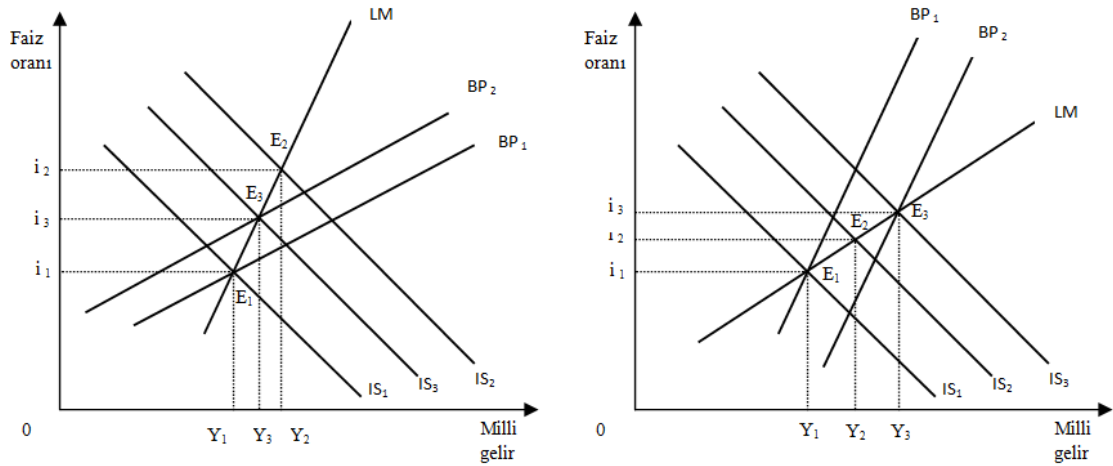
Şekil 1.2. Sabit Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Genişletici Para Politikası.

Sabit döviz kuru ve farklı sermaye hareketliliği düzeyinde uygulanan politikaların sonucu şu şekilde özetlenebilir. Uygulanan para politikalarının hem faiz oranları hem de gelir düzeyi üzerinde kalıcı etkileri görülmemektedir. Buna karşılık maliye politikaları ekonominin dengeleri üzerinde etkilidir ve bu politikaların para politikası ile desteklenmesi sonucunda milli gelir üzerinde daha büyük etkiler görülmektedir.

1.2.3. Esnek Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Maliye Politikası

Şekil 1.3'ün sol kısmında BP eğrisinin faize karşı LM'den daha duyarlı olduğu durum gösterilmektedir. Kamu harcamalarındaki artışla uygulanan genişletici maliye politikası sonucunda IS eğrisi IS_1 'den IS_2 'ye doğru kaymakta ve iç denge E_2 'de sağlanmaktadır. Bu noktada ödemeler bilançosunda fazla olduğundan ulusal para değer kazanmaktadır. Yerel malların pahalılaşması sonucunda ihracat ve cari işlemlerde kötüleşme meydana geldiği için IS ve BP eğrileri sola kaymaktadırlar. Nihai denge E_3 noktasında geçici E_2 noktasına kıyasla daha düşük gelir düzeyi ve daha düşük faiz oranı düzeyinde sağlanmaktadır. Görüldüğü gibi, döviz kurunda yaşanan düşüş genişletici maliye politikasının etkisini azaltmaktadır (Yıldırım vd, 2014: 257-258).

Şekil 1.3'ün sağ kısmında ise, LM eğrisinin faize karşı BP'den daha duyarlı olduğu durum gösterilmektedir. Uygulanan aynı politika sonucunda iç denge yeniden E_2 noktasında sağlanmaktadır. Bu noktada ödemeler bilançosu açığı olduğundan döviz kuru yükselmekte yani, ulusal para değer kaybetmektedir. Bunun sonucunda IS ve BP eğrileri sağa doğru - IS_1 'den IS_2 'ye ve BP_1 'den BP_2 'ye - kaymaktadır. Nihai denge ise daha yüksek gelir düzeyi - Y_3 'ü ve daha yüksek faiz oranı - i_3 'ü temsil eden E_3 noktasında sağlanmaktadır (Aliyev, Jabiyev, 2016: 126).



Şekil 1.3. Esnek Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Genişletici Maliye Politikası.

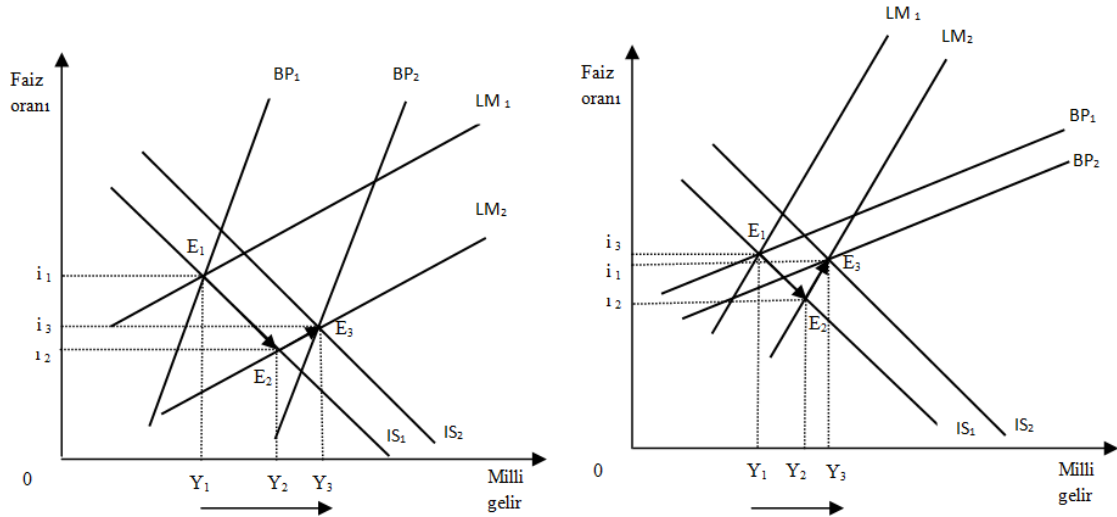
Bu iki kısmı karşılaştırsak BP eğrisinin faize daha az duyarlı (sermaye hareketliliğinin düşük) olduğu durumda genişletici maliye politikasının etkili olduğu, ancak sermaye hareketliliği arttığında bu politikanın kalıcı etkisinin giderek azaldığı görülmektedir.

1.2.4. Esnek Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Para Politikası

1973 yılından itibaren uygulanmaya başlayan esnek döviz kuru rejiminde ülke parasının yabancı paralar karşısında değeri tamamen arz ve talep mekanizması tarafından belirlenmektedir. Buna göre de, ödemeler bilançosunda her hangi dengesizlik olduğunda denge otomatik olarak kendiliğinden sağlanmaktadır. Mundell-Fleming modelinin bu versiyonunda para arzı ile ödemeler bilançosu arasındaki ilişki koptuğundan ve döviz kuru içsel bir faktör olarak belirlendiğinden, para arzı dışsal faktör olarak merkez bankası tarafından belirlenebilmektedir. Bu nedenle para politikası daha etkili arac olarak kabul edilmektedir.

Esnek döviz kuru rejiminde LM eğrisinin konumu serbest şekilde merkez bankası tarafından belirlenmektedir. Denge, bu eğri üzerinde IS ve BP eğrilerindeki hareketlenme sonucunda oluşmaktadır. Kısmi sermaye hareketliliği altında IS ve BP eğrilerindeki hareketlenmeler döviz kurundaki dalgalanmalar sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Şekil 1.4'ün sol kısmında sermaye hareketleri faize karşı az duyarlı olduğu için BP eğrisi LM'ye göre daha diktir. Merkez bankası para arzını artırdığında LM eğrisi sağa doğru LM_1 'den LM_2 'ye kaymaktadır. Döviz kuru değişmezse denge E_2 noktasında oluşmaktadır. Bu noktada ödemeler bilançosunda açık olduğu için döviz kuru yükselmekte ve ulusal para değer kaybetmektedir. Ulusal mallar ucuzladığı ve ihracatı artırdığı için IS ve BP eğrileri de sağa kaymaktadır. Bunun sonucunda E_3 denge noktası Y_3 gelir düzeyi ve i_3 faiz oranında sağlanmaktadır. Para politikasının etkinliği bu kaymalar sonucunda daha da artmaktadır. Şekilde Y_3 başlangıçtakine kıyasla daha yüksek gelir düzeyini, i_3 ise daha aşağı faiz oranını göstermektedir. Ancak faiz oranının nasıl değişeceği tamamen IS ve BP eğrilerindeki kaymalara bağlı olduğu için onun arta bileceği de ihmal edilmemelidir (Yıldırım vd, 2014: 258-259).



Şekil 1.4. Esnek Döviz Kuru Rejiminde Uygulanan Genişletici Para Politikası.

Şekil 1.4'ün sağ kısmında ise daha yüksek sermaye hareketliliği varsayımı altında LM eğrisine kıyasla daha dik bir BP eğrisi çizilmiştir. Genişletici para politikası sonucunda yine milli gelir düzeyi ve döviz kuru yükselmektedir. Faiz oranı ise belirsiz kalmaktadır. Ekonomi geçici olarak E_2 noktasında dengeye gelmektedir. Bu noktada

oluşan ödemeler bilançosu açığı sonucunda IS ve BP eğrileri sağa kaymaktadırlar. Nihai denge E_3 noktasında oluşmaktadır. Faiz oranının başlangıçtaki i_1 düzeyine kıyasla daha düşük i_3 düzeyinde oluşması sol kısımda vurgulandığı gibi IS ve BP eğrilerinin eğimleri ve kaymalardaki büyüklüklerin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.

Esnek döviz kuru ve farklı sermaye hareketliliği düzeyinde uygulanan politikaların sonucu şu şekilde özetlenebilir. Uygulanan maliye politikalarının hem faiz oranları hem de milli gelir düzeyi üzerinde kalıcı etkileri daha az görülmektedir. Buna karşılık para politikaları ekonominin dengeleri üzerinde daha etkilidir ve bu politikaların maliye politikası ile desteklenmesi sonucunda milli gelir üzerinde daha büyük etkiler görülmektedir.

1.3. TRİLEMMA HİPOTEZİ

Ekonomideki üçlü açmaz (trilemma) hipotezine göre, serbest sermaye hareketliliği, sabit döviz kuru ve bağımsız bir para politikası aynı anda uygulanamaz. Eğer bir ekonomide serbest sermaye hareketliliğine izin veriliyorsa ve ekonomide sabit döviz kuru rejimi uygulanıyorsa o zaman bağımsız para politikası uygulamak imkansızdır. Eğer bir ekonomide sermaye hareketleri denetim altındaysa sabit döviz kuru rejimi tercih edilebileceği gibi bağımsız para politikası da tercih edilebilir (Eğilmez, 2013).

Şekil 1.5'te bağımsız para politikası, kur istikrarı ve sermaye hareketleri serbestliğini ifade eden üçgenin üç tarafı potansiyel olarak politika hedeflerini göstermektedir. Oysa, üçgenin her üç tarafına aynı anda ulaşmak mümkün değildir. Üçgenin köşelerinden sadece ikisinin tercih edilmesi, üçüncü köşede belirtilen başka bir amaçtan vazgeçilmesi anlamına gelmektedir. Üç amaçtan ikisinin tercih edilmesiyle, vazgeçilen üçüncü amaç üçgenin kenarlarında gösterilmektedir. Örneğin, para politikası oluşturmada takdir haklarının olmasını ve kurlarda istikrarı öncelikli amaç olarak belirleyen hükümetler, sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçmelidir (sermaye kontrolü) (Yılmaz, 2014: 5). Bu politika 1980'lerin ortalarında ve sonlarında gelişmekte olan ülkelerin çoğu tarafından tercih edilmiştir. Ülkeler bağımsız para politikası ve sermaye hareketliliğinin tam serbest olmasını isterlerse o zaman kur istikrarı amacından vazgeçerek dalgalı kur sistemini kabullenmeleri gerekir. ABD'de son 30 yıl içinde bu

politika tercihi yani, dalgalanan döviz kuru rejimi hüküm sürüyor. Sabit kur rejimi ve tam sermaye hareketliliği uygulanır ise o zaman da bağımsız para politikası uygulamasını terk etmek gerekecektir (para kurulu). Bağımsız para politikasından vazgeçilmesi 1990'larda Euro bloğunu (para birliği) kuran ülkelerde ve Arjantin'de mevcut olmuştur.

Ülkelerin hangi kombinasyonu seçecekleri, içinde bulundukları koşullara göre değişecektir. Döviz kuru istikrarı önemli ise para politikası bağımsızlığı veya sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçilirken, sık sık reel şoklarla karşılaşılacak bir ülkede para politikası bağımsızlığı veya dalgalı döviz kuru, şokların absorbe edilmesi açısından tercih önceliğine sahip olacaktır. Son yıllarda finansal serbestleşmenin yaygınlaşması ile birlikte, sermayenin ülkelerarası hareketliliği artmıştır. Bu durumda, politika tercihi döviz kuru istikrarı veya bağımsız para politikası arasındaki seçime indirgenmiştir (Yanar, 2008: 48-49).



Şekil 1.5. Trilemma Hipotezinde Karşılaşılan İkili Seçimler.

Meydana çıkan dengeyi göstermek için öncelikle ülkede sabit döviz kuru rejimi ve sermayenin yüksek hareketliliğinin (mobilite) mevcut olduğunu düşünelim. Bu politika bileşimi trilemma üçgeninin sağ taraftan bakıldığında iki tarafını gösteren çifte uygun gelir. Yerli ve yabancı devlet tahvillerinin replasman oldukları durumlarda iç faiz oranı yabancı faiz oranına eşittir. Eğer Merkez Bankası para arzını artırırsa iç faiz oranları üzerinde başlayan baskı yüksek getirili yabancı tahvillerin alımına, yerel tahvillerin ise satışına yol açar. Böyle bir durumun etkisi sonucunda Merkez Bankası

yabancı para birimine aşırı taleple karşı karşıya kalır. Diğer yandan da yerel para biriminin aşırı arzı oluşur. Sabit döviz kuru rejiminde Merkez Bankası ekonominin yabancı paraya olan talebini karşılamak için resmi döviz kuruna göre döviz piyasasına müdahale etmelidir. Bu süreçte Merkez Bankası yerel para birimini piyasadan çekiyor, yabancı para birimini satarak onun arzını artırmaya çalışıyor. Sonuçta Merkez Bankası para arzı üzerinde kontrolü kaybediyor, başka bir ifadeyle, Merkez Bankası para arzını kendi istediği gibi bağımsız şekilde değil, döviz piyasasının şart ve koşullarına uygun olarak yönetir ve sonuç itibarı ile, temel hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyon hedeflemesinden yoksun kalır. Böylece, sabit döviz kuru ve sermaye hareketliliği politika bileşimi altında bağımsız para politikasından vazgeçiliyor. Açık piyasa işlemi sadece Merkez Bankasının yerli ve yabancı varlıklar arasındaki denge bileşimini değiştirir, para tabanına ve yerel faiz oranını ise etkilemez (Aizenman, 2013: 1).

Küçük açık ekonomiler için finansal entegrasyonu koruyarak Merkez Bankası parasal bağımsızlığının restorasyonu ve sabit döviz kurundan vazgeçilmesi arzulanan durumdur. Dalgalı kur rejiminde yerel para arzının artırılması ülkede faiz oranını düşürmekte, bu ise yüksek gelir elde edilmesi amacıyla sermayenin dışa akımını gerçekleştirmektedir. Başlangıçta yabancı paraya olan aşırı talep döviz kurunun düşmesine sebep olmaktadır. Bu durumda, dalgalı kur rejimi altında sermayenin serbest hareketliliği ülkede para politikasının güçlü ve etkili olmasına yol açmaktadır. Yüksek para arzı faiz oranını düşürmekte, bunun üzerinden yerel yatırımların artırılması yerel para birimini zayıflatmakta ve ekonomini net ihracat hesabına genişletmektedir. Bu politika bileşimi trilemma üçgeninin sol ve aşağı taraflar çiftinin ilişkisi gibi karakterize edilir, fakat parasal bağımsızlığa ulaşmak için sabit döviz kurundan vazgeçmek gerekmektedir (Jabiyev, Tanrıverdi, 2018: 499).

Küçük açık ekonomilerde parasal bağımsızlığı yeniden başlatmak için üçüncü alternatif yol ise finansal entegrasyondan vazgeçerek, sabit döviz kurunu ve bağımsız para politikası uygulamasını seçmektir. Finansal entegrasyondan vazgeçmek yerli ve yabancı tahviller arasındaki alım satımı önler ve böylece yerli ve yabancı faiz oranları arasındaki ilişki kaybolur. Para politikası aynen kapalı ekonomideki gibi çalışır, kısa dönemde Merkez Bankası para arzını yönetiyor ve para artışı yerel faiz oranlarını düşürüyor. Bu politika bileşimi trilemma üçgeninin sol ve yukarı taraflar çiftine denk

gelmektedir ki, buna da sadece kapalı finans piyasasında, dolayısıyla, serbest sermaye hareketlerinin olmadığı ortamda ulaşmak mümkün olur.

Döviz kuru istikrarının, para politikası bağımsızlığının veya finansal entegrasyonun potansiyel olumsuz etkileri olabileceği unutulmamalıdır. Sabit döviz kurunun korunması, ulusal paranın değerinin altında ya da aşırı değerlendirilmesine neden olabilmektedir. Spekülatif saldırılardan kaçınmak için Merkez bankaları büyük miktarda uluslararası rezervler harcamakta, takdir edilen baskıların azaltılması için sterilize müdahalenin kullanılmasına ihtiyaç duymaktadırlar. Bu ise kaynakların yanlış dağılımına yol açmaktadır. Para politikasının bağımsızlığı, merkez bankasının zayıf bir ekonomiyi canlandırmak için ya da hükümetin borcunu finanse etmek için para arzını artırdığı zaman enflasyona yol açabilmektedir. Yüksek finansal entegrasyon ise, çok fazla spekülasyona ve büyük sermaye çıkışlarına ve ekonomiyi istikrarsızlaştırmaya neden olabilmektedir.

1.4. TRİLEMA HİPOTEZİNİN PARA POLİTİKASI AÇISINDAN ÖNEMİ

2008-2009 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan küresel mali krizin dalgaları çok kısa zamanda diğer ülkelere yayılmıştır. IMF'nin verilerine göre, 2009 yılında ABD, tüm Avrupa Birliği ve Japonya'da İkinci Dünya Savaşı döneminden beri o zamana kadar gözlemlenmeyen olumsuz ekonomik büyüme yaşanmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümeleri 2009 yılında 2007 yılına kıyasla %8.3'den %1.7'e inmiştir. Bu durum, ayrıca Asya'nın yeni sanayileşmiş ülkelerini de teğet geçmemiş ve bu ülkelerin ekonomik büyüme oranı 2009 yılında %2,4'e kadar gerilemiştir. Sadece Asya'nın nisbi olarak gelişmiş ülkeleri - Çin ve Hindistan'da ekonomik büyüme oranları sırasıyla %7.5 ve %5.4 oranında gerilemiştir. Görüldüğü gibi, ülke ekonomileri 1930'ların Büyük kriz yıllarından beri en büyük ekonomik krizle karşı karşıya kalmışlardır (Aizenman, Chinn, İto, 2010: 1).

Bu kriz sonrası ekonomistler ve politikacılar ortaklaşa olarak uluslararası parasal sistemin geleceği konusunda müzakerelere başladılar. Birçok ülke politikacıları için asıl sorun, mevcut uluslararası parasal sistemin ABD dolarına bağımlı olmasıydı. Çünkü krizin merkez üssü olan ABD'nin para birimi halen uluslararası rezerv para birimi olarak kullanılmaktadır. Son 20 yılda belirgin derecede hızlı tempoda büyüyen güçlü

Çin ekonomisi, mevcut uluslararası finans sistemindeki önemini artıran güçlü ekonomilerden biri olmuştur. Doların dominant olmasını eleştirmesine ve kriz dolayısıyla ABD'yi sorumlu tutmasına rağmen, Çin'in kendisi büyük miktarlarda dolar rezervlerine sahiptir. Çin'in 3 trilyon dolarlık dış rezervi vardır. Bu da dünya çapında tüm döviz rezervlerinin % 30'unu oluşturmaktadır ve onun da 2/3-si ABD doları cinsindendir (Aizenman, İto, 2011: 1).

2008-2009 yılındaki küresel mali kriz, doların ardından ikinci en büyük uluslararası para olan Euro'nun da borç krizine girmesine ve itibarının zedelenmesine yol açmıştır. ABD ekonomisinin kendisini toparlaması geç olmasına rağmen, dolar ve euro'nun yerini doldurabilecek başka bir alternatif uluslararası para biriminin olmaması, yabancı yatırımcıların zorunlu olarak ABD dolarını tek güvenli döviz olarak tercih etmelerine sebep olmuştur. ABD krizin merkezinde olmasına rağmen bir çok avantajını korumuştur. Buhran yıllarında, FED'in gerçekleştirdiği yumuşak para politikası sermayenin ABD'den çıkarak Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin gibi ülkelere akmasına yol açmıştır ki, bunun da sonucunda bu ülkelerde ekonomik büyüme ivme kazanmıştır. FED'in uygulamış olduğu yumuşak para politikası Çin gibi ülkelerin uluslararası rezervlerinin artması ile sonuçlanmıştır. Sonuç itibarı ile, Uluslararası döviz sistemi Triffin dilemmasıyla ¹ karşı-karşıya kalmıştır. 1960'lı yıllarda ülkeler ulusal para birimlerinin uluslararası rezerv para birimi ile değiştirilebilmesi için yeni tür uluslararası rezerv para birimi ve aynı zamanda ödeme aracı olan Özel Çekme Haklarını (Special Drawing Rights - SDR) oluşturdular. SDR Uluslararası Para Fonu'na (IMF) üye olan ülkelerin ödemeler dengesindeki açığı ayarlamak ve IMF ödemelerini yapmak için ulusal para birimlerinin değerinin ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Bu yeni para birimi dengesizliklerin giderilmesinde altın ve dolarla birlikte kullanılmaya başlamıştır.

Tarihsel olarak baktığımızda iktisat politikası belirleyicilerinin uzun süredir trilemma ile karşı-karşıya kaldıkları görülmektedir. Politikacılar sabit kur sistemi uygulama isteği, serbest sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikası uygulama istekleri içerisinde oldukları için sürekli olarak seçim yapmak zorunda kalmışlardır.

¹ Triffin dilemması - 1960'larda Belçika-Amerika ekonomisti Robert Triffin tarafından ileri sürülmüştür. Bu varsayıma göre, Merkez Bankalarının dolar cinsinden döviz rezervleri ile yeterince tatmin edilmesi için ABD'nin ödemeler dengesinin hep açık vermesi gerekir, fakat dengenin her zaman açık vermesi dolara olan güveni azaltır ve uluslararası rezerv para birimi olarak değerini aşağı düşürerek konumunu zayıflatır.

1870'den itibaren uygulanmaya başlayan Altın standartı sisteminde gelişmiş ekonomiler ulusal para birimlerini standart şekilde altına bağladıkları için tüm ulusal paralar otomatik olarak sabit kurlarla birbirlerine bağlanmıştır. 1914'de sona eren bu sistemde trilemma sorunu sermayenin serbest hareketliliği ve sabit döviz kuru tercih edilmekle çözülmüştür. Bretton Woods sisteminde sermaye hareketleri serbestliğinden vazgeçilmiş, para politikasının bağımsızlığı ve sabit döviz kuru tercih edilmiştir. Bretton Woods sisteminden sonra ise, para politikasının bağımsızlığı ile sermaye hareketliliğinin serbestliği tercih edilerek dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Aslında ülkeler makroekonomik durumun düzenlenmesi ve yönetilmesi amacıyla ekonomik kriz ve ekonomik olaylara cevap olarak ikili seçimlerdeki kombinasyonları değiştirmişlerdir.

Yüksek parasal bağımsızlık, politikacılara ekonomiyi diğer ülke ekonomilerinin makroekonomik uygulamalarının etkisinden uzak tutmaya ve istikrarlı ve sürdürülebilir ekonomik gelişmeyi sağlamaya imkan sunmaktadır. Fakat fiyatların ve ücretlerin esnek olmadığı bir ekonomide politikacılar sermayenin hareketliliğini en azından kısa süreli bir dönem için yönetebilirler ki, bu da üretimin ve enflasyon oranlarının oynaklığının artmasına yol açmaktadır. Ayrıca, para arzı kontrolünü yapan merkez bankaları kendi parasal bağımsızlıklarını kullanarak hazine yükümlülüklerini dolaşıma bırakmakla ekonomide yüksek ve istikrarsız enflasyonu önleyebilmektedirler.

Sabit döviz kuru fiyat istikrarını artırarak ve belirsizliği azaltarak düşük risk oranlarına yol açmakta ve böylece uluslararası yatırımların yapılması ve uluslararası ticareti teşvik edebilmektedir. Ekonomik kriz döneminde bile sabit döviz kurunun terk edilmemesi, politika yapıcılara olan güveni artırır ve böylece sermayenin hareketliliğini ayarlayarak istikrarlı kalmasını sağlar (Aizenman vd., 2011: 1-4).

Prasad ve Rajan'a (2008) göre, katı sabit döviz kuru, politika yapıcıları uyguladıkları politikaları makroekonomik gerçekliklere uygun şekilde şekillendirmeye zorlar. Bu durum, ekonominin ani dalgalanması ile (pozitif ve negatif şoklar) varlıkların aniden artmasına veya azalmasına neden olabilir. Böylece, sabit döviz kurlarının neden olduğu esneksizlik, sadece sermaye değişimlerine neden olmaz, aynı zamanda kaynakların verimsiz kullanımına, ekonominin istikrarsız ve sürdürülebilirliğinin engellenmesine yol açar (Aizenman vd., 2010: 4).

Trilemmanın üç tarafı arasında daha çok tartışılanı finansal entegrasyondur. Aşırı açık finans piyasası kaynakların etkin dağılımı, bilgi alışverişinin kolaylaştırılması, iç tasarrufların artırılması, teknolojik ve idari "know-how"un sağlanması yoluyla ekonomik gelişmeye ve toplam üretim faktörlerinin verimliliğinin artışına yol açabilir. Ayrıca uluslararası sermaye piyasalarıyla sıkı ilişki içinde olan ülkeler, kendilerini riskin paylaşımı ve portföyün çeşitlendirilmesi açısından istikrarlı hale getirebilirler. Diğer yandan ekonomik istikrarsızlıkta, özellikle son 20 yıldaki kriz sürecinin doğurduğu sorunlardan dolayı finansal entegrasyonun önemli neden olduğu vurgulanmaktadır. Bu açıdan finansal entegrasyon ülkelerin sermaye akımlarının aniden durdurmasına yol açabilir ki, bu durum ekonomide büyük dalgalanmaların ortaya çıkmasına neden ola bilir (Kaminsky, Schmukler, 2001: 184-185). Örneğin, politik veya diğer nedenlerden dolayı bir ülkede aniden başlayan sıcak para çıkışı çok kısa sürede o ülke ekonomisinde ciddi sorunlara yol açabilir. Uzun vadede bu sorun, ülkenin reel ekonomisi üzerinde de negatif etki yapabilmektedir.

Taraflar arasında üç seçenekte çift seçimlerin yapılması ve bu seçimlerin birinin diğeri ile kıyaslanarak aralarında bağımlılığın hangi oranda olduğunun saptanması araştırmanın zor yanı olarak kabul edilir. Örneğin: sabit döviz kuru ile finansal entegrasyonun bir arada olması istikrarsızlığı artırmaktadır. Oysa, sabit döviz kuru, etkin bir bağımsız para politikasıyla uygulandığında ise ekonomide istikrarlı bir durum meydana gelebilmektedir. Böylece, her üç kombinasyonun sistematik bir şekilde ampirik olarak analiz edilmesi yararlı olabilir (Aizenman, İto, 2011: 1-5).

1.5. DÜNYA DENEYİMİNDE TRİLEMA HİPOTEZİ LİTERATÜRÜ

Her bir ülkenin döviz kuru rejimi, para politikaları ve sermaye akımlarının açıklık oranının öğrenilmesi, o ülkenin ekonomisinin araştırılması ve sonuçların doğru yorumu açısından önemlidir. Bu bölümde, trilemmanın dünya ülkeleri deneyiminden ve mevcut araştırmaların sonuçlarından yararlanılmaktadır. Özellikle, Rusya, İran, Arap ülkeleri, Avrupa'nın küçük açık ekonomileri ve birçok diğer ülkelerin ekonomik deneyimindeki trilema hipotezi açısından elde edilen sonuçlar vurgulanacaktır.

Döviz kuru rejiminin para politikası üzerindeki etkisinin ampirik olarak ifadesi oldukça karışıktır. Fakat buna rağmen, teorik tahmini için genel bir görüş vardır. Birçok

araştırmacı, örneğin Shambaugh, Mojon ve Svenson döviz kuru rejimlerini ve para politikası üzerindeki etkilerini öğrenmeye çalışmışlardır. Bu çalışmalarda, döviz kuru rejiminin türünü niteleyen veritabanı analizleri ve kodlama sistemleri kullanılmıştır. Shambaugh ampirik yaklaşımla döviz kuru rejimlerini sabit, dalgalı, sürünen sabit ve kısmen sabit olarak gruplandırarak açıklamıştır. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (OECD) 16 ülkesinin örneğinde eşbütünleşme veritabanı kullanarak sabit kurun, baz alınan ülkenin faiz oranlarını sabit olmayan kura kıyasla daha çok takip ettiğini belirlemiştir (Shambaugh, 2004: 33-34).

Mojon (1998) Fransa'yı 1987-1996 yılları için inceleyerek Fransa'da ilgili dönemde sırf iç parasal politikanın varlığını değerlendirmeye çalışmıştır. O, parasal şokların para politikası üzerindeki etkisini analiz etmek için rastgele değişkenin varyasyonunu ve etki-tepki fonksiyonunu kullanmıştır. Elde edilen sonuç uzun dönemde Fransa'daki faiz oranlarının tam olarak Almanya'daki faiz oranları ile saptandığını göstermiştir.

Frankel vd. (2004) çeşitli döviz kuru rejimlerinde iç faiz oranlarının uluslararası faizlere olan hassasiyet derecesini analiz etmiştir ve tüm rejimlerde yerel faizlerin uluslararası faiz oranlarına yüksek hassasiyeti olduğunu belirlemiştir.

Ampirik çalışmaların büyük kısmı Robert Mundell'in araştırması baz alınarak yürütülmüştür. Mundell sabit döviz kuru rejiminde para politikasının gelir düzeyini devamlı olarak etkilemeyeceği fikrini savunmuştur. Mishkin (1998), sermaye piyasasının açık olduğu bir ülkede döviz kuru üzerinde sabitlenen faiz oranlarının baz olarak ele alınan ülkenin faiz oranlarıyla yakından ilişkili olduğunu doğrulamaktadır. Bu nedenle, ulusal para birimini başka bir ülkenin para birimine sabitleyen ülke, iç şoklara tepki vermek için para politikasını kullanma fırsatını kaybetmektedir.

Forssbaeck ve Oxelheim (2005), 1980'li ve 1990'lı yıllarda Avrupa'nın küçük açık ekonomileri için para politikası ve döviz kuru rejimlerinin bağımsızlığını incelemişler. Onlar Granger testine dayalı en küçük kareler yöntemini kullanarak, sabit döviz kuru rejiminde olan ülkeler arasında para politikasının bağımsızlık oranında fark olduğuna dair hiç bir kanıt bulunmadığı sonucuna varmışlardır.

Mitchell ve Bynoe (2008), Karayipler ülkeleri arasındaki döviz kuru rejiminin para politikasını nasıl etkilediğini belirlemek için faiz oranı paritesini kullanmakla

Barbados, Trinidad ve Tobago ve Jamaika gibi ülkelerdeki sabit ve dalgalı döviz kuru rejimlerinin, baz alınan ülkenin faiz oranlarını, iç faiz oranlarındaki değişimleri ve aralarındaki ilişkiyi etkileyip etkilemeyeceğini araştırmışlar. Araştırmacılar, hipotezi sınırsız hata düzeltme modeli için test etmişler ve modele sermaye açıklığı, dış borçların gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, enflasyon oranı ve temel ülkedeki faiz oranı değişkenlerini dahil etmişler. Araştırma sonucunda Barbados'da parasal bağımsızlığın kayb edilmesinin dalgalı kur rejimine sahip ülkelerden daha yüksek olduğu görülmüştür.

1.5.1. Trilemma Hipotezi Genel Literatürü

Trilemma hipotezi şimdiye kadar yaygın olarak incelenmiş ve bu hipotezin politika yapıcılarının açık ekonomide uyguladıkları ekonomi politikaları için yararlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Uluslararası ekonomide trilemma hipotezi hakkında bir dizi modern araştırmalar yapılmıştır. Araştırmacılar Obstfeld, Shambaugh ve Taylor (2004) şu sonuca varmışlardır; "Trilemma politika açısından kılavuz kabul edilebilir. Çünkü, ülkeler sermaye hareketlerini kontrol etmeden kendi paralarının değerini diğer yabancı para birimlerinin değerlerine uyarlayarak sabitleştirirler ve sonuçta para politikası bağımsızlığını kaybetmektedir. Onlara göre, eğer ülkeler sermaye hareketini kontrol etmeden döviz kurunun değişkenliğine müdahale etmiyorlarsa o zaman para politikası bağımsızlığını korumaktadır.

Aizenman, Chinn ve İto (2010, 2012) trilemma konusunda yaptıkları ekonometrik analizlerde bağımsız para politikası, istikrarlı döviz kuru ve finansal entegrasyon arasındaki ilişkileri test etmişlerdir. Aizenman, Chinn ve İto ülkeler ve yıllara göre üç politika tercihinin derecesini ölçen "trilemma endeksleri" adı verilen endeksler geliştirmişlerdir. Bu endeksleri kullanmakla onlar ampirik olarak trilemma hipotezinin gerçeğe uygun olduğunu kanıtlamışlardır. Söz konusu çalışmalarda, bu değişkenler arasında doğrusal ilişki olduğu ve bunlar arasında değiş-tokuşun (trade-off) varlığı tespit edilmiştir. Bir başka değişle, ülkelerin trilemma olgusu ile karşı karşıya olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yılmaz'a (2014) göre, trilemma değişkenlerinden birinde meydana gelen bir değişiklik diğer iki değişkenden hipoteze uygun değişme yaratmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için Aizenman, Chinn ve İto (2010) tarafından yapılan çalışmada, etkin bir döviz kuru istikrarında verimlilik çok değişirken, aşırı bir

parasal bağımsızlık durumunda ise verimliliğin daha az değiştiği anlaşılmaktadır. Etkin döviz kuru istikrarı ve geniş finansal entegrasyon enflasyon düzeyini azaltabilir, fakat uygulanan aşırı bağımsız para politikası ise yüksek enflasyona neden olabilmektedir. Etkin döviz kuru istikrarı ayrıca değişken, kalıcı olmayan yatırım akımına da yol açabilmektedir.

Gelişmekte olan ekonomiler için trilemma hipotezini inceleyen Aizenman ve İto (2011) üç trilemma politikasının merkezde bir noktada odaklandığını belirtmişlerdir. Bu süreç, büyük ölçüde dış kaynaklarla temin edilmiş yönetilen serbest döviz kuru, para politikası ve finansal entegrasyonun orta düzeyi ile karakterize edilmektedir. Büyük uluslararası rezervlere sahip olmak geliştirmekte olan ülkelere geniş politika kombinasyonları sağlamaktadır. Yüksek parasal bağımsızlık yatırımlarda değişkenliği azaltmakta, yüksek finansal entegrasyon ise reel döviz kurunun değişkenliğinin azalmasına yardımcı olmaktadır. Sonuçlar, bu ülkelerin büyük miktarlarda dış kaynaklarla temin olunarak yüksek döviz kuru istikrarı ve yüksek finansal entegrasyonu tercih edeceklerini öngörmektedir. Çünkü politika bileşimi kombinasyonu onlara hem yatırımları, hem de reel döviz kurunu istikrarlı tutmaya imkan sağlamaktadır.

Aizenman ve Sengupta (2011) trilemmayı Çin ve Hindistan için de test etmişlerdir. Test sonuçlarına göre, Çin döviz kuru istikrarını sağlamış, fakat finansal entegrasyonu gerçekleştirememiştir. Hindistan ise üç amaç arasında orta pozisyon tutmuş, nispeten istikrarlı döviz kuru, finansal entegrasyon ve büyük ölçüde uluslararası rezervlere ulaşmıştır.

Mundell ve Krugman (1999) da bir ülkenin üç politika hedefi arasından aynı anda sadece ikisini tercih edebileceğini teyit etmişlerdir. Aynı anda amaçların üçünün de gerçekleştirilmesi girişimi, birinin veya diğerinin dışlanması ile sonuçlanmakta ve otomatik olarak üçüncü amaçtan vazgeçilmek durumunda kalınmaktadır. Örnek olarak, sabit döviz kurunun mevcut olduğu ve sermayenin serbest hareket ettiği bir ülkede durumun nasıl olduğuna bakalım. Döviz kurunu sabit rejimde koruyabilmek için Merkez Bankasının faiz oranlarının değişimine olanak sağlaması gerekmektedir. Bunun nedeni, dünya faiz oranlarının ulusal faiz oranlarından yüksek veya düşük düzeylere çıktığı zaman yatırımlarda meydana gelecek değişmedir. Dünya faiz oranlarının yerel faiz oranlarından yüksek düzeye çıkması, yatırımcıları sermaye varlıklarını kendi

lkelerinden çıkararak daha yüksek gelir getiren ülkelere götürmesine yol açmaktadır. Bu ise rezervlerde bir azalma ve sabit döviz kurunda düşüş ile etkisini göstermektedir. Dolayısıyla, bununla Merkez Bankası kendisinin parasal bağımsızlığını kaybetmektedir. Merkez Bankası kendi faiz oranı aracını milli hedeflere ulaşmak için kullanamamaktadır. Buna karşılık onun tek amacı faiz oranlarının dengesini sağlamak olmaktadır.

Trilemma bir çok ekonomistler için kanıtlama gereğı olmayan bir teori haline gelmiştir. Bu anlayış aynı zamanda politikaılar tarafından da kullanılan bir araçtır. Buradaki sorunlardan biri şudur; pratikte bazı ülkeler trilemmanın öngördüğü ikili tercihlerle nadiren karşılaşır. Bunun yerine, onlar finansal entegrasyonun belli derecesini ve dalgalı kur rejimini tercih etmektedirler. Sert sabit döviz kuru rejiminin kabul edilmesi (1990'lı yılların başlarında Arjantin'de kabul edilen kur rejimi gibi) oğunlukla ondan beklenen sonucu vermediğı için Merkez Bankası neredeyse bu seçimi tercih etmemektedir. Aynı kurala göre, dalgalı kur rejimini tercih eden ülkeler bazen aktif şekilde döviz piyasalarına müdahale etmekte ve kur rejiminin çeşitli kurallarını yerine getirmeyi ihmal etmektedirler. Eksik finansal entegrasyonu tercih eden bir çok ülkede de mevcut kurallar sermaye akımlarına bir ölçüde sınırlamalar getirmektedir. Bu tür karışık durumun anlaşılması ve izahı sorun olmaya devam etmektedir.

1.5.2. ABD ve Latin Amerika

Boresztein, Zettelmeyer, Philippon (2001) ABD faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan şokların, vektör otoregresyon yöntemi ve etki-tepki fonksiyonu kullanılarak Latin Amerika (Arjantin ve Meksika) ve Asya (Hong Kong ve Singapur) lkelerinin döviz kuru üzerindeki etkilerini araştırmışlar. O araştırmasında Hong Kong'daki faiz oranlarının, ABD'nin para politikasındaki şoklara ve gelişmekte olan piyasaların risk oranlarına uygun hareket ettiğı, Singapur'daki faiz oranlarının ise çok düşük düzeyde tepki verdiğı sonucuna varmıştır.

Kevin Grier ve Fausto – Hernandez (2004) reel döviz kurunun ve onun etkilerini ABD ve Meksika deneyiminde araştırmış ve aşığıdaki sonuçlara ulaşmışlar:

- Meksika'nın Reel döviz kurunda seçim dönemi hakkında güçlü kanıtlar var. Reel Döviz Kuru, seçime giden yılın trendinden çok daha fazla değerlenmiş ve cari yılın trendinden önemli ölçüde değer kaybına uğramıştır.
- İkincisi, Reel döviz kurunun gecikmeli değerlerinin, Reel döviz kuru koşullu varyans denkleminde pozitif ve anlamlıdır ve bu Ball modelinin Meksika versiyonunu teyit etmektedir. Daha değerli Reel döviz kurları, Reel döviz kurunun gelecekteki değerleri hakkında daha büyük belirsizlik yaratmaktadır. Bu iki sonuç birlikte ele alındığında, politikacılar hakkındaki belirsizliğin Meksika'nın Reel döviz kuru sürecinde önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Buna karşın, ABD sonuçları, seçim dönemine ait veya aşırı değerlendirme ile Reel döviz kuru öngörülebilirliği arasında pozitif bir ilişki olduğuna dair herhangi bir kanıt göstermemektedir.

1.5.3. Rusya

Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) Rusya Federasyonu Merkez Bankası verilerini baz alarak Rusya'nın para politikaları ve son değişimlerle ilgili olarak 2000-2013 yıllarına ait bazı önemli göstergelerini incelemiş ve sonuçları 78 no.lu raporda yayınlamıştır. Raporda ayrıca, trilemma hipotezi çerçevesinde ülkenin ekonomik göstergelerine de yer verilmiştir. Rusya örneğinde, esasen dış, kontrol edilemeyen faktörlerin etkisini azaltmak için (dünya petrol fiyatları, dünya finans piyasalarında risk talebi) döviz kuru istikrarına ulaşmaya yönelik önlemler (kur müdahaleleri) Rusya Merkez Bankası'nın kullandığı para arzı ve faiz oranları gibi araçlardan daha üstün hale gelmiştir. Sonuç olarak, merkez bankasının para politikasında faiz oranlarını kullanma yetkisi, bu politika tercihi çerçevesinde yerel finans piyasasındaki durumu etkilemekte sınırlı olmuştur. Likidite hacmi ve paranın fiyatı Merkez Bankası yerine dış koşullarla belirlendiği için para arzı hızlı şekilde artmıştır. Rusya Merkez Bankası nominal döviz kurunu istikrarlı tuttuğu için kısmen yüksek enflasyona neden olmuştur.

Rusya'da büyük ticaret ortakları ile karşılaştırıldığında daha yüksek bir büyüme oranı, ruble'nin reel değer artışına ve yerli üreticilerin rekabet gücünün giderek azalmasına neden olmuştur (BİS, 2013: 300-301).

1.5.4. İslam İşbirliği Teşkilatına Üye Ülkeler

2012 yılında İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT), Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Merkezi'nin teşkilata üye olan ülkelerde döviz kuru rejimleri ile ilgili olarak yaptığı araştırmanın sonuçlarına göre, bu ülkelerde döviz kuru rejiminin seçilmesinde bir çok faktör (para politikacılarına karşı güven, döviz kurlarının değişkenliği, rejimin krizlere ve şoklara karşı zayıflığı, makroekonomik politikalar, trilemma hipotezinin sonuçları) önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle, döviz kuru rejimi belirlenirken tüm bu faktörler göz önüne alınmalıdır. Bu faktörlere ek olarak, diğer spesifik ülke faktörleri de karar verme sürecini belirgin derecede etkileyebilir. Her ülke hangi faktörlerin dikkate alınması gerektiğini değerlendirmelidir.

Araştırma sonucuna göre, 32 üye ülke para birimlerini başka bir para birimi veya para sepetine sabitlemiştir. Bunların 16'sı ABD doları, 12'si avro ve 4'ü karışık para birimlerine bağlanmıştır. Bu rejim altında pariteti sabit tutmak mecburiyeti olmasa da, para politikasından sorumlu şahıslar sabit pariteti hem doğrudan (örn.: açık piyasa işlemleri) hem de dolaylı (örn.: sert faiz oranı politikası) müdahale yöntemleri ile tutmaktadırlar.

Sürünen sabit döviz kuru rejiminde (İrak, Özbekistan ve İran) periyodik ayarlamalar sabit oranlarda ve küçük miktarlarda yapılır. Döviz kuru periyodik olarak TÜFE gibi statistiki göstergelere ayarlanmaktadır. Irak ve Özbekistan, para birimlerini ABD dolarına, İran ise karışık para sepetine bağlamıştır.

Yönetilen dalgalı döviz kurlarında, para politikacıları herhangi bir hedef belirlemeden döviz kurunu etkilemeye çalışmaktadırlar. Oranın düzenlenmesinde kullanılan kriterler subjektiftir ve otomatik ayarlama mekanizmasının varlığı şart değildir. Bu kategori üzere dünyada 44 ülke vardır ki, bunlardan 14'ü İslam Teşkilatı ülkeleridir. Bu politika, üye ülkeler tarafından çeşitli para politikası çerçeveleri dahilinde uygulanmaktadır.

Uluslararası Para Fonu, İİT ülkeleri arasında sadece iki ülkeyi - Arnavutluk ve Türkiye'yi serbest dalgalı kur rejimine sahip ülkeler olarak sınıflandırmaktadır. Bu rejimlerde döviz kuru piyasa koşullarına göre belirlenir ve burada kısa vadeli değişkenlikler gözlemlenmektedir. Döviz piyasasına müdahaleler aşırı dalgalanmaları önlemek için yapılmaktadır (İİT, 2012: 5-9).

Türkiye, uzun yıllar sermaye hareketlerini denetim altında tutmuş ve tercihini sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası yönünde kullanmıştır. 1980 öncesinde sermaye hareketlerinin serbestliği kısıtlanarak sabit kur sistemi ve bağımsız para politikası tercih edilmiştir. 2001'de dalgalı döviz kuru rejimine geçilmekle sermaye hareketleri serbest bırakılmış ve para politikası bağımsızlığı temel politika olmuştur. (Yılmaz, 2014: 11) Bugünkü uygulama da sermaye hareketlerinin serbestliğine, dalgalı döviz kuruna ve bağımsız para politikasına dayalı modeldir (Eğilmez, 2013).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası araştırmacıları (2012) trilemmayı 2002-2012 yılları üzere Türkiye ekonomisine uygulamış ve Aizenman-Chinn-İto yaklaşımını geliştirerek ampirik araştırma yapmışlardır. Bu yaklaşımda olduğu gibi, trilemma endekslerinin aynı birimde olduğu doğrusal regresyon modelini araştırmışlar ve bu yaklaşımın özgüllüğünden dolayı filtrelenmeye ihtiyaç olduğu sonucuna varmışlardır. Kalman filtreleme yöntemi ile bu eksikliği gidermeye çalışmışlar ve daha olumlu sonuçlar elde etmişlerdir. Ayrıca, araştırmaya yeni bir yaklaşım olarak, ülke ekonomisine trilemmanın uygulanmasında dış kaynak ve ona talebin rolünün önemi belirtilmiştir. Analiz sonucunda, dış kaynakların GSYH'ya oranının ve gerekli dış rezervlerin trilemma dengelerini artırdığı ve politika tercihlerini kolaylaştırdığı açıklanmıştır.

Türkiye'de serbest kur rejimi uygulanmakla birlikte TCMB, kurlardaki aşırı dalgalanmalar karşısında döviz piyasasına müdahale etmektedir. Bir taraftan enflasyonu kontrol etmeye yönelik para politikası uygulanırken diğer taraftan zaman zaman kurlardaki dalgalanmalar karşısında döviz alımları yapılmaktadır. Bu bağlamda rezervlerin trilemma çözümünde önemli rol oynadığı görülmektedir. Türkiye'de rezervlerin, trilemma değiş- tokuşu (tradeoffs) üzerinde olumlu etkileri söz konusudur. Buna göre, rezervlerin GSYH'ya oranı arttığında para politikası, kur istikrarı ve sermaye hareketleri arasındaki politika değiş-tokuşunun (tradeoffs) öneminin azaldığı (mitigate) görülmektedir (Akçelik, Çörtük, Turhan, 2012).

Araştırmacılar, Mısır'ın reel döviz kuru ve onu etkileyen faktörleri trilemma çerçevesinde ekonometrik testle analiz etmiş ve bu sonuçlara varmışlardır; Mısır'da Merkez Bankası tarafından sürünen sabit, yönetilen sabit veya serbest dalgalanan döviz kuru rejimleri uygulaması temin edilmiştir. Hükümet aynı zamanda sermaye akımlarını

belli ölçüde kontrol altına almış ve bazen aşırı sermaye giriş-çıkışlarına müdahale etmiştir. Araştırmacılar, üretken yatırımların spekülative meyillere karşı savunma yeteneği ve bu yatırımların hükümetin yürüttüğü makroekonomik politikalara güveninin var olduğu sürece, yönetilen döviz kuru rejiminin ülkenin iç ve dış dengesini korumaya imkan sağlayacağı fikrini savunmuşlar. Ortadoğu ve Kuzey Afrika bölgesi ülkelerini kapsayan genel likidite fonunun oluşturulmasının ve bu fonun kontrollü şekilde bir idari kurul tarafından yönetilmesinin Arap işbirliği ve bölgeselleşmesinin dinamik ve üretken temelini oluşturabileceği bu araştırmanın diğer bir sonucundandır (Kamar, Bakardzhieva, 2005: 16-17).

Bir grup araştırmacı, kur dalgalanmalarının 1986-2010 döneminde Nijerya'daki makroekonomik durum üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmacılar, kur dalgalanmasının ülkenin toplam arz ve talebini etkilediği, ancak etkinliğinin ve sonucunun ülkenin ekonomik koşullarına bağlı olduğu sonucuna varmışlardır. Araştırmada birim kök testi ile değişkenlerin durağan olup olmadığı test edilmiş ve serinin durağan olmadığı ikinci dereceden farkla reddedilmiştir. Johansen Eş-bütünleşme testi ile kısa ve uzun vadeli analizlerde GSYH ile ödemeler dengesi arasında negatif bir korelasyon olduğunu ortaya konulmaktadır. Petrol gelirleri ile GSYH arasında kısa vadede pozitif ilişki olduğu halde, uzun vadede bu ilişki negatiftir. Buna ilaveten, Nijerya'da döviz kuru dalgalanmalarının önemli olduğu ve hem kısa hem de uzun vadede makroekonomik durum arasında pozitif bir ilişki bulunduğu görülmektedir. Döviz kuru değişkenliği nedeniyle yatırımcılar, Nijerya ulusal para biriminin değerinin yükselme fırsatından yararlanarak gerekli sermaye ve teknolojiyi ithal etmektedirler ve bu durum kendiliyinden olumlu bir trend oluşturmaktadır (Azeez, Kolapo, Ajayi, 2012: 154).

Mohammad R.Jahan-Parvar (2013) İran İslam Cumhuriyeti Merkez Bankasının deneyimini incelemiş ve "trilemma" açısından belirli sonuçlar elde etmiştir. Yetkili makamlar tarafından uygulanan pek çok politika, trilemmanın klasik bir örneği olmuştur. Kısacası İran gibi küçük ve açık bir ekonomi, aynı anda üç makroekonomik politikanın yalnızca ikisini uygulayabilmiştir; a) sabit döviz kuru; b) bağımsız bir faiz oranı ayarlaması; c) sermaye hareketlerinin yönetimi. İran, uygulamada her üç unsuru aynı anda uygulamaya çalışmıştır. Sermaye hareketleri sınırlıdır; sermaye çıkışı hükümet tarafından sıkı şekilde kontrol edilirken, sermaye girişi ülkeye karşı koyulan

uluslararası yaptırımların odağı üzerindedir. Yerel enflasyon oranı ve İran'ın ticaret ortakları olan ülkelerin enflasyon oranları arasında önemli farklılıklar olmasına rağmen, ülkenin kendi döviz kurunu "istikrarlı" tutmak girişimleri etkin şekilde çalışmaktadır.

Nominal faiz oranının enflasyon oranının altında tutulması yanlış bir şekilde bağımsız para politikasının uygulanması olarak adlandırılmaktadır. Araştırmacı böyle bir sonuca varmıştır ki, eğer İran Merkez Bankası'nın amacı gerçekten uzun vadeli makroekonomik ve mali istikrarı sağlamaktırsa, o zaman iki siyaset - a) sermaye hareketlerinde keskin kısıtlamalar ve b) "pratik olarak" sabit döviz kurunun bulundurulması imkansızdır ve bunlardan vazgeçilmelidir. Mevcut durumda İran ekonomisi büyük miktarlarda yasadışı sermaye akışıyla karşı karşıya bırakılmıştır. Bu durum uzun vadeli ekonomik gelişme, istihdam olanakları, fiziksel ve insan sermayesi birikimi ve ayrıca İran'ın giderek yaşlanan nüfusunun temini için gerekli kaynakların toplanması açısından zararlı olarak kabul edilmektedir. İran Merkez Bankası'nın yapması gereken en önemli husus, uzun zamandır devam eden çift haneli enflasyon oranını azaltmak olmalıdır. Araştırmacının görüşüne göre, petrol satışlarından elde edilen dövizin İran riyalına dönüştürülmesi süreci acilen durdurulmalıdır, çünkü bu para kitlesinin artmasına neden olarak enflasyona yol açmaktadır. Bunun yerine, araştırmacı İran hükümetinin petrol gelirlerini bağımsız bir fon oluşturarak oraya yatırmasını ve bütçe açıklarının vergiler veya hükümet tarafından ihraç edilen tahviller yoluyla finanse etmesi gerektiğini belirtmiştir. Menkul kıymetlerin önemli bir portföyüne sahip olan İran Merkez Bankası, ekonomide para arzını ve böylece para politikasını doğru bir şekilde uygulamayı hedefleyebilir. Aynı zamanda araştırmacı, riyalın dalgalanmaya karşı serbest bırakılması gerektiğini düşünmektedir, çünkü döviz kurunun istikrarlı seyri enflasyon açısından zararlıdır. Dolayısıyla, İran'ın gelecek 5-10 yıl içinde para birimini özgürce serbest bırakması, bağımsız bir faiz oranı (bağımsız para politikası) uygulaması ve sermaye hareketlerini kontrol etmesi uygun bulunmaktadır.

1.5.5. Doğu Asya

Stephen Grenville (2011) Doğu Asya ülkeleri örneğinde (Çin, Hong Kong, Kore, Singapur, Malezya, Flippin, Tayland, Hindistan, Endonezya) trilemmayı ve sermaye hareketlerini araştırmıştır. Çalışmada, gelişmekte olan finans piyasalarının, gelişmiş ülkelerin büyük portföylerine kıyasla küçük olduğu ve ani dalgalanmaların yıkıcı

etkilere sahip olabileceği sonucuna varılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin temel politika hedefi, spesifik koşullara uygun olarak sermaye akımlarını geliştirmek, döviz kuru dengesini değerlendirmek ve sermaye akışlarındaki gelirleri kullanmak için bazı önlemler almak olmalıdır (Grenville, 2011: 18-19).

Bir grup araştırmacı 11 Asya ülkesinde (Çin, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland, Vyetnam) trilemmayı analiz etmiş ve bu ülkelerin finans sektörünün serbestleştirilmesi programına katıldığı sonucuna varmışlardır. Finansal sistem daha karmaşık hale geldikçe, sermaye hareketleri üzerindeki kontrolün etkinliği giderek azalmakta ve cari hesabın genişleyen entegrasyonu, ekonomik birimlerin yasadışı bir sermaye aktarımını gerçekleştirmesine izin vermektedir. Endonezya, Filipinler ve Malezya dışındaki diğer ülkeler, 2000-2008 yılları arasında sermaye hesabının açıklığını artırmışlar. Araştırılan dönemde, Asya ülkelerinin döviz kuru rejimlerinin, Asya krizinin yol açtığı "dalgalanma korkusu" ile karşılaştırıldığında daha esnek olduğu ve aynı zamanda, bu 11 Asya ülkesinin hiçbirinin belirtilen dönemde dalgalanan kur rejimine sahip olmadığı ortaya çıkmıştır. Sermaye hesabının açıklığı ve döviz kuru istikrarı iki sonuç doğurmuştur: 1) Merkez Bankalarının döviz kurunun istikrarı için verdiği mücadele, faiz politikasının uygulanmasında yanlışlıklara yol açabilir. Eğer Çin ve Hindistan döviz kuru esnekliğini uygularken döngüsel para politikasından kaçınmazlarsa, bu sorunlar diğer Asya ülkelerinde daha büyük ölçüde ortaya çıkacaktır. 2) Asya ülkelerindeki spekülörler ile Merkez Bankaları arasındaki çatışmaların devam etmesi nedeniyle, sistemik bir kriz oluşabilir (Patnaik, Shah, 2010: 37).

Bir grup araştırmacı ise trilemmayı 1996'dan 2009'a kadar olan dönemde Hindistan ekonomisi için incelemişler. Çalışmada, belirtilen dönem için trilemma endeksleri belirlenmiş ve ampirik analizler, özellikle 2000'lerin ortasından sonra finansal entegrasyonun Hindistan gibi gelişmekte olan ekonomiler üzerinde politik bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Sermaye hesabı açıklığındaki artış parasal bağımsızlıkta bir düşüşe ve döviz istikrarına yönelik kısıtlamalara yol açmaktadır. Ayrıca, parasal bağımsızlık kaybının, istikrarlı bir döviz kuru ve politikacılar için belirli bir karmaşıklık yaratan yüksek mali açıklıkla ilişkili olduğu da tespit edilmiştir. Parasal bağımsızlığın kaybı Hindistan ekonomisinde yüksek enflasyona eşlik etmektedir. Yüksek finansal entegrasyon, Hindistan'daki yüksek enflasyon volatilitesi ile de

ilişkilidir. Ayrıca, sabit döviz kuru rejiminde düşük enflasyon volatilitesi gözlenmektedir (Hutchison, Sengupta, Singh, 2012: 17).

1.5.6. Orta ve Doğu Avrupa

Thibault Cuenoud (2010) Mundell-Fleming trilemmasını Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri (Bulgaristan, Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Romanya, Slovakya, Slovenya) örneğinde incelemiş ve bu ülkelerin mali bağımlılığını 2000-2008, döviz kuru volatilitelerini 2000-2010 ve para politikasının etkinliğini 1995-2010 yılları için analiz etmiştir. Bu ülkelerin söz konusu dönemde ekonomik gelişmelerini hızlandırma arzusunun ulusal paralarını resmi olarak euroya bağlamalarına yol açtığı sonucuna varılmıştır. Ülkelere göre yapılan analiz, bu ülkelerde uygulanan para politikasının euroya bağlanmaya teminat vermek için gerçek etkinliği yansıtmadığını göstermiştir. Merkez Bankasının faiz oranlarındaki değişikliklerin yerel faiz oranları üzerinde önemli bir etkisi vardır. Ancak, bu değişiklikler ülkeye yabancı yatırım çekilmesi açısından uygun değildir. Analiz, olumsuz bir korelasyon ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Araştırmadan çıkan ve Mundell-Fleming teorisine zıt gibi görünen bu sonuç yüksek risk ve resmi piyasa faizlerinin kalkması ile açıklanmıştır.

Verimlilik arttıkça, ülkenin bütçe açığı ile yüzleşmesi yeterli değildir. Bu ülkelerin Euro bölgesine entegrasyonu, yabancı yatırımcıların davranışlarında farklılaşmaya yol açmıştır. Ayrıca araştırma sonucunda ülkelerin döviz kuru rejiminin seçilmesi açısından iki ana gruba ayrıldığı saptanmıştır; birinci gruba ait olan Macaristan, Polonya ve Çek Cumhuriyeti ulusal paralarını resmen euroya bağlamayan ülkeler kategorisini oluştururlar. Bu çerçevede, maliye politikası uygun değildir. İkinci grupta yer alan Bulgaristan, Letonya, Estonya ve Litvanyada döngüsel maliye politikası uygulanmaktadır. Slovenya, optimum seçime örnek ülke olarak dengeli bir etki mekanizmasına sahip kur rejimi (orta konum) kurmuştur (Cuénoud, 2010: 15-16).

İKİNCİ BÖLÜM

AZERBAYCAN EKONOMİSİNİN MEVCUT DURUMUNUN ANALİZİ

2.1. AZERBAYCAN EKONOMİSİNİN TEMEL MAKRO İKTİSADİ GÖSTERGELERİ

Azerbaycan, coğrafi konumu ve doğal zenginlikleri nedeniyle tarihi süreç içerisinde dünya ülkeleri arasında ekonomik ve kültürel ilişkilerin kurulmasında önemli bir rol oynamıştır. Azerbaycan, SSCB ülkeleri içinde kendi servetleriyle üretim yapan ve ticarete pozitif bir dengeye sahip olan az sayıdaki ülkelerden biri olmuştur. Ülkenin petrol, doğal gaz ve alüminyum gibi zengin doğal kaynaklara ve verimli topraklara sahip olması tarih boyunca her zaman diğer ülkelerin dikkatini çekmiştir. 19. yüzyılda başlayan Rus işgalinden itibaren, Azerbaycan, Rusların zengin ve verimli topraklarını ekonomik olarak kullanmak istedikleri ülkelerden biri haline gelmiştir. Ayrıca, Asya ve Avrupa'yı birbirine bağlayan ticaret yollarının bu ülkeden geçmesi, Azerbaycan'ın ticari önemini biraz daha artırmıştır. Ruslar, Azerbaycan'da üretimi, ticareti ve yanı sıra ekonomik verimliliğin de artımını sağlarken Azerbaycan'ı Rusya ekonomisinin en önemli merkezlerinden biri haline getirmiş, bazı bölgelerde, özellikle Bakü'de sanayi işletmeleri kurmuşlardır.

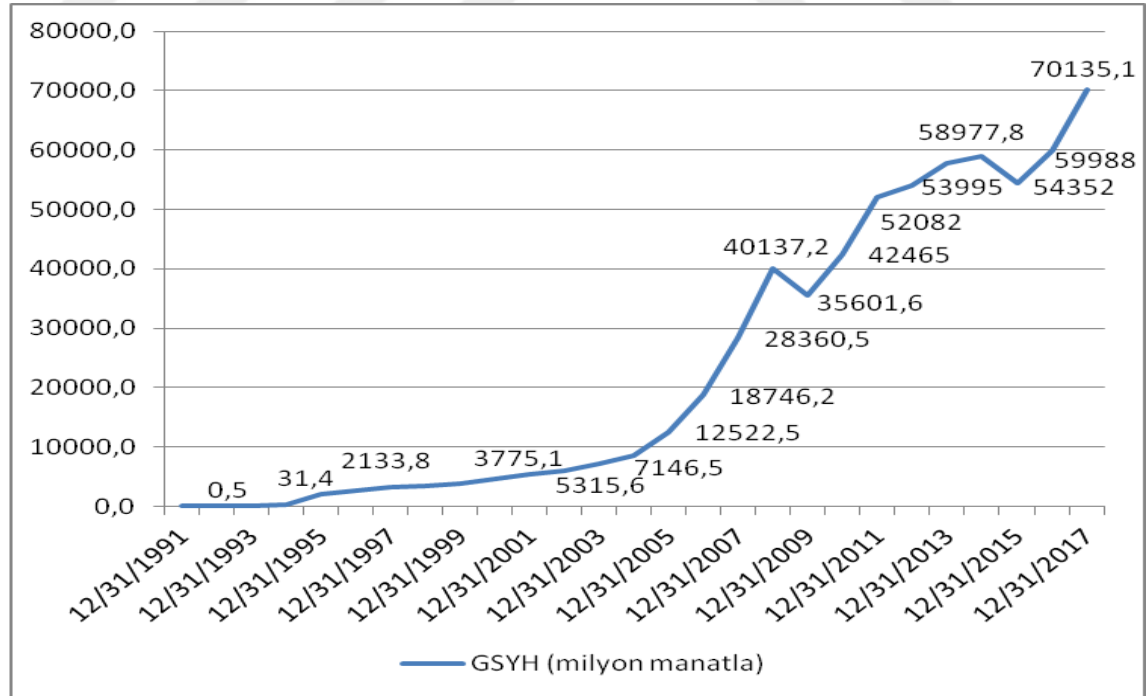
Rusların gözünde Azerbaycan ekonomisinin en önemli faktörü şüphesiz Bakü'den elde edilen ham petrol olmuştur. 1901 yılında, Azerbaycan'da 10 milyon ton petrol üretilmiştir. Bu, o dönemde tüm Rus çarlığının petrol üretiminin %95'ine, dünya petrol üretiminin ise yarısından fazlasına eşit idi. İkinci Dünya Savaşı yıllarında, petrol üretimi daha da artmış ve 22 milyon tona ulaşmıştır.

Zengin petrol ve doğalgaz kaynakları ile büyük ekonomik potansiyele sahip olan Azerbaycan SSCB'den ayrılıp bağımsızlığını kazandıktan sonra sahip olduğu enerji kaynakları nedeniyle kendisini sağlayabilecek ülke olarak görülmesine rağmen bağımsızlığın ilk yıllarını çok ağır geçirmiştir. SSCB'nin son yıllarından itibaren silahlı saldırıya maruz kalan ülke, ateşkesin imzalandığı 12 Mayıs 1994'e kadar topraklarının %20'sini kaybetmiştir. Öte yandan rejimin çöküşüyle birlikte merkezi planlama sistemi sona ermiş ve Azerbaycan üretimdeki zorluklarla birlikte geleneksel pazarlarını da kaybetmiştir. Ekonominin genel dengesi için gereken reformların uygulanmaması,

devlet bütçesinin büyük bir kısmının savaş için harcanması, topraklarının %20'nin işgal edilerek 1 milyondan fazla insanın mülteci durumuna düşmesi, yabancı yatırımın ülkeye çekile bilmemesi, özelleştirmenin sanayi sektöründe başlatıla bilmemesi nedenleriyle ekonomi resesyona girmiştir. Ateşkesin imzalanmasından ve ülkede siyasi istikrarın tesis edilmesinden sonra, enerji kaynakları ekonomik reformlar için umut haline gelmiştir. 1994 yılında imzalanan "Asrın Anlaşması" ile ilk kez geniş kapsamında yabancı yatırımlar için kapı açılmıştır. Bu anlaşma sonrası, Azerbaycan'ın petrol ve gaz sektörüne on milyonlarca dolarlık yabancı sermaye akımı başlamıştır.

2.1.1. Milli Gelir ve Büyüme

Azerbaycan'ın bağımsızlığını kazandığı ilk yıllarda (1991-1995) bir taraftan eski Sovyet Sosyalist Cumhuriyetleri Birliğinin (SSCB) dağılmasıyla merkezi planlama iktisadi sisteminden kapitalist iktisadi sisteme geçidin yarattığı sorunlar, diğer taraftan Karabağ savaşı nedeniyle milli gelir ve büyüme hızında ciddi bir düşüş yaşanmış, ülkede siyasi ve ekonomik kriz oluşmuştur. Hammadde yokluğu nedeniyle üretim azalmış ve ülkede kıtlık sorunu yaşanmıştır.

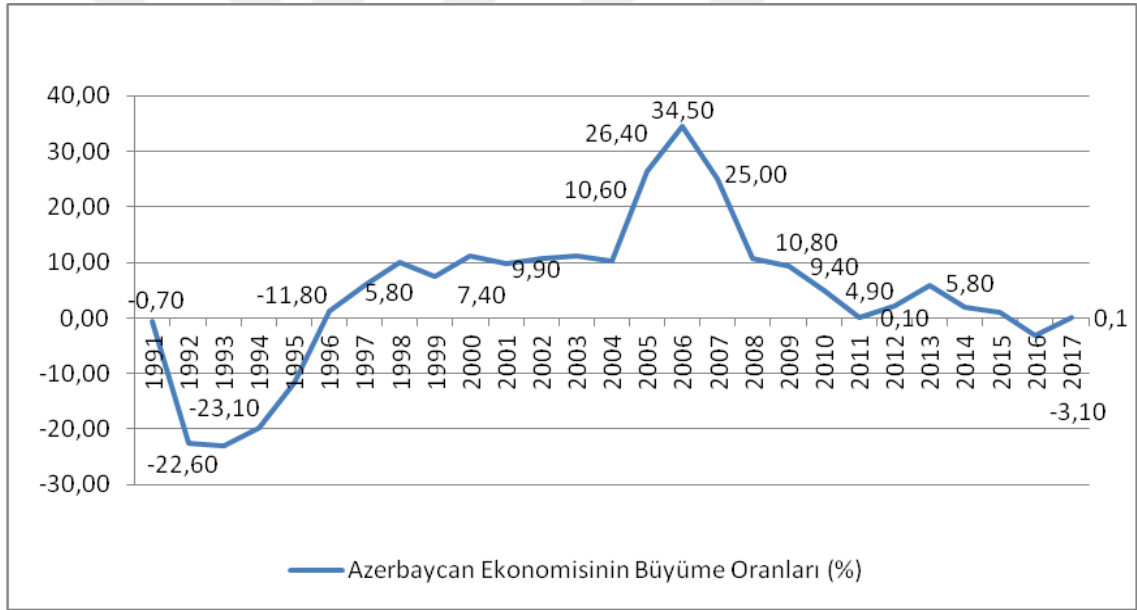


Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2018)

Grafik 2.1. Azerbaycan'ın Gayri Safi Yurt İçi Hasılası (1991-2017).

Grafik 2.1'den görüldüğü gibi bağımsızlığın ilk yıllarında Azerbaycan ekonomisinde istikrar sağlanamamış ve Gayrı Safi Yurt içi Hasıla (GSYH) rakamları çok küçük olmuştur. Yalnız 1994 yılında Karabağ savaşında Azerbaycanla Ermenistan arasında imzalanan ateşkes anlaşması sonucunda siyasi istikrar ve ardından Azerbaycan petrolünün dünya limanlarına çıkaracak olan Asrın anlaşmasının imzalanmasıyla ise ekonomik istikrar sağlanmıştır. Bu istikrarın sağlanmasıyla 1995 yılından itibaren ülkeye büyük yabancı sermaye girişi yaşanmış ve üretim tekrar ivme kazanmıştır.

1998 yılında Azerbaycan ekonomisinin Rusya krizinden etkilenmesine rağmen, dünya petrol fiyatlarında yaşanan artış nedeniyle milli gelirde %10 büyümeye kaydedilmiştir. Artan petrol üretimi 2000'li yıllardan itibaren ekonomide büyük paya sahip olmaya başlamıştır. Bu nedenledir ki, 2002-2008 döneminde ekonomik büyüme petrol fiyatları ile benzer bir ilişki göstermiştir (Muhtarov, Jabiyev, 2017: 36).



Kaynak: Dünya Bankası (2018)

Grafik 2.2. Azerbaycan Ekonomisinin Büyüme Oranları (1991-2017).

2006 yılından başlayarak Bakü-Tiflis-Ceyhan boru hattının işe düşmesiyle petrol üretimi artmış ve buna bağlı olarak milli gelirde hızlı bir büyüme yaşanmıştır. Bununla birlikte, petrol fiyatlarında başlayan yükseliş büyümeni bir az da tetiklemiş ve 2006 yılında Azerbaycan ekonomisi %34.5'lik büyüme oranıyla dünyada ilk yerde kararlaştırmıştır (Dünya Bankası, 2007). Yüksek petrol fiyatları nedeniyle 2006-2008 yılları arasında büyüme oranları çift rakamlı düzeylerde kalmıştır. Ancak, 2008-2009

yıllarında yaşanan mali kriz nedeniyle petrol fiyatlarında başlayan düşüş GSYH'yi etkilemiş fakat kriz kısa sürede devam ettiği için etkisi kalıcı olmamıştır.

2010-2015 döneminde GSYH'da artış yaşansa da ekonomik büyüme oranlarında önceki yıllara kıyasla azalma kaydedilmiş ve 2011 yılında bu rakam %0.1'e kadar gerilemiştir. 2014 yılının temmuz ayından itibaren petrol fiyatlarında yaşanan düşüş nedeniyle GSYH rakamlarında yeniden gerileme başlamıştır. Grafik 2.1'den görüldüğü gibi 2015 yılında GSYH rakamı 2014 yılındaki 58 milyar manatdan 54 milyar manata kadar gerilemiştir. 2016 yılında bu gerileme devam etmiş ve ekonomide %3.1'lik daralma meydana gelmiştir.

Genel olarak, Azerbaycan ekonomisinin GSYH'sı incelendiğinde 2000 yılından sonraki 15 yılda gerekse petrol üretimindeki artışlar gerekse de kamu harcamalarında meydana gelen yükselişler nedeniyle ortalama olarak %11.66 oranında büyüme kaydettiği görülmektedir. Kişibaşına düşen milli gelir de son 16 yılda ciddi bir artış göstererek 5703.1 manata yükselmiştir (Muhtarov, Jabiyev, 2017: 37).

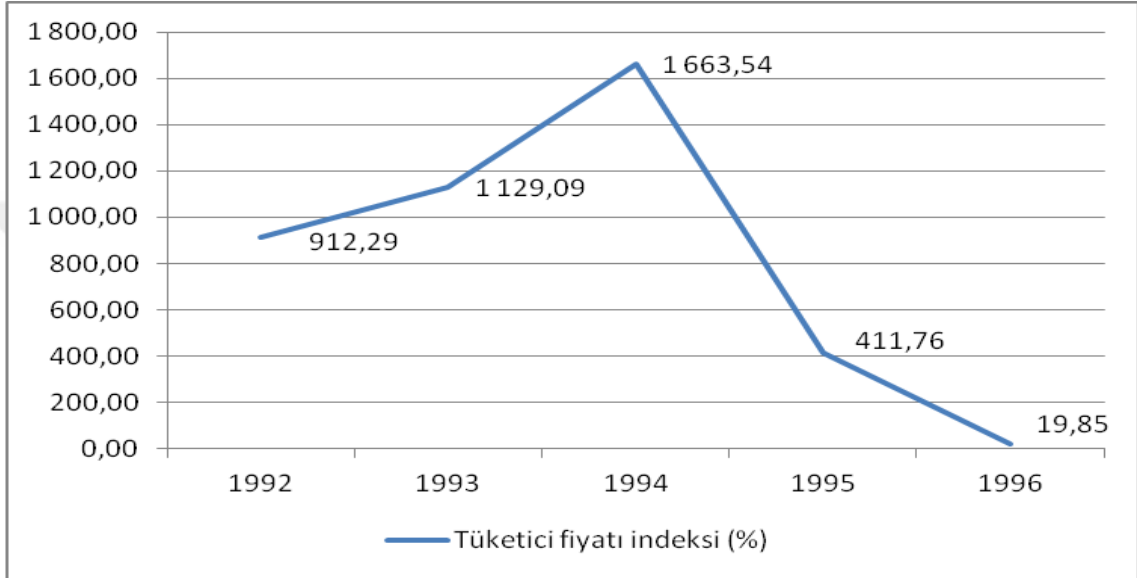
2.1.2. Enflasyon

SSCB dağıldıktan sonra eski birlik ülkeleri arasındaki bağların kopması ve sosyalist iktisadi sistemden kapitalist iktisadi sistemine geçit Azerbaycan'ın bağımsızlığının ilk yıllarında çok büyük sorunlara yol açmıştır. İşletmelerin ve fabrikaların faaliyetinin durması toplam arzda önemli azalmaya neden olmuş ve enflasyon hızla yükselmiştir. Stoklarda halen hazır malların bulunması ve piyasaya sürülmesi nedeniyle bağımsızlığın ilk yıllarında toplam talep kısmen karşılanmış ancak ilerleyen yıllarda onların da tükenmesiyle enflasyonda hızlı artış olmuş ve bu artış 1994 yılının sonuna kadar sürmüştür. Diğer taraftan bu yıllarda Karabağ savaşı nedeniyle kamu harcamalarının artırılması ve devlet bütçesinde yaranan kamu açığının açık finansman (para emisyonu) yöntemi ile finanse edilmesi de enflasyonu tetikleyen unsurlardan olmuştur.

Grafik 2.3'ten de görüleceği gibi bağımsızlığın ilk yıllarında belirtilen nedenlerden dolayı enflasyon hızla yükselmiş ve 1994 yılında dört haneli rakamlara (%1663,5) ulaşmıştır. Manatın sürekli değer kaybetmesi hiperenflasyon sürecine girilmesine neden olmuştur (Aras, 2003: 32). Ateşkes antlaşmasının imzalanması ve alınan tedbirlerle

birlikte 1994 yılında %1663,5 olan enflasyon 1995 yılından itibaren düşüş eğilimi göstermeye başlamış ve belirtilen yılda %411,76 olarak gerçekleşmiştir .

1995 yılından itibaren IMF ile birge hazırlanmış sıkı para politikalarının uygulanması sonucunda enflasyon oranlarında düşüş başlamış, önce 1996 yılında çift haneli %19,9 oranına kadar gerilemiş bir sonraki yılda ise tek haneli %3.7 oranına ulaşmıştır (Muhtarov, Jabiyev, 2017: 38).



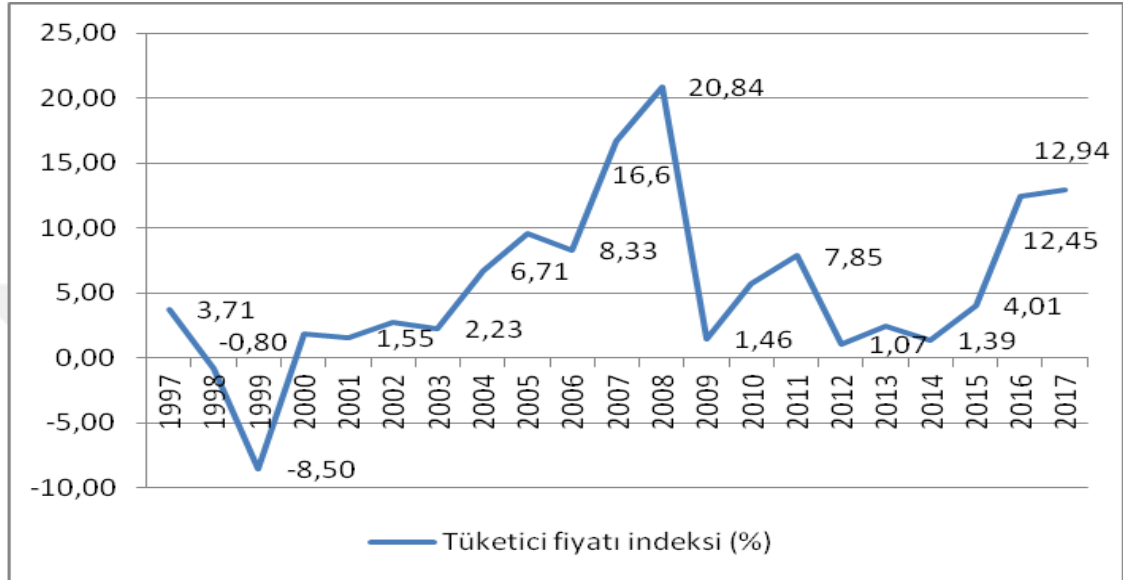
Kaynak: Dünya Bankası (2018)

Grafik 2.3. Azerbaycan Ekonomisinde Enflasyon (1992-1996).

1998 yılında Rusya'da yaşanan deflasyon Azerbaycan ekonomisini de etkilemiştir. İthal malların büyük kısmı Rusyadan satın alındığı için Azerbaycan'da da fiyatlar genel düzeyinde azalma meydana gelmiş ve deflasyon yaşanmıştır. 1995 yılından itibaren uygulanmakta olan sıkı para politikasına 1999 yılının ikinci yarısında son verilmiş ve yumşak para politikasına geçilmiştir. Ancak bu deflasyonu engelleyememiş ve 1999 yılında da fiyatlar genel düzeyinde düşüş yaşanmıştır. Grafik 2.4'ten de görüleceği gibi 1998 ve 1999 yılında sırasıyla %0,8 ve %8,5 oranında deflasyon gerçekleşmiştir (Aras, 2003: 33).

2000 yılından başlayarak fiyatlar genel düzeyi yükselmeye başlamış ve 2005 yılında %10'a varmıştır. Enflasyonda görülen bu yükseliş ekonomideki canlanma sonucunda toplam talebde meydana gelen artışla açıklanabilir.

2007 ve 2008 yıllarında ekonomide çift haneli enflasyon yaşanmıştır. 2007 yılındaki enflasyonun temel nedeni olarak bazı stratejik ithal malları olan buğday ve şekerin dünya pazar fiyatlarındaki yekseliş gösterilmektedir (Aras, Süleymanov, 2016: 37). 2008 yılında ise dünya petrol fiyatlarındaki hızlı artış toplam talebdeki artış ile desteklendiği için enflasyon oranı %20'lere kadar yükselmiştir.



Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2018)

Grafik 2.4. Azerbaycan Ekonomisinde Enflasyon (1997-2017).

2009 yılında dünyada yaşanan mali kriz Azerbaycan ekonomisini de etkilemiştir. Bir taraftan düşük enerji fiyatları maliyetlere, diğer taraftan ise milli gelirde görülen azalma toplam talebi etkileyerek enflasyonda düşüşe neden olmuş ve 2008 yılındaki çift haneli enflasyon oranı 2009 yılında %1.46'ya kadar gerilemiştir.

2010 ve 2011 yıllarında enflasyonun önceki yıla kıyasla artması gıda ürünlerinde yaşanan yükselme ile açıklanmaktadır. 2012 – 2014 yılları arasında merkez bankasının ele aldığı tedbirlerle ekonomide fiyat istikrarı sağlanmış ve enflasyon tek haneli düzeylerde seyr etmiştir.

2015 yılından itibaren petrol fiyatlarında meydana gelen düşüş uzun vadede devam ettiği için ülkenin ödemeler bilançosunda açık oluşmuş ve merkez bankasının rezervleri gittikçe azalmaya başlamıştır. Merkez Bankası rezerv erimesini önlemek için 2015 yılında iki defa devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır. Yapılan devalüasyonlar sonucunda ithal mallarında yaşanan fiyat yükselişi ekonomide enflasyonun yeniden

yükselmesine neden olmuştur. Grafik 2.4'ten görüleceği gibi 2015 yılından başlayarak yükselen enflasyon 2016 ve 2017 yılında sırasıyla %12.45 ve %12.94 olarak gerçekleşmiştir. Merkez bankası yüksek enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası uygulamaya koymuş ve bu politikalar sonucunda 2017 yılının sonundan itibaren enflasyonda düşüş görülmeye başlamıştır.

2.1.3. İstihdam

Bağımsızlığın ilk yıllarında işletmelerin faaliyetinin durması sonucunda işgücüne dahil ülke vatandaşlarının büyük bir kısmı işsiz kalmıştır. Diğer taraftan Ermenistan'ın Azerbaycan topraklarının %20'sini işgal etmesi sonucunda 1 milyondan fazla insan kendi yurtlarından göç etmişler ki, bu da o yıllarda istihdam sorununu tetiklemiştir. İşsizlik çok yüksek düzeylere ulaştığı için ülkenin daha çok genç nüfusundan oluşan kısmı ülkeyi terk ederek komşu Rusya, Türkiye ve İran gibi ülkelere göç etmişler (Aras, 2003: 33).

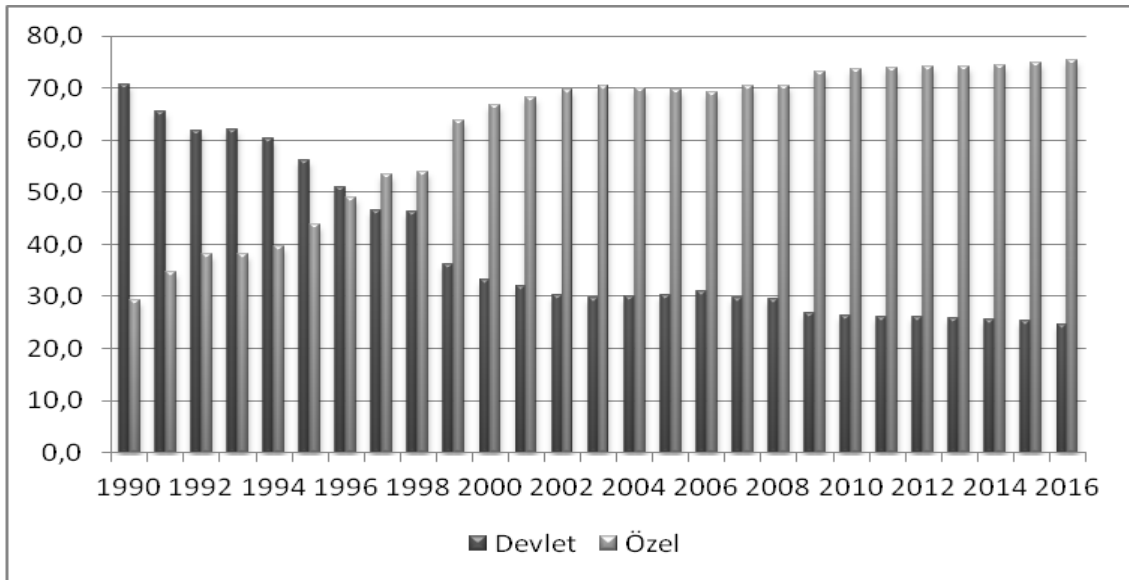
Tablo 2.1. İşgücü ve İstihdamı (2000-2016).

	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016
Nüfus sayı (bin kişi)	8032,8	8553,1	8779,9	8997,6	9235,1	9477,1	9705,6	9477,1	9705,6
Toplam işgücü (bin kişi)	4370,2	4369,7	4365,6	4402,0	4477,7	4587,4	4688	4841	5012,7
Ekono- mideki istihdam hacmi (bin kişi)	3855,5	3931,1	4016,9	4110,8	4215,5	4329,1	4445	4603	4759,9
Toplam nüfusun istihdam edilen oranı (%)	48,0	46,0	45,8	45,7	45,6	45,7	45,8	48,6	49,0
İşsiz olanla- rın sayısı (bin kişi)	514,7	438,6	348,7	291,2	262,2	258,3	243,1	237,8	252,8
İşsizlik oranı (%)	11,8	10,0	8,0	6,6	5,9	5,6	5,2	4,9	5,0

Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2018)

Azerbaycan ekonomisindeki istihdam düzeyi detaylı olarak Tablo 2.1'den incelenebilir. Yıllar üzre toplam işgücü arttıkça istihdam düzeyinde artış kaydedilse de, toplam nüfusun istihdam edilen oranı pek çok değişme göstermeyerek %48 civarında seyr etmiştir. İşsizlerin sayına bakıldığında her geçen yıl rakamlarda azalma olduğu görülmüş ve resmi işsizlik oranlarının 2000 yılında %11,8'den 2016 yılında %5'lere kadar gerilediği kaydedilmiştir. Açıklanan bu resmi işsizlik oranı çok düşük düzeylerde olmasına rağmen, uluslararası kuruluşların verdiği bilgilere göre bu oran %16 ile %25 civarındadır (Aras, Süleymanov, 2016: 41).

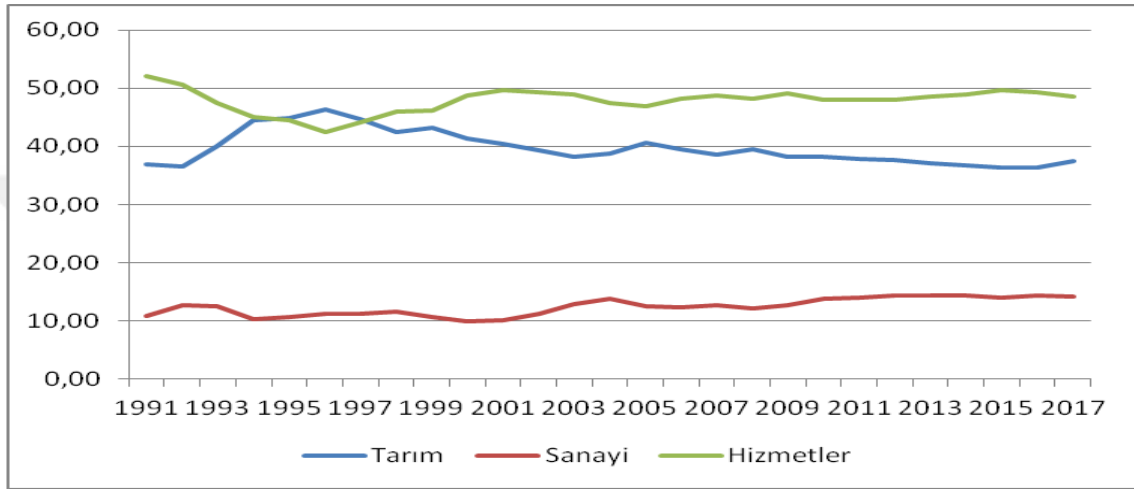
Azerbaycan hükümeti, istihdam alanında, öncelikli olarak uzun dönem ekonomik büyümenin sağlanması açısından ekonomiye yönelik eylem planlarını yürürlüğe koymuştur. “Yoksulluğun Azaltılması ve Sürdürülebilir Kalkınma Devlet Programı”, 2008–2015 yıllarını kapsarken, aynı zamanda emek piyasası ile ilgili düzenlemeler de getirilmiştir. Azerbaycan Cumhurbaşkanı'nın 2008 yılında, yayımladığı kanun ile yürürlüğe giren devlet programı bir takım stratejik hedeflere ulaşılmasını hedeflemiştir. Bu program kapsamında, uygulanan eylem planı sonucunda, 2008 yılında, 123 bin yeni iş yeri açılmış ki, bunun da 89,6 bini (%73'ü) tam zamanlı iş fırsatları olmuştur (Gurbanov, 2011).



Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2017)

Grafik 2.5. İstihdamda Devlet ve Özel Sektörün Payı (%) (1990-2016).

Grafik 2.5'te istihdamın devlet ve özel sektör üzere dağılımı gösterilmektedir. Grafikten görüldüğü gibi, devlet sektöründe çalışanların istihdamdaki payı her geçen yıl azalmaktadır. Serbest piyasa ekonomisine geçiş ve yapılan özelleştirmelerin büyük kısmı 1990'lı yıllarda yapıldığına göre devlet sektöründe çalışan sayısının istihdamda payı bu yıllarda hızla azalarak %70.7'den %33.2'ye kadar inmiştir. 2000 yılından sonra bu hız azalsa da devlet sektöründe çalışanların istihdamdaki payı azalmaya devam etmiş ve 2016 yılının sonunda %24.6'a kadar gerilemiştir.



Kaynak: Dünya Bankası (2018)

Grafik 2.6. İstihdamın Sektörel Dağılımı (1991-2017).

İstihdamın sektörel dağılımı ise grafik 2.6'ta yer almaktadır. Genel olarak bakıldığında bağımsızlığın ilk yıllarında hizmetler sektöründe çalışan sayısının azaldığı, tarım sektöründe çalışan sayısının ise arttığı görülmektedir. 1995 yılından sonra ise bu eğilim yerdeğiştirmiş ve hizmetler sektöründe çalışanların oranı tarım sektöründe çalışanlarla mükayesede artmıştır. Sanayi sektöründe çalışanların istihdamdaki payı ise yıllar içerisinde çok farklılık göstermemiş 1991 – 2016 yılları arasında %10 ile %14 arasında değişmiştir.

2.1.4. Dış Ticaret

Bağımsızlığın ilk yılında stoklarda halen hazır ürünlerin bulunması ve toplam talebin yüksek olması nedeniyle dış ticaret hacmi 4 milyar dolar düzeyinde olmuştur. Ancak 1992 yılından başlayarak toplam arz ve talebde başlayan düşüş ile dış ticaret hacminde azalma meydana gelmiş ve 1994 yılından itibaren dış ticaret dengesi açık

vermeye başlamıştır. Ancak ilerleyen yıllarda petrol ihracatının artması bu açığı gittikçe aşağıya çekmiştir. 1998 yılında Rusya'da yaşanan krizden Azerbaycan ekonomisi de etkilenmiştir. Bu yılda ihracat rakamı bir önceki yıla göre 175 milyon dolar azalmış, dış ticaret dengesindeki açık ise 470 milyon dolara kadar büyümüştür.

2000 yılından itibaren uluslararası petrol anlaşmalarının yeni aşamasına geçilmesi sonucunda ihracat artmış ve dış ticaret dengesi fazla vermeye başlamıştır. Tablo 2.2'den de izlenebileceği gibi, petrol üretimi ve ihracatının artması sonucunda 2000 yılında dış ticaret hacmi 1999 yılına göre %48.4 artış göstererek 2,9 milyar dolar olmuştur. Bu yılda ithalatın hacmi %13.1 arttığı halde ihracatın hacmi %87.7 artış göstermiştir (Aras, 2003: 49).

2008 yılında Azerbaycan petrolünün fiyatı 149.66 dolarla tarihinin en yüksek düzeyine çıkmıştır. Bu nedenledir ki, 2008 yılında Azerbaycan'ın ihracatı 47 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak 2009 yılında petrol fiyatlarındaki hızlı düşüş ihracatın da hacmini azaltmış ve bu rakam 14 milyar dolara kadar gerilemiştir.

2010-2014 yıllarında petrol fiyatlarında oluşan istikrar dış ticaret dengesini de olumlu etkilemiştir. Bu yıllarda ithalat ve ihracatın hacminde önemli değişiklikler yaşanmamış ve dış ticaret dengesi ortalama olarak 13 milyar dolar fazla vermiştir. Ancak 2014 yılının 2. yarısından itibaren petrol fiyatlarında başlayan düşüş sonucunda ihracatın hacmi azalmış ve dış ticaret hacmindeki fazla 2014 yılındaki 12.6 milyar dolardan 2016 yılındaki 600 milyon dolara kadar gerilemiştir.

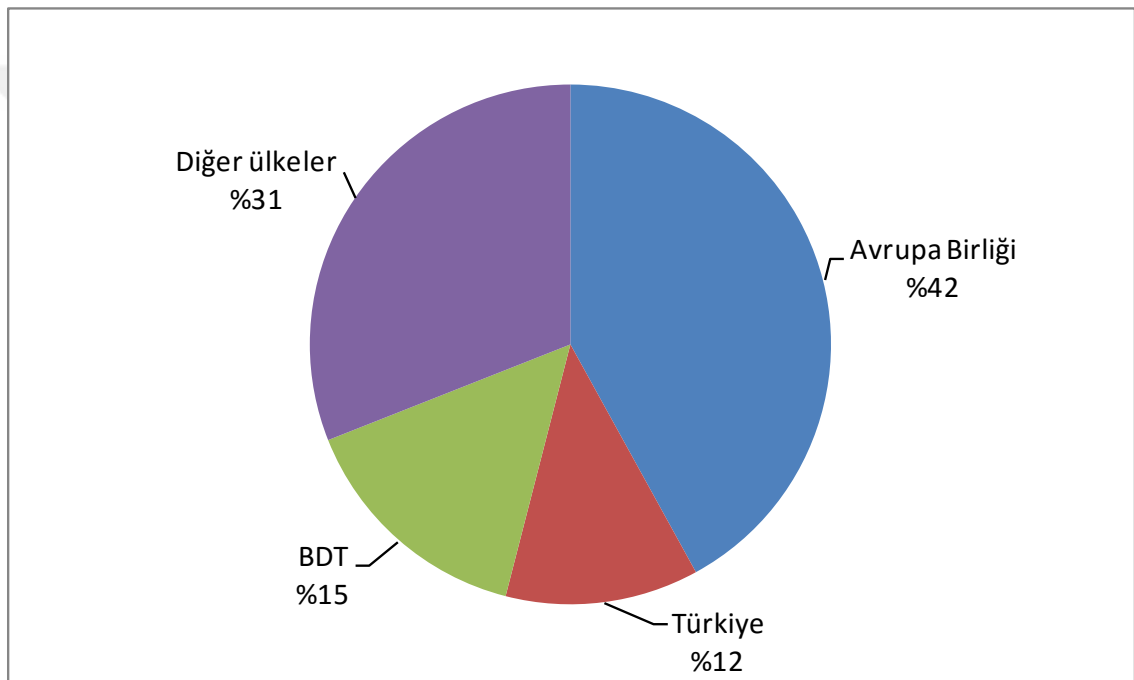
2017 yılında dünya piyasalarında petrol fiyatlarının artış göstermesi Azerbaycan'ın dış ekonomik pozisyonunun iyileşmesine neden olmuştur. Azerbaycan Devlet Gümrük Komitesinin bilgilerine göre bu yılda ihracat 13.8 milyar dolar, ithalat ise 8.8 milyar dolar olmakla dış ticaretin hacmi 22.6 milyar dolar olmuştur. Dış ticaret dengesinde 5 milyar dolarlık fazla oluşmuştur. Bu yılda 187 ülke ile ticari faaliyetler gerçekleştirilmiştir (Azerbaycan Merkez Bankası, 2017: 11).

Tablo 2.2. Dış Ticaret (Milyon Dolar) (1991-2017).

Yıllar	Dış ticaret hacmi	İthalat	İhracat	Dış ticaret dengesi
1991	4 002,2	1 881,2	2 121,0	239,8
1992	2 423,8	939,8	1 484,0	544,2
1993	1 353,5	628,8	724,7	95,9
1994	1 430,6	777,9	652,7	-125,2
1995	1 304,9	667,7	637,2	-30,5
1996	1 591,9	960,6	631,3	-329,3
1997	1 575,7	794,4	781,3	-13,1
1998	1 682,6	1 076,5	606,1	-470,4
1999	1 965,1	1 035,9	929,7	-106,2
2000	2 917,3	1 172,1	1 745,2	573,1
2001	3 745,3	1 431,1	2 314,2	883,1
2002	3 832,9	1 665,5	2 167,4	501,9
2003	5 216,6	2 626,2	2 590,4	-35,8
2004	7 131,4	3 515,9	3 615,5	99,6
2005	8 558,4	4 211,2	4 347,2	136,0
2006	11 638,9	5 266,7	6 372,2	1 105,5
2007	11 771,7	5 713,5	6 058,2	344,7
2008	54 926,0	7 170,0	47 756,0	40 586,0
2009	20 824,5	6 123,1	14 701,4	8 578,3
2010	27 960,8	6 600,6	21 360,2	14 759,6
2011	36 326,9	9 756,0	26 570,9	16 814,9
2012	33 560,9	9 652,9	23 908,0	14 255,1
2013	34 687,9	10 712,5	23 975,4	13 262,9
2014	31 016,3	9 187,7	21 828,6	12 640,9
2015	21 945,8	9 216,7	12 729,1	3 512,4
2016	17 675,7	8 532,4	9 143,3	610,9
2017	22 600,0	8 800,0	13 800,0	5 000,0

Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2018)

Grafik 2.7'de Azerbaycan'ın dış ticaretinde yer alan başlıca ülkeler gösterilmektedir. Grafikten de görüleceği gibi, 2017 yılında dış ticari faaliyetlerin %42'si Avrupa Birliği ile yapılmıştır ki, onun da %50'si İtalya'nın, %10'u Almanya'nın, %7'si Çekya'nın ve %5'i Fransa'nın payına düşmüştür. Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT) ülkelerinin dış ticaret hacmindeki payı %15 olmuştur. Onlardan %62'si Rusya %24'ü ise Ukrayna ile gerçekleştirilmiştir. Bu yılda kardeş Türkiye Cumhuriyeti ile yapılan ticari faaliyetler ise dış ticaret hacminin %12'sini oluşturmuştur. Ticari ilişkilerin %31'i diğer ülkelerle sağlanmıştır. Bu grupta %18 payla Çin, %11 payla ABD ve %9 payla İsrail başlıca ülkelerdir.



Kaynak: Azerbaycan Devlet Gümrük Komitesi (2017)

Grafik 2.7. Dış Ticarete Başlıca Ülkeler (2017).

2017 yılında emtia ihracatı %51.1 oranında artmıştır. Artış fiyat yükselmesi nedeniyle petrol sektöründe gerçekleşmiştir. Bununla yanaşı, petrol dışı sektörde çay, kurumeyve, kimya sanayisi ürünleri ve alüminyumün ihracatı da artmıştır. İhracattaki başlıca ülkeler İtalya (%31.9), Türkiye (%9.9), İsrail (%4.6), Rusya (%4.3), Çekya (%4) ve Kanada (%3.9) olmuştur. 2017 yılında, emtia ithalatı %2,9 artarken, devlet sektörünün emtia ithalatı % 3,4 oranında azalmıştır. İthalatın %17,7'si Rusya'dan, %14,5'i Türkiye'den, %9,7'si Çin'den, %8,2'si ABD'den, %5.4'ü Ukrayna'dan, %5.1'i Almanya'dan ve %3.6'sı İtalya'dan gerçekleşmiştir. Dönem boyunca, et, süt, çay,

tereyağı ve sütte hazırlanan diğer yağların ithalatı artmış, buğday, çimento, demir metalleri, ondan hazırlanan ürünler ve mobilyanın ithalatı ise azalmıştır. Dış ticaretteki olumlu gelişmeler döviz rezervlerinin pozitif dinamiğine yol açmıştır. Ülkenin ödemeler dengesindeki iyileşme ile birlikte, 2017 yılında stratejik döviz rezervleri %11'den fazla artarak 42 milyar dolara yükselmiştir (Azerbaycan Merkez Bankası, 2017: 11-13).

2.1.5. İç ve Dış borçlar

Kamu borcunun Azerbaycan ekonomisi için yeni bir ekonomik terim olduğu düşünülmektedir. Bağımsızlığa kadar tüm diğer ekonomik kararlar gibi, devlet borçlanması da merkeze ve genel bütçe durumuna bakılarak verilirdi. SSCB'de kamu borçlanmasının ana biçimi devlet tahvilleri şeklinde gerçekleştirilmiştir. Bu, borçlanmanın "İç borç" biçiminde olması anlamına gelmektedir. Bağımsızlığın kazanıldığı ilk yıllarından itibaren Azerbaycan'da yaşanan ekonomik kriz, kamu borcuna duyulan ihtiyacın artmasına neden olmuştur. Krizin ilk yıllarında Sovyet sonrası bir kaç ülke yurtiçi kaynaklarla yatırım sorunlarını çözme yolunu seçmiş olsalar da, diğer ülkeler bu konuda uluslararası örgütlerle işbirliği yapmaya çalışmışlardır. Çünkü, bazı ülkelerde içsel borçlanma için gereken tasarruflar yok düzeyinde idi. Güçlü ihrac potansiyeline, uygun coğrafi konuma ve zengin doğal kaynaklarının olmasına rağmen, Azerbaycan bu doğrultuda stratejisini uluslararası fonlardan sağlanacak borçlar üzerine kurmuştur. Bağımsızlık sonrası iç borçlanmaya baş vurulabilirdi ancak, menkul kıymetler piyasasının gelişmemesi ve bununla ilgili yasaların olmaması nedeniyle bu gerçekleşmemiştir. Bununla ilgili ilk taslak yasalar 1998 yılında Cumhurbaşkanlığı kararnamesi ile hazırlanmaya başlamıştır (Aras, Süleymanov, 2016: 21).

Bağımsızlığın ilk yıllarındaki sosyo-ekonomik ve politik karışıklık iç pazarda güven eksikliği yaratmıştır. Enflasyondaki yükselişin dört haneli rakamlara ulaşması, iç borçlanma kaynaklarını tamamen yok etmiştir. Temel iç borçlanma kaynakları, merkez bankası tarafından çıkartılan devlet tahvilleri olmuştur ki, bu miktar da Azerbaycan'ın dış borçlarına kıyasla çok küçük olmuştur. Bu borçlanmada hanehalkının payı yok denecek kadar az olmuştur. Çünkü, o dönemde halkın devlete borç verme imkanı olmamıştır. Halk bazen kendi ihtiyaçlarını karşılamada bile zorluk yaşamış buna göre de, tasarruf yapma imkanına sahip olamamıştır.

Diğer ülkelerde olduğu gibi, Azerbaycan'da da kamu borcunun verimliliği açısından iç borçlanma, dış borçlanmaya kıyasla daha çok arzu edilmektedir. Ancak, Azerbaycan ekonomisinde iç borçlar, toplam kamu borcunun sadece küçük bir kısmını oluşturmaktadır. Bu, finansal piyasaların ve ülkedeki emlak piyasasının henüz yeni kuruluş aşamasında olması gerçeğinden kaynaklanmaktadır. İç borçlara ödenen faiz oranının gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olmasına rağmen, bir bütün olarak ele alındığında bu oranın çok yüksek olmadığı görülmektedir. Azerbaycan'daki iç borçların büyük kısmı kısa vadeli borçlardır. İç borçlanmanın cazip olmasının nedenlerinden biri, faiz oranının dış borç faiz oranına kıyasla düşük olması ve en önemlisi yerel para birimi ile geri ödenmesidir. Toplam iç borçların %60'ının vadesi 1 yıla kadar, %30'unun 1 yıldan 3 yıla kadar ve %10'unun vadesi ise 3 ile 5 yıl arasındadır (Rustamov, 2017). Azerbaycan'da iç borçlar, ağırlıklı olarak Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen devlet tahvillerinden ve Merkez Bankası tarafından çıkartılan borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. İç borçlanmanın başlıca kaynağı devlet bütçesidir. Son yıllarda, devlet bütçesindeki artış, genel ekonomik kalkınmayla birlikte, iç borç yükünün karşılanmasında da önemli bir rol oynamaktadır.

Azerbaycan bağımsızlık kazandığı ilk yıllarda, devam eden ekonomik kriz ve devam eden savaş nedeniyle bütçe açıkları ve dolaylı maliyetleri sağlamak gücüne sahip olmamıştır. Bu nedenle, ülke ilk yıllarda bu ihtiyacı karşılamak için dış kaynaklara başvurmuştur. Tablo 2.3'te yıllara göre Azerbaycan'ın dış borcu, GSYH'ya oranı ve kişi başına düşen borcu gösterilmektedir. Tablodan da görüldüğü gibi, dış borçta istikrarlı bir artış kaydedilmektedir. Önceden de belirttiğimiz gibi, Azerbaycan'ın dış borçları bağımsızlıktan sonra ortaya çıkmış, 1995 yılında 294 milyon dolar olmuş ve yıllar içinde yükselen trendi sürdürerek 2017 yılında 9,4 milyar dolara ulaşmıştır. Bu borçlar yapılarına göre 2 bölüme ayrılmıştır. Birinci grup, %20-30'luk bir payla ekonomik reformları yürütmek için IMF ve Dünya Bankası'ndan alınan fonları, ikinci grup ise, %70-80'lik payla çeşitli yatırım projeleri için farklı finansal kuruluşlardan alınan fonları içermektedir. Birinci grup kredilerin amacı, ülkenin finansal istikrarını iyileştirmek, bütçe açıklarını kapatmak ve yoksullukla mücadele etmek, ikinci grup kredilerin amacı ise üretimi arttırmak, altyapını şekillendirmek ve geliştirmek olmuştur. Bu projelerin %25-35'i elektrik sektöründeki projeleri, %15-20'i karayolu inşaatı ve ulaştırma

altyapısı projelerini, %7-10`u sosyal projeleri ve %7-10`u ise tarım ve diğer sektördeki projeleri kapsamaktadır.

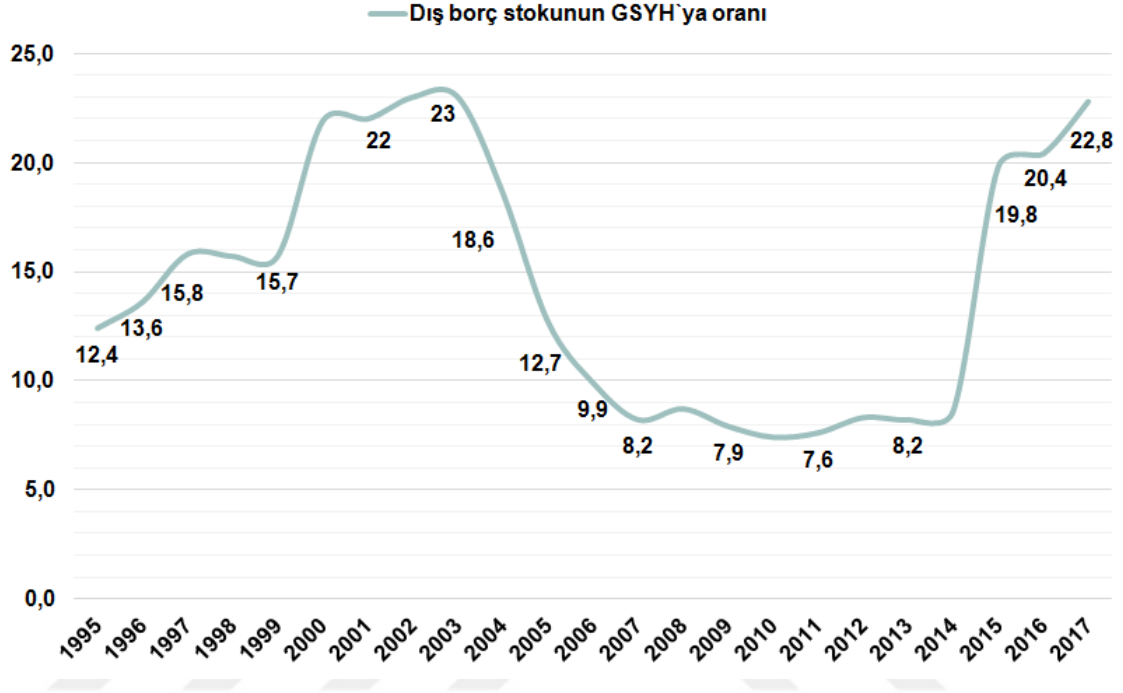
Tablo 2.3. Dış Borç Stoku (1995-2017).

Yıllar	Dış Borç Stoku (milyon dolar)	GSHY`ya Oranı (%)	Kişi Başına Düşen Borç (dolar)
1995	294	12,4	38,7
1996	445	13,6	58
1997	548	15,8	70,8
1998	661	15,7	84,6
1999	720	15,7	91
2000	1158	21,9	144,2
2001	1270	22,0	159
2002	1356	23,0	166
2003	1575	23,0	192
2004	1588	18,6	191
2005	1650,5	12,7	196,5
2006	1972	9,9	232,5
2007	2441,9	8,2	283,9
2008	3331,5	8,7	380,6
2009	3736,8	7,9	415,3
2010	3857,3	7,4	464,5
2011	4816,7	7,6	575,3
2012	5708,4	8,3	601,3
2013	6093,9	8,2	635,4
2014	6478,2	8,6	668,8
2015	6894,3	19,8	696,6
2016	6913,2	20,4	682,6
2017	9398,3	22,8	949,5

Kaynak: Azerbaycan Maliye Bakanlığı (2018)

Grafik 2.8`de dış borç stokunun GSYH'ya oranını gösterilmektedir. Bu göstergeye baktığımızda, 1995 yılında bu oranın %12,4 olduğu sonradan istikrarlı artış göstererek

2003 yılında %23 oranına ulaştığı, ardından azalama göstererek 2006 yılında %10'un altına indiği görülmektedir. Tablo 2.3'e dikkat edilirse bu yıllarda dış borç stokunda yükseliş olmasına rağmen onun GSYH'ya oranında azalma kaydedilmiştir. Bu azalma aşağıdaki nedenlerden kaynaklanmaktadır.



Kaynak: Azerbaycan Maliye Bakanlığı (2018)

Grafik 2.8. Dış Borç Stokunun GSYH'ya Oranı (%) (1995-2017).

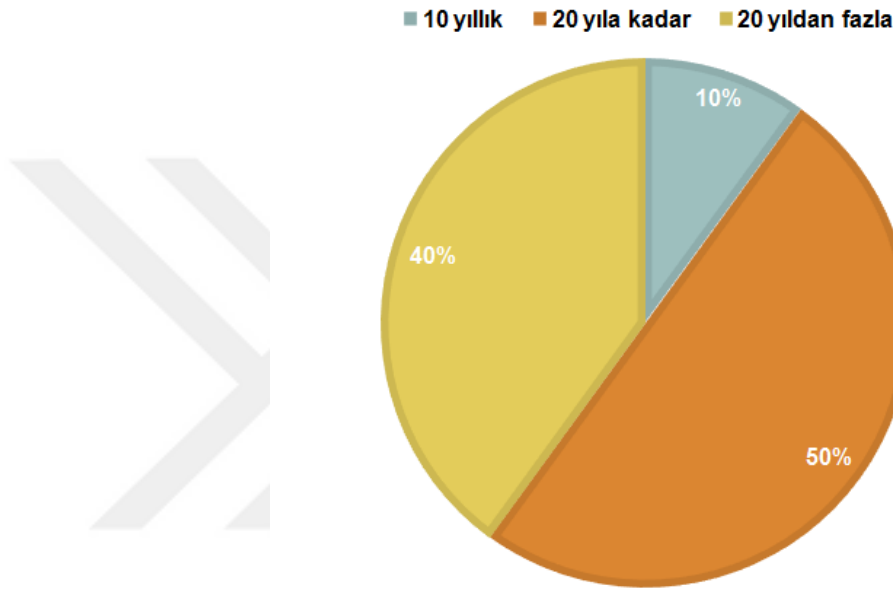
Öncelikle, 2006 döneminden sonra Azerbaycan ekonomisinin makroekonomik göstergelerindeki olumlu değişimler, önceki dönemlerde ülkeye uzun vadeli, düşük faizli borç veren kurumların aynı şartlarda borç verme arzusunda azalmaya yol açmıştır.

Diğer taraftan o dönemde Azerbaycan'da petrol üretimin artması ve dünya piyasalarında petrol fiyatlarının artması GSYH'nın dış borç stokundan daha hızlı artmasına neden olmuştur ki, bunun da sonucunda dış borçların GSYH'da oranı azalmıştır. Özellikle, o dönemde ülkeye gelen petrol gelirleri, ülkenin dışarıdan finansal bağımlılığını ortadan kaldırmıştır.

2006 yılından 2014 yılına kadar dış borç stoku 1.9 milyar dolardan 6.4 milyar dolar düzeyine yükselse de, dış borçların GSYH'ya oranında ciddi bir değişme görülmemiş, bu oran %8 civarında kalmıştır. Oranda nispi olarak değişimin

olmamasının nedeni belirtilen dönemde GSYH'da meydana gelen büyük artış ile açıklanmaktadır.

Son yıllarda dış borcun GSYH'ya oranı artmaya devam etmiş, son iki yılda bu oran iki kattan fazla artarak 2017 yılında %22.8'e ulaşmıştır. Bunun başlıca nedeni, 2015 yılında yapılan devalüasyonlar sonucunda dolar cinsinden GSYH'da yaşanan düşüş ve devam eden büyük projelerin tamamlanması için yabancı finansal kuruluşlardan borçlanmanın artmasıdır.



Kaynak: Azerbaycan Maliye Bakanlığı (2016)

Grafik 2.9. Dış Borçların Geri Ödeme Süresi (2016).

Uluslararası standartlara göre, dış borç kullanımının kritik sınırı GSYH'nın %40'ı ve yıllık ihracatın %200-250'si olduğu varsayılmaktadır (Aras, Süleymanov, 2016: 59). Azerbaycan'da, 2016 verilerine göre, bu oranlar sırasıyla %20.4 ve %75.8'dir. Bu bilgiye göre, Azerbaycan'ın dış borçlarının ülke için kritik sınırdan uzak olduğu görülmektedir. Tablo 2.3'te kişi başına düşen dış borçlara bakıldığında ise onun her yıl artmaya devam ettiği ve 2017 yılında 949.5 dolara yükseldiği görülmektedir.

Geri ödeme ile ilgili bu borçların süresi üç kısma ayrılmaktadır. Grafik 2.9'dan görüldüğü gibi, toplam olarak dış borcun %10'u 10 yıllık, %50'i 10-20 yıllık ve %40'ı ise 20 yıldan fazla bir süreyle alınmıştır.

Son yıllarda, Azerbaycan hükümeti devlet bütçesini yürütürken borca ihtiyaç duyduğunda yerel kaynakların sağlanmasına dikkat çekmeye başlamıştır. Bu tür borçlanmanın ülke ekonomisinin yabancı ülkelere bağımlılığını azalttığını daha önce belirtmiştik. İç piyasadan borç almak için Maliye Bakanlığı devlet tahvillerini, merkez bankası ise kısa vadeli borç senetlerini yaygın bir şekilde kullanmaktadırlar. Sonuç olarak, son zamanlarda ekonomide devlet tarafından finanse edilen yatırımlar hız kazanmaktadır. Altyapı ve yol projelerini, tarımın gelişmesine sağlanan destekler ve enerji arzının güçlendirilmesi hükümetin dış borçlarını etkili bir şekilde kullanması yönünde başarılı bir politika yürüttüğünü göstermektedir (Rustamov, 2017: 53).

2.2. AZERBAIJAN EKONOMİSİNDE UYGULANAN MALİYE VE PARA POLİTİKALARI

Azerbaycan ekonomisinde petrol öncesi dönem ile petrol döneminde uygulanan maliye politikasındaki fark kolayca fark edilmektedir. 2005 yılına kadar, ne kamu harcamaları ne de bütçe gelirleri iki milyar manata ulaşmıştır. 2004 yılı bütçesine göre, hem harcamalar hem de gelirler yaklaşık olarak 1,5 milyar manat olmuştur. Artışlar hafif olsa da, bütçe gelirleri 1998 yılı hariç her yıl genişlemiştir. Bu dönemin bir başka önemli özelliği de bütçe açığı ile ilgilidir. 2004 yılı hariç, 2005 de dahil olmak üzere, tüm yıllarda bütçe açıkları gerçekleşmiştir. 2005 yılından sonra maliye politikası değişikliği yeni bir dönemin başladığını göstermektedir. Hükümetin, genişlemeci maliye politikası uygulaması sonucunda bütçe harcamaları 2006 yılında 2004 yılındaki düzeyinin 2.5 katına ulaşmış ve gelirler artmaya başladıkça bütçe de fazla vermeye başlamıştır. 2006 yılında bütçede 78 milyon manat fazla oluşmuştur. Aynı durum, sonraki iki yılda da gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, 2008 yılında bütçe, 2005 yılına göre beş kat artarak 10,7 milyar manata ulaşmıştır. Düşen petrol fiyatları nedeniyle, 2010 yılında bütçe büyüklüğü 2009 yılındaki hafif bir daralmadan sonra yaklaşık olarak 11 milyar manat düzeyinde dengelenmiştir. 2011 yılında kamu harcamaları 15,4 milyar manata ulaşmış ve bütçede 400 milyon manat fazla oluşmuştur. Kamu harcamalarındaki artış aynı kalırken, değişimleri gelirlerdeki değişimlere uyum sağlamamıştır (Aliyev, Gasimov, 2018: 82). 2013 yılı hariç, 2011 yılından sonra bütçe açık vermeye başlamıştır. Bununla birlikte, bütçe açığı her geçen yıl büyümeye devam etmiştir. 2012 yılında bütçe açığı sadece 135 milyon manat iken, 2014 yılında 308 milyon manata

yükselmiş, 2017 yılında ise bu rakam 1 milyar 141 milyon manata ulaşmıştır. Açığın en son yılda bu kadar büyümesinin ana nedeni SOFAZ'dan devlet bütçesine yapılan transferlerin azalması ile açıklanabilir. Şöyle ki, SOFAZ'ın devlet bütçesine transferi 2016 yılındaki 7 milyar 615 milyon manat iken, 2017 yılında 6 milyar 100 milyon manat düzeyine gerilemiştir (Azerbaycan Maliye Bakanlığı, 2017, 2018).

Son yıllarda, Azerbaycan Merkez Bankası, küresel enerji piyasalarının Azerbaycan ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri altında faaliyet göstermektedir. 2015 yılı, küresel ekonomik büyümenin yavaşlaması, dünya emtia fiyatlarındaki keskin düşüş, bazı ülkelerin döviz rezervlerindeki erime ve döviz kuru istikrarsızlığı ile karakterize edilmiştir. Dünya petrol fiyatları son on yılda en düşük seviyeye gerilemiş, döviz piyasasında meydana gelen değişiklikler ve ortak ülkelerdeki devalüasyonlar döviz kuru politikalarının, döviz kuru rejiminin revize edilmesine neden olmuştur. Merkez Bankası döviz kuru politikasını ve döviz kuru istikrarını sağlamak, ülkenin stratejik döviz rezervlerini korumak ve ulusal ekonominin rekabet gücünü artırmak için önemli kararlar kabul etmiştir. Para politikası kararları, beklenen enflasyon dinamikleri dikkate alınarak verilmiştir. Enflasyon, tek haneli olup, çeşitli faktörlerin etkisiyle düşük düzeylerde kalmıştır (Azerbaycan Merkez Bankası, 2016: 4).

2016 yılında, küresel ekonomik konjonktür Azerbaycan ekonomisi için elverişsiz kalmakta devam etmiştir. Bir önceki yıla göre ortalama yıllık petrol fiyatındaki düşüş ve başlıca ekonomik ortaklarda gözlemlenen düşük ekonomik büyüme, ülkenin ödemeler dengesini ve toplam talebini etkilemiştir. Merkez Bankası'nın uyguladığı sıkı para politikası, yıl boyunca makroekonomik istikrarın ana göstergesi olan fiyat istikrarına ve ulusal paranın güvenilirliğini güçlendirmeye yönelmiştir. Para arzı miktarı, ilgili mercilerle kararlaştırılan para programına uygun olarak ayarlanmış ve makroekonomik duruma bağlı olarak para politikası araçlarının parametrelerine uyarlanmıştır. Aynı zamanda para politikasının stratejik ve operasyonel çerçevesini iyileştirmek için çaba sarf edilmiştir. Merkez Bankası, 2015 yılı sonu itibarıyla açıkladığı dalgalı kur rejimini 2016 yılında da uygulamaya devam etmiştir. Merkez Bankası, döviz piyasasında oluşan arz ve talebe bağlı olarak döviz kurunun belirlenmesini sağlamak için döviz piyasasına müdahileyi asgari düzeye indirmiştir. Merkez Bankası'nın uyguladığı bu para politikası, enflasyonun önlenmesinde önemli bir rol oynamıştır (Azerbaycan Merkez Bankası, 2017: 4).

2017 yılında Merkez Bankası makroekonomik istikrarı hedefleyen bir politika uygulamış, faiz oranları ve para arzını makroekonomik istikrar ve ulusal ekonomik kalkınma hedefleri doğrultusunda düzenlemiştir. Dönem içerisinde, ödemeler bilançosu dengelenmiş, döviz rezervleri üzerindeki baskı azalmış, ulusal para biriminin kur istikrarı sağlanmış ve enflasyon beklentileri nispeten gerilemiştir. Bu olumlu sonuçlar, esnek koordine edilmiş makroekonomik politika çerçevesinin uygulanmasıyla sağlanmıştır. 2017 yılında Merkez Bankası enflasyon karşıtı para politikası uygulamıştır. Para arzı miktarı, ekonomik büyüme ve enflasyon tahminleri ile bankacılık sisteminin likidite pozisyonu dikkate alınarak ayarlanmıştır. Faiz koridoru parametreleri, ekonomik döngü göstergeleri, enflasyon riski analizi ve finansal piyasaların farklı kesimlerinde yer alan süreçler dikkate alınarak belirlenmiştir. Politika kararları verilirken para politikası aktarım mekanizmalarının özellikleri de dikkate alınmıştır. Genel olarak, uygulanan politika önlemleri sonucunda, 2017 yılında makroekonomik istikrarın sağlanması için olumlu eğilimler oluşturulmuş ve güçlendirilmiştir (Azerbaycan Merkez Bankası, 2018: 4).

2.2.1. Azerbaycan Ekonomisinde Uygulanan Kamu Harcamaları Politikaları

Genel olarak, Azerbaycan ekonomisinde üç geniş kamu harcaması vardır. Bunlar, yönetim harcamaları, cari harcamalar ve yatırım harcamalarıdır. Toplam yönetim harcamalarının payı farklı ülkelerde farklı oranlarda değişmektedir. Genel olarak, bu harcamalar devlet bütçesinde %10-15'lik bir paya sahiptir. Gelişmiş ülkeler, daha az yönetim organlarına sahip oldukları için, bu tür harcamaları az gelişmiş ülkelere kıyasla daha az yapmaktadırlar. Azerbaycan, geniş yönetim modeline sahip ülkelerden biridir. Azerbaycan'daki yönetim harcamaları, devletin ana harcamalarından biridir ve bütçe harcamalarının yaklaşık %20'sini oluşturmaktadır. 2003 yılından itibaren artan bütçe gelirleri sonucunda yönetim harcamalarında da artış kaydedilmiştir (Rustamov, 2017: 39).

Tablo 2.4, 1995 ve 2017 yılları arasındaki kamu harcamalarını ve bu harcamaların GSYH içindeki payını göstermektedir. Tablodan da görüldüğü gibi, bağımsızlığın ilk yıllarında Azerbaycan ekonomisinde kamu harcamalarının GSYH içindeki oranı nispeten büyük olmuştur. Ancak, bunun nedeni hükümetin, bağımsızlığın ilk yıllarında

fazla harcama yapması değil, GSYH değerinin düşük olmasıdır. Bununla birlikte, 1992 yılından itibaren ülkenin savaşa girmesi, savunma harcamalarını da artırmıştır.

Tablo 2.4. Kamu Harcamaları ve GSYH içindeki Oranı (1993-2017).

Yıllar	Kamu Harcamaları (Milyon Manat)	Kamu Harcamalarının GSYH İçindeki Payı (%)
1993	13	41,2
1994	136,3	36,3
1995	428,4	20,1
1996	481,9	17,6
1997	588,7	18,6
1998	528,3	15,4
1999	641,5	17
2000	763,8	16,2
2001	806,6	15,2
2002	931,7	15,4
2003	1234,5	17,3
2004	1501	17,6
2005	2140,7	18
2006	3789,7	21,4
2007	6059,5	24
2008	10680	26,6
2009	10567	30,6
2010	11765,9	28,3
2011	15397,5	30,8
2012	17416,5	32,3
2013	19143,5	33,2
2014	18709	31,7
2015	17784,5	32,7
2016	18495	30,8
2017	17588,3	25,01

Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2018)

1994 yılında ateşkesin imzalanmasıyla savunmaya yönelik harcamalarda azalma meydana gelmiştir. Diğer taraftan, ekonomide yaşanan canlanma nedeniyle GSYH her geçen yıl büyümüş ve kamu harcamalarının GSYH içindeki oranı giderek azalmış, 1993 yılındaki %41.2 düzeyinden 2001 yılında %15.2 düzeyine gerilemiştir. Bağımsızlığın ilk yıllarında savunmayla birlikte eğitim ve sağlık harcamalarında da önemli ölçüde artış yaşanmıştır. Bu yıllarda ekonomide kamu yatırımları fazla olmamıştır. Yabancı sermayenin ekonomiye akışı devam ettiği için hükümet, harcamalarını diğer alanlara yöneltmiştir. 2001 yılından itibaren, hem kamu harcamaları artmış hem de GSYH büyümeye devam etmiştir, ancak bütçe harcamalarının artış hızı GSYH'nın artış hızından büyük olduğu için, bu oran yıllar geçtikçe kademeli olarak artmış ve 2013 yılında %33.2'e yükselmiştir.

Kamu harcamalarının maliye politikası hedefleri üzerindeki etkisi incelendiğinde, ekonomik denge ve istikrar açısından kısmen başarılar kaydettiği görülmektedir. Öyle ki, bağımsızlığın ilk yıllarında hükümet sıkı para politikasına destek olarak sıkı maliye politikası uygulayarak hiperenflasyonu dizginleyebilmiş ve sonraki yıllarda tek haneli rakamlara indirmeyi başarabilmiştir. 2007 ve 2008 yıllarında hızla yükselen enerji fiyatları ile ilgili enflasyonda yükselme kaydedilse de sonraki yıllarda bu yeniden azalmaya başlamıştır.

Tablo 2.5. Kamu Harcama Kalemleri (Milyon Manat) (1991 – 2010).

	1991 ¹	1995	2000	2005	2010
Toplam	192,8	428,4	764,0	2140,7	11765,9
Ulusal Ekonomik Yatırımlar	52,7	52,6	89,4	444,7	4889,9
Eğitim	37,1	75,2	181,8	372,5	1180,8
Sağlık	15,5	29,7	40,9	115,3	429,2
Sosyal koruma ve sosyal güvenlik	35,1	36,5	139,3	304,9	1123,0
Diğer	52,4	234,4	312,6	903,2	4143,0

¹ Bin manat

Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2018)

Azerbaycan ekonomisinde yıllara göre kamu harcama kalemleri ise tablo 2.5'te gösterilmektedir. 1991 yılında, bütçe harcamaları 192,8 bin manat olmuştur. Onun 52, 7

bin manatı ekonomiye, 37,1 bin manatı eğitime, 15,5 bin manatı sağlığa, 35,1 bin manatı ise sosyal koruma ve sosyal güvenliğe harcanmıştır. Dört yıl sonra 1995 yılında, toplam kamu harcamaları 428,4 milyon manata ulaşmıştır ki, bu tutarın da 52,6 milyonu manatı ekonomiye harcanmıştır. 1995-2000 dönemini kapsayan beş yıl içinde bütçe harcamaları giderek artmış ve 764 milyon manata ulaşmıştır. Bu yılda bu tutarın 89,4 milyon manatı ülke ekonomisine, 139,3 milyon manatı ise sosyal koruma ve sosyal güvenlik için harcanmıştır. 2005 yılından itibaren artmaya başlayan petrol gelirleri sonucunda toplam kamu harcamaları da keskin bir şekilde artış göstermiş ve 2013 yılında 19143,5 milyon manatla en yüksek düzeye ulaşmıştır.

1991-2014 döneminde kamu harcamalarının diğer kalemlerindeki eğilimler de ilgi çekicidir. İstatistikler, eğitim, sağlık ve bilim gibi harcama kalemlerinin parasal büyüklüklerinin 1991-2014 döneminde artmasına rağmen, yüzde oranlarının artmadığını ve hatta azaldığını göstermektedir. Örneğin, eğitim harcamalarının kamu harcamaları içindeki payı 1991 yılında %19.24 iken, 2014 yılında sadece %8.3 olmuştur. Bu eğilim kendini sağlık sektöründe de göstermiştir. 1991 yılında %8 olan bu oran 2014'te %3.5'e kadar gerilemiştir. Bilim harcamalarının yüzde payı ise, bu dönemde sadece %0,57'den % 0,66'ya yükselerek oldukça küçük bir değişim izlemiştir. Harcamalara genel olarak bakıldığında, Azerbaycan'ın maliye politikasının yüksek petrol gelirleri döneminde büyük ölçüde genişlemiş olduğu, ancak sonraki yıllarda daralma yaptığı görülmektedir (Aliyev, Gasimov, 2018: 86).

Tablo 2.6. Kamu Harcama Kalemleri (Milyon Manat) (2011 – 2017).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Toplam	15397,5	17416,5	19143,5	18709	17784,5	17751,3	17588,3
Ulusal Ekonomik Yatırımlar	6803,2	6960,7	8207,5	7598,7	6408,8	4124,0	4394,3
Eğitim	1268,5	1453,2	1437,7	1553,9	1605,1	1754,4	1742,8
Sağlık	493,4	609,4	618,9	665,3	708,2	702,5	704,7
Sosyal koruma ve sosyal güvenlik	1495,4	1769,5	1750,3	1971,2	1857,2	2645,2	2350,2
Diğer	5337,0	6623,7	7129,1	6919,9	7205,2	8525,2	8396,3

Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2018)

2.2.2. Azerbaycan Ekonomisinde Uygulanan Vergi Politikaları

1991'de bağımsızlığını kazandıktan sonra, vergi politikası ve onunla ilgili reformlar Azerbaycan için en önemli konular sırasındaydı. Vergi reformunun ilk adımı, Maliye Bakanlığı bünyesinde 1990 yılında bir vergi hizmeti kurulmasıyla gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte, bağımsızlığın ilk yıllarında, bu hizmet devlet için daha önemli hale gelmiştir; bu nedenle vergi hizmeti, Maliye Bakanlığı'ndan alınarak 1991 yılında kurulan Azerbaycan Devleti'ne bağlı Baş Devlet Vergi İnceleme Müfettişliği'ne devredilmiştir. Bu adımın atılmasındaki temel fikir, vergi mevzuatının iyileştirilmesi ve vergi tahsilatının etkinliğinin artırılmasıydı. Bu süreç sonraki yıllarda da devam etmiş, 11 Şubat 2000 tarihinde Baş Devlet Vergi İnceleme Müfettişliği'ne dayalı Vergi Bakanlığı kurulmuştur. Değişikliklerin ardındaki temel fikir, vergi ödemelerinin toplanması üzerinde devlet kontrolünün sağlanması ve vergi sistemini daha açık şekilde ekonomik sisteme uyarlamaktır. Azerbaycan Devleti'nde vergi sistemi 2000 yılında kabul edilen Vergi Kanunu'na dayanmaktadır. Yerel yasalara yapılan diğer yasal düzenlemeler ve uluslararası anlaşmalar da elverişli vergi politikasının sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Ülkedeki vergiler üç seviyeye ayrılmaktadır: devlet vergileri, özerk cumhuriyet vergileri ve belediye vergileri. Kurumlar vergisi, Katma Değer Vergisi (KDV), tüketim vergisi, emlak vergisi, toprak vergisi, yol vergisi, madencilik vergisi ve basitleştirilmiş vergi ise Vergi Kanunu'na göre ülkedeki vergi türleridir (Aliyev, Gasimov, 2018: 88).

Vergi sisteminde önemli değişiklikler yapan Azerbaycan Vergi Kanunu 01.01.2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu yasa ile, daha önce vergilendirilebilir bazı kalemler iptal, bazıları ise ilave edilmiştir. Bu kanunun vergi sistemine en önemli katkısından biri, farklı yasalar tarafından uygulanan farklı vergi türlerinin tek tip form altında şekillendirilmesidir (Azerbaycan Vergi Kanunu, 2000).

Azerbaycan Vergi Kanununa göre, 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren aylık geliri 2500 manatdan az olan kişiler 173 manatlık asgari yaşam miktarı düşürüldükten sonra geri kalan kısımdan %14 oranında kişisel vergi ödemektedirler. Ancak, gelirleri aylık 2500 manatdan daha yüksek olan kişiler 173 manat düşürülmeksizin 2500 manatdan %14 oranında, 2500'den fazla olan kısım için ise %25 oranında kişisel vergiye tabi tutulmaktadır. Öte yandan, tüzel kişiler karlarının %20 oranında kurumlar vergisi

ödemek zorundadırlar. Bununla birlikte, yıllık cirosu 150 bin ve 90 bin manatdan fazla olan şirketler için farklı bir vergi formu üzerinden KDV uygulanmaktadır. Azerbaycan'da KDV oranı %18'dir.

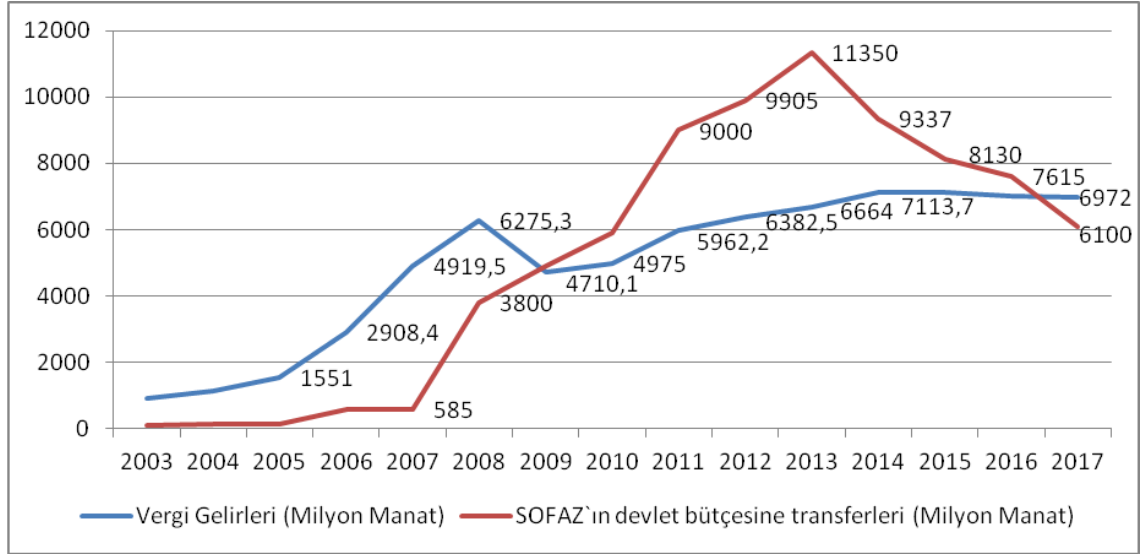
Tablo 2.7 Vergi Gelirleri ve Vergi Gelirlerinin GSYH'ya ve Bütçe Gelirlerine Oranı, SOFAZ'ın Devlet Bütçesine Transferleri (1995-2017).

Yıllar	Vergi Gelirleri (Milyon Manat)	Vergi Gelirlerinin GSYH'ya Oranı (%)	Vergi Gelirinin Bütçe Gelirlerine Oranı (%)	SOFAZ'ın Devlet Bütçesine Transferleri (Milyon Manat)
1995	222	10,4	70,1	
1996	349	12,8	86,7	
1997	397,7	12,6	77,5	
1998	363	10,6	78	
1999	404,2	10,7	72,2	
2000	511	10,8	71,5	
2001	654,1	12,3	83,3	
2002	760,3	12,5	83,5	
2003	912,8	12,8	74,8	100
2004	1130,7	13,3	74,9	130
2005	1551	12,4	75,5	150
2006	2908,4	16,1	75,2	585
2007	4919,5	18,3	81,9	585
2008	6275,3	15,6	58,3	3800
2009	4710,1	13,6	45,6	4915
2010	4975	12	43,6	5915
2011	5962,2	11,9	38	9000
2012	6382,5	11,8	36,9	9905
2013	6664	11,5	34,2	11350
2014	7113,7	12,1	38,7	9337
2015	7118,3	13,1	40,7	8130
2016	7010	11,7	41,5	7615
2017	6972	9,9	42,3	6100

Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2018)

Tablo 2.7`de vergi gelirleri, vergi gelirlerinin GSYH`ya ve bütçe gelirlerine oranı, Azerbaycan Devlet Petrol Fonu`nun (SOFAZ) devlet bütçesine yaptığı transferler yer almaktadır. Tablodan da görüldüğü gibi, 2016 ve 2017 yılları hariç vergi gelirleri her geçen yıl artmaya devam etmiş ve 2015 yılında en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Son yıllarda vergi gelirlerindeki azalma petrol fiyatlarındaki düşüş ile ilgili olarak petrol şirketlerinin ödediği kurumlar vergisinin azalması ve ekonomideki daralma ile ilgili olarak gerçek ve tüzel kişilerin ödediği vergi tutarında azalma ile açıklanabilir. Bununla birlikte, toplam vergi gelirlerinin GSYH içindeki payı giderek artmış ve 2007 yılında %18.3 oranla en yüksek değerine ulaşmıştır. Bu yıldan itibaren belirtilen oranda dalgalanmalar yaşansa da, genel eğilim düşüş yönünde olmuştur. Sonraki yıllarda meydana gelen bu düşüşün temel nedeni Azerbaycan Cumhurbaşkanı'nın 2003 yılında imzaladığı kararname ile SOFAZ`dan devlet bütçesine yapılan transferlerdir. Şöyle ki, 2003 yılında devlet bütçesine 100 milyon manat ile başlayan transferler her geçen yıl artmaya devam etmiş, 2008 yılından itibaren ise daha büyük miktarlarda yapılmaya başlamıştır. Tablo 2.6`dan da görüldüğü gibi, 2008 yılında SOFAZ`dan devlet bütçesine yapılan transferler 2007 yılındakinin 6.5 katına çıkmıştır.

2013 yılında SOFAZ`dan devlet bütçesine tüm yılların rekoru sayılan 11 milyar 350 milyon manatlık transfer yapılmıştır. Ancak bu yıldan sonra bütçeye yapılan transfer miktarları giderek azalmıştır. Petrol Fonu`ndan bütçeye yapılan transferlerde artış, bütçe gelirlerinin ana kaynağı olan vergilerin bütçe harcamalarını karşılayamamasıyla açıklanabilir. Vergi gelirlerinin bütçe gelirlerine oranına bakıldığında, bu oranın 2002 yılına kadar yükselerek %83,5`le en yüksek değer aldığı ve bu yıldan sonra düşüşe geçtiği görülmektedir. Diğer bir deyişle, 2000 yılında, bütçe gelirlerinin %83,5'i vergilerden oluşurken, geri kalan kısmı diğer kaynaklardan oluşmuştur. Ancak SOFAZ`dan devlet bütçesine transferlerin yapılmaya başladığı 2003 yılından itibaren vergi gelirlerinin bütçe gelirleri içindeki payı da giderek azalmaya başlamış ve 2009 yılından sonra %50`nin altına düşmüştür. Bu orandaki azalma sonraki yıllarda da devam etmiş ve petrol fonundan en yüksek miktarda transferin yapıldığı 2013 yılında %34,2`ye kadar gerilemiştir.



Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2018)

Grafik 2.10. Vergi Gelirleri ile SOFAZ'ın Devlet Bütçesine Transferleri (2003-2017)

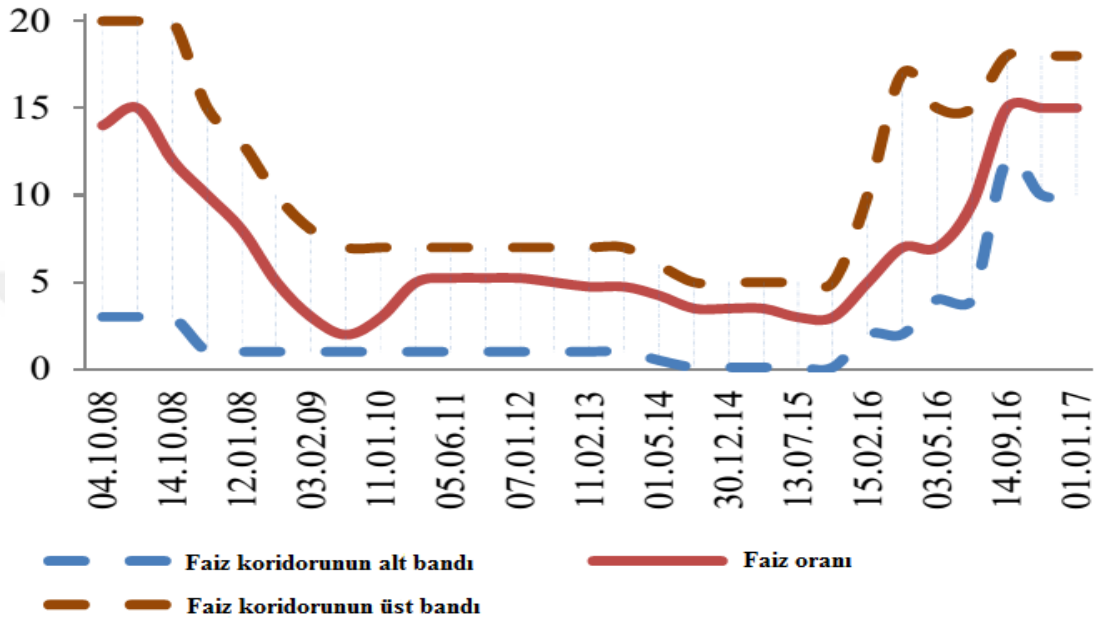
Grafik 2.10'dan görüldüğü gibi, 2009 yılına kadar vergi gelirleri transferlerden fazla olmuş, 2009 yılından sonra ise SOFAZ'ın devlet bütçesine yaptığı transferler vergi gelirlerini üsteleyerek bütçe gelirlerinin temel kaynağını oluşturmaya başlamıştır. Bu yılda, daha fazla transfer yapılmasının nedeni, küresel mali krizin beraberinde getirdiği maliyetlerin karşılanmasında vergi gelirlerinin yetersiz kalması gösterilmektedir (Rustamov, 2017: 46).

2009-2017 yılları arasında petrol fonundan yapılan transferler vergi gelirlerinden fazla olmaya devam etmiştir. 2017 yılında ise, vergi gelirleri yapılan transferlerden fazla olmuştur. Ancak bunun nedeni vergi gelirlerinde meydana gelen artış değil son yıllarda petrol fonundan devlet bütçesine yapılan transferin miktarının azalmasıdır. Transfer miktarında meydana gelen azalmanın nedeni petrol gelirlerinin gelecek kuşaklara ötürülmesi kararı ve son yıllarda düşük petrol fiyatları nedeniyle fonun gelirlerindeki azalma ile açıklanabilir.

2.2.3. Azerbaycan Merkez Bankasının Uyguladığı Para Politikası ve Bağımsızlık Düzeyi

Son yıllarda, para politikası araçlarına ilişkin kararlar, enflasyon risklerinin değerlendirilmesi ve ulusal paraya güvenin artması temelinde gerçekleştirilmiştir. Merkez Bankası makroekonomik tahminleri dikkate alarak ulusal paraya olan güveni

güçlendirmek ve para piyasasında oluşan trende uygun olarak para politikası araçlarının geliştirilmesine ortam yaratmak için faiz koridorunun alt ve üst bandlarına ayarlamalar yapmıştır. Merkez Bankası Yönetim Kurulu kararı ile faiz oranı kademelerle %3`den %15`e, faiz koridorunun alt bandı %0.1`den %12`e, üst bandı ise %5`den %18`e yükseltilmiştir.

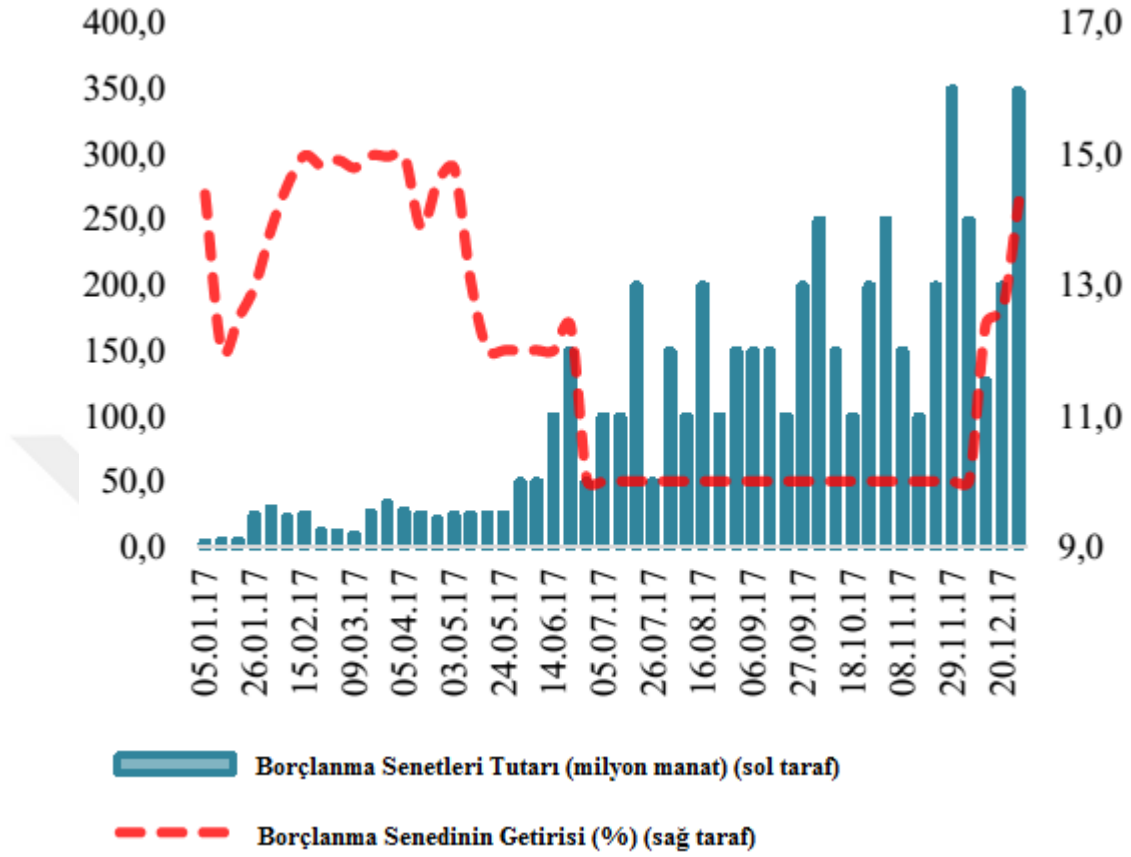


Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2018)

Grafik 2.11. Faiz Koridoru (2008-2017).

Faiz koridoru ile ilgili karar alınırken, makroekonomik durumla yanaşı devlet tahvillerinin getirisi de dikkate alınmıştır. Aynı zamanda, faiz koridorunun alt ve üst bandları düzeyinde olan faiz oranları ve likidite işlemlerinin süresinin 1 günden 7 güne kadar uzatılmasıyla ilgili karar verilmiştir. Merkez Bankası bankalara kısa vadeli likiditenin yönetilmesi amacıyla 1-7 günlük repo / ters repo işlemlerini sınırsız olarak kullanabilme imkanı sağlamıştır (Azerbaycan Merkez Bankası, 2017: 33). Merkez Bankası, hem makroekonomik hem de döviz piyasasında gözlenen süreçleri göz önünde bulundurarak 2016 yılında sterilizasyon politikasını aktif hale getirmiştir. Haziran ayından itibaren, serbest dolaşımdaki mevduatların ulusal para birimine yerleştirilmesine ve Kasım ayında borçlanma senetleri işlemlerine başlanmıştır. Bankacılık sektöründe likidite fazlalığı olduğu için 2017 yılında, Merkez Bankası'nın bu açık piyasa işlemlerine büyük talep oluşmuştur. Merkez Bankası, ulusal para cinsinden serbest fonlar için 61 ihale (14 günlük vadeyle) ve borçlanma senetleri

işlemleri için 49 ihale (28 günlük vadeyle) gerçekleştirmiştir. (Azerbaycan Merkez Bankası, 2018: 30).



Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2017)

Grafik 2.12. Borçlanma Senetlerinin Tutarı ve Getirisi (2017).

2017 yılı sonunda mevduat ihaleleri ve borçlanma senetleri yoluyla piyasadan çekilen toplam fon tutarı, 2016 yılındakinin 10 katına çıkarak 1.9 milyar manat olmuştur. Mevduat ve kısa vadeli borçlanma senetleri para piyasasının gelişmesi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olmuştur.

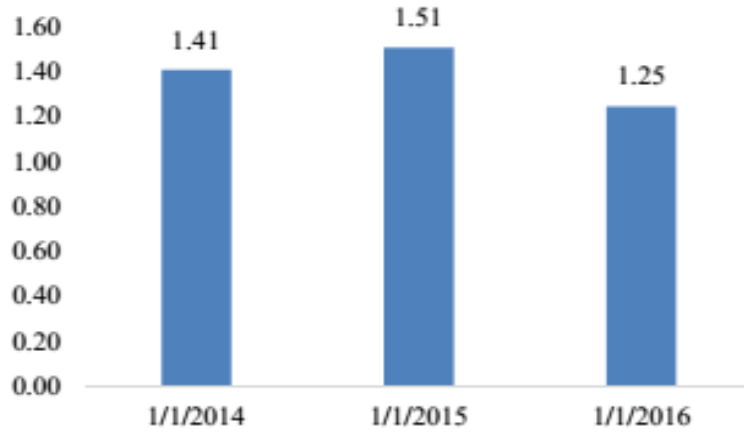
Bankacılık sektöründe durgunluğu canlandırmak ve finansal istikrarı güçlendirmek amacıyla Merkez Bankası Yönetim Kurulu'nun 3 Mart 2016 tarihli kararı ile döviz yükümlülükleri için zorunlu karşılık oranı, %0,5'ten %1'e yükseltilmiş, yerleşik olmayan finansal kuruluşların ve uluslararası finansal kuruluşların yükümlülükleri için ise %0,5'ten %0'a düşürülmüştür. Ulusal para birimi ve kıymetli metallerle ilgili yükümlülüklerde zorunlu karşılık oranı için ise değişiklik yapılmamıştır (Azerbaycan Merkez Bankası, 2017: 36).

Tablo 2.8. Zorunlu Karşılık Oranları (%) (2011-2017).

Tarih	Yükümlülük		
	Döviz ve kıymetli metaller	Manat	Yerleşik olmayan finansal kuruluşlar
01.05.2011	2	2	2
01.07.2011	3	3	3
01.08.2014	2	2	2
01.03.2015	0.5	0.5	0.5
30.12.2015	0.5	0.5	0.5
03.03.2016	1	0.5	0
01.01.2017	1	0.5	0

Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2017)

2015 yılında para arzının göstergeleri esas olarak döviz piyasasında gerçekleşen süreçlerden etkilenmiştir. Para tabanı %40,2 oranında azalmış ve yıl sonunda 6901,8 milyon AZN'ye ulaşmıştır. Dolarizasyondaki artış, para arzı hacmindeki düşüşün ana nedeni olmuştur (Azerbaycan Merkez Bankası, 2016: 38). 2016 yılında Merkez Bankası enflasyonu artıran faktörleri dikkate alarak para tabanının artış hızını sınırlamayı karara almıştır. Temel amaç para arzındaki fazlalığı gidermekle manatın döviz kuruna ek baskı yaratmamak, fiyatların-enflasyonun yükselmesini önlemek olmuştur. Bu yılda para tabanı %13,9 oranında artmış ve yıl sonuna kadar 7860,5 milyon manat düzeyine ulaşmıştır. Dönem içinde dolaşımdaki nakit para %28,5 oranında artmıştır (Azerbaycan Merkez Bankası, 2017: 37). 2017 yılında, parasal tabanın kaynakları ilgili devlet kurumlarıyla koordineli şekilde yönetilmiştir. Yıl sonunda parasal taban, yıl başından bu yana %8,7 oranında artarak dönem sonunda 8543,2 milyon manata ulaşmıştır. Dolaşımdaki nakit para hacminde ise % 16,9 oranında artış kaydedilmiştir (Azerbaycan Merkez Bankası, 2018: 33).



Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2017)

Grafik 2.13. Para Çarpanı (2014-2016).

2016 yılında bankacılık sisteminin para üretme yeteneğini gösteren para çarpanında düşüş yaşanmıştır. Grafik 2.12`den görüldüğü gibi 2015 yılında 1,51 düzeyinde olan para çarpanı, 2016 yılında 1,25 düzeyine kadar gerilemiştir. Bu çerçevede, para arzındaki düşüş, para tabanındaki düşüşten fazla olmuştur (Azerbaycan Merkez Bankası, 2016: 38).

Tablo 2.9. Para Arzı (Milyon Manat) (2015-2018).

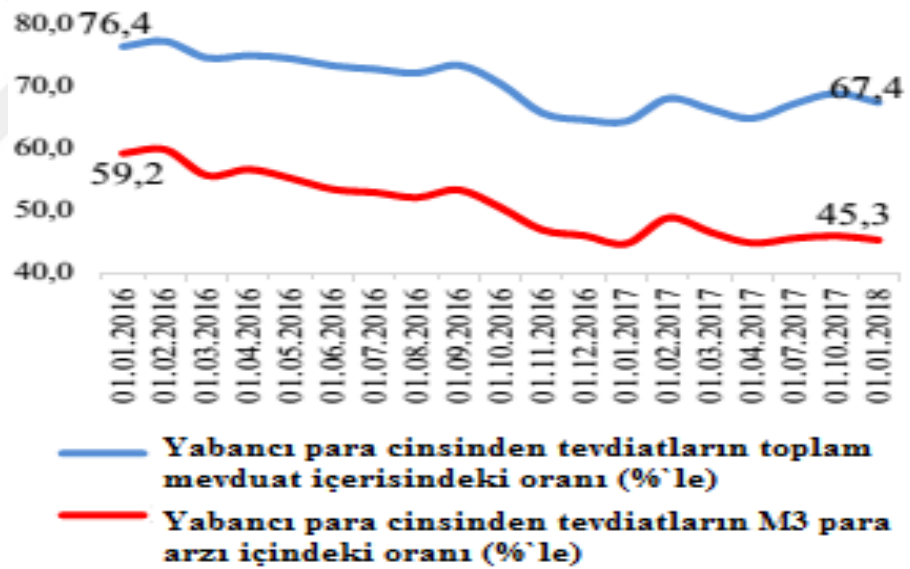
Tarih	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2018
M0	10 152	4 776	6 377	7 490
M1	12 830	6 897	8 960	10 544
M2	17 436	8 678	11 546	12 466
M3	21 566	21 287	20 890	22 772

Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2018)

2015 yılında M2 para arzı, %50,6 azalarak dönem sonunda 8613,1 milyon manat düzeyine kadar gerilemiştir. Bu para arzındaki azalma dolaşımdaki nakit paranın azalmasından kaynaklanmıştır. M3 geniş para arzı ise %1.2 azalarak 21287 milyon manat düzeyine gerilemiştir. M3 para arzının GSYH'ye oranı 2014 yılında %36,5 iken, 2015 yılında % 39,2'ye yükselmiştir (Azerbaycan Merkez Bankası, 2016: 38). Tablo 2.9`dan görüldüğü gibi, 2016 yılında M2 para arzı, %33 artarak dönemin sonuna kadar 11546,3 milyon manat düzeyine yükselmiştir. M3 geniş para arzı ise, %1,9 azalarak 20,889,6 milyon manat olmuştur. M3 para arzının M2 para arzından farklı olarak azalması yabancı döviz cinsinden tasarruf ve mevduatlarda azalma ile ilgilidir. M2 para

arzındaki artış 2017 yılında da devam etmiş ve yıl sonunda 12466,4 milyon manat düzeyine yükselmiştir. M3 para arzı ise %9 genişleyerek dönem sonunda 22772 milyon manat olmuştur (Azerbaycan Merkez Bankası, 2018: 33).

2015 yılında dolarizasyon düzeyi bir önceki yıla göre yükselmiştir. Yabancı para cinsinden tevdiatın toplam mevduat içindeki oranı dönem içerisinde %36,2`den %76,8`e yükselmiştir (Azerbaycan Merkez Bankası, 2016: 39). 2016 yılında bankaların ard-arda iflası sonucunda vatandaşların bankacılık sektörüne olan güveni azalmış ve mevduatların bankalardan geri çekilmesine başlanılmıştır. Yabancı para cinsinden tevdiatların M3 para arzı içindeki oranı dönem içerisinde %59,2`den %44,7`e gerilemiş ve 2017 yılının sonunda %45,3 olarak gerçekleşmiştir. Yabancı para cinsinden tevdiatın toplam mevduat içerisindeki oranı %76,4`ten %64,4`e düşmüştür (Azerbaycan Merkez Bankası, 2017: 39). 2017 yılında banka mevduatlarının dolarizasyon düzeyinde önemli bir değişiklik kaydedilmemiştir.



Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2018)

Grafik 2.14. Dolarizasyon (2016-2018).

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody`sin açıklamasına göre BDT ülkeleri arasında banka mevduatlarının en yüksek dolarizasyonu Beyaz Rusya ve Azerbaycan`dadır. Son 2-3 yılda Azerbaycan`da bu göstergede azalış kaydedilse de hala %70 oranıyla yüksek düzeylerde kalmaktadır (İnterfaks-Azerbaycan, 2018).

2.2.4. Azerbaycan Merkez Bankasının Uyguladığı Kur Politikası

Bağımsızlığını kazandıktan sonra, Azerbaycan döviz kuru rejimini bağımsız bir şekilde belirlemek imkanı kazandı. 1995 yılına kadar uygulanan döviz kuru rejimini serbest dalgalı döviz kuru rejimi olarak değerlendirebilir. 1992-1994 döneminde Merkez Bankası yeterli döviz rezervine sahip olmadığı için döviz işlemleri kayıt dışı döviz piyasasında gerçekleştirilmiştir. Böyle bir ortamda Merkez Bankası'nın döviz kuruna etki olanakları çok düşüktü ve kur döviz piyasasındaki talep ve arzdan asılı olarak değişirdi (Ağazade, 2016: 39). 1995 yılından itibaren Azerbaycan Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin oluşumu ile resmi döviz piyasasında döviz işlemlerinin yapılmasına başlanmıştır. Azerbaycan'da uygulanan döviz kuru politikaları aşağıdaki aşamalara ayrılabilir. 1995-2008'de Azerbaycan'da ayarlanabilir sabit kur rejimi uygulanmıştır. Bu yıllarda manatın ABD dolarına karşı değeri yılda ortalama olarak yüzde 5 oranında değişmiş, fakat, bu değişiklik Merkez Bankası gözetiminde gerçekleşmiştir. Merkez Bankası döviz müdahaleleriyle resmi döviz kurunu etkilemiştir. 11 Mart 2008'den itibaren sepet kur rejimine (dolar/euro) geçilmiştir. Resmi döviz kuru, euro ve dolar dahil olduğu sepete dayanıyordu. Bu mekanizma, küresel para piyasası süreçlerini yerel döviz kurlarına yayarak, manatın çok taraflı döviz kurunun kontrolünü sağlamış oldu. Ancak, sonraki dönemde küresel ekonomik krizin etkisi sonucu önde gelen para birimlerinin döviz kurunda meydana gelen değişimin daha da keskinleşmesi, gelişmekte olan ülkeler tarafından ulusal para birimlerinin karşılıklı değersizleştirilmesi merkez bankasının yürüttüğü kur politikasında değişiklik yapmak zarureti yarattı. 2011 yılının ocak ayından itibaren Azerbaycan Merkez Bankası sepet kurdan imtina ederek ABD doları/manat ikili döviz kurunu hedefleyen mekanizma ortaya koymuştur. Yapılan makroekonomik analizler de, ABD doları/manat ikili döviz kuru hedefinin, özellikle enflasyon düzeyini etkilemek amacıyla, merkez bankasının hedefleriyle daha uyumlu olduğunu göstermektedir (Elirzayeva, 2013: 59). Bu mekanizma Merkez Bankası'nın dalgalı kur rejimine geçiş imkanlarını da artırmıştır. 2012-2015 yılları arasında merkez bankasının uyguladığı kur politikasında önemli değişiklik yapılmamış, sabit döviz kuru rejimi devam ettirilmiştir.

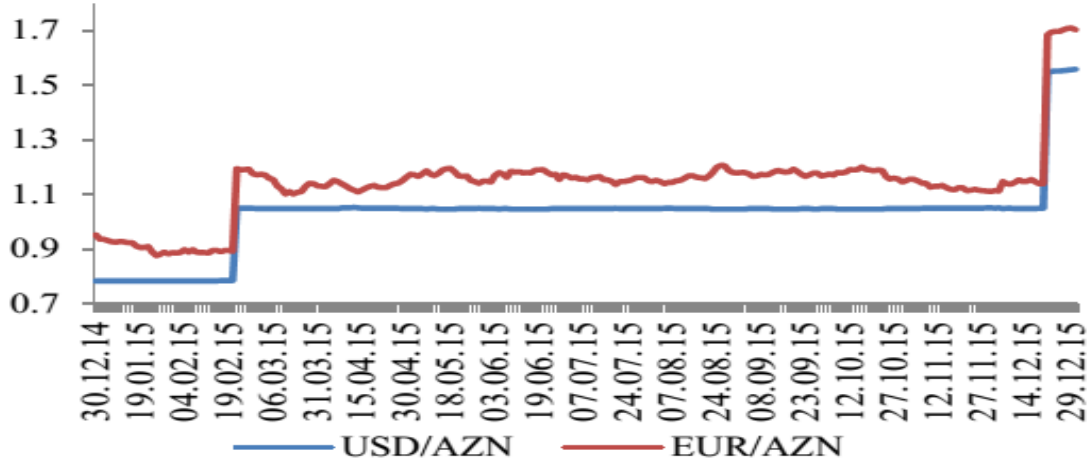
2013 yılında merkez bankasının döviz kuru politikası, döviz piyasasında arz ve talep dengesini sağlamayı amaçlamıştır. Döviz kuru politikası parametreleri, ödemeler

denge, bankacılık sektöründeki finansal istikrar ve petrol dışı sektörün rekabet gücünün korunmasına yönelik hedeflerin durumuna göre belirlenmiştir. Bu yılda, ülkenin dış sektöründe oluşan fazla nedeniyle döviz piyasasında arz talebi aşmıştır. Ancak, Azerbaycan Merkez Bankası, döviz kurunun önemli ölçüde güçlenmesini önlemek ve böylece petrol dışı sektörün rekabet gücünün olumsuz etkilerini bertaraf etmek için 2,5 milyar dolarlık döviz sterilizasyonu gerçekleştirmiştir. Yıl boyunca döviz kuru hemen hemen değişmemiş ve manat sadece %0,06 oranında güçlenmiştir. Döviz kurunun standart sapması çok küçük olmuştur (0.00017). Manatın istikrarlı olması, makroekonomik ortam ve ülkenin finans sektörünün istikrarı üzerinde olumlu bir etki yaratmıştır. Manat, ABD, Türkiye, Rusya, Ukrayna, Gürcistan, İran, Kazakistan ve Japonya'nın ulusal para birimleri karşısında hem nominal hem de reel olarak değerlendirilmiştir. (Azerbaycan Merkez Bankası, 2013: 18-19)

2014 yılında merkez bankası döviz kuru politikası parametrelerini, makroekonomik istikrarın, ödemeler dengesinin, bankacılık sektöründeki finansal istikrarın ve petrol dışı sektörün rekabet gücünün korunmasının gerekliliğini göz önünde bulundurarak belirlemiştir. Ülkenin ödemeler bilançosunda fazla olduğu için, 2014 yılında da döviz piyasasında az talebi üstelemiştir. Döviz kurunun güçlenmesini önlemek amacıyla merkez bankası 142,8 milyon dolarlık net döviz alışı gerçekleştirmiştir. 2013 yılıyla mukayesede 2014 yılında net döviz alışı daha az olmuştur. Bunun nedeni aralık ayında komşu ülkelerdeki ulusal para birimlerinin devalüasyonunun psikolojik etkisinden dolayı, ülkenin para piyasasında dolara karşı olan talebin önemli ölçüde artması ve Merkez Bankası'nın satış yönünde müdahale gerçekleştirmesi ile açıklanmaktadır (Azerbaycan Merkez Bankası, 2015: 24)

2015 yılında döviz arzında önemli bir düşüş ve döviz talebinde keskin bir artış yaşanmıştır. Döviz arzı miktarındaki azalma temel olarak dünya petrol fiyatlarındaki gerilemeden ve ticaretteki ortak ülkelerin ekonomik koşullarındaki bozulma nedeniyle döviz gelirlerinin azalmasından kaynaklanmaktadır. Döviz talebindeki keskin artış ise büyük ölçüde dolarizasyondaki artışla açıklanmaktadır. 2015 yılında dünya petrol fiyatlarındaki sert düşüş ve büyük ticaret ortaklarındaki devalüasyon dalgaları, ulusal para biriminin düşüş eğilimine dair beklentilerini artırmış ve dolarizasyonun artmasına neden olmuştur. Hem nakit hem de nakit olmayan döviz piyasasında dövize olan talepte keskin artış yaşanmıştır. Döviz piyasasına ve manatın döviz kuruna yaranan ciddi

baskını dikkate alarak, Merkez Bankası Yönetim Kurulu, grafik 2.8`te görüldüğü gibi 21 Şubat 2015'te 1 ABD dolarının değerini 0.78 manatdan 1.05 manata yükselterek devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır.



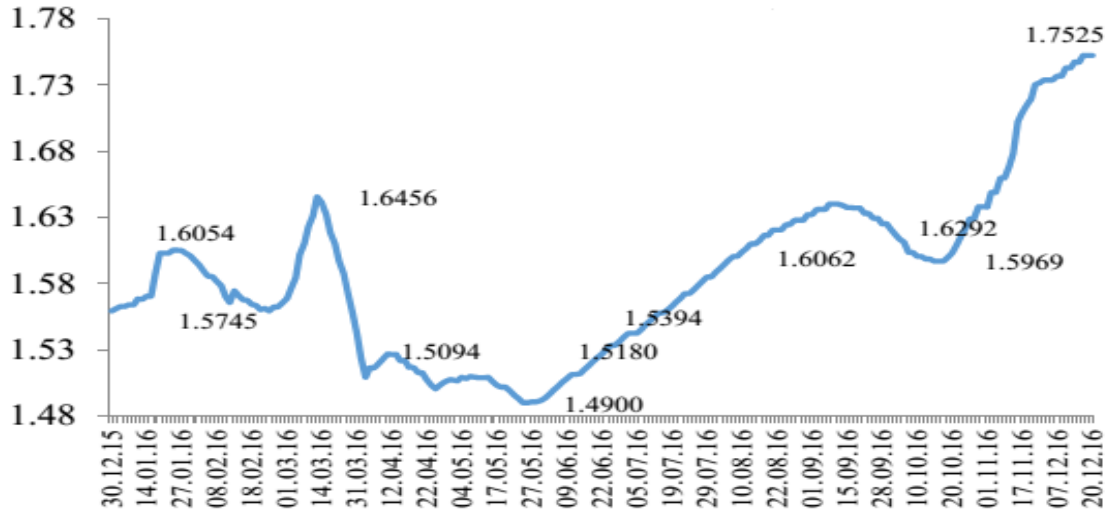
Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2016)

Grafik 2.15. Yabancı Paraların Manata Karşı Döviz Kurları (2014-2015).

Aynı zamanda, döviz kuru politikası olarak, 16 Şubat 2015 tarihinden itibaren yeniden ABD doları ve euro'nun dahil olduğu sepet kur mekanizmasının uygulanmasına başlanmıştır. Şubat ayındaki devalüasyon ve yeni mekanizmaya geçişten sonra döviz kuru ve manatın değeri 50-55 dolarlık petrol fiyatlarına uyum sağlamaya başlamıştır. Merkez bankası Mayıs-Temmuz aylarında belirli miktarda döviz alımları da gerçekleştirmiştir. Ancak, Temmuz ayının sonundan itibaren petrol fiyatlarındaki hızlı düşüş, döviz piyasasına baskıyı yeniden artırmış ve döviz kurunun yükseleceğine dair beklentileri yükseltmiştir. Aynı zamanda, ortak ülkelerde devam eden devalüasyonların, ulusal ekonominin uluslararası rekabet gücü üzerindeki olumsuz etkisi güçlenmiştir. 2014 yılının başından itibaren bazı ortak ülkelerin ulusal para birimlerindeki değer kaybı 2015 yılının sonuna doğru hızlanmıştır. Durum, döviz piyasasını ve manatın döviz kurunu yeni petrol fiyatlarına uyarlamanın gerekliliğini zorunku kılmıştır. Merkez Bankası Yönetim Kurulu bunu dikkate alarak, 21 Aralık 2015 tarihinde dalgalı kur rejimine geçmeye karar vermiştir. Bu karar, döviz piyasasında manatın döviz kurunun yeni bir düzeyde oluşmasına yol açmıştır. Manat hızla değer kaybederek 1 dolar 1.05 manat düzeyinden 1.55 manat düzeyine gelmiştir. Yeni döviz kuru rejimine geçişle sepet kur uygulamasına son verilmiştir. Yeni kur rejiminin yürürlüğe girmesinden sonra

merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesi önemli ölçüde azalmıştır. Genel olarak, 2015 yılında merkez bankasının net döviz satışı 8,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu yılda, manat çok sayıda yabancı para birimine karşı değer kaybetmiştir. ABD doları manata karşı yüzde 98.8, euro ise yüzde 79 değer kazanmıştır (Azerbaycan Merkez Bankası, 2016: 32)

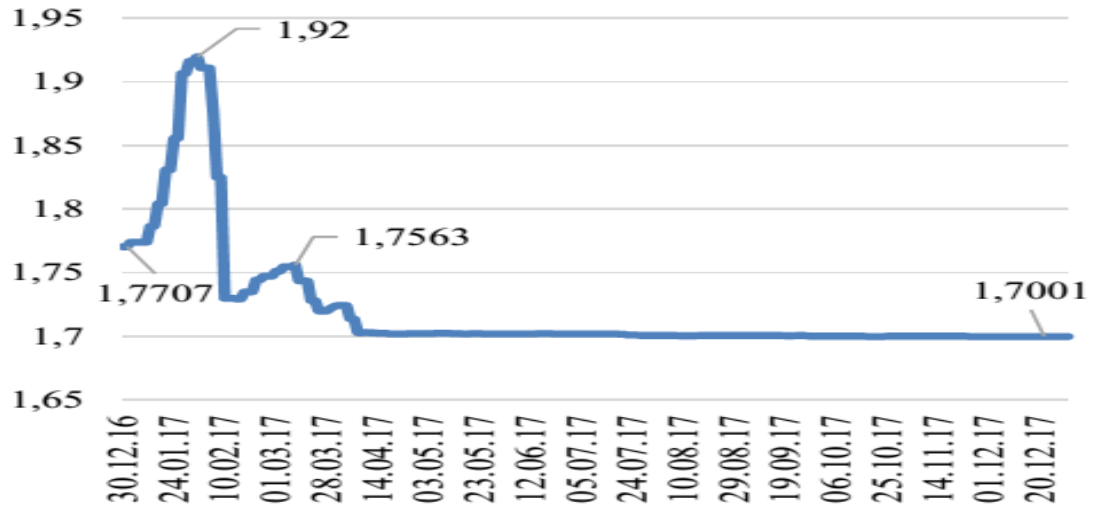
2016 yılında döviz piyasasında arz ve talebe bağlı olarak, döviz kurunda yükselme ve düşüşler yaşanmıştır. 2015 yılı sonunda, kur 1 ABD doları için 1.5594 manat idise 11 Mart 2016'da 1.6456 manat düzeyine yükselmiş ve 25 Mayıs 2016'da 1.4900 manat düzeyine kadar gerilemiştir. Haziran ve Ağustos aylarında yükselen döviz kuru, Eylül ayında gerilemiş ve Ekim ayı sonlarından itibaren yeniden yükselmeye başlamıştır. 2016 yılının başından itibaren ABD doları manat karşısında yüzde 13,6 değer kazanmıştır. Bu yılda 1 ABD dolarının ortalama günlük döviz kuru 1.5965 manat olmuştur. Grafik 2.16'dan görüldüğü gibi, 2016 yılında manatın döviz kurunda istikrarsızlık yaşanmıştır.



Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2017)

Grafik 2.16. ABD Dolarının Manata Karşı Döviz Kurları (2015-2016).

Mart ayından itibaren merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesi minimize edilmiş ve merkez bankası tarafından düzenlenen ihaleler çerçevesinde Azerbaycan Devlet Petrol Fonu'nun (SOFAZ) döviz satışları gerçekleştirilmiştir. Yıl içerisinde, SOFAZ'ın döviz satışları 2015 yılına göre %37,5 oranında azalarak 4,9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Azerbaycan Merkez Bankası, 2017: 30).

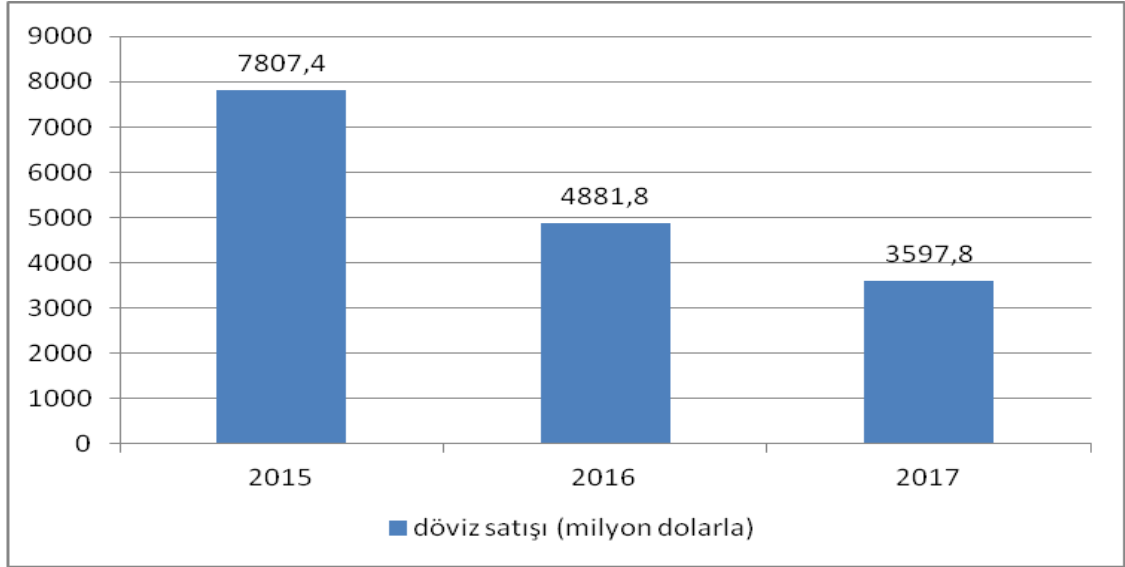


Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2018)

Grafik 2.17. ABD Dolarının Manata Karşı Döviz Kurları (2016-2017).

2017 yılında ödemeler bilançosundaki iyileşme, ihracat artışı ve ithal ikame politikası sonucunda döviz girişlerinde artış yaşanmış ve döviz piyasasında istikrar sağlanmıştır. Makroekonomik politika tedbirlerinin sonucu olarak manat ABD doları karşısında yüzde 4 değer kazanmıştır. Yıl boyunca, arz ve talebe bağlı olarak döviz piyasasında döviz kurunun oynaklığı birkaç kez gözlemlenmiştir. Ocak ve Şubat ayının ilk yarısında yükselen ABD doları, Şubat ayının ikinci yarısından itibaren değer kaybetmeye başlamıştır.

2016 yılı sonunda döviz kuru 1.7707 manat düzeyinde gerçekleşmişti, 1 Şubat 2017 tarihinde dönemin en yüksek (1.9200 manat) düzeyine yükselmiş ve 6 Aralık 2017 tarihinde 1.7001 manata kadar düşmüştür. 2017 yılında ABD doları manat karşısında yüzde 4 oranında değer kaybetmiştir. Bu yıl için 1 ABD dolarının ortalama günlük döviz kuru 1.7206 manat olmuştur. 2017 yılı boyunca Azerbaycan Merkez Bankası, SOFAZ'ın döviz satışlarının organizasyonu için toplam 99 döviz ihalesi gerçekleştirmiştir. Dönem içerisinde, SOFAZ'ın döviz satışları 2016 yılına göre %26.3 oranında azalarak 3.6 milyar dolar olmuştur (Azerbaycan Merkez Bankası, 2018: 25-27).



Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası (2018)

Grafik 2.18. SOFAZ'ın Döviz Satışı (2015-2017).

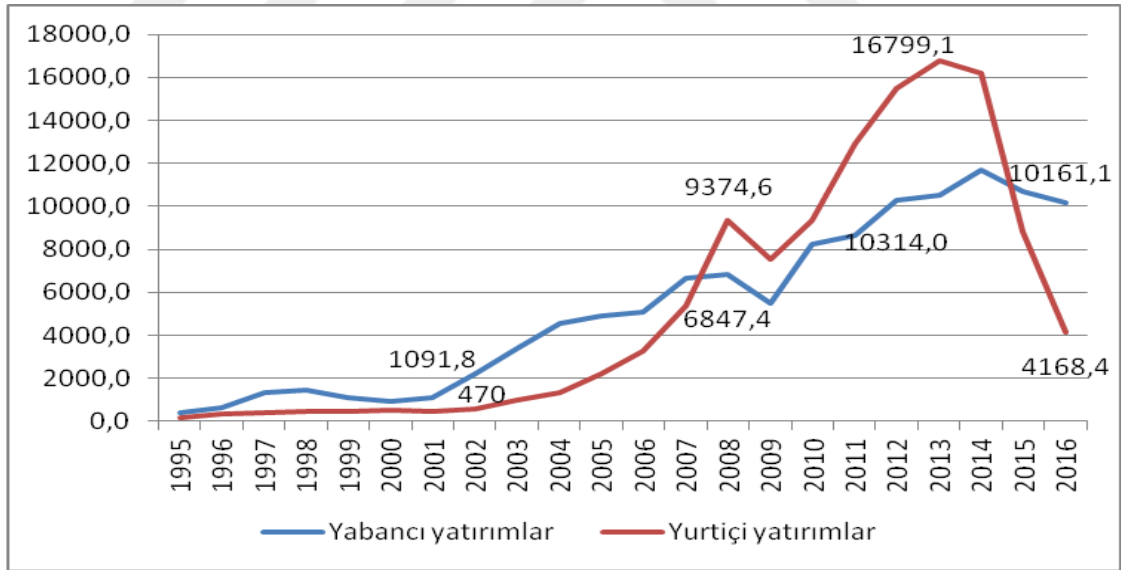
2.2.5. Azerbaycan Ekonomisinde Sermaye Hareketliliği

Bağımsızlığın ilk yıllarında, ister petrol isterse de petrol dışı sektörlerin batı sermayesine açılması yönünde girişimlerde bulunulmuştur. Bunun için gereken hukuki altyapı oluşturulmaya başlanmış ve 15 Ocak 1992'de "Yabancı yatırımların korunması" hakkında kanun kabul edilmekle yabancı sermayelerin hukuki esası belirlenmiş, korunması için devlet garantisi verilmiştir. Ancak genel olarak bakıldığında 1991-1993 döneminde ülkenin yabancı sermayenin çekilmesi yönünde başarılı olamadığı görülmektedir (Aras, 2003: 186). 1994-97 yıllarında ülkeye yabancı sermaye akışını sağlamak için yasal ve idari değişiklikler yapılmıştır. Bunun pozitif etkisi olarak 1994 yılında "Asrın anlaşması"nın imzalanmasıyla yabancı yatırımın Azerbaycan ekonomisine akışı başlamıştır. Azeri - Çırac - Güneşli yataklarının işlenmesini kapsayan bu anlaşma, Azerbaycan'ın bağımsızlık yönünde attığı adımlar arasında en önemli tarihi olay olarak kabul edilmektedir. Toplam sermaye tutarı 11 milyar dolar olan bu anlaşmanın Azerbaycan için en önemli yanı gereken yatırımların %90'nın Konsorsiyum² tarafından yapılmış olmasıdır (Aras, 2005: 245).

² Konsorsiyum ABD'nin Amoko, Yunokal, Pennzoil, Eksson, Büyük Britanya'nın British Petroleum, Remco, Rusya'nın Lukoil, Norveç'in Statoil, Türkiye'nin "Türk Petrolleri", Suudi Arabistan'ın Delta, Japon'yanın "Itochu" şirketlerinden oluşmaktadır.

1996-1997 yıllarında uygulanan politikaların başarısızlığı ve 1997'den önce ülkedeki yabancı sermayenin vergi muafiyetlerinin reddedilmesi nedeniyle üretim alanında yabancı yatırım yapılmamıştır. 1998 yılında yabancı sermayenin miktarı 1,472 milyon dolar ile son yılların en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Ancak, uygulanan sıkı para politikası ve durgun ekonominin bir sonucu olarak 1998 yılından sonra Azerbaycan ekonomisinde, özellikle yabancı sermayede bir düşüş gözlemlenmiştir. Yabancı yatırımlara uygulanan vergi muafiyetlerinin kaldırılması, petrol dışı sektördeki bu olumsuz etkisini sürdürmüştür.

Dünya Bankası ve İngiltere'nin "Oxford analytic" şirketinin yaptığı hesaplamalara göre, geçiş ekonomisi döneminde (1991-2001) Azerbaycan, Orta ve Doğu Avrupa, Orta Asya'nın eski 26 sosyalist ülkesi arasında yabancı yatırım hacmine göre beşinci sırada yer almıştır. Bu yıllarda ülke ekonomisindeki toplam yatırım Polonya, Rusya, Macaristan ve Çek Cumhuriyetinden daha yüksek olmuştur. Özellikle, enerji sektöründeki yatırımlar hızla devam etmiştir. Ancak, başta gıda ve hafif sanayi olmakla diğer sektörlerdeki yatırımlarda belirli bir düzeye ulaşamamıştır (İbadoğlu, 2002: 74)



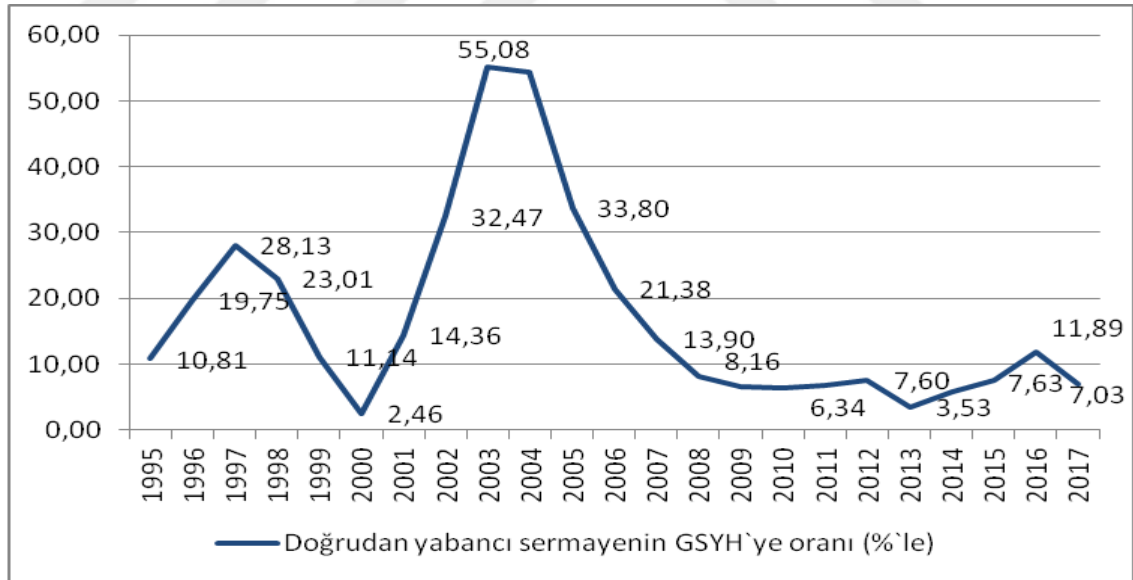
Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2017)

Grafik 2.19. Yabancı ve Yurtiçi Yatırımlar (Milyon Dolar) (1995-2016).

1999 ve 2000 yıllarında yabancı sermaye miktarında düşüş yaşansa da grafik 2.19'dan görüldüğü gibi, 2000 yılının son aylarından itibaren yeniden artış başlamıştır. Kanunlarda yapılan bazı değişiklikler, gümrük ve vergi oranlarının azaltılması ve devlet tarafından bu yönde atılan diğer adımların sonucunda yabancı sermaye hareketliliği

artmıştır. Grafik 2.19`dan görülebileceği gibi, 2001 yılından başlayarak hem yurt içi hem de yabancı yatırımlarda istikrarlı bir artış gözlemlenmiştir. 2001 yılında Azerbaycan ekonomisinde yabancı sermayenin payı %70, 2002 yılında ise %80,9 olmuştur. Yabancı sermaye içerisinde en büyük yatırımlar ise petrol ve doğal gaz sektörlerine yapılmıştır. Genel olarak baktığımızda, 1994-2000 döneminde yabancı şirketler tarafından Azerbaycan ekonomisine yaklaşık olarak 5,9 milyar dolar tutarında yatırım yapılmıştır. Bu yatırımların %77'si doğrudan yabancı sermaye ve %23'ü ise finansal krediler şeklinde olmuştur. Doğrudan yabancı sermayelerin %73'ü petrol sektörüne yatırılmıştır (Ağazade, 2016: 47).

Grafik 2.19`u incelediğimizde bağımsızlığın ilk yıllarından 2007 yılına kadar yabancı sermayenin yurtiçi sermayeden fazla olduğu ancak 2007 yılından sonra yurtiçi yatırımların yabancı sermayeyi üstelediği görülmektedir. 2008 yılında hem yabancı hem de yurtiçi sermayede artış yaşansa da 2009 yılında küresel mali krizin etkisiyle bu göstergelerde düşüş yaşanmıştır. Belirtilen yılda toplam yatırımlar bir önceki yıla göre %19,7 azalmış ve 13 milyar dolara ulaşmıştır. 2010 yılından itibaren toplam yatırımlar yeniden artmaya başlamış ve bu artış 2015 yılına kadar devam etmiştir.



Kaynak: Dünya Bankası (2018)

Grafik 2.20. Doğrudan Yabancı Sermayenin GSYH'ya oranı (%) (1995-2016).

Makroekonomik yapının istikrarı, özel sektördeki değişimler ve petrol sektörünün daha da geliştirilmesi, Azerbaycan'ın sonraki yıllarda da küresel finans merkezlerinden geniş bir yatırım akışı sağlaması için büyük fırsatlar yaratmıştır. 2001

yılından başlayarak ister yabancı yatırımlarda isterse de yurtiçi yatırımlarda hızlı artışlar yaşanmaya başlamıştır. 2008 yılına gelindiğinde yabancı sermayenin miktarı 2001 yılındaki 1 milyar dolar düzeyinden 6,8 milyar dolar düzeyine, yurtiçi yatırımlar ise 2001 yılındaki 470 milyon dolar düzeyinden 2008 yılındaki 9,3 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. Bununla birlikte, grafik 2.20`den görüleceği gibi, bu yıllarda doğrudan yabancı sermayenin GSYH`ya oranı da artarak 2003 yılında %55,08 oranıyla en yüksek düzeyine çıkmıştır. İlerleyen yıllarda bu oran önceki yıllara göre düşüş gösterse de 2008 yılına kadar yüksek düzeylerde kalmaya devam etmiştir.

Tablo 2.10. Azerbaycan Ekonomisinde Yatırımlar (Milyon Dolar) (2013-2016).

	2013	2014	2015	2016
Toplam Yatırımlar	27340,0	27907,5	19547,2	14329,5
Yabancı Yatırımlar	10540,9	11697,7	10719,1	10161,1
Yurtiçi Yatırımlar	16799,1	16209,8	8828,1	4168,4

Kaynak: Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi (2018)

İster yabancı sermayenin isterse yurtiçi sermayelerin büyük kısmı petrol sektörüne yatırıldığı için tablo 2.10`dan görüleceği gibi, 2015 yılından itibaren dünya petrol fiyatlarında başlayan düşüş hem yabancı hem de yurtiçi yatırımları etkilemiştir. Bu sektörde gerçekleştirilecek olan projelerin ertlenmesi toplam yatırımların azalmasına yol açmıştır. Diğer taraftan yapılan devalüasyonlar dolar cinsinden yurtiçi yatırımları ciddi şekilde etkilemiş ve 2016 yılında bu rakam 2013 yılındaki 16,7 milyar dolar düzeyinden 4,1 milyar dolar düzeyine kadar gerilemiştir.

Son yıllarda, Azerbaycan'ın modern yatırım politikasının temel özelliği Azerbaycan ekonomisinin petrolden bağımlılığının tamamen ortadan kaldırılması ve petrolden gelen gelirlerin petroldışı sektörlere yatırılarak bu sektörlerin yüksek gelişimini sağlamak üzere belirlenmiştir. Her geçen yıl petroldışı sektörlere yatırılan sermayenin miktarı ve bu sektörlerin GSYH içindeki oranı giderek artmaktadır. Son yıllarda Türkiye, ABD, Fransa, İngiltere, Çin, İran, İsviçre, Hollanda ve diğer ülkelerin yatırımcıları Azerbaycan'da gerçekleştirilen özelleştirme sürecinde yer almış ve işletmelerin hisselerinin en az %51`ni elde ederek onlara büyük miktarda yatırım yapmışlardır. Azerbaycan Cumhurbaşkanı`nın kararnameleri ile yeni alanların, özellikle yabancı yatırımcılar için çekici olan metalürji, kimya, enerji, makine, ulaşım, iletişim ve

diğer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin özelleştirmeye açılması ile yabancı sermaye akımları sağlanmıştır. Ülke ekonomisine yatırımları artırmak amacıyla uluslararası finansal kuruluşlar (Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası, İslam Kalkınma Bankası, Karadeniz Ticaret ve Kalkınma Bankası) ile ilişkiler geliştirilmiştir (Dadaşov, 2010: 117-118)

Yurtdışına yapılan sermayelerde Azerbaycan'ın en büyük yatırımcısı Azerbaycan Devlet Petrol Şirketi'dir (SOCAR). Son yıllarda şirketin yabancı ülkelere yaptığı yatırımların başarılı sonuçları görülmektedir. Şirket, ülke ekonomisinin kalkınmasında lokomotif rolünü oynamakta ve aynı zamanda yurt dışında büyük projeler gerçekleştirmektedir. Şu anda SOCAR'ın en büyük yabancı varlıkları 2008 yılında Türkiye Cumhuriyeti'nde satın aldığı Petkim Petrokimya Holding'dir. Şirketin %51 payına sahip olmak için, SOCAR ilk aşamada 2 milyar 40 milyon dolar yatırım yapmıştır. 30 Mayıs 2012 tarihinden itibaren SOCAR, Türkiye'deki faaliyetlerine "SOCAR Turkey Energy Inc." ismiyle devam etmektedir. Fakat şirketin ilk yabancı sermaye yatırımı 2007 yılında Gürcistan'ın Karadeniz kıyısında inşası sonlandırılmayan Kulevi terminalinin alınması ve inşaatının sona erdirilmesi olmuştur. 2009 yılında şirket Ukrayna, 2011 yılında ise İsviçre ve Romanya'nın petrol ürünleri pazarına girmiştir. İsviçre'de 2007 yılından itibaren SOCAR'ın bir ticaret şirketi olan "SOCAR Trading" faaliyet göstermektedir. Şirket 330 milyon dolar karşılığında "Esso Schweiz'in 172 akaryakıt istasyonunu, toptan satış üslerini, Cenevre ve Zürih şehirlerindeki uçaklar için akaryakıt istasyonlarını satın almıştır. SOCAR ayrıca Ukrayna'ya 180 milyon dolar sermaye yatırarak 65, Gürcistan'a 76 milyon dolar yatırarak 104 ve Romanya'ya 19 milyon dolar yatırarak 24 farklı şehirlerde akaryakıt istasyonu açmıştır. Şirket şu anda da bu ülkelerdeki varlıkların optimal yönetimine ve genişletilmesine yönelik çalışmalarını sürdürmektedir (Ağazade, 2016: 50).

Uluslararası finans piyasalarındaki işlemlerden faydalanmak için SOCAR Şubat 2012'de, Azerbaycan dışında 500 milyon dolar değerinde beş yıllık tahvil ("Eurobond") ihraç etmiştir. Ülkenin istikrarlı ekonomik kalkınma göstergeleri, şirketin %100 devlet mülkiyeti, mevcut durum ve Eurobond ihracı konusunda yapılan çalışmalar dünyanın farklı bölgelerinden yatırımcıların ilgisini çekmiştir. Sonuç olarak, 500 milyon dolar tutarındaki beş yıllık Eurobond'lar için talep, 4.6 milyar dolarla tahmin edilenden birkaç

kat daha fazla olmuştur. Yatırımcıların artan ilgisini göz önünde bulundurmakla, menkul kıymetler üzerindeki faiz oranı yıllık %5,45'e düşürülmüştür.

2011 yılında kurulan, "SOCAR Petroleum SA" şirketi Romanyada akaryakıt istasyonlarının sayısını 2016 yılında 34'e kadar artırmıştır. Şirket ilerleyen yıllarda bu ağı genişleterek istasyon sayısını 100'e çıkarmayı ve bununla da ülkenin akaryakıt pazarının yüzde 10'una sahip olmayı hedefliyor (Hacıyev, 2016).

2015 yılında Azerbaycan Gürcistan'da en fazla yatırım yapan ülke olmuştur ve bu eğilim son yıllarda da devam etmektedir. 2015 yılında Gürcistan ekonomisine 1,56 milyar dolar sermaye yatırılmıştır ki, bunun da %35i, yani, 542 milyon doları Azerbaycan'ın payına düşmüştür. Azerbaycan, özellikle 2012 yılından bu yana Gürcistan'a yatırım yapan ülkeler içinde ilk sıradadır (apsny.ge, 2018).

Azerbaycan'da sermayenin hareketlilik düzeyini belirlemek için öncelikle yatırım ortamının önemli noktalarını vurgulamak gerekmektedir. Hükümet ülke ekonomisine yatırım çekmek için "açık kapı" politikası uygulamaktadır. Son yıllarda Azerbaycan hükümeti ülkede ekonomik reformların sürdürülmesi, iş ortamının daha da iyileştirilmesi, petrol sektörü ile beraber, petrol dışı sektörlerin geliştirilmesi yönünde politikalar uygulamaktadır. Yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması, mülkiyetin dokunulmazlığı, yerli ve yabancı girişimcilere eşit fırsatlar sunulması "Yatırım faaliyeti hakkında" ve "Yabancı yatırımların korunması hakkında" Azerbaycan Devleti kanunları ile düzenlenmektedir. Ülkede girişimciliğin gelişimini hızlandırmak, iş ortamını daha da iyileştirmek ve iş kurma prosedürlerini kolaylaştırmak amacıyla, Azerbaycan Cumhurbaşkanı'nın 25 Ekim 2007 tarihli kararı ile "Tek Pencere" sistemi uygulanmaya başlamıştır. Kararnamede "Tek Pencere" ilkesine göre Azerbaycan Devleti Vergi Dairesi tek devlet tescil kurumu olarak belirlenmiş ve 1 Ocak 2008 tarihinden itibaren bu sistemin uygulanmasına başlanılmıştır. Mal ve hizmetlerin ülkeye ithalatı ile ilgili yerleşik olanlar ve olmayanlar tarafından yurtdışına gönderilen avanslar için para kısıtlamaları merkez bankası tarafından iptal edilmiştir. Kısıtlamaların iptal edilmesine rağmen, ön ödeme yapıldıktan sonra malların Azerbaycan'a teslim edilmesi için tanınan süre 180 gün olarak belirlenmiştir. İşletme ve kurumların menfaatinden vergi ödemesi için progresif vergi sisteminden oransal vergi sistemine geçilmiş, vergi oranları kademeli olarak %35'den %20'ye indirilmiş, KDV oranı %28'den %18'dek azaltılmış, bazı vergiler iptal edilmiş, gerçek kişilerin gelir vergisi oranının üst haddi %55'ten

%35'e düşürülmüştür. Belirtilen bu hususlar Azerbaycan'da yatırım alanında yasal bir temel oluşturmaktadır.

Dünya uygulamalarında herhangi bir ülkedeki sermaye hareketliliğini veya açıklığını belirlemek için bir çok ölçüm kriterinin geliştirilmesine rağmen, genel olarak hiçbirinin sermaye akışı yönetimini tam olarak ifade edemeyeceği düşünülmektedir. Bu çalışmada, Azerbaycan'da sermaye hareketliliğini belirlemek için kullanılan sermaye açıklığı kriteri, Chinn ve İto (2006, 2008) tarafından geliştirilen sermaye akışı işlemlerinin endeksidir (KO). Chinn-İto Endeksi (KO) ilk kez 2006 yılında “Journal of Development Economies” adlı kaynakta tanıtılmıştır ve Uluslararası Para Fonu'nun AREAR bilgileri bazında geliştirilmiştir. Bu endeksi 0 ile 1 arasında değer almaktadır. Değer ne kadar yüksekse, sınırları aşan sermaye hareketliliği daha açıktır. Endeks için veri seti 182 ülke için 1970-2015 dönemini kapsamaktadır (Aizenman, İto, 2011: 21)

Tablo 2.11. Azerbaycan Ekonomisi için KO Endeksi (1996-2015).

Yıllar	KO endeksi
1996	0,165697038
1997	0,165697038
1998	0,165697038
1999	0,165697038
2000	0,165697038
2001	0,165697038
2002	0,41451332
2003	0,41451332
2004	0,165697038
2005	0,165697038
2006	0,165697038
2007	0,165697038
2008	0,509572864
2009	0,286502451
2010	0,346905202
2011	0,407307923
2012	0,467710614
2013	0,467710614
2014	0,467710614
2015	0,467710614

Kaynak: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

Araştırmada, Azerbaycan ekonomisinin sermaye açıklığı değerini belirlemek için bu endeks kullanılmaktadır. Tablo 2.11, Azerbaycan'ın 1996-2015 dönemi sermaye hareketliliğinin açıklık endekslerini göstermektedir.

Tablodan da görüldüğü gibi, Azerbaycan'da sermayenin açıklığı 2002 yılına kadar o kadar da yüksek olmamıştır. Bu, bağımsızlık sonrası dönemde yürütülen sert ekonomi politikalarıyla ilgili olmuştur. 2002-2003 döneminde sermaye akımlarında artış (0,41), 2004 yılında ise yeniden azalma gözlemlenmiştir (0,16). 2008 yılında endeks en yüksek değerini (0,50) almıştır. Bunun nedeni yükselen petrol fiyatları ile ülkeye giren yabancı sermaye miktarındaki artıştır. Bu, 2008 yılında ülkede daha serbest sermaye akışı olduğu anlamına gelir. Endekste 2009 yılında bir düşüş görülmesine rağmen, 2010 yılından itibaren artış yaşanmış ve değer 0,46'ya ulaşmıştır.

Genel olarak, Azerbaycan ekonomisinde sermaye akımları üzerinde keskin kısıtlamalar olmamasına rağmen, ülkede belirli bir koruyucu yatırım politikasının uygulandığı sonucuna varılmaktadır.

Bulgular, Azerbaycan'da sermaye akımlarının açıklık düzeyinin orta düzeyde olduğunu ve ülkedeki yatırım girişlerinde zaman zaman bazı düzenleyici tedbirlerin alındığını göstermektedir. Bu, ülkede tam sermaye hareketliliğinin eksikliği olarak açıklanmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AZERBAYCAN EKONOMİSİ İÇİN TRILEMMA HİPOTEZİNİN TEST EDİLMESİ

3.1. VERİ SETİ VE ANALİZ YÖNTEMİ

Hem ekonomi politikasında, hem de akademik çevrelerde yaygın olarak tanınmasına rağmen, trilemma hipotezi son dönemlere kadar ampirik açıdan yeterli düzeyde araştırılamamıştır. Bunun temel nedeni, trilemmanın tüm amaçlarına aynı anda ulaşmasını ölçecek sistematik ölçüm kriterlerinin oluşturulmasının oldukça zor olmasıdır. Eğer bir politika tercihinin hangi seviyesine ulaşmak istenildiği bilinmiyorsa, diğer politika tercihlerinin mümkünlik derecesini değerlendirmek zordur. Bu nedenle de trilemma hipotezinin test edilmesi henüz bir progresif iş olarak kalmaktadır. Çünkü, onun unsurları olan döviz kurunun esneklik oranı, bağımsız para politikası ve finansal entegrasyonu saptamak ve ölçmek için farklı bir yöntem yoktur. Trilemma değişkenlerinin birinin artırılması (örneğin: yüksek finansal entegrasyon uygulaması), diğer iki değişkenin ortalamasında azalmaya neden olmaktadır (zayıf sabit döviz kuru, zayıf parasal bağımsızlık veya her ikisinin kombinasyonu). Buna rağmen çalışmalarda uluslararası kuruluşlar tarafından geliştirilmiş endeksler kullanılmaktadır. Yukarıda belirtildiği üzere trilemma endeksinde kullanılan üç temel değişken vardır. Bunlar döviz kuru istikrarı endeksi (ERS), bağımsız para politikası endeksi (MI) ve sermaye açıklığı (KO) endeksidir.

Azerbaycan ekonomisinde trilemmayı araştırmak için önce her üç endeksin belirlenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada Aizenman, Chinn ve İto (2008) tarafından geliştirilen ve dünyanın 170'den fazla ülkesi için saptanan trilemma endeksleri kullanılmaktadır. Döviz kuru istikrarı (ERS) endeksi 1961'den 2014'e kadar 181 ülke için; parasal bağımsızlık (MI) endeksi 1960'dan 2014'e kadar 171 ülke için ve sermaye açıklığı endeksi (KO) 1970'ten 2015'e kadar 182 ülke için saptanmıştır. Azerbaycan ekonomisi örneğinde 1996-2015 dönemi için saptanan endeksler tablo 3.1'de, onların grafik çizimleri ise sırasıyla grafik 3.1, 3.2 ve 3.3'te gösterilmektedir. Çalışmada yapılan testlerin sonuçlarını elde edebilmek için Eviews 9 programı kullanılmaktadır.

Tablo 3.1. Azerbaycan Ekonomisi İçin Trilemma Endeksleri (1996-2015).

Yıllar	Döviz Kuru İstikrarı Endeksi (ERS)	Parasal Bağımsızlık Endeksi (MI)	Sermaye Açıklığı Endeksi (KO)
1996	0,624756217	0,508327723	0,165697038
1997	0,841745198	0,755757868	0,165697038
1998	0,804701447	0,668461561	0,165697038
1999	0,336418599	0,548627555	0,165697038
2000	0,809813201	0,40642336	0,165697038
2001	0,862911046	0,393454462	0,165697038
2002	0,844869733	0,272342592	0,41451332
2003	1	0,381861985	0,41451332
2004	1	0,30370906	0,165697038
2005	0,673336446	0,365806133	0,165697038
2006	0,808633447	0,265920013	0,165697038
2007	0,860773206	0,337878913	0,165697038
2008	0,613468111	0,302969486	0,509572864
2009	1	0,273667663	0,286502451
2010	1	0,449660659	0,346905202
2011	1	0,600855827	0,407307923
2012	1	0,661949396	0,467710614
2013	1	0,607996225	0,467710614
2014	1	0,61799623*	0,467710614
2015	1*	0,62699623*	0,467710614

Kaynak: Araştırmacı tarafından http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm adresindeki bilgiler baz alınarak hazırlanmıştır.

*Bu değerler E-views 9 programının uzantısı olarak götürülmüştür.

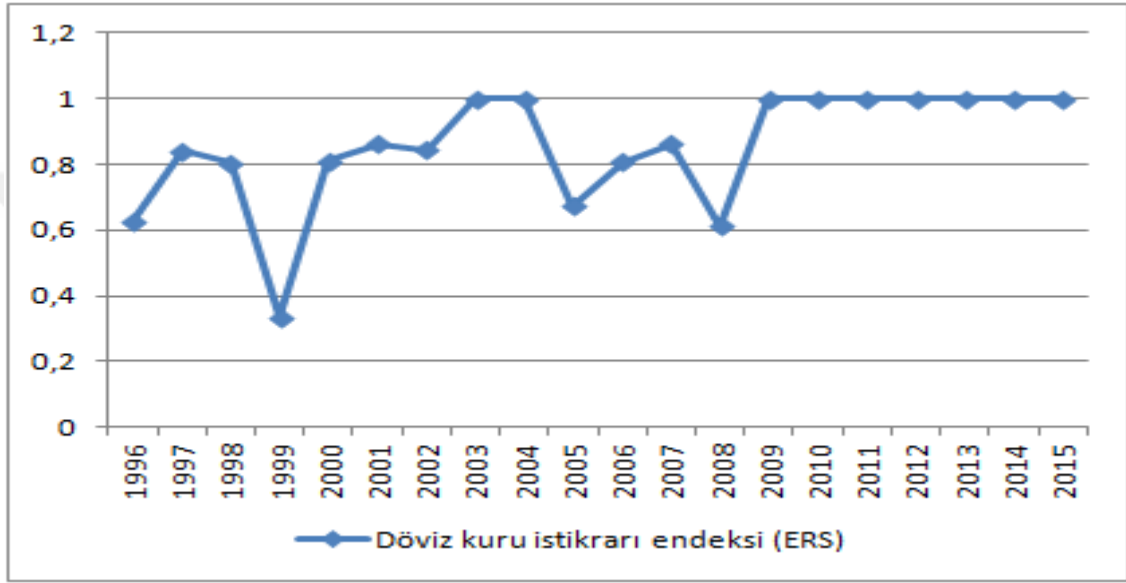
Endekslerin tanıtımı aşağıdaki alt başlıklarla yapılmaya çalışılmaktadır.

a. Döviz Kuru İstikrarı Endeksi (Exchange Rate Stability Index– ERS)

Döviz kuru istikrarını ölçmek için cari ve baz alınan ülkeler arasında aylık döviz kurlarının yıllık standart sapmaları hesaplanır ve endeksi normalleştirmek için 0 ile 1 arasında formüle dahil edilir.

$$ERS = \frac{1}{1 + \frac{stdev(exch_rate)}{|d \log E_t / dt| + 0.01}} \quad (3.1)$$

Burada $stdev(exch_rate)$ döviz kurlarının yıllık standart sapmalarının, $|d \log E_t / dt|$ - döviz kurunun Aralık ayı itibariyle yıllık değer kaybının modul değeridir. Bu endeksin 1'e yaklaşması, cari ülkenin döviz kurunun baz olarak ele alınan ülkenin döviz kurundan daha istikrarlı olduğunu ifade etmektedir. Tablo 3.1'den görüldüğü gibi ERS endeksi en küçük değerini 1999 yılında, en yüksek değerini ise 2003, 2004 ve 2009 sonrası yıllarda almaktadır. 2005-2009 döneminde ise bu endeks 0.6 ile 0.8 arasında değer almaktadır.



Kaynak: Araştırmacı tarafından http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm adresindeki bilgiler baz alınarak hazırlanmıştır.

Grafik 3.1. Döviz Kuru İstikrarı Endeksi (1996-2015).

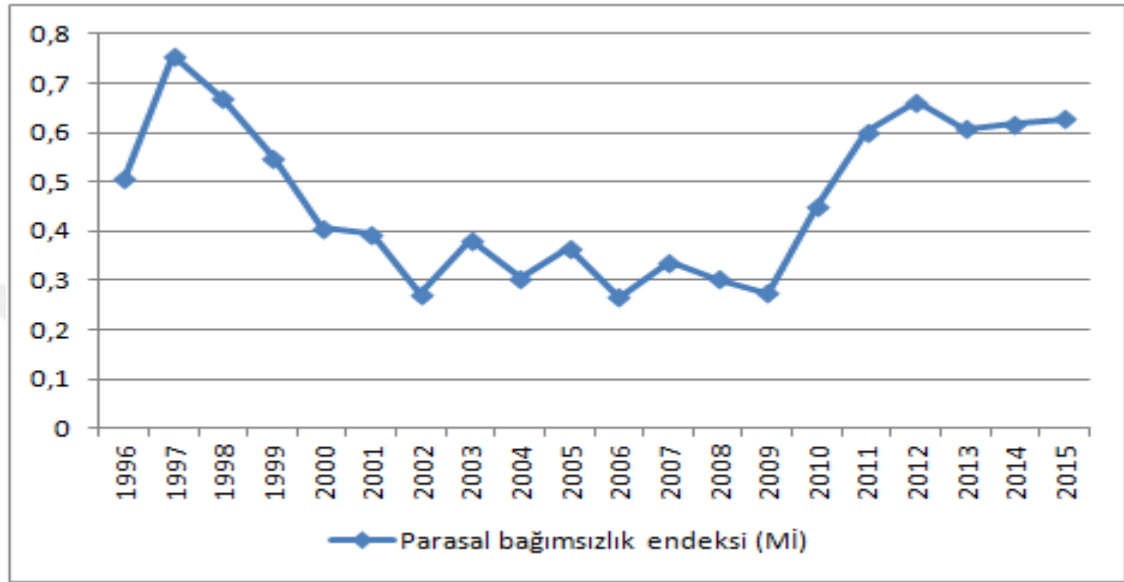
b. Parasal Bağımsızlık Endeksi (Monetary Independence Index – MI)

Parasal bağımsızlık düzeyi cari ve baz alınan ülkeler arasında aylık faiz oranlarının yıllık ters korelasyonu olarak ölçülmektedir. Parasal bağımsızlık endeksi eşitlik 1.2'deki gibi ifade edilmektedir (Aizenman, Chinn, İto, 2012: 6).

$$MI = 1 - \frac{corr(i_i, i_j) - (-1)}{1 - (-1)} \quad (3.2)$$

Burada i mevcut ülke, j ise baz alınan ülkeyi göstermektedir. Eşitlikten de görüldüğü gibi, maksimum ve minimum değerler sırasıyla 1 ve 0'dır. Endeksin 1'e yaklaşması daha yüksek parasal bağımsızlığı, 0'a yaklaşması ise daha düşük parasal bağımsızlığı ifade etmektedir.

Burada, temel ülke cari ülkenin para politikası ile sıkı ilişkide olan ülke kabul edilmektedir. Hangi ülkelerin temel, hangilerinin mevcut ülke durumunda olduğu IMF, Döviz Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları Yıllık raporu (AREAER, ing. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) ve CIA (ing. Central Intelligence Agency) Factbook bilgileri esasında saptanmıştır (Aizenman vd., 2012: 7).



Kaynak: Araştırmacı tarafından http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm adresindeki bilgiler baz alınarak hazırlanmıştır.

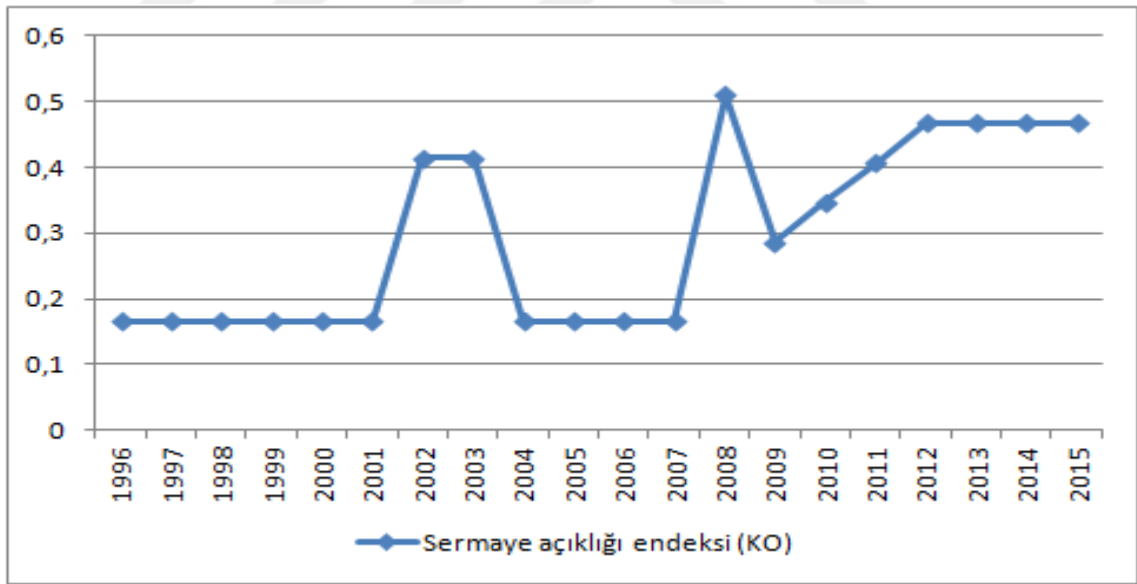
Grafik 3.2. Parasal Bağımsızlık Endeksi (1996-2015).

c. Finansal açıklık / Sermaye açıklığı (entegrasyon) Endeksi (Financial Openness/ Capital openness / Integration – KO)

Kuşkusuz, sermaye hareketleri ile ilgili kontrolü ölçmek çok zordur. Sermaye hareketleri ile ilgili işlemleri ölçmek için birçok ölçü birimlerinin olmasına rağmen, bu ölçü birimleri dünya çapında sermaye akımlarını gerçek olarak ölçecek ve mekanizmasını tam aydınlatacak derecede berrak değildirler. Buna rağmen bu çalışmada, sermaye açıklığını ölçebilmek için Chinn ve İto (2006, 2008) tarafından IMF'nin AREAER bilgileri bazında geliştirilen sermaye akımları ile ilgili işlemlerin açıklığı endeksi (KO) kullanılmaktadır. Bu endeks geliştirildikten sonra, sermaye akımları ile ilgili işlemlerin açıklığının "de jure" (Latince hukuki esaslı, yasal olarak tanınmış) endeksine dönüşmüştür. Bu ise "de facto" (latin dilinde fiili tanıma anlamına gelir) kavramının karşıt anlamına gelmektedir. Sermaye akımları ile ilgili işlemlerin açıklığının "de jure" ölçü olarak tercih edilmesi ülkelerin politika hedeflerini

eşitleştirmek açısından uyarıcı rol üstlenmektedir, "de facto" boyutu açısından ise makroekonomik şokları da içermektedir ve bu sermayenin yönetimi ile ilgili olan politika kararlarına etkisini göstermektedir (Aizenman vd., 2012: 7-8).

Grafik 3.3'ten görüldüğü gibi, Azerbaycan'da sermayenin açıklığı, 2001 yılına kadar yüksek olmamıştır. Bu, elbette, bağımsızlık sonrası dönemde yürütülen ekonomi politikasıyla ilgilidir. 2002-2003 döneminde (0,41) sermaye akımlarında hafif bir artış görülmesine rağmen, 2004 yılında bir düşüş gözlemlenmiştir (0,16). Bu endeks 2008 yılında en yüksek (0,57) değerini almıştır. Bu, 2008 yılında ülkede daha fazla serbest sermaye akımının olduğunu göstermektedir. Endeks değerinde 2009 yılında bir düşüş görülmesine rağmen, 2010 yılından itibaren hafif bir artış yaşanmış ve değer 0,47'ye ulaşmıştır. Genel olarak, Azerbaycan ekonomisinde sermaye akımları üzerinde keskin kısıtlamalar olmamasına rağmen, ülkede muhafazakâr bir yatırım politikası uygulandığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bulgular, Azerbaycan'da sermaye akımlarının açıklık düzeyinin orta düzeyde olduğunu ve ülkedeki sermaye girişlerinde zaman zaman bazı düzenleyici tedbirlerin alındığını göstermektedir.



Kaynak: Araştırmacı tarafından http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm adresindeki bilgiler baz alınarak hazırlanmıştır.

Grafik 3.3. Sermaye açıklığı endeksi (1996-2015).

Azerbaycan ekonomisinde trilemma hipotezini test etmek için bir çok yöntem kullanılabilir. Ancak gözlem sayısı az olduğu için çalışmada Aizenman-Chinn-İto yaklaşımı izlenerek trilemmanın gerçekliği En Küçük Kareler (EKK) Yöntemi ile test

edilmektedir. Bununla birlikte kuracağımız modelde politika tercihleri arasında doğrusal ilişki olduğu varsayıldığı için EKK'nın kullanılması optimum kabul edilmektedir. Bu yöntem regresyon analizi yaparken en çok kullanılan yöntemlerden biridir. 1795 yılında matematikçi C. F. Gauss tarafından geliştirilmiş ve ilk kez 1801 yılında Cres astroidinin yörüngesinin belirlenmesinde kullanılmıştır. 1805 yılında Fransız matematikçi A. Legendre ve 1808 yılında Amerikalı matematikçi R. Adrain de aynı yöntemi Gauss'dan habersiz ve bağımsız olarak keşfetmişlerdir. Bu yöntemin kullanılabilmesi için değişkenler düzeyde durağan olmalı ve ya bir defa fark alınarak durağanlaşmalı ve kurulacak modelin kalıntıları değişkenlerden bir önceki farkda durağan olmalıdırlar (Gujarati, 2011: 546). Bu şart ödendikten sonra modelkurma hatalarının olmaması için diğer 4 şartın ödenilmesi gerekmektedir. Bu şartlara göre,

- Modelin kalıntıları normal dağılıma sahip olmalı,
- Modelin kalıntıları için otokorelasyon sorunu olmamalı,
- Modelin kalıntıları sabit varyansa sahip olmalı,
- Serbest değişkenler arasında ilişki olmamalıdır.

3.2. BULGULAR

Değişkenler zaman serileri olduğu için bu tür değişkenlerle kurulan modeller hatalı ola bilmektedir. Zaman serisi değişkenlerinin durağan olmaması durumunda belirlilik katsayısı (determinasyon) (R^2) çok yüksek bir değer ala bilmektedir. Bu tür yanlışla payı olan modeller sahte regresyon olarak adlandırılmaktadır. Bu tür modellerde, zaman serileri değişkenlerinin durağan olmamasına ve değişkenlerin birbirinden bağımlı olmamasına rağmen modelin gerçekliğini göstermekte olan belirlilik katsayısı büyük bir değer alabilmektedir (Wooldridge, 2012: 632).

Makroekonomik zaman serileri genellikle durağan değildir. Bu özelliğe sahip olan seriler birinci veya ikinci farkları ya da logaritmaları alınarak durağan hale getirilmektedir. Durağanlığın saptanabilmesi için kullanılan pek çok test bulunmaktadır. Bu çalışmada değişkenlere ait verilerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri kullanılarak test edilmektedir. Sonuçlar tablo 3.2'de gösterilmektedir.

Tablo 3.2. Birim Kök Testi Sonuçları.

	Değişken	ADF test				PP test	
		Seviye	k	1.Fark	k	Seviye	1.Fark
Sabit	<i>ERS</i>	-1.462	0	-5.241***	0	-1.539	-5.241***
	<i>MI</i>	-1.344	0	-3.439**	0	-1.495	-4.684***
	<i>KO</i>	-2.039	0	-5.423***	0	-1.982	-10.328***
Sabit ve trend	<i>ERS</i>	-1.435	0	-5.952***	0	-4.821	-5.952***
	<i>MI</i>	-1.316	0	-5.759***	0	-1.355	-5.797***
	<i>KO</i>	-3.275	0	-5.256***	0	-3.204	-10.236***

Not: Maksimum gecikme uzunluğu 2 olarak götürülmüş ve optimal gecikme (k) Schwarz kriteri ile belirlenmiştir; *, ** ve *** sırasıyla %10, %5 ve % 1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir; kritik değerler MacKinnon'un (1996) hazırladığı tablodan götürülmüştür.

Tablo 3.2'den görüldüğü gibi, tüm değişkenler için seviye değerinde hesaplanan istatistik değerlerinin kritik değerlerden mutlak değer olarak küçük olduğu ancak serilerin birinci farkları alınarak hesaplanan istatistiklerin ise kritik değerlerden mutlak değer olarak büyük olduğu belirlenmiştir. Bu durum tüm değişkenlerin seviyede durağan olmadığı ancak birinci farklarda durağanlaştığına işaret etmektedir. Teknik ifadeyle tüm değişkenler $I(1)$ 'dir ve aralarında bir eşbütünleşme ilişkisi olması beklenmektedir. Sonuç bu değişkenlerle model kurulabileceğini göstermektedir.

Trilemma hipotezini test etmek için model aşağıdaki şekilde kurulabilir.

$$a\dot{M}_A + bERS_A + cKO_A + \varepsilon_t = 2 \quad (3.3)$$

Burada A Azerbaycan'ı, a MI değişkeninin, b ERS değişkeninin, c KO değişkeninin katsayılarını, ε_t ise modelin kalıntılarını göstermektedir. Trilemmada her üç endeks aynı anda kendinin en yüksek değerlerini alamamaktadır. Çünkü her üç endeks için geçerli olan kısıtlamalar vardır. Bu nedenle endekslerden birinin değerindeki yükseliş diğerinin değerindeki düşüş ile dengelenmelidir. Endeksler arasındaki regresyon ilişkisi 2'ye eşitlenmiştir. Eşitliğin sağ tarafının 1 olarak götürülmesi katsayıların değerinin yarıya kadar azalmasına neden olacağı için çalışmada bu 2 ile gösterilmektedir. Aizenman ve Sengupta (2011) tarafından Çin ve Hindistan için karşılaştırmalı olarak yapılan benzer

çalışmada, Hyeon-Seung Huh, Philip Inyeob Ji ve Cyn-Young Park tarafından (2016) Fiji ekonomisi üzerine yapılan çalışmada, Yasin Akçelik, Orcan Çörtük ve İbrahim M. Turhan (2012) tarafından Türkiye ekonomisi üzerine yapılan çalışmada bu yöntem izlenilmektedir.

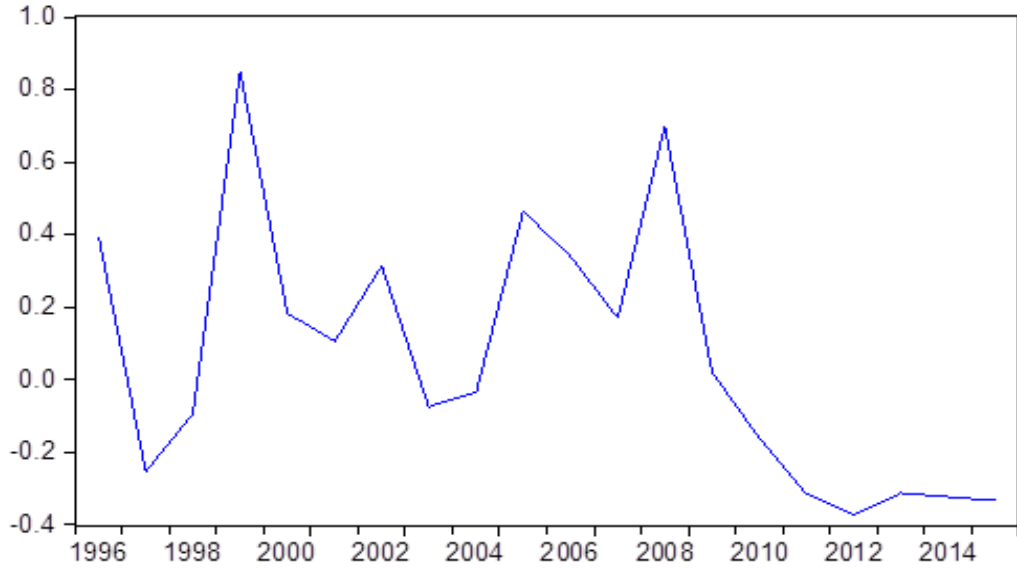
Modelin kurulabilmesi için diğer bir şart modelin kalıntılarının modelin kendisinden bir önceki farkda durağan olmasıdır. Modelde kullanılan her üç değişkenin 1. farkta durağanlaştığını dikkate alırsak modelin kalıntılarının seviyede durağan olması gerekmektedir. Bunun için modelin kalıntılarına genişletilmiş Dicky-Fuller ve Phillips-Perron testleri uygulanmaktadır. Sonuçlar tablo 3.3'te gösterilmektedir.

Tablo 3.3. Modelin Kalıntılarının Birim Kök Testi Sonuçları.

Genişletilmiş Dicky-Fuller		Phillips-Perron	
p değeri*	t testi	t testi	p değeri*
0.0704	-2.848252	-2.884704	0.0658
Kritik değerler			
	1%	-3.831511	
	5%	-3.029970	
	10%	-2.655194	

*MacKinnon (1996) tek yanlı p değerleri

Tablo 3.3'ten görüldüğü gibi, hem genişletilmiş Dicky-Fuller hem de Phillips-Perron test sonucuna göre, modelin kalıntıları %10 anlamlılık düzeyinde seviyede durağandır. Modelin değişkenleri ve kalıntıları durağanlaştığı için bu sonuç modelin belirlenen zaman aralığındaki değişkenlerle kurulabileceğini göstermektedir. Grafik 3.4'ten görüldüğü gibi, kalıntıların zamanın bir fonksiyonu olduğu kanaatine varmak zordur. Bu model sonuçlarına göre, zaman serilerinin değişkenlerinde eş-bütünleşme ilişkisi vardır ve uzun dönemde bu ilişki istikrarlıdır.



Grafik 3.4. Modelin Kalıntıları (1996-2015).

Durağan olmayan serileri durağanlaştırmak için serilerin farkları alınmaktadır. Bu fark alma işlemi seriler arasında olması muhtemel uzun dönemli ilişkileri de yok edebilmektedir. Bu nedenle durağanlaştırılmış değişkenlerle oluşturulmuş regresyon seriler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi tam olarak yansıtamamaktadır. Bu durumda değişkenlere ait seriler durağan olmasalar bile her hangi bir durağan vektörünün var olabileceği ileri sürülmektedir (Tarı, 2010). Bunun için değişkenler arasında CCR yaklaşımı kullanılarak Engle-Granger ve Phillips-Ouliaris eş-bütünleşme testi yapılmaktadır. Test sonuçları tablo 3.4'te gösterilmektedir.

Tablo 3.4. Engle-Granger ve Phillips-Ouliaris Eş-bütünleşme Test Sonuçları.

	Değer	p değeri *
Engle-Granger t-istatistik	-5.117837	0.0266
Engle-Granger z-istatistik	-21.89980	0.0290
Phillips-Ouliaris t-istatistik	-5.215820	0.0227
Phillips-Ouliaris z-istatistik	-20.65373	0.0490

*MacKinnon (1996) tek yanlı p değerleri

Tablo 3.4'ten görüldüğü gibi, hem Engle-Granger hem de Phillips-Ouliaris eş-bütünleşme test sonuçlarına göre bütün durumlarda p değeri %5'ten küçük değer

almaktadır. Bu ise değişkenler arasında uzun dönemli eş-bütünleşme ilişkisinin var olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 3.5. Değişkenlerin Ayrı Ayrı WALD Testinin Sonuçları.

ERS			
Test istatiki	Değer	Df	Olasılık
t-istatistik	4.951096	17	0.0001
F-istatistik	24.51336	(1, 17)	0.0001
Ki-kare	24.51336	1	0.0000
MI			
Test istatiki	Değer	Df	Olasılık
t-istatistik	2.159392	17	0.0454
F-istatistik	4.662973	(1, 17)	0.0454
Ki-kare	4.662973	1	0.0308
KO			
Test istatiki	Değer	Df	Olasılık
t-istatistik	-0.254010	17	0.8025
F-istatistik	0.064521	(1, 17)	0.8025
Ki-kare	0.064521	1	0.7995

Bir sonraki aşamada bağımsız değişkenlerin birlikte ve ayrı ayrı anlamlılığı test edilmektedir. Wald testi ile önce değişkenlerin ayrı ayrı anlamlılığı test edilmektedir. Bu test için hipotez aşağıdaki şekilde kurulmaktadır.

H_0 : Değişkenler ayrı ayrı değerlendirildiğinde anlamsızdır.

H_1 : Değişkenler ayrı ayrı değerlendirildiğinde anlamlıdır.

Hipotezlerin test sonuçları şöyledir: Olasılık değeri %5'ten büyük olduğunda H_0 hipotezi kabul edilmekte, %5'ten küçük olduğunda ise H_0 red ve H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Tablo 3.5'te sırasıyla döviz kuru istikrarı (ERS), parasal bağımsızlık (MI) ve sermaye açıklığı (KO) endekslerinin Wald testinin sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 3.5'ten de görüldüğü gibi, ERS ve MI değişkenleri için yapılan Wald testinin sonuçları %5'ten küçük değer almaktadır. Bu ise H_0 hipotezinin red edileceğini

ve H_1 hipotezinin kabul edileceğini göstermektedir. Yani bu değişkenler ayrı ayrı değerlendirildiğinde istatistiki olarak anlamlıdır. KO değişkeni için yaptığımız WALD testinin sonucu ise bu değişkenin ayrı değerlendirmede istatistiki olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. Ancak değişkenler birlikte değerlendirmesi durumunda istatistiki olarak anlamlı oldukları anlaşılmaktadır. Değişkenlerin birlikte anlamlılığı Wald testi ile test edilmektedir. Test sonuçları tablo 3.6`da gösterilmektedir.

Tablo 3.6. Değişkenlerin Birlikte Anlamlılık - Wald Testinin (F-testi) Sonuçları.

Test istatiki	Değer	Olasılık
F-istatistik	174.3841	0.0000
Ki-kare	523.1523	0.0000

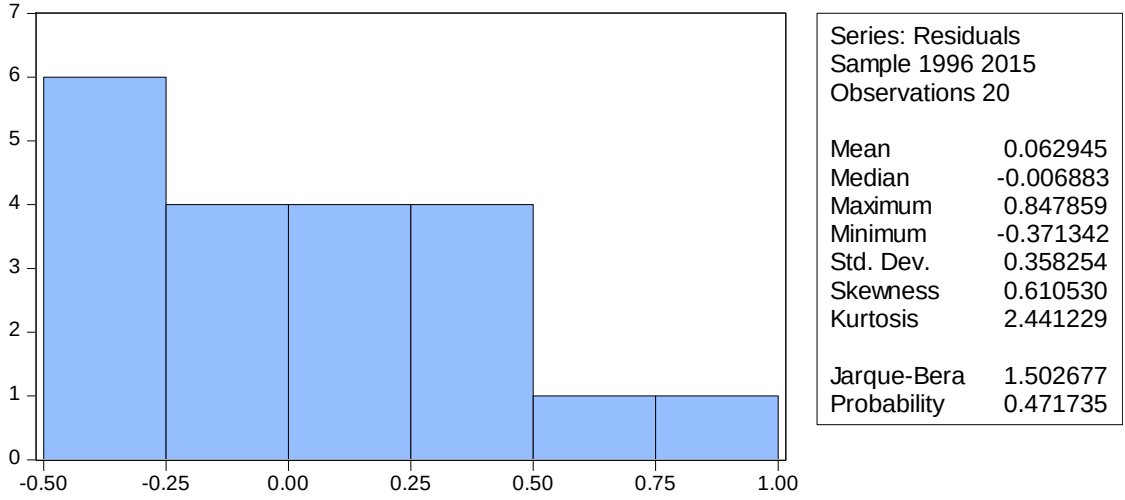
Tablo 3.6`dan görüldüğü gibi, olasılık değeri 0.05`ten küçüktür. Bu ise H_0 hipotezini red edeceğimize ve H_1 hipotezini kabul edeceğimize yani, değişkenlerimizin birge anlamlılığına işaret etmektedir.

Değişkenlerin hem ayrı ayrı hem de birlikte anlamlılığı test edildikten sonra diğer aşamada modelin ekonometrik sorunlar taşıyıp-taşımadığı araştırılmalıdır. Önce modelin normal dağılıma sahip olup-olmadığı belirlenmektedir. Bunun için Jarque – Bera istatistiği kullanılarak modelin normal dağılımının varlığı test edilmektedir. Bu test ekonometriciler tarafından çoklu doğrusal regresyon kestirim sonuçları elde edildikten sonra ortaya çıkan hataların normal dağılım gösterip göstermediğini araştırmak için kullanılmaktadır. Bu test için hipotez aşağıdaki şekilde kurulmaktadır. Jarque – Bera test sonuçları tablo 3.7`de gösterilmektedir.

H_0 : Kalıntılar normal dağılıma sahiptir.

H_1 : Kalıntılar normal dağılama sahip değildir.

Tablo 3.7`den görüldüğü gibi, Jarque – Bera istatistiği 1.502677, p-değeri ise 0.471735`tir. Olasılık değeri 0.05`den büyük olduğu için H_0 (Yokluk Hipotezi) kabul edilmektedir yani, istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde kalıntılar normal dağılıma sahiptir.

Tablo 3.7. Jarque – Bera Normallik Testinin Sonuçları.

Normal dağılımı test ettikten sonra otokorelasyon test edilmektedir. Bunun nedeni modelin bağımsız değişkenlerinin gecikmelerinden bağımlı olup-olmadığını göstermektir. Modelin bağımlı değişkeni bağımsız değişkenlerinin gecikmelerinden bağımlı olursa, yine model kurma hatası yapılmış olabilir. Otokorelasyon modellerde istenmeyen sonuçlara neden olabilmektedir. Otokorelasyonun varlığı tahmin sonuçlarına zarar verebilmektedir. Modelde otokorelasyonun olup-olmadığını kontrol etmek için farklı testler kullanılabilir (S.Güriş, Çağlayan, B.Güriş, 2013: 203). Modelde bunu test etmek için Breusch-Godfrey Serial korelasyon LM Testi kullanılmaktadır. Bu test için hipotez aşağıdaki şekilde kurulmaktadır. Breusch-Godfrey Serial Korelasyon LM test sonuçları tablo 3.8’de gösterilmektedir.

H_0 : Modelde otokorelasyon yoktur.

H_1 : Modelde otokorelasyon vardır.

Tablo 3.8. Breusch-Godfrey Serial Korelasyon LM Test Sonuçları.

1. sıra			
F-istatistik	3.576462	Olasılık F(1,16)	0.0769
Obs*R-kare	3.122665	Olasılık Ki-kare (1)	0.0772
2. sıra			
F-istatistik	2.142351	Olasılık F(2,15)	0.1519
Obs*R-kare	3.938118	Olasılık Ki-kare (2)	0.1396

Tablo 3.8`den görüldüğü gibi, yapılan Breusch-Godfrey Serial Korelasyon LM Test sonuçlarında 1.sıra ve 2.sıra olasılık değerleri sırasıyla 0.07 ve 0.15`e eşittir yani, 0.05`ten büyüktür. Bu durumda yine  $H_0$  (Yokluk Hipotezi) hipotezi kabul edilmekte ve modeldeki bağımsız değişkenlerin otokorelasyon sorunu içermediğine işaret edilmektedir. Diğer sıralarda da otokorelasyonun olmadığı tablo 3.9`dan görülmektedir.

Tablo 3.9. Breusch-Godfrey Serial Korelasyon LM Test Sonuçları (diğer sıralar).

Otokorelasyon	Kısmi korelasyon		Q-Stat	Olasılık
. ** .	. ** .	1	2,325	0.127
. *.	. .	2	2,6364	0.268
. ** .	. ** .	3	5,7157	0.126
. * .	*** .	4	6,0423	0.196
. * .	. .	5	7,2266	0.204
. .	. .	6	7,3308	0.291
. * .	. .	7	7,9691	0.335
. * .	. .	8	8,5422	0.382
. *.	. .	9	8,9596	0.441
. * .	. * .	10	9,6138	0.475
. * .	. * .	11	10,935	0.449
. .	. * .	12	11,142	0.517

Regresyonun hata terimi ile ilgili bir diğer temel varsayımı sabit varyans varsayımdır. Sabit varyans varsayımının geçerli olmadığı durum değişen varyans olarak adlandırılmaktadır. Burada belirtmek istenen gözlemin varyansının sabit olmasıdır. Modelin tahmininde kullanılan verilerin toplanması zamanı yapılan hatalar, değişkenlerle ilgili ölçme hataları değişen varyansa neden olabilmektedir (S.Güriş, Çağlayan, B.Güriş, 2013: 258). Sabit varyans varsayımının geçerliliğini araştırmak için çalışmada White ve ARCH testleri kullanılmaktadır. Bu test için hipotez aşağıdaki şekilde kurulmaktadır. White ve ARCH testlerinin sonuçları sırasıyla tablo 3.10`da gösterilmektedir.

H_0 : Kalıntılar sabit varyansa sahiptir.

H_1 : Kalıntılar değişen varyansa sahiptir.

Tablo 3.10. White ve ARCH Değişen Varyans Test Sonuçları.

White			
F-istatistik	39.88694	Olasılık F(6,13)	0.0000
Obs*R-kare	18.96957	Olasılık Ki-kare (6)	0.0042
Ölçülü SS	12.92991	Olasılık Ki-kare (6)	0.0442
ARCH			
F-istatistik	1.356018	Olasılık F(1,17)	0.2603
Obs*R-kare	1.403591	Olasılık Ki-kare (1)	0.2361

Tablo 3.10`dan görüldüğü gibi, White testinde olasılık değeri 0.05`den küçüktür. Bu test sonucuna göre kalıntılar değişen varyansa sahiptir. Ancak yapılan ARCH testi sonucunda değişen varyans sorunu ortadan kalkmaktadır. Bu test sonucunda olasılık değeri 0.05`ten büyüktür. Bu durumda H_0 hipotezi kabul edilecektir yani, istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde kalıntılar sabit varyansa sahiptirler.

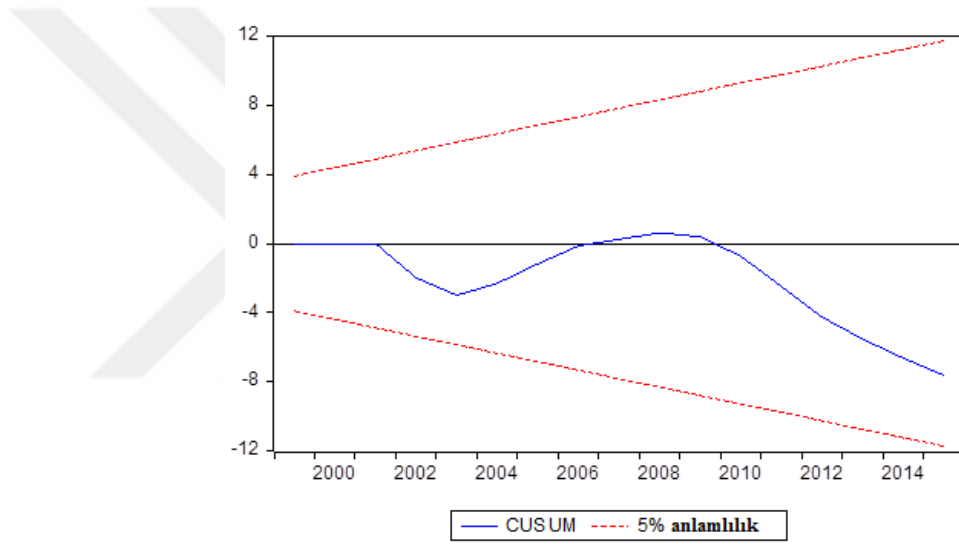
Çoklu regresyon modellerinde yer alan bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişki olması çoklu doğrusal bağıllık olarak tanımlanmaktadır. Çoklu doğrusal bağıllık iki veya daha fazla bağımsız değişken arasında olabilmektedir. Bu bağıllık anakütleden değil örnekten kaynaklanmaktadır. Değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin ölçüsü doğrusal korelasyon katsayısı olmaktadır. Korelasyon katsayısının büyüklüğü çoklu doğrusal bağıllığın sonuçlarını da etkilemektedir. Bu bağıllığın sonuçlarının etkili olup-olmadığını belirlemek için en yaygın olarak kullanılan kriter varyans büyütme faktörü (VİF) kriteridir. Çoklu doğrusal bağıllığın etkili olup-olmadığını belirlemek için VİF değeri %5 veya %10 ile karşılaştırılmaktadır. Eğer değer %10`dan büyükse çoklu doğrusal bağıllığın önemli olduğu kanaatine varılmaktadır (S.Güriş, Çağlayan, B.Güriş, 2013: 292-294). Tablo 3.11`de bu kriterin göstergeleri yer almaktadır.

Tablo 3.11. Varyans Büyütme Faktörü Kriterinin (VİF) Sonuçları.

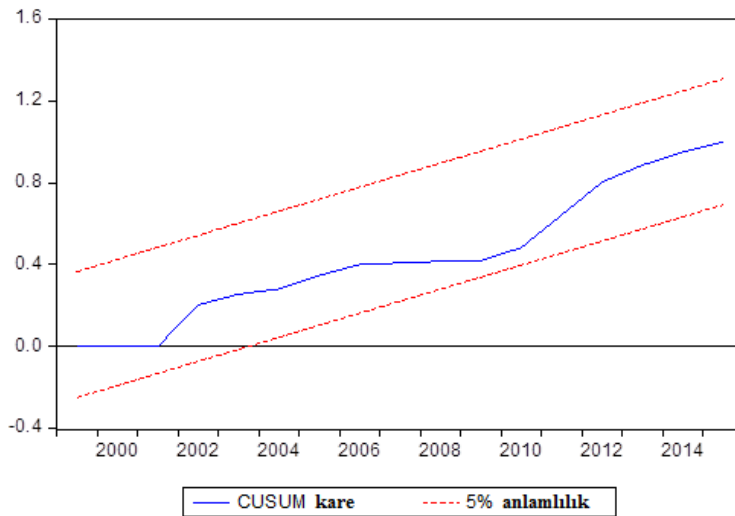
Değişken	Değişken katsayısı	VİF değeri
ERS	0.122375	12.55783
KO	0.492732	7.056986
MI	0.255651	8.356365

Tablo 3.11`den görüldüğü gibi, KO ve MI değişkenlerinin VİF değeri %10`dan küçük, ERS değişkeninin değeri ise %10`dan biraz büyüktür. Bu nedenle değişkenler arasında çoklu doğrusal bağıllığın olmadığı kanaatine varılmaktadır.

Modelin parametrelerinin kararlı olup-olmadığı CUSUM ve CUSUM-SQ testleri ile incelenmektedir. CUSUM testi katsayıların kararlılığını test etmektedir. Bu testte ardışık kalıntılar kullanılmaktadır. CUSUM testinden farklı olarak CUSUM-SQ testi ise ardışık kalıntıların kareleri ile hesaplanmaktadır. Bu testlerde de temel hipotez yapısal değişiklik olmadığını, alternatif hipotez ise yapısal değişiklik olduğunu ifade etmektedir (S.Güriş, Çağlayan, B.Güriş, 2013: 428-432). Bu test sonuçları sırasıyla grafik 3.5 ve grafik 3.6`da gösterilmektedir.



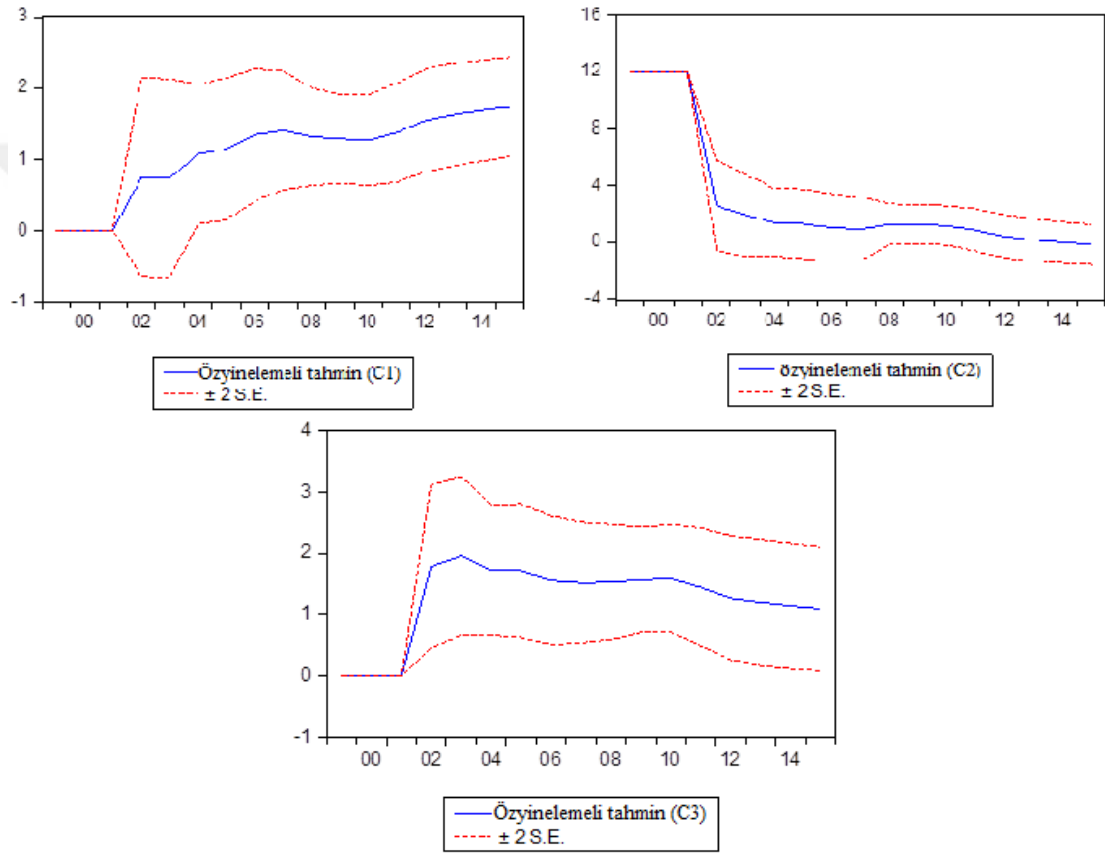
Grafik 3.5. CUSUM Test Sonuçları



Grafik 3.6. CUSUM-SQ Test Sonuçları

Yukarıdaki grafiklerden de görüldüğü gibi, CUSUM ve CUSUM-SQ test grafikleri alt ve üst güven sınırları içerisinde, yani modelin parametreleri kararlıdır, modelde yapısal değişiklik bulunmamaktadır.

Modelden elde edilen katsayıların kararlılığını test etmek için özyinelemeli tahmin kullanılmaktadır. Bu tahmin sonuçları grafik 3.7'de gösterilmektedir. Grafikten de görüldüğü gibi, katsayılar iki standart hata dahilinde merkezde toplanmaktadır yani, değişkenlerin katsayıları da kararlıdır.



Grafik 3.7. Özyinelemeli Tahmin Sonuçları.

Tablo 3.12'de modelin genel tahmin sonuçları yer almaktadır. Testler için hipotez aşağıdaki şekilde kurulmaktadır.

H_0 : Değişkenler istatistik olarak anlamsızdır.

H_1 : Değişkenler istatistik olarak anlamlıdır

Döviz kuru endeksi (ERS) katsayısı 1.73, p-değeri 0.0001'dir. P-değeri 0,05'den küçük olduğu için H_0 (Yokluk Hipotezi) reddedilecektir, yani parametre %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Parasal bağımsızlık endeksi (MI) katsayısı 1.09, p-değeri 0.04'tür. P-değeri 0,05'den küçük olduğu için H_0 (Yokluk Hipotezi) reddedilecektir, yani parametre %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Sermaye açıklığı endeksi (KO) katsayısı 0.17, p-değeri 0.80'dir. P-değeri 0,05'den büyük olduğu için H_0 (Yokluk Hipotezi) kabul edilecektir, yani parametre istatistiksel olarak anlamsız fakat ekonomik olarak ise anlamlıdır.

Tablo 3.12. Modelin Genel Tahmin Sonuçları.

Yöntem	En küçük kareler yöntemi (EKK)	
Gözlem sayısı	20	
Katsayılar	ERS	1.731998
	MI	1.091831
	KO	0.178302
Standart hata	ERS	0.349821
	MI	0.505620
	KO	0.701949
t-istatistik	ERS	4.951097
	MI	2.159392
	KO	0.254010
p-değeri	ERS	0.0001
	MI	0.0454
	KO	0.8025
Regresyonun standart hatası	0.384846	
Kalıntıların karelerinin toplamı	2.517809	
Akaike kriteri	1.065534	
Schwarz kriteri	1.214894	
Hannan-Quin kriteri	1.094690	

Tablo 3.12'den görüldüğü gibi, t-istatistiklerinin sonucuna göre, ERS və MI değişkenlerinin katsayıları hem istatistiki, hem de ekonomik olarak anlamlıdırlar ($|t\text{-stat}| > 2$). KO değişkeninin katsayısı ise istatistik olarak anlamsız gibi gözükse de, ekonomik olarak anlamlıdır. Burada özenle vurgulanması gereken husus çalışmada sermaye açıklığını gösteren KO değişkeni endekslerinin elde edilmesinde IMF'nin Döviz Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları Yıllık raporunu baz alan Chinn ve İto yaklaşımının kabul edilmesidir. Bu yaklaşıma göre, KO endeksi sermaye akımları ile ilgili

faaliyetlerin açıklığının “de jure” endeksidir. Ancak sermaye açıklığı endeksi bazı literatürde “de fakto” olarak ülkeye sermaye girişleri ile ülkeden sermaye çıkışları toplamının mutlak değerinin GSYH'ya oranı olarak ifade edilmektedir. Kurulan modelde KO endeksi Chinn ve İto yaklaşımı kabul edilerek modele dahil edilmektedir.

Model için belirlilik katsayısı (determinasyon) aşağıdaki şekilde hesaplanabilir.

$$R^2 = 1 - (SSR/TSS) \quad (3.4)$$

Burada SSR kalıntıların karelerinin toplamını, TSS ise kareler toplamını göstermektedir. Modelin genel tahmin sonuçlarından bilindiği gibi burada SSR 2.51'e eşittir. Eşitliğin sağ tarafında sabit şart olmadığı için belirlilik katsayısı merkezleşmemiş (non-centered) olarak dikkate alınmaktadır. Bu nedenle TSS 80'e eşittir (2x2x20). Belirlilik katsayısı (determinasyon) hesaplandığında onun 0.97'ye eşit olduğu görülmektedir. Bu “uyum iyiliği” (goodness of fit) kriterinin oldukça yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Her üç politika hedefinin tümü doğrusal olarak birbiriyle bağımlıdır ve bu trilemma hipotezini desteklemektedir yani, sonuçlar trilemma hipotezi ile uyumludur. Bu ise modelin yeterli olduğunu kanıtlamaktadır. Model sonuçlarına göre, Azerbaycan ekonomisi araştırılan dönemde önce daha istikrarlı bir döviz kurunu (ERS) tercih etmektedir. Sonraki seçim parasal bağımsızlık yönündedir ve son olarak, en az tercih edilen seçim ise sermaye açıklığıdır (KO).

SONUÇ

Azerbaycan Merkez Bankası, temel fonksiyonu olan para politikalarını belirlemede ve uygulamada, temel amacı olan fiyat istikrarını korudukta ve manatın döviz kuru istikrarını düzenlemede bazı önlemler almaktadır. 2008-2009 küresel finansal kriz hariç olmak üzere, araştırılan dönemin son 10 yılında manatın değerlenmesi sorunu yaşanmıştır. Manatın değerlenmesini önlemek için Merkez Bankası petrolden elde edilen dolarları satın alarak piyasaya manat satmıştır. Merkez Bankası bu adımı petrol dışı sektörlerin korunması için yapmıştır. Bu durum şu bilgileri sağlamaktadır: Merkez Bankası petrol dışı sektörlerin gelişimini desteklemek için böyle bir döviz sterilizasyonu gerçekleştirmek (döviz piyasasında manat satıp dolar almakla) durumu ile karşı karşıya kalmıştır. Petrol dışı sektörün gelişiminin desteklenmesi, Merkez Bankası'nın görevi veya yetkisi dahilinde değildir. Bu, doğrudan reel ekonomiden sorumlu devlet kurumlarının görevidir. Azerbaycan Merkez Bankası bu uygulamayı, devletin makroekonomik politikasını, diğer devlet kurumları tarafından üstlenilen politika önlemlerine müdahale etmeksizin yapmıştır.

Azerbaycan ekonomisi için 2006-2014 dönemi döviz kuru rejimi sabit olarak kabul edilmektedir. Aylık döviz kurları, yıllık ortalamadan biraz farklıdır. Diğer bir deyişle, döviz kurları aylık ortalamanın 2 standart sapması dahilinde değiştiği için döviz kuru rejiminin istikrarlı olduğu kabul edilmektedir. Diğer bir deyişle, söz konusu dönem içinde manatın dolar cinsinden kuru istikrarlı olmuştur. 2015 yılının sonundan itibaren dalgalı kur rejimine geçilmesi sonucunda bu istikrar ortadan kalkmıştır. 2017 yılının Nisan ayına kadar olan dönemde manatın döviz kurunda önemli dalgalanmalar meydana gelmiştir. Bu dönemde döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar, manatın değer kaybetmesi ekonomiyi negatif şekilde etkilemiş, ekonomide durgunluk yaratmıştır. Manatın daha çok değer kaybedeceği ile ilgili beklentiler dolarizasyonun artmasına neden olmuş ekonomi gün geçtikçe gerilemeye başlamıştır. Bununla ilgili Merkez Bankası 2017 yılının nisan ayından itibaren resmi olarak dalgalı kur rejiminde değişiklik yapmasa da manatın döviz kurunu 1 ABD doları = 1.70 AZN şeklinde sabitlemiştir. Bu sabitlemeden sonra ekonomide canlanma meydana gelmiş ve Milli gelirde büyüme kaydedilmeye başlamıştır.

Bu çalışmada trilemma hipotezi Azerbaycan ekonomisi için araştırılmıştır. Döviz kuru istikrarı (ERS), para politikası bağımsızlığı (MI) ve sermaye açıklığı (KO) arasındaki doğrusal ilişkiler incelenmiştir. Çalışmada Mundell-Fleming trilemmasının teorik kavramı ve temel koşulları incelenmiş, Azerbaycan ekonomisi trilemma açısından analiz edilmiş ve ülke için hesaplanan trilemma endeksleri arasındaki regresyon ilişkisinin ekonometrik modellemesi yapılmıştır. Bu kapsamda Aizenman-Chinn-İto yaklaşımı baz alınarak, Azerbaycan'ın trilemma konfigürasyonu, politika tercihleri arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılarak 1996-2015 dönemi için en küçük kareler (OLS) yöntemi ile test edilmiştir. Modelin testleri yapıldıktan sonra aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

- Trilemma endeksleri arasında uzun vadede istikrarlı ilişkinin olup-olmadığını başka bir deyişle, onlar arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup-olmadığını belirlemek için modelin kalıntılarına birim kök testleri uygulanmış ve test sonuçlarına göre değişkenlerin zaman serilerinin eşbütünleştiyi ve onlar arasında uzun vadede istikrarlı ilişki mevcut olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, yapılan Jarque – Bera normallik testi sonucunda olasılık değeri 0.05`den büyük olmuş, istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde kalıntıların normal dağılıma sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Yapılan Breusch-Godfrey Serial Korelasyon LM Test sonuçlarına göre ise modeldeki bağımsız değişkenlerin istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde otokorelasyon sorunu içermediği görülmüştür. Modelin kalıntılarının sabit varyansa sahip olup-olmadığını belirlemek için yapılan ARCH testi sonucunda olasılık değeri 0.05`ten büyük olmuş, kalıntıların istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde sabit varyansa sahip olduğu görülmüştür. Serbest değişkenler arasında ilişki olup-olmadığını belirlemek için ise Varyans büyütme faktörü kriterine baş vurulmuş (VİF) ve bu test sonuçlarına göre değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlılığın olmadığı kanaatine varılmıştır.
- Azerbaycan için belirlenen doğrusal regresyon modeli için determinasyon katsayısı 0.97`ye eşittir. Bu “uyum iyiliği” (goodness of fit) kriterinin oldukça yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Her üç politika hedefinin tümü doğrusal olarak birbirine bağımlıdır ve bu trilemma hipotezini desteklemektedir yani, sonuçlar trilemma hipotezi ile uyumludur. Bu ise modelin yeterli olduğunu kanıtlamaktadır.

- Model sonuçlarına göre, Azerbaycan için elde edilen döviz kuru istikrarı (ERS) ve parasal bağımsızlık (MI) değişkenlerinin katsayıları hem istatistiksel hem de ekonomik olarak anlamlıyken, sermaye açıklığı (KO) değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamsız olmakla birlikte ekonomik açıdan önemlidir. Model sonuçlarına göre, Azerbaycan araştırılan dönemde önce daha istikrarlı bir döviz kurunu (ERS) tercih etmektedir. Sonraki seçim, parasal bağımsızlık yönündedir ve son olarak, en az tercih edilen seçim ise sermaye açıklığıdır (KO).

Sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, araştırılan dönemde Azerbaycan'ın döviz kuru istikrarına (ERS) tam şekilde, parasal bağımsızlık (MI) ve sermaye açıklığının (KO) her birine ise orta düzeyde ulaştığı görülmektedir. Çalışma sonucunda uyumluluk kriterinin yüksek olduğu, trilemma hipotezinin desteklendiği ortaya çıkmaktadır.

Yapılan araştırma sonuçlarına göre aşağıdaki önerilerde bulunulabilir;

- Azerbaycan ekonomisinde finans piyasaları yeterince gelişmediği için, petrol dışı sektörlerde ülkeye döviz girişi sağlayacak ister gerçek isterse de tüzel kişilerin sayısı az olduğu için döviz kuru istikrarının bir müddet devam etmesi gerekmektedir. Sabit döviz kuru fiyat istikrarı demektir ve Azerbaycan ekonomisinin makroekonomik istikrarı açısından çok önemlidir. Ekonomik altyapı oluşturulmadan yapılan politika tercihleri 2015-2016 yılında olduğu gibi ülke ekonomisi için krizle sonuçlanabilir. Ancak ilerleyen yıllarda petrol dışı sektörlerin ve finansal kuruluşların gelişmesi ile ülkeye yapılacak döviz girişleri sonucunda dalgalı döviz kuru rejimi tam olarak uygulanabilir. Azerbaycan Merkez Bankası'nın para politikasının bağımsızlığı tam olarak sağlanabilir ve sermaye hareketlerine sınırsız erişim imkanı tanınabilir.
- Sermaye hareketliliği endeksi "de facto" olarak hesaplanıp gelecekte yapılacak araştırma modellerine dahil edilebilir. Bunun için yıllara göre ülkeye sermaye girişinin ve ülkeden sermaye çıkışının toplamının mutlak değerinin GSYH'ya oranı saptanarak sermaye açıklığı endeksi oluşturulabilir.
- Gelecekte fonksiyonel kalıp ve değişkenlere dönüştürme yaparak log-log ve semi-log modeller kurarak ampirik sonuçlar karşılaştırılabilir. Ayrıca, Schwarz kriteri tercih edilerek en iyi model belirlenebilir.

- Azerbaycan ekonomisi için trilemma hipotezinde uluslararası rezervlerin rölü değerlendirilebilir. Bunun için uluslararası rezervlerin GSHY'ya oranı, modele bir faktör olarak dahil edilip, ülkenin trilemma yapısını etkileyen bir faktör olarak değerlendirilebilir.
- Azerbaycan benzeri petrol ihracatçısı ülkeler için de karşılaştırmalı çalışmaların yapılması yol gösterici olabilir.
- Azerbaycan ekonomisinde enflasyonu ayarlama üç politika seçiminden hangilerinin daha etkili olduğu konusunda çalışılabilir.



KAYNAKÇA

- Aizenman, J., Chinn, D. M. ve İto, H. (2012). The “Impossible trinity. Hypothesis in Era of Global İmbalances: Measurement and testing”, *La Follette School of Public Affairs Working Paper Series* (007), 1-25
- Aizenman, J., Chinn, D. M. ve İto, H. (2010). “The Surfing The waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the context of the Trilemma”, *National Bureau of Economic Research Working Paper series* (009), 1-52
- Aizenman, J., Chinn, D. M. ve İto, H. (2014). “The trilemma indexes”, *NBER Working Paper*, 14533,1-72, <http://web.pdx.edu/~ito/w14533.pdf>
- Aizenman, J. ve İto, H. (2011). “The Impossible trinity”, *The international Monetary framework? And the Pasific Rim*, 1-34
- Aizenman, J. ve Glick, R. (2010). “Asset Class Diversification and Delegation of Responsibilities between Central Banks and Sovereign Wealth Funds”, *FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO, WORKING PAPER SERIES*, 1-22
- Aizenman, J. ve Rajeswari, S. (2011). “The Financial Trilemma in China and a Comparative Analysis with India”, *UCSC and the NBER; IFMR, India*, 1-31
- Aizenman, J. (2013). “The İmpossible Trinity – From the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma”, *Global Journal of Economics* 02 (01), 1-20
- Agrawal A. (2007). “I am possible Trinity?”, *IDBgilts*, 1-8
- Ağazade, P. (2016). *Mundell-Fleming Trilemması ve onun Azerbaycan ekonomisinde yoklanılması*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kafkas Üniversitesi
- Akçelik, Y., Çörtük, O. ve Turhan, M. İ. (2012). “Mitigating Turkey's Trilemma Tradeoffs”, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, WORKING PAPER*, (12/29), 1-24
- Aliyev, K. ve Gasimov, İ. (2018). “Fiscal policy implementation in Azerbaijan before, during and after the oil boom”, *Contemporary Economics XII* (1), 81-94
- Aliyev, K. ve Jabiyev, F. (2016). “Azerbaycan'da maliye politikasının etkinliğinin IS-LM-BP (Mundell- Fleming) modeli kapsamında değerlendirilmesi”, *Journal of Qafqaz University* 4 (2), 122-129

- Aras, O. N. (2003). "Azerbaycan Ekonomisi: Makro Ekonomik ve Sektörel Analiz", *Kafkasya Araştırmaları Merkezi Yayınları*, 234
- Aras, O. N. ve Süleymanov, E. (2016). *Azerbaycan ekonomisi*, Bakü, Kafkas Üniversitesi, 426
- Aras, O. N. (2005). "Azerbaycan ekonomisi ve yatırım imkanları", *Azerbaycan Türk Sanayici ve İşadamları Beynelhalk Cemiyeti (TÜSİAB) Yayınları*.
- Aydın, Y. (2014). "Açık ekonomide trilemma", *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11-15
- Azeez, B.A., Kolapo, Funso T. ve Ajayi, L.B. (2012). "Effect of exchange rate volatility on macroeconomic performance in Nigeria", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* 4 (1), 149-155
- Azerbaycan Devlet Gümrük Komitesi. (2017). "Dış ticaretin gümrük istatistiği", http://customs.gov.az/modules/pdf/pdffolder/56/FILE_AA28EF-712081-B355C1-37724A-E40246-2FAAF8.pdf
- Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi. (2018). "Azerbaycan devlet bütçesinin gelir ve giderleri", <https://www.stat.gov.az/source/finance/>
- Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi. (2018). "Azerbaycan'da işgücü ve istihdamı", <https://www.stat.gov.az/source/labour/>
- Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi. (2018). "Azerbaycan'ın dış ticareti", <https://www.stat.gov.az/source/trade/>
- Azerbaycan Maliye Bakanlığı. (2017). "Azerbaycan'ın dış borç stoku", <http://www.maliyye.gov.az/node/1695>
- Azerbaycan Maliye Bakanlığı. (2017). "2016 yılı üzere devlet bütçesinin icrası", <http://maliyye.gov.az/node/2010>
- Azerbaycan Maliye Bakanlığı. (2018). "2017 yılı üzere devlet bütçesinin icrası", <http://www.maliyye.gov.az/node/2117>
- Azerbaycan Merkez Bankası. (2013). Para politikasına genel bakış, ACMB yayınları, <https://www.cbar.az/assets/3206/PSI-2013.pdf>

- Azerbaycan Merkez Bankası. (2015). Para politikasına genel bakış, ACMB yayınları, https://www.cbar.az/assets/3692/PSI_12_ay_-_Yekun.pdf
- Azerbaycan Merkez Bankası. (2016). Para politikasına genel bakış, ACMB yayınları, https://www.cbar.az/assets/4028/Icmal_2015_final.pdf
- Azerbaycan Merkez Bankası. (2017). Para politikasına genel bakış, ACMB yayınları, https://www.cbar.az/assets/4511/PSI_2017_-IV_rub-son.xlsx.pdf
- Azerbaycan Merkez Bankası. (2018). Para politikasına genel bakış, ACMB yayınları, https://www.cbar.az/assets/4511/PSI_2017_-IV_rub-son.xlsx.pdf
- Azerbaycan Vergi Kanunu. (2000). *Azerbaycan gazetesi*, 198, 31 ağustos 2000.
- Bassem, K. ve Damyana, B. (2005). “Economic trilemma and exchange rate management in Egypt”, *Review of Middle East Economics and Finance* 3, 21-24
- Borenzstein, E., Zettelmeyer, J. ve Philippon, T. (2001). “Monetary independence in emerging Markets: Does the exchange rate regime make a difference?”, *IMF working paper*, 1-49
- Chinn, M. ve İto, H. (2006). “The Chinn-İto Index. A de jure measure of financial openness”, *Journal of Development Economics*, http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm
- Cuénoud, T. (2010). “The Mundell-Fleming trilemma in CEEC: the importance of fiscal policy”, *ESCEM Paris Tours Poitiers yayınları*, 1-22
- Dadaşov, İ. (2010). “Devletin modern yatırım politikalarının başarıları ve sorunları, *Genç araştırmacılar konferansı*, 117-118, Bakü
- Dünya Bankası. (2018). “GDP growth rate of Azerbaijan economy (1991-2017)”, <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2017&locations=AZ&start=1991>
- Dünya Bankası. (2018). “Consumer Price Index in Azerbaijan economy (1992-1996)”, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=1996&locations=AZ&start=1993>

- Dünya Bankası (2018). “Employment by economic sector in Azerbaijan (1991-2017)”, <https://data.worldbank.org/indicator/SL.AGR.EMPL.ZS?contextual=employment-by-sector&locations=AZ>
- Dünya Bankası (2018). “Foreign direct investment GDP ratio in Azerbaijan Economy (1995-2017)”, <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?locations=AZ>
- Elirzayeva, T. (2013). “Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru rejimleri ve Azerbaycan deneyimi”, *Merkez Bankası ve Ekonomi* (2), 45-63
- Eğilmez, M. (2013). “İmkansız üçleme ya da Üçlü açmaz”, *Kendime Yazılar*, <http://www.mahfiegilmez.com/2013/03/imkansz-ucleme-ya-da-uclu-acmaz.html> (Erişim tarihi: 10.09.2017)
- Ergül, Ö. (2012). “Sermaye kontrolleri: Uygulanışı, etkinliği ve Türkiye üzerine yorumlar”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları*.
- Eswar, S. P., Rajan, R. (2008). “A pragmatic approach to capital account liberalization”, *NBER WORKING PAPER SERIES*, 1-35
- Frankel, J., Schmukler, S. ve Serven, L. (2004). “Global Transmission of Interest rates: Monetary independence and Currency regime”, *Journal of International Money and Finance*, 23, 701–733
- Forssbaeck, J. ve Oxelheim, L. (2005). “On the Link between Exchange-Rate Regimes and Monetary-Policy Autonomy: The European Experience”, *The research institute of industrial economics* (637), 1-39
- Grenville, S. (2011). “The Impossible Trinity and Capital Flows in East Asia”, *ADB Working Paper Series* (319), 3-20
- Gurbanov, S. (2011). *Azerbaycanda Enerji Kaynakları ve Hollanda Hastalığı: Makro Ekonomik Etkileri ve Ampirik Değerlendirme*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güriş, S., Çağlayan, E. ve Güriş, B. (2013). *Eviews ile temel ekonometri*, İstanbul Der yayınları, 411

- Hutchison, M., Sengupta, R. ve Singh, N. (2012). “India’s Trilemma: Financial Liberalisation, Exchange Rates and Monetary Policy”, *The World Economy*, 1-18
- Hsing, Yu. (2012). “Test of the impossible trinity Hypothesis for five selected countries in the Asian and Pasific regions”, *Economics Bulletin* 32, 1, 616-623
- İslam İşbirliği Teşkilatı, (2012). “Exchange Rate Regimes in OIC Member Countries”, *OİC Outlook series*, 1-13
- İbadoğlu, G. (2002). “Azerbaycan’ın Kalkınma Stratejisinde Petrolün Önemi: Ortodoks Bakış Açısıyla”, *2023 Dergisi*, 72-75
- Jahan-Parvar, M. R. (2013). “The Practice of Central Banking in the Islamic Republic of Iran: Is there Room for Reform?”, *Legatum İnstitute*, 1-15
- Jabiyev, F. ve Tanrıverdi İ. (2018) “Mundell-Fleming modelinin teorik çerçevesi”, Genç Araştırmacıların II Uluslararası Konferansı”, Bakü Mühendislik Üniversitesi yayınları, 497 - 500
- Kaminsky, G. ve Schmukler, S. (2001). “Emerging Markets İnstability: Do sovereign Ratings affect Country Risk and Stock Returns?”, *The World Bank Review* 16 (2), 171-195
- Kevin, B. G. ve Hernandez, F. (2004). “The real exchange rate process and its real effects: the cases of Mexico and the USA”, *Journal of Applied Economics VII* (I), 1-25
- Mishkin, F.S. (1998). “International experiences with different monetary policy regimes”, *Institute for international economic studies* (648), 1-46
- Mitchell, T. ve Bynoe, R. (2008). “Exchange rate regimes, capital mobility and the probability of monetary independence in the Caribbean”, *29th Annual Review Seminar, Research Department Central Bank of Barbados*, 1-28
- Mojon, B. (1998). “Monetary Policy under a Fixed exchange Rate Regime: The case of France 1987-1996”, *CEPII document de travail*, 1-34
- Muhtarov, Ş. ve Jabiyev, F. (2017). “Bağımsızlık sonrası Azerbaycan’ın makroekonomik göstergelerinin değerlendirilmesi”, *Journal of Baku Engineering University*, 1, 34-43

- Mundell, R. A. (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 475-485
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C. ve Taylor, A. M. (2004), "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", *NBER Working Paper No. 10396*, 1-39
- Patnaik, İ. ve Shah, A. (2010). "Asia confronts the impossible trinity", *ADB Working Paper Series*, 1-25
- Palkin, P. "Azerbaycan`da mevduatların dolarizasyon düzeyi yüksek olarak kalmaktadır, <http://marja.az/news/25237> (Erişim tarihi: 20.06.2018)
- Rustamov, U. (2017). *Maliye politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerinin Azerbaycan ekonomisi açısından değerlendirilmesi*. (Yayınlanmamış yüksek lisans tezi), Bakü Mühendislik Üniversitesi
- Settlements, B.f, (2013). "Monetary policy in Russia: Recent challenges and changes", *Bank for International Settlements papers*, 297-303
- Shambaugh, C. (2004). "The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary policy", *Quarterly Journal of Economics*, 1-47
- Tarı, R. (2011). *Ekonometri*. Umuttepe Yayınları.
- Wooldridge J. M. (2012). *"Introductory econometrics A modern approach"*, Thomson Learning
- Yanar, R. (2008). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejim Tercihinin Makro Ekonomik Performans Üzerine Etkileri", *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(2), 255-270
- Yıldırım, K., Karaman, D. ve Taşdemir, M. (2014). *Makro ekonomi*, Ankara, Türkiye: Seçkin
- "2015 yılında Gürcistan`a yapılan doğrudan yatırımların hacmi 1,564 milyar dolar olmuştur", *Online, Информационно-аналитический портал Грузии*, <http://www.apsny.ge/2016/eco/1471308614.php> , (Erişim tarihi: 25.05.2017)

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı Soyadı	Farid JABIYEV
Doğum Yeri ve Tarihi	Bakü / 17.06.1990
Eğitim Durumu	
Lisans Öğrenimi	Kafkas Üniversitesi İİBF İktisat bölümü
Y. Lisans Öğrenimi	Kafkas Üniversitesi İİBF İktisat bölümü
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce
Bilimsel Faaliyetleri	
İş Deneyimi	
Stajlar	
Projeler	
Çalıştığı Kurumlar	Bakü Mühendislik Üniversitesi
İletişim	
E-Posta Adresi	fcebiyev@gmail.com
Tarih	