



# AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI

## Mərkəzi Bankı

# Pul siyasəti

*(nəzəri və praktiki baxış)*

**Adıgözəlov Şaiq**  
**Tədqiqatlar və İnkişaf Mərkəzi**

**Qeyd:** Təqdimat müəllifin tədqiqatları əsasında hazırlanmışdır və yalnız müəllifin mövqeyini əks etdirir\

## MÜNDƏRİCAT

- **Pul siyasətinin nəzəri çərçivəsi:**
  - *Monetar tənzimləmə alətləri;*
  - *Pul siyasəti, rejimləri və hədəfləri;*
  - *Müxtəlif məzənnə rejimlərində pul siyasəti.*
  
- **Pul siyasətinə dair Azərbaycan təcrübəsi:**
  - *Pul siyasəti rejimləri, siyasət alətləri;*
  - *Post-böhran dövründə pul siyasəti*

## Monetar tənzimləmə mexanizminin strateji və institusional cəhətləri

- Pul siyasətinin institusional bazasının formalaşması
  - *Monetar tənzimləmə alətlərinin təsnifatı, xüsusiyyətləri və tətbiqi;*
  - *Pul siyasətinin strateji aspektləri;*
  - *Pul multiplikatoru və pul aqreqatları.*
- Pul siyasətinin hədəfləri:
  - *Aralıq hədəf;*
  - *Son hədəf*
- Pul siyasəti alətlərinin təsnifatı və spesifik cəhətləri:
  - *Birbaşa alətlər, üstünlükləri və çatışmazlıqları;*
  - *Dolayı alətlərin xüsusiyyətləri və tətbiqi*

## Pul siyasətinin rejimləri

- ❑ **Pul siyasəti rejimi** – son və aralıq hədəflər arasındakı kombinasiyadan, həyata keçirilməsi mexanizmindən asılı olaraq təsnifləşdirilən pul siyasəti formalarıdır;
- ❑ Pul siyasəti rejimi mərkəzi bankın daha effektiv nəzarət edə biləcəyi göstəricilər üzərində qurulur (məs; pul kütləsi və ya məzənnə);
- ❑ Son və aralıq məqsədlərindən asılı olaraq pul siyasəti rejimləri təsnifləşdirilir:
  - Valyuta məzənnəsinin hədəflənməsi;
  - Pul kütləsinin hədəflənməsi;
  - İnflyasiyanın hədəflənməsi;
  - **Hərtərəfli hədəfləmə (inflyasiya, iqtisadi artım, tam məşğulluq və s.) – ABŞ-da tətbiq edilir.**

## Məzənnənin hədəflənməsi rejimi (MH)

### Üzən məzənnə rejimi

- İdarə olunan üzən məzənnə rejimi;
- Sərbəst üzən məzənnə rejimi.

### Təsbit məzənnə rejimi

- Tam təsbit məzənnə rejimi;
- Sürüşən təsbit məzənnə rejimi;
- Valyuta səbəti rejimi.

- ❑ İqtisadiyyatı kiçik və açıq olan, maliyyə bazarları zəif inkişaf etmiş, ixracda xammal üstünlük təşkil etdiyi ölkələrdə özünü doğruldu;
- ❑ *Məzənnənin hədəflənməsi rejimində valyuta məzənnəsi əvvəlcədən elan edilən həddə saxlanılır;*
- ❑ Bu rejimdə pul siyasəti əsasən məzənnə rejimlərinin müxtəlif formalarına söykənir;
- ❑ Dünyanın 45-dən çox ölkəsində pul siyasəti məzənnənin hədəflənməsi rejimi üzərində qurulmuşdur.

## Pul kütləsinin hədəflənməsi rejimi (PH)

### Rejimi həyata keçirmək üçün ilkin şərtlər:

Pul kütləsi ilə inflyasiya arasında birbaşa əlaqə mövcud olmalıdır

Səlahiyyət ancaq Mərkəzi Banka həvalə edilməlidir

- Məzənnə hədəflənməsi mümkün olmadığı ölkələrdə pul kütləsinin hədəflənməsi rejiminə üstünlük verilir;
- PH-də əsas diqqət daxili tələb göstəricilərinə, məs. pul aqreqatları və daxili istehlak xərcləri və s. yönəldilir;
- Dünyanın 30-dan çox ölkəsində pul siyasəti PH rejiminə əsaslanmışdır.

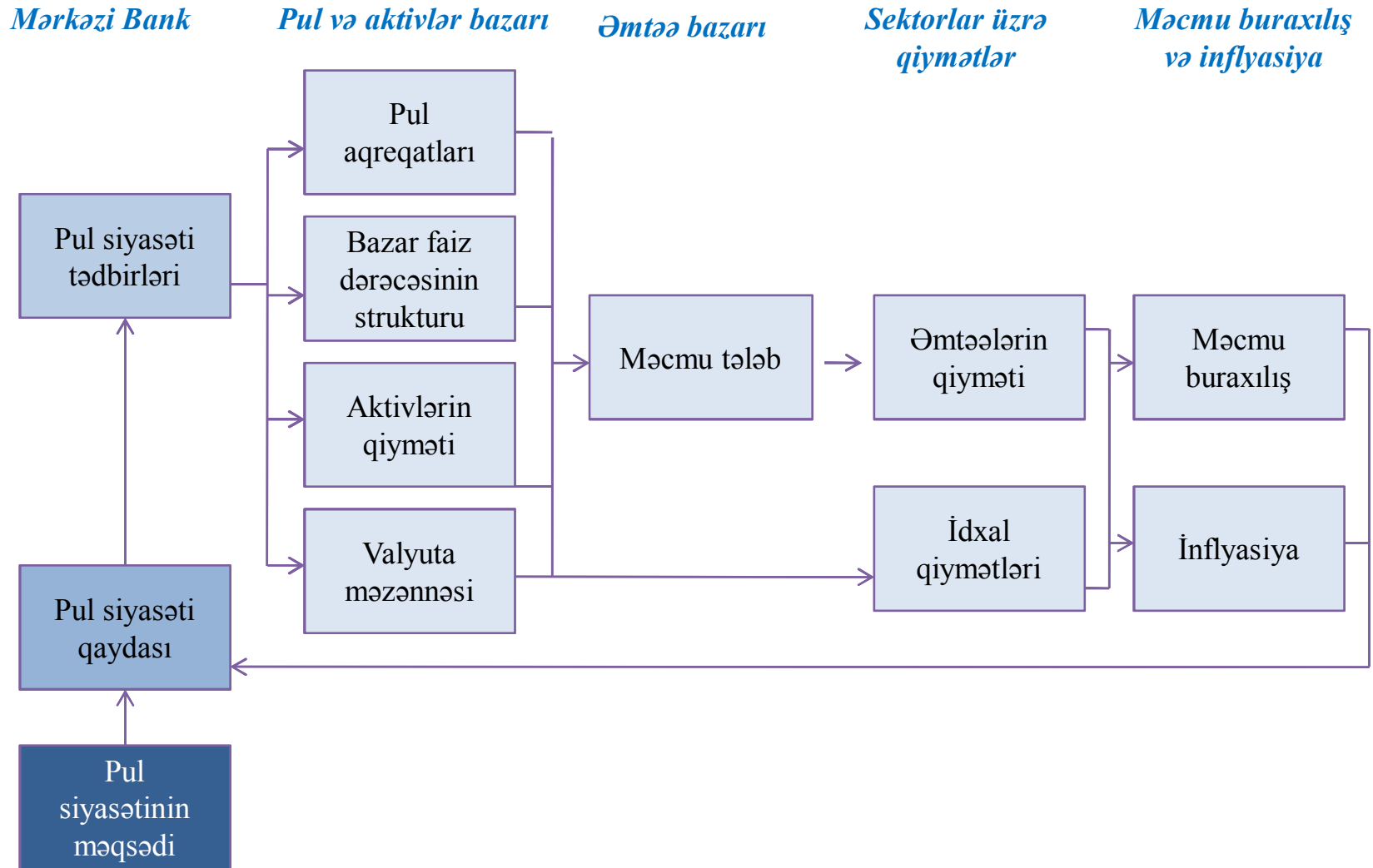
## İnflyasiyanın hədəflənməsi rejimi (İH)

### Mahiyyəti

- ❑ Hazırda dünyanın 60-a yaxın ölkəsində pul siyasəti İH rejimdə həyata keçirilir;
- ❑ İH rejimində pul siyasətinin başlıca məqsədi aşağı və stabil inflyasiya səviyyəsinin saxlanmasıdır:
  - *İnflyasiya hədəfinin müəyyən edilməsi;*
  - *İnflyasiyanın gələcək dinamikasının proqnozlaşdırılması;*
  - *Proqnozun hədəf ilə müqayisə edilməsi;*
  - *Proqnoz hədəfdən kənarlaşdıqda onun hədəfə doğru necə gətiriləcəyinin müəyyən olunması.*

### İlkin şərtləri

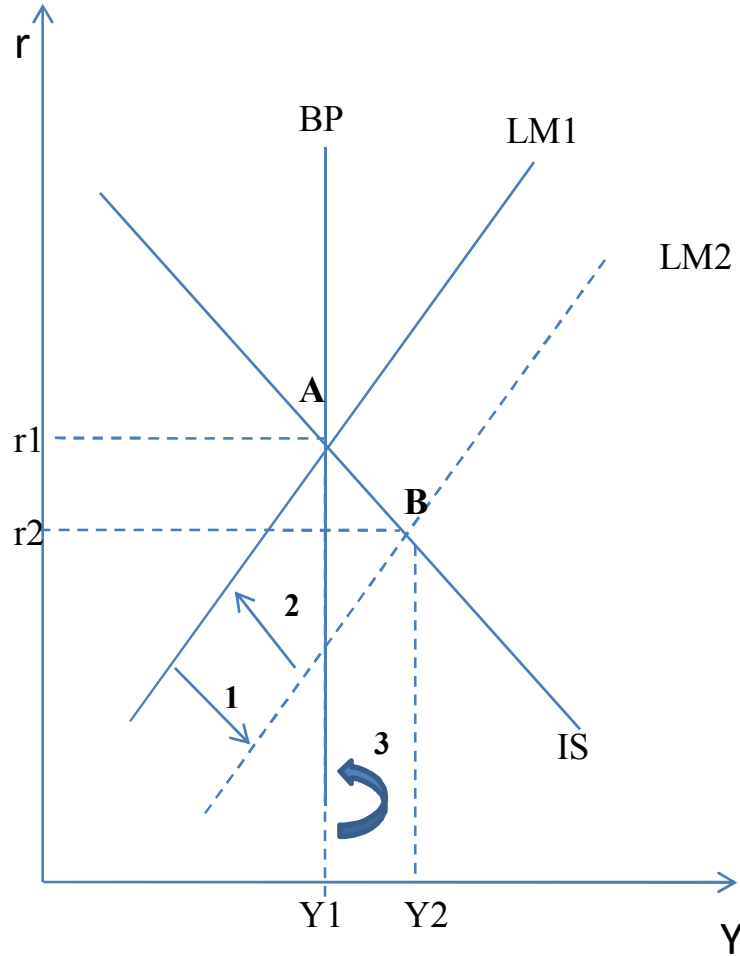
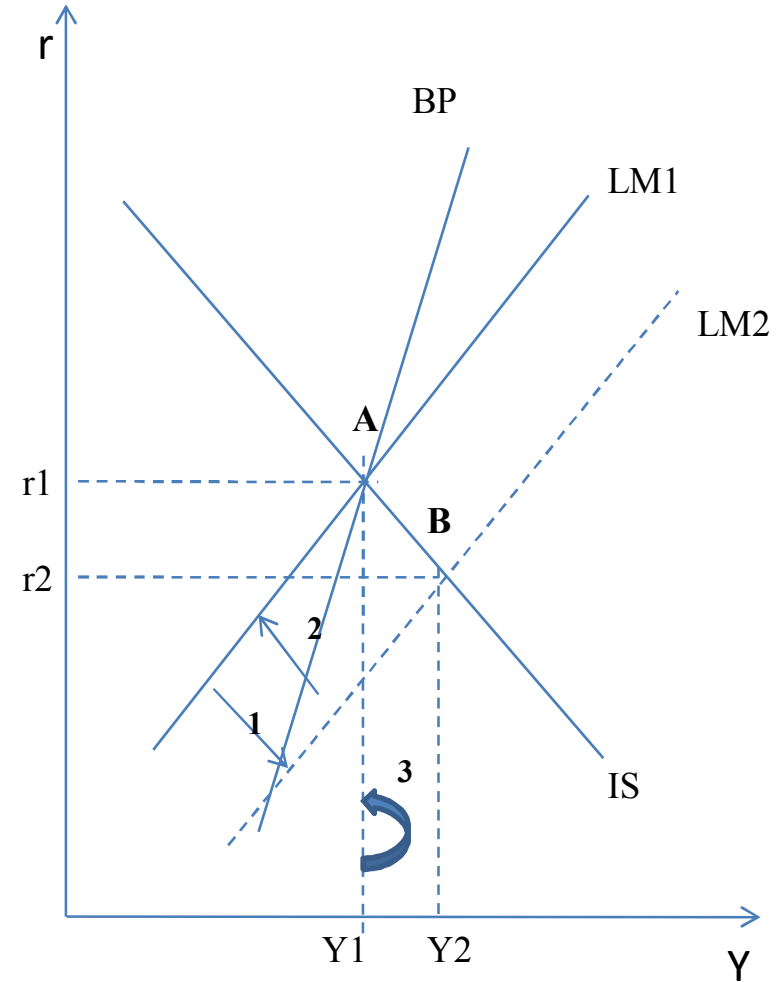
- ❑ İnflyasiya məqsədinə nail olmaq üçün müvafiq mandat, cavabdehlik və alətlərin mövcud olması (Mərkəzi Bankın müstəqilliyi);
- ❑ İnflyasiya hədəfi digər məqsədlərə tabe olmamalıdır (fiskal dominantlıq, monetar “aktivlik”, dayanıqsız xarici balans);
- ❑ Maliyyə sistemi sabit və kifayət qədər inkişaf etmiş olmalıdır;
- ❑ İH-nin həyata keçirilməsi üçün müvafiq alətlər mövcud olmalıdır;
- ❑ İnflyasiyanın ilkin səviyyəsi çox yüksək olmamalıdır.

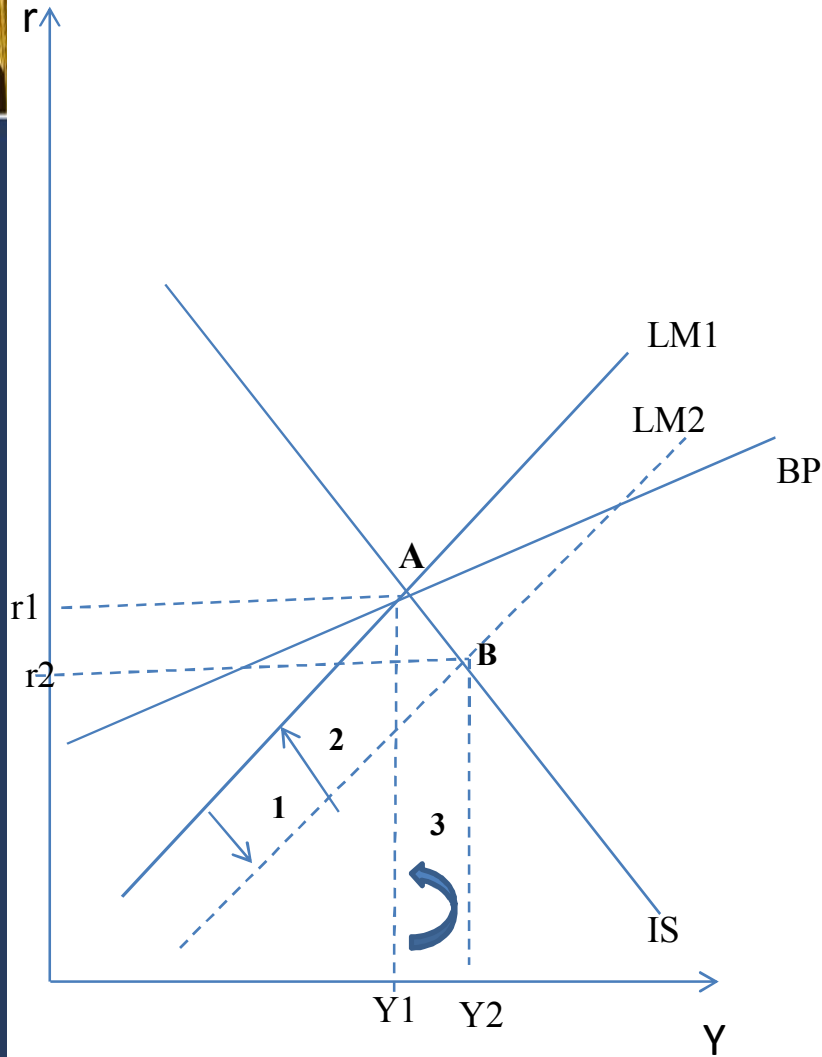
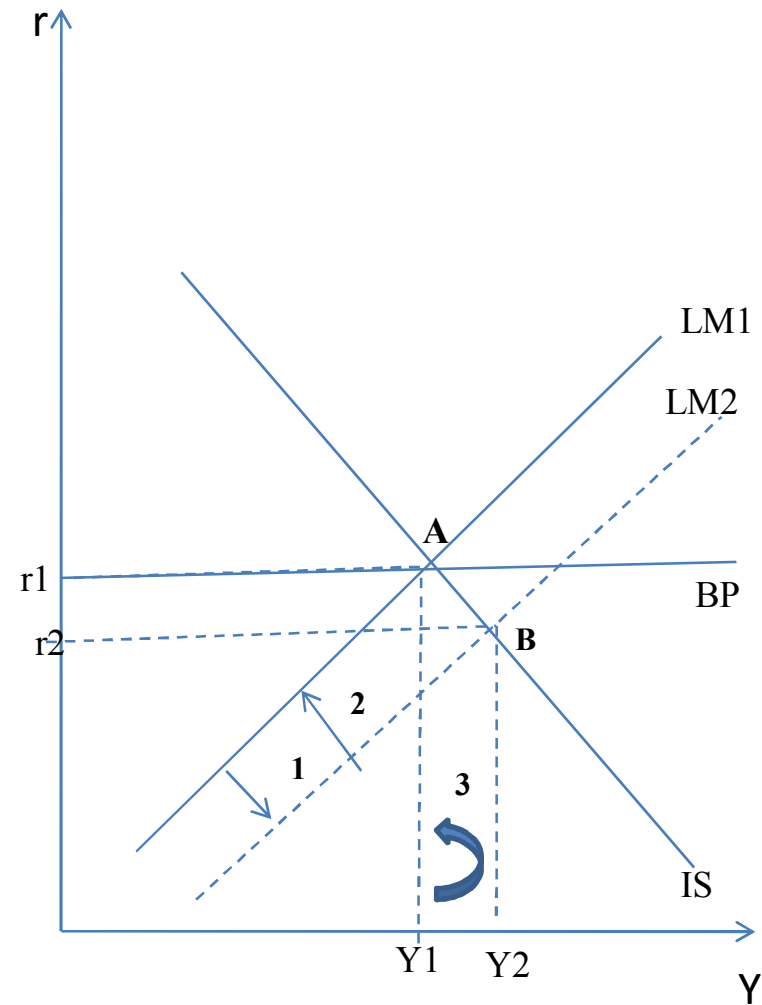
**PUL SİYASƏTİNİN TRANSMİSSİYA MEXANİZMİ**



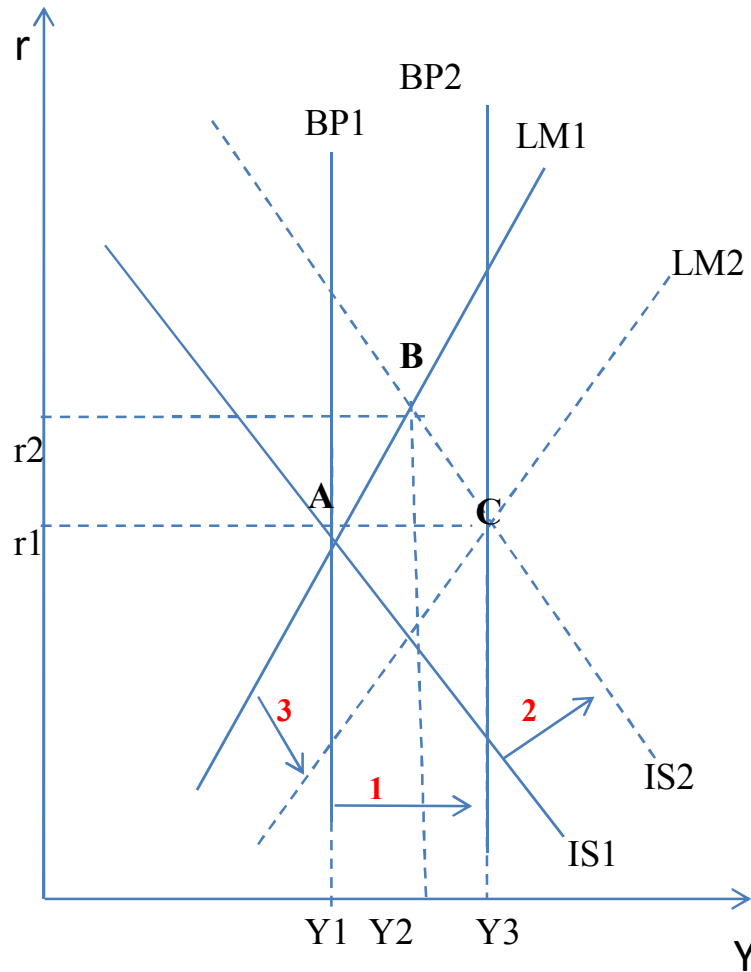
## DAXİLİ VƏ XARİCİ TARAZLIQ: SİYASƏT MODELİ

- ❑ Monetar və fiskal siyasətin daxili və xarici tarazlığa təsiri;
  - *Fiks məzənnə rejimində daxili və xarici tarazlıq modeli;*
  - *Üzən məzənnə rejimində siyasət modeli;*
- ❑ Daxili və xarici tarazlıq modelinin praktiki tətbiqi imkanları.

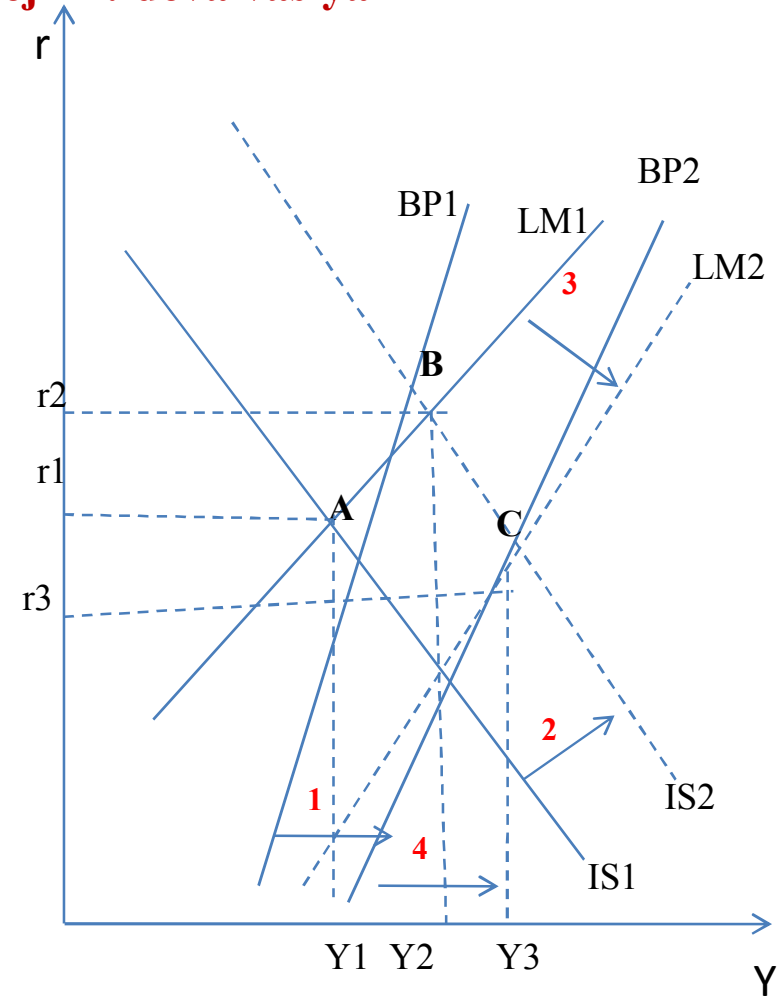
**Təsbit məzənnə rejimində pul siyasəti****1. Kapitalın tam qeyri-mobilliyi şəraiti****2. Kapitalın yüksək qeyri-mobilliyi şəraiti**

**Təsbit məzənnə rejimində pul siyasəti****3. Kapitalın nisbi mobilliyi şəraiti****4. Kapitalın tam mobilliyi şəraiti**

## Təsbit məzənnə rejimi: devalvasiya

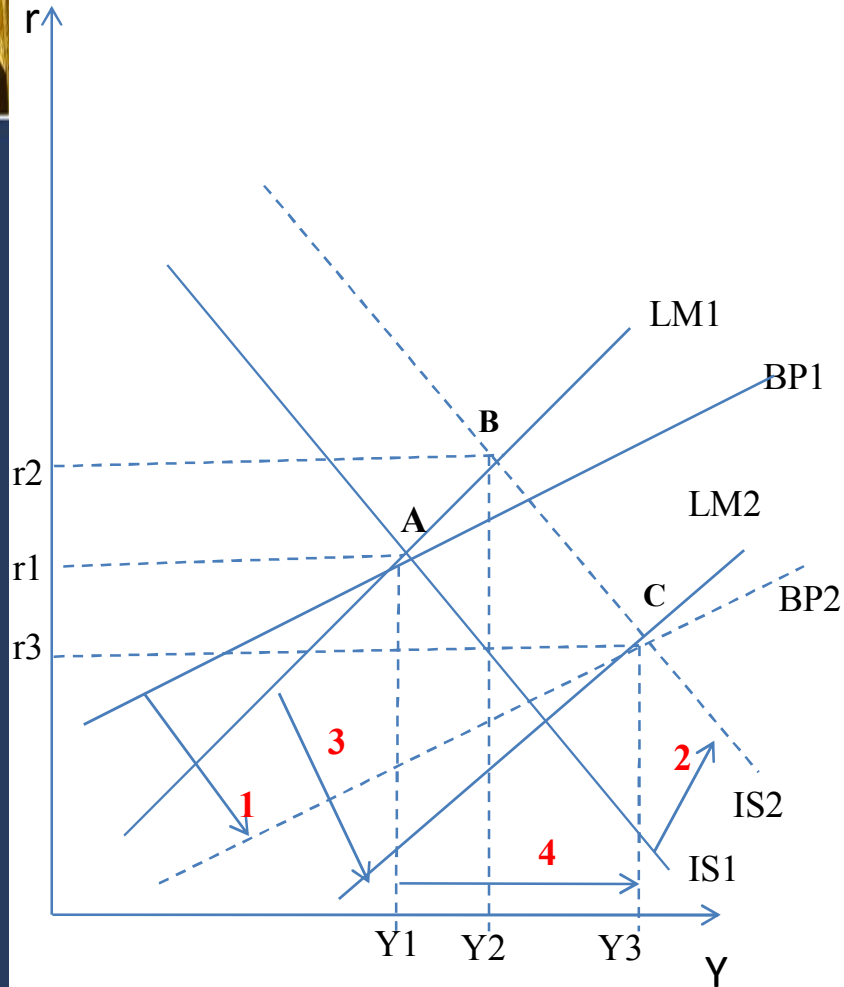


1. Kapitalın tam qeyri-mobilliyi şəraiti

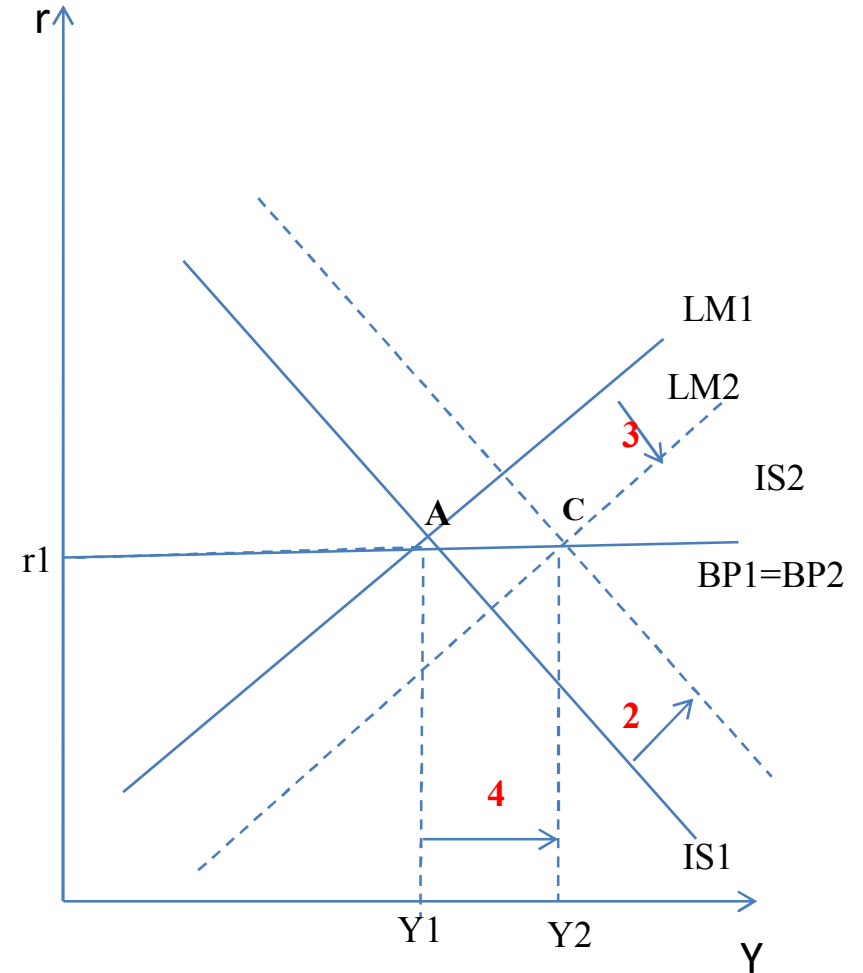


2. Kapitalın yüksək qeyri-mobilliyi şəraiti

## Təsbit məzənnə rejimin: devalvasiya

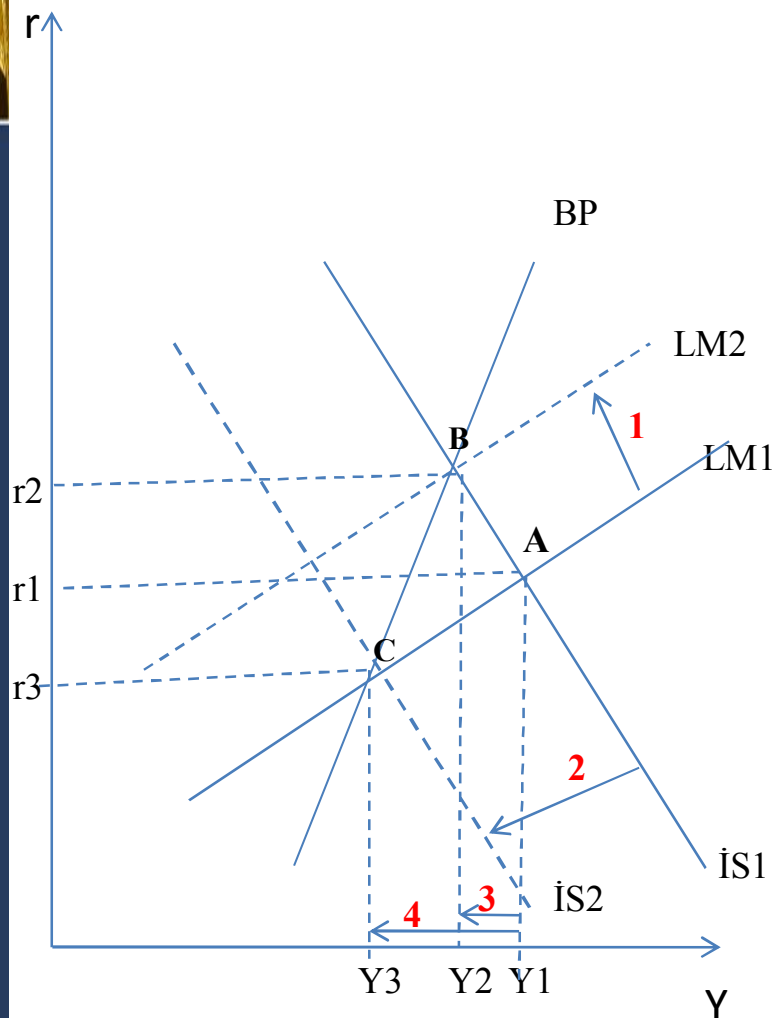


3. Kapitalın nisbi mobilliyi şəraiti

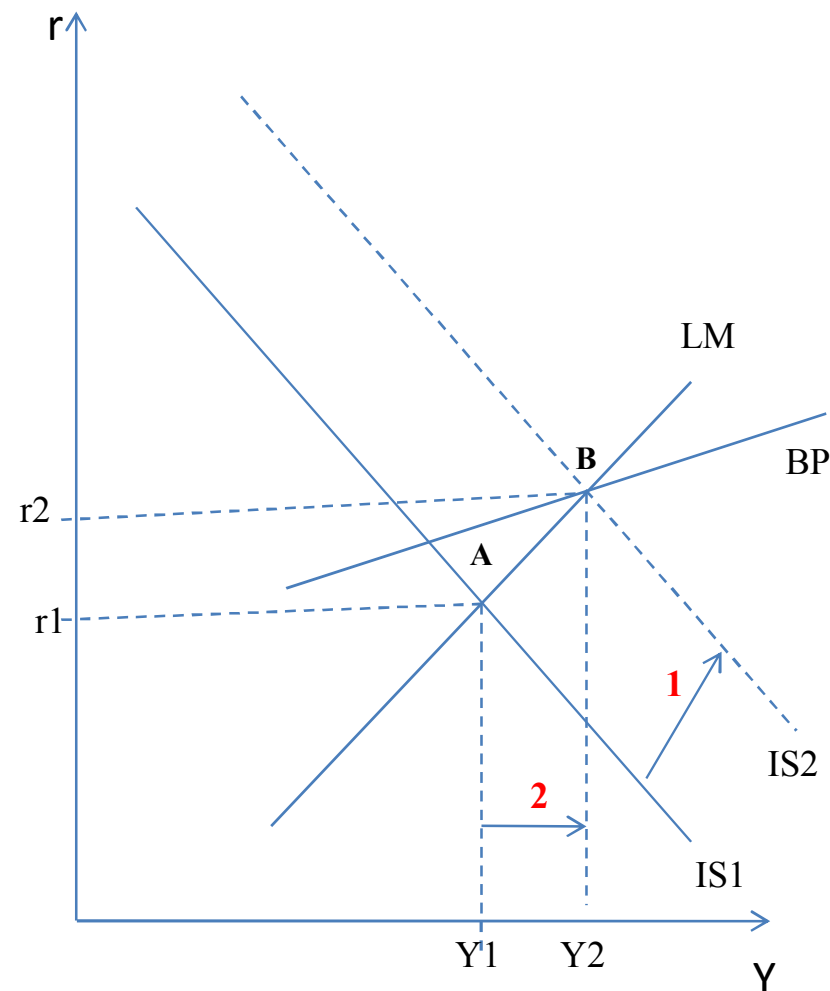


4. Kapitalın tam mobilliyi şəraiti

## Təsbit məzənnə rejimin: qarışıq siyasət

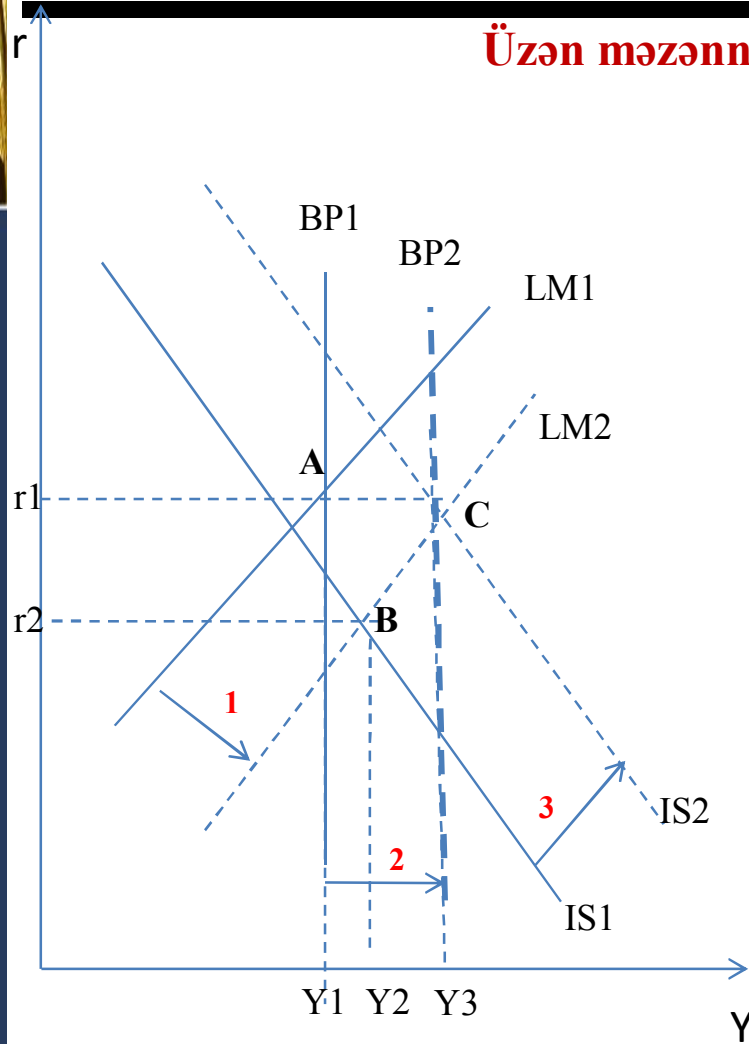


1. Bir neçə alətdən istifadə

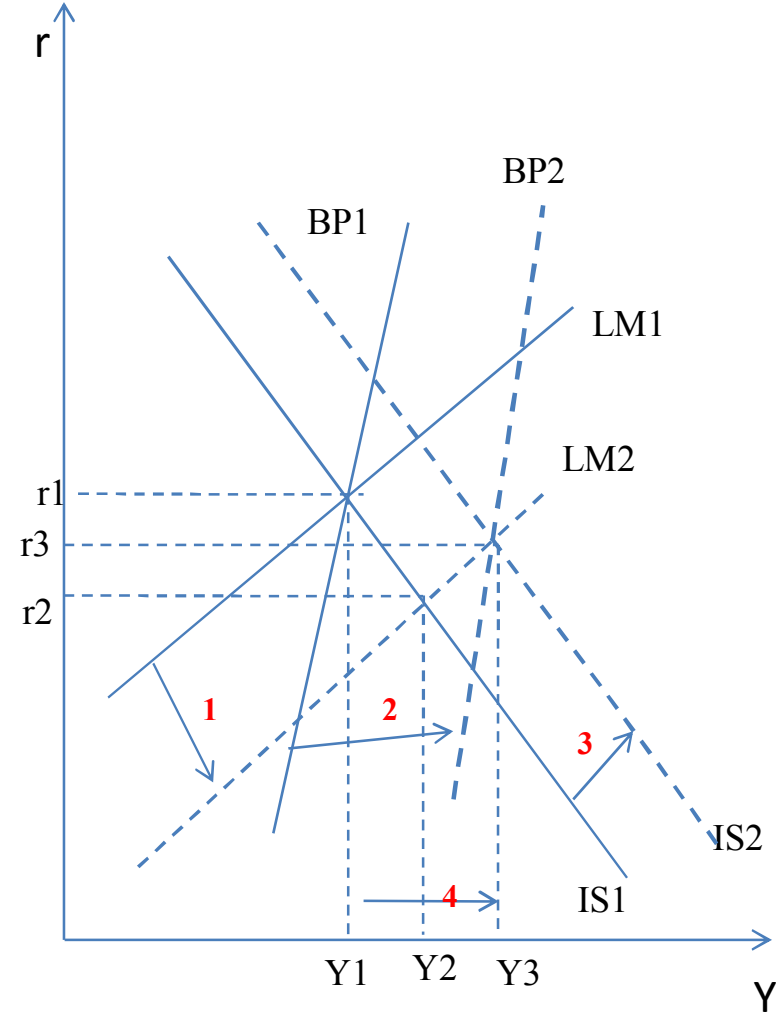


2. Bir alətdən istifadə

## Üzən məzənnə rejimində pul siyasəti

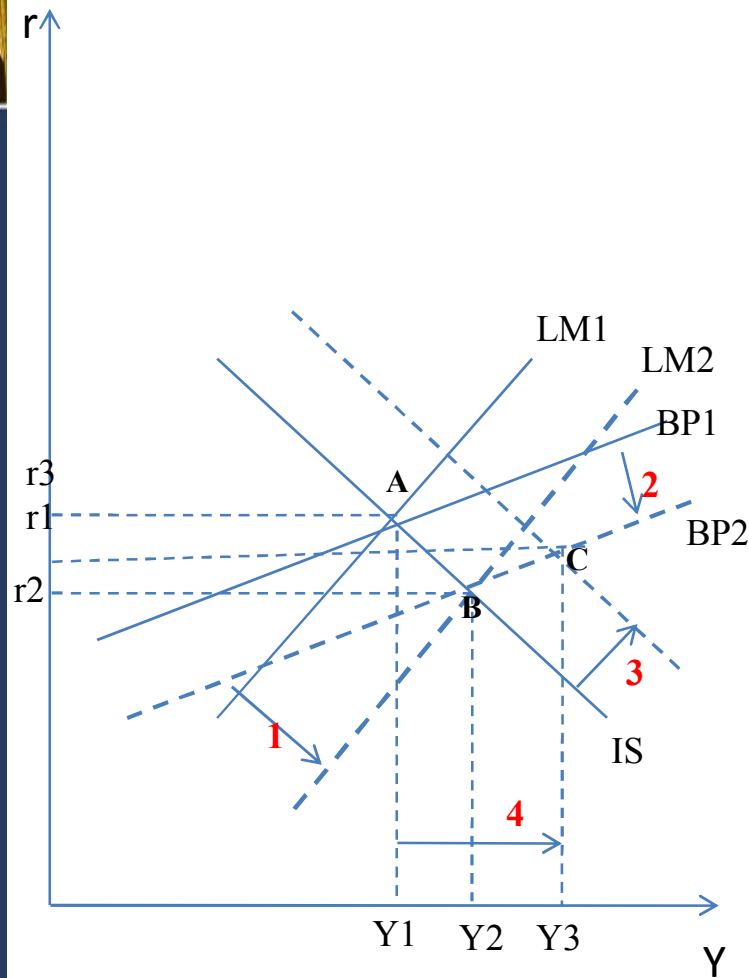


1. Kapitalın tam qeyri-mobilliyi şəraiti

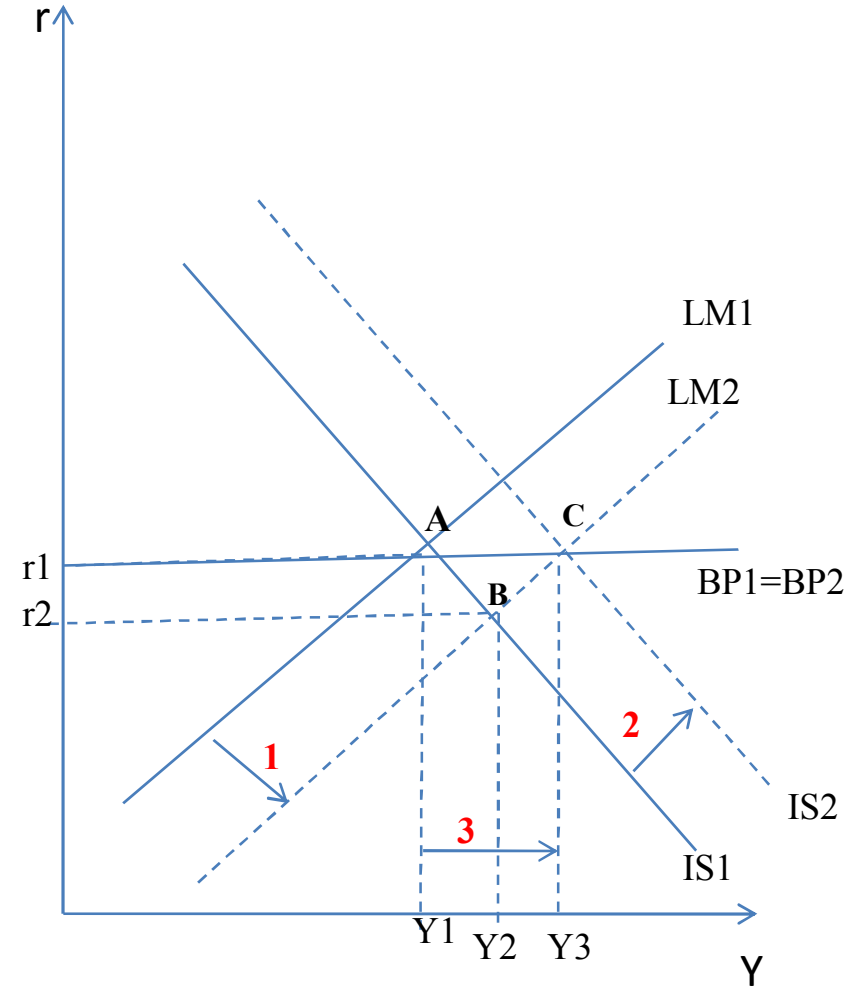


2. Kapitalın yüksək qeyri-mobilliyi şəraiti

## Üzən məzənnə rejimində pul siyasəti



3. Kapitalın nisbi mobilliyi şəraiti

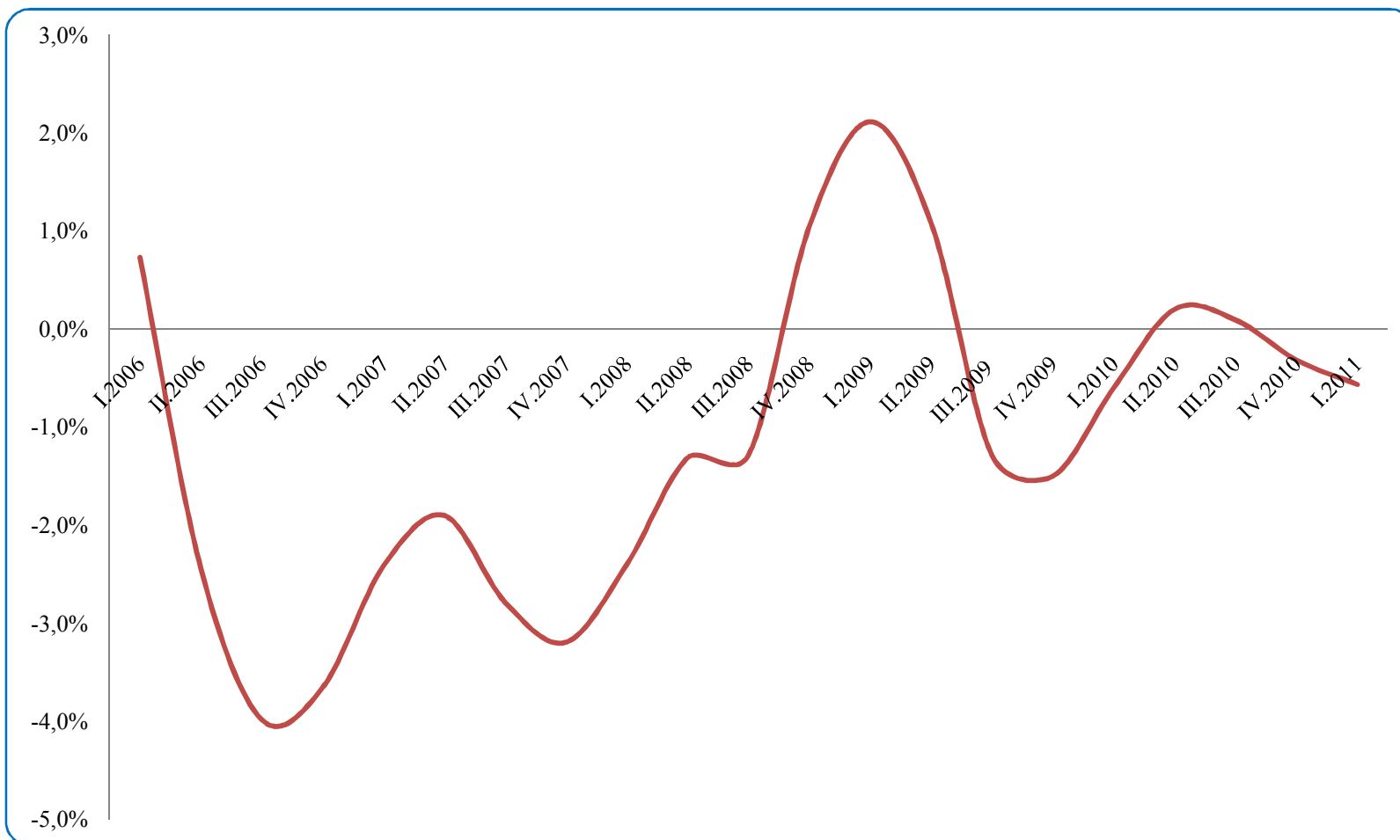


4. Kapitalın tam mobilliyi şəraiti



## Nəticələr

	Pul siyasəti	Məzənnə siyasəti
<b>Təsbit rejim</b>		
<i>Tam qeyri-mobillik</i>	Qısamüddətli dövrdə qismən effektivdir, uzunmüddətli dövrdə qeyri-effektivdir, valyuta ehtiyatlarının itirilməsinə səbəb olur	Effektivdir, daxili kreditin artır, investisiya sıxışdırılmır
<i>Yüksək qeyri-mobillik</i>	Qısamüddətli dövrdə qismən effektivdir, uzunmüddətli dövrdə qeyri-effektivdir, valyuta ehtiyatlarının itirilməsinə səbəb olur	Effektivdir, investisiya və daxili kreditlər artır
<i>Qismən mobillik</i>	Qismən qeyri-effektivdir, valyuta ehtiyatlarının itirilməsinə səbəb olur	
<i>Tam mobillik</i>	Tam qeyri-effektivdir, valyuta ehtiyatlarının itirilməsinə səbəb olur	Yüksək effektivdir, daxili kreditlərin sürətli artımını stimullaşdırır
<b>Üzən rejim</b>		
<i>Tam qeyri-mobillik</i>	Effektivdir, gəlirlər artır və valyuta qiymətdən düşür	-
<i>Yüksək qeyri-mobillik</i>	Effektivdir, gəlirlər artır və valyuta qiymətdən düşür	-
<i>Qismən mobillik</i>	Çox effektivdir, ixrac artır	-
<i>Tam mobillik</i>	Yüksək effektivdir, ixrac artır	-

**Azərbaycanda pul siyasəti - Monetar Şərait İndeksi\***

\* $M\dot{S}I = 60*(Nc-Nb) + 40*(M1c-M1b)$

## Azərbaycanda pul siyasətinin rejimləri

Rejim	İllər
Üzən məzənnə rejimi	1992-1995
Sürüşkən bağlılıq məzənnə rejimi	1995-2008-ci il 11 mart
Sürünən dəhliz (bivalyuta səbət mexanizmi) məzənnə rejimi	2008-ci il 11 mart-sentyabr
De-fakto sürüşkən bağlılıq, de-yure bivalyuta səbət mexanizmi	2008-ci il mart – 2011 yanvar
ABŞ dolları/manat ikitərəfli məzənnəsinin hədəflənməsi	2011-ci ilin yanvarından – bu günə

- ❑ Müstəqillik dövründən etibarən AMB öz pul siyasətini məzənnə rejimi çərçivəsində həyata keçirir;
- ❑ Məzənnənin tənzimlənməsi inflyasiya hədəflənməsi üçün alət olsa da, onun digər makroiqtisadi təsirləri də diqqət mərkəzində saxlanılır;
- ❑ Təcrübə göstərdi ki, məzənnənin yalnız inflyasiya hədəflənməsi rejiminə xidmət etməsi məqsədəuyğun deyildir və ona daha geniş prizmadan yanaşılmalıdır;
- ❑ Bu baxımdan Azərbaycanda məzənnə alətindən qeyri-neft sektorunun rəqabət qabiliyyətinin tənzimlənməsi aləti kimi istifadə edilir.

## Azərbaycanda pul siyasətinin rejimləri:

### Üzən məzənnə rejimi (1992–1994)

#### Həyata keçirilən pul siyasəti

- AMB-in müstəqil pul siyasəti yeritmək imkanı yox idi;
- Banklar məhdudiyyətsiz olaraq kreditləşdirilirdi;
- Dövlət büdcəsinin kəsiri ÜDM-in 10%-ni ötmüşdü və bu kəsir pul emissiyası ilə örtülürdü;
- AMB-in valyuta ehtiyatları yox idi və ona görə də valyuta məzənnəsini tənzimləmək mümkün deyildi.

#### Nəticələri

- İnflyasiya 4 rəqəmli ədədlə ölçülürdü (1994-cü ildə 1886.7%);
- Manatın ABŞ dollarına nəzərən məzənnəsi 1992-94-cü illərdə 18 dəfə dəyərsizləşmişdi;

## Azərbaycanda pul siyasətinin rejimləri:

### *Sürüşən bağlılıq məzənnə rejimi (1995–2008)*

Həyata keçirilən  
pul siyasəti  
**(1995-99)**

- 1 yanvar 1994-cü ildən manat yeganə ödəniş vasitəsi elan olundu;
- Bütçə kəsirinin pul emissiyası ilə örtülməsi praktikası minimuma endirildi, sonradan isə tamamilə dayandırıldı;
- Banklara kreditlərin həcmi azaldıldı. Bu kreditlər üzrə faiz dərəcələri yüksəldildi;
- Beynəlxalq maliyyə-kredit təşkilatlarının dəstəyi ilə AMB-in valyuta ehtiyatları formalaşdırıldı;
- AMB valyuta bazarına fəal satışıönlü müdaxilələr etməyə başladı.

**Nəticələri**

- Manatın məzənnəsinin sabitliyinə nail olundu;
- İnflyasiya səviyyəsi minimuma endi. Bu illərdə inflyasiya 2-3% səviyyəsində olmuşdur.

## Azərbaycanda pul siyasətinin rejimləri:

### *Sürüşkən bağlılıq məzənnə rejimi (1995–2008)*

- Əlverişli makroiqtisadi şəraitdən istifadə edərək AMB pul siyasətini bir qədər yumşaltdı;
- Manatın məzənnəsinin mülayim devalvasiyasına şərait yaradıldı;
- Uçot dərəcəsi və məcburi ehtiyat norması aşağı endirildi;

**Həyata keçirilən  
pul siyasəti  
(1999-2002)**

- İnflyasiyanı yüksəltmədən iqtisadiyyatın pulla təminatı səviyyəsi yüksəldildi;
- İdxalı əvəz edən yerli istehsalın və ixracın stimullaşdırılmasına nail olundu;
- Valyuta ehtiyatları daha da artırıldı;

**Nəticələri**

## Azərbaycanda pul siyasətinin rejimləri:

### *Sürüşkən bağlılıq məzənnə rejimi (2003-2008)*

#### **Həyata keçirilən pul siyasəti:**

- Alışyönlü müdaxilələr etməklə manatın məzənnəsinin kəskin möhkəmlənməsinin qarşısının alındı;
- Müdaxilələr nəticəsində artmış pul kütləsinin sterilizasiyası həyata keçirildi;
- İnflyasiyanı azaltmaq üçün manatın müəyyən çərçivədə möhkəmlənməsinə şərait yaradıldı;
- Milli Bankın kreditləri üzrə faiz dərəcələrinin yüksəldildi.

#### **Nəticələri:**

- İnflyasiya aşağı səviyyədə saxlanıldı;
- Manatın məzənnəsinin kəskin möhkəmlənməsinə yol verilmədi;
- Valyuta ehtiyatlarının artdı;
- Maliyyə sabitliyinin qorundu.

## Azərbaycanda pul siyasətinin rejimləri:

### *Sürünən bağlılıq məzənnə rejimi (2008-ci il mart – 2011 yanvar)*

#### Həyata keçirilən pul siyasəti

- ABŞ dolları və avrodan ibarət ikivalyutalı sərbətə keçildi;
- Kapitalın hərəkəti rejimi tam liberallaşdırıldı;
- Maliyyə böhranının təsirlərinin azaldılması istiqamətində çevik siyasət həyata keçirildi
- 2008-ci ilin mart-2009-cu ilin iyun aylarında valyuta bazarına satış yönü müdaxilə edilmişdir;
- 2009-cu ilin II yarısından etibarən alış yönü müdaxilə həyata keçirilir;
- İqtisadiyyata və banklara birbaşa likvidlik dəstəyi verildi.

#### Nəticələri

- Maliyyə sabitliyi qorundu;
- Məzənnənin sabitliyinə nail olundu;
- 2009-cu ilin II yarısından başlayaraq valyuta ehtiyatlarının bərpası prosesi başladı;
- Qlobal böhranın təsirləri minimuma endirildi;
- Partnyor ölkələrdən "inflasiyanın idxalı"ı neytrallaşdırıldı.



## Azərbaycanda pul siyasətinin rejimləri:

### *ABŞ dolları/manat ikitərəfli məzənnəsinin hədəflənməsi (2011 yanvar – bu günə)*

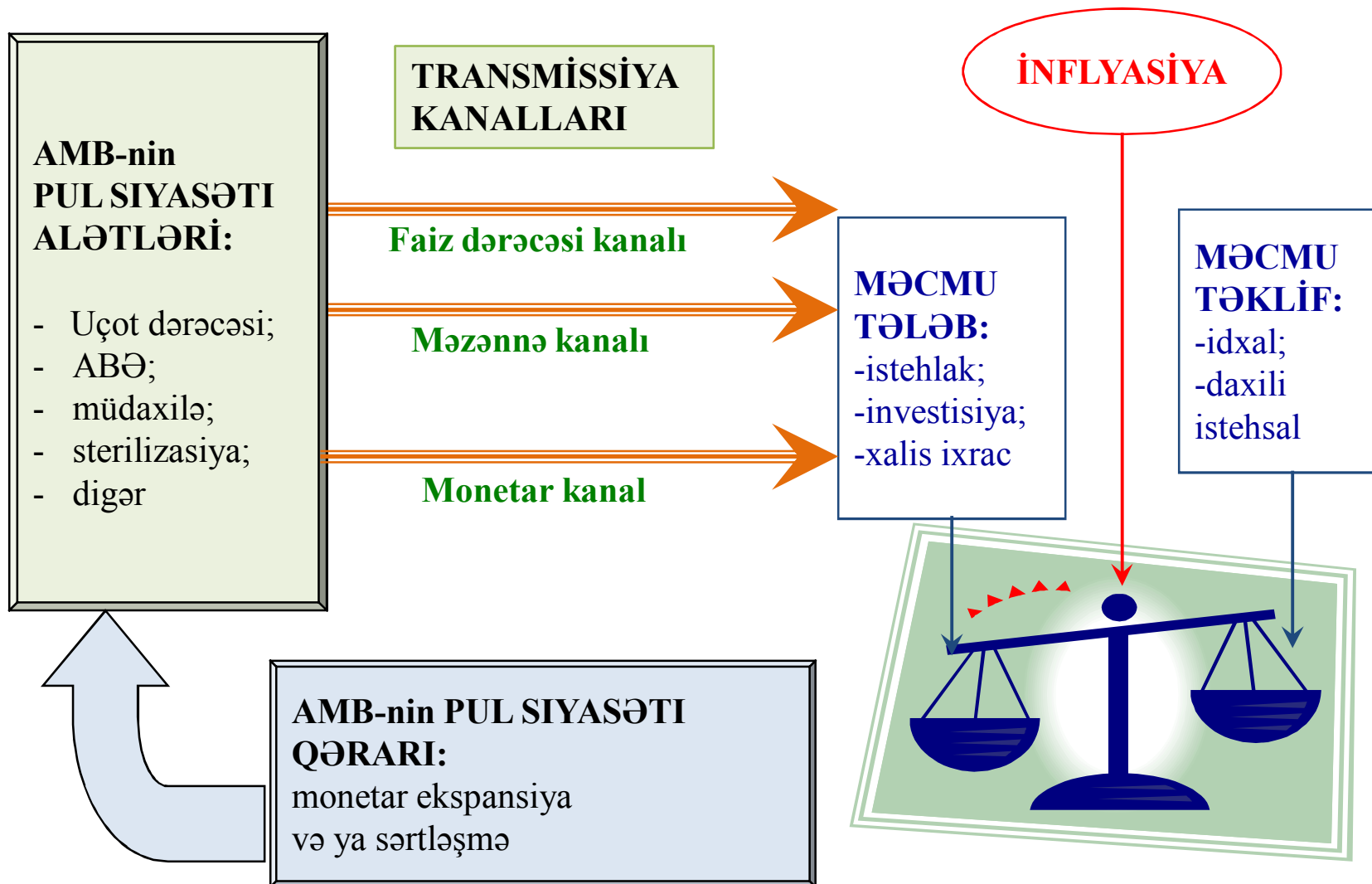
#### **Həyata keçirilən pul siyasəti**

- Uçot dərəcəsinin 3%-dən 5%-ə qaldırılması;
- Məcburi ehtiyat normasının 0.5%-dən 2%-ə qaldırılması;
- Bank sisteminin likvidliyi qısamüddətli əməliyyatlar vasitəsilə idarə olunacaq;
- Pul siyasətinin institusional bazasının inkişafı, diaqnostika, proqnozlaşdırma və tədqiqat bazasının genişləndirilməsi

#### **Nəticələri**

- Makroiqtisadi sabitliyin qorunması;
- İzafi pul kütləsinin sterilizasiyası;
- İnflyasiyanın iqtisadi artım üçün zərərli olmayan həddinin qorunması;
- Məzənnənin kəskin volatilliyinə yol verilməməsi;
- Bank sektorunda maliyyə sabitliyinin möhkəmləndirilməsi.

## AZƏRBAYCANDA MÖVCUD OLAN TRANSMİSSİYA MEXANİZMİ



## 1. Faiz dərəcəsi kanalı üzrə transmissiya

Uçot dərəcəsi ↑ → Pul bazarında faiz ↑ → M1 ↓ → Price ↓

$Y_{amb}^*$

Uçot dərəcəsi artdıqda

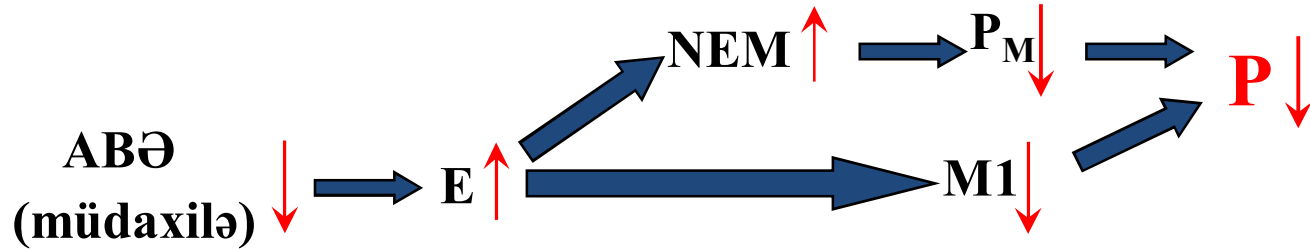
Faiz dərəcələri artır

Pulun bahalaşması  
pula tələbi azaldır

Pula tələb azaldıqda  
inflyasiya tempi azalır

\* Qeyd: AMB-nin sterilizasiya tədbirləri nəticəsində notların gəlirliliyi də faiz dərəcələrinə müəyyən təsir göstərir.

## 2. Məzənnə kanalı üzrə transmissiya

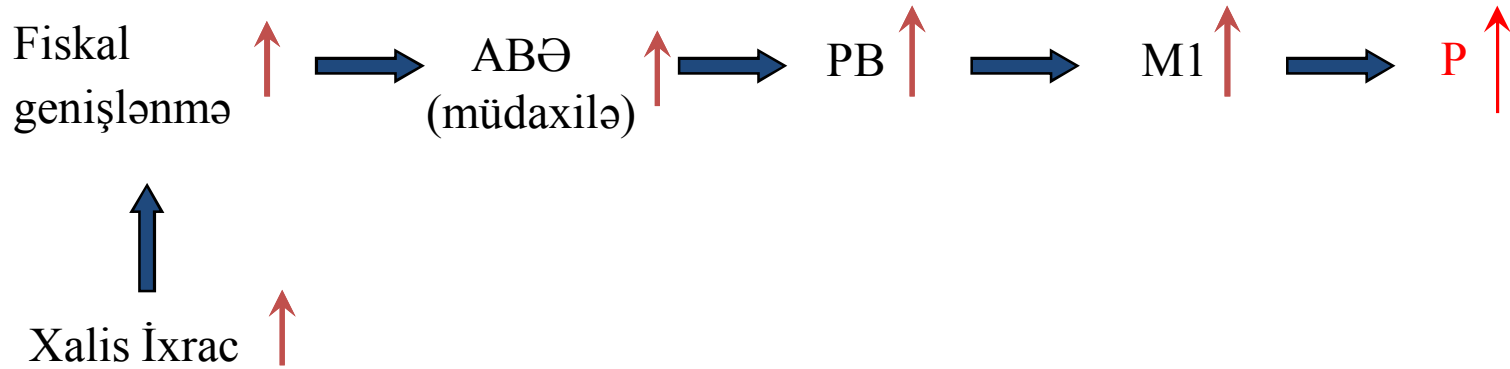


AMB-nin müdaxiləsi nəticəsində manat ABŞ \$-na qarşı bahalaşdıqda

1.NEM bahalaşır;  
2.Pula tələb azalır

1.NEM-in bahalaşması idxal qiymətlərini ucuzlaşdırır;  
2.Pula tələb azaldıqda inflyasiya tempi azalır

### 3. Monetar kanal üzrə transmissiya



Ekspansiv fiskal xərclər çərçivəsində konvertasiya olunmuş neft gəlirləri XH-na daxil olaraq onun qalığını artırır.

Xərclərin icrası zamanı izafi fiskal likvidlik XH-dan çıxaraq MH-a daxil olmaqla PB-nı artırır.

Sonradan isə bu vəsaitlər MH-dan çıxaraq pul kütləsinə (M1) daxil olur.

Pul təklifinin (M1) artması inflyasiya tempini sürətləndirir

## *MÜZAKİRƏ*

- *Post-böhran dövründə monetar siyasət ideologiyası necə olmalıdır?*
  - *Böhrandan əvvəlki dövrdə monetar siyasət.....*
  - *Böhran dərsləri hansılar oldu?*
  - *Nəticə..... Strateji baxış*
- *Məzənnə siyasəti:*
  - *Narahat edici məqamlar.....*