

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI

Əlyazması hüququnda

**PUL VƏ VALYUTA SİYASƏTİ:
PROBLEMLƏR VƏ PERSPEKTİVLƏR**

İxtisas: 5301.01 - Daxili fiskal siyasət və dövlət maliyyəsi

Elm sahəsi: 53 – İqtisad elmləri

Fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş

DİSSERTASIYA

İddaçı: CAVID RAZİM oğlu VƏLİYEV

**Elmi rəhbər: iqtisad elmləri doktoru, professor
Zahid Fərrux oğlu Məmmədov**

BAKI – 2021

MÜNDƏRİCAT

GİRİŞ	3
--------------------	---

I FƏSİL PUL VƏ VALYUTA SİYASƏTİNİN KONSEPTUAL ƏSASLARI

1.1. Pul və valyuta siyasət sisteminin təşkilinin əsasları.....	10
1.2. Mərkəzi Bank pul siyasətinin əsas institusional orqanı kimi.....	16
1.3. Qiymətlərin sabitliyi pul və valyuta siyasətinin əsas məqsədi kimi	24

II FƏSİL.MÜASİR PUL SİYASƏTI ÇƏRÇİVƏSİNDƏ ALTERNATİV MONETAR REJİMLƏRİN TƏTBİQİNİN TƏHLİLİ VƏ QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ

2.1. Pul siyasəti çərçivəsində məzənnənin hədəflənməsi rejimi: təhlil və qiymətləndirmə.....	31
2.2. Pul siyasəti çərçivəsində pul təklifinin hədəflənməsi rejiminin tətbiqi.....	42
2.3. Pul siyasəti rejimi çərçivəsində İnflyasiyanın hədəflənməsi.....	55
2.4. Pul siyasəti rejiminin təcrübəsi və ondan alınan dərslərin təhlili.....	70

III FƏSİL. YENİ İQTİSADİ KONYUNKTURA SİSTEMİNDƏ EFFEKTİV PUL SİYASƏTI REJİMİNİN TƏTBİQİ PERSPEKTİVLƏRİ

3.1. Yeni iqtisadi konyunktura sistemində pul–məzənnə siyasətinin səmərəliliyinin yüksəldilməsi.....	95
3.2. Yeni iqtisadi konyunktura sistemində tam üzən məzənnə rejiminin tətbiqinin perspektivləri.....	106
3.3. Yeni iqtisadi konyunktura sistemində monetar siyasət və makroprudensial siyasət arasında effektiv əlaqələndirilmə sisteminin təkmilləşdirilməsi.....	117

NƏTİCƏ	133
---------------------	-----

İSTİFADƏ OLUNMUŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI	142
--	-----

GİRİŞ

Tədqiqatın mövzusunun aktuallığı. Qlobal maliyyə böhranı şəraitində, dövlətin iqtisadi siyasətinin tərkib hissəsi kimi pul və valyuta siyasətinin əhəmiyyəti və rolu durmadan artır. Düşünülmüş pul və valyuta siyasətinin həyata keçirilməsi bank sektoru ilə iqtisadiyyatın subyektləri arasında səmərəli qarşılıqlı təsirlər üçün optimal şəraitin yaradılmasını təmin etməyə, ölkə qarşısında duran sosial-iqtisadi məsələlərin kompleks şəkildə həll etməyə köməklik edir.

Təsadüfi deyil ki, dünya maliyyə bazarlarının fəaliyyətindəki nasazlıqlar bazar iqtisadiyyatı ölkələrində monetar orqanlarını pul-kredit sferasında artmaqda olan destabilləşməyə qarşı əks təsir vasitələri və yollarını axtarmağa təhrik etdi. Qloballaşma və Azərbaycanın dünya iqtisadi əlaqələrinə cəlb olunması şəraitində analoji məsələlər milli iqtisadiyyat üçün getdikcə daha da aktuallaşır.

Pul və valyuta siyasəti müasir iqtisadiyyatın makroiqtisadi tənzimlənməsinin əhəmiyyətli elementidir. O, ödəmə, pul- kredit sistemlərinin davamlı fəaliyyətini təmin edir və iqtisadiyyatın real sektorunun inkişafı üçün şərait yaradır. Pul və valyuta siyasəti iqtisadi sisteminin inkişaf qanunauyğunluqları ilə şərtlənən obyektiv iqtisadi proseslərə əsaslanır. Onun çərçivələrində həyata keçirilən tədbirlər əsas makroiqtisadi göstəricilərin dinamikasına əhəmiyyətli təsir göstərir. AR MB haqqında qanuna əsasən, Azərbaycan Respublikasında pul siyasətinin başlıca məqsədi qiymət sabitliyinin təmin edilməsidir. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2016-cı il 6 dekabr tarixli Fərmanı ilə təsdiq edilmiş - «Azərbaycan respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə strateji yol xəritəsi»ndə qiymət sabitliyinin təmin edilməsi ölkədə makroiqtisadi sabitliyi möhkəmləndirməklə qarşıya qoyulmuş strateji hədəflərin reallaşdırılmasına əhəmiyyətli töhfə verəcəyi xüsusi olaraq qeyd olunur. Azərbaycan iqtisadiyyatının mövcud reallıqları və mütərəqqi beynəlxalq təcrübə onu deməyə əsas verir ki, orta və uzunmüddətli dövrdə pul siyasətinin iqtisadiyyata yüksək ötürücülüyünün makroiqtisadi və maliyyə sabitliyinin əldə edilməsinə əhəmiyyətli töhfə verməsi məqsədlə ən optimal pul siyasəti rejiminə keçid təmin olunmalıdır.

Lakin indiyədək Pul və valyuta siyasətinin işlənməsi və həyata keçirilməsinə

nəzəri yanaşmalar, onun transmissiya mexanizminin fəaliyyət problemləri, habelə qlobal maliyyə-iqtisadi böhran şəraitində və yeni iqtisadi modeldə Pul və valyuta siyasətinin səmərəliliyinin yüksəldilməsi məsələləri yetərincə araşdırılmamışdır.

Bununla əlaqədar qlobal böhranın nəticələrinin aradan qaldırılması zamanı pul siyasəti tətbiqinin səmərəliliyinin yüksəldilməsi və Azərbaycan Mərkəzi Bankının Pul siyasətinin tətbiqi zamanı inkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsinin geniş təcrübəsi üçün onun əsas istiqamətlərinin öyrənilməsi zərurəti yaranır.

Pul və valyuta siyasətinin təkmilləşdirilməsi məsələləri Azərbaycanda həyata keçirilən yeni iqtisadi konyuktura kontekstində effektiv pul siyasəti rejiminin tətbiqi xüsusilə aktualdır.

Azərbaycan iqtisadiyyatının müasir inkişaf mərhələsi tək iqtisadi deyil, həm də sosial məsələlərin həlli məqsədilə vahid dövlət sosial-iqtisadi siyasət proqramına üzvi surətdə qatılan pul və valyuta siyasətinin həyata keçirilməsinə yönələn keyfiyyətə yeni pul-kredit idarəetmə paradigmasına ehtiyacla səciyyələnilir.

Azərbaycan pul hakimiyyətinin və elmi ictimaiyyətinin ən mühüm vəzifəsi postneft dövründə həyata keçirilən pul və valyuta siyasətinin məqsəd, prinsip və prioritetlərinin dəqiqləşdirilməsi ilə bağlı məsələlər kompleksini həll etməkdir.

Müasir pul və valyuta siyasətinin xüsusi problemini yanaşmalar sistemində dəyişikliklərin həyata keçirilməsi, onun iqtisadiyyatın vəziyyətinə və inkişafına təsir metodları və alətlərinin işlənməsi təşkil edir. Hal-hazırda praktik olaraq bütün ölkələrdə mərkəzi banklar bank sektorunun və pul-kredit sferasının inkişafında ən kəskin problemlərin öhdəsindən gəlməli olan pul siyasətinin yeni alətlərini tətbiq edirlər. Bu səbəbdən Azərbaycan Mərkəzi Bankının alətlər dəstinin modernləşdirilməsi ölkənin pul siyasətinin təsirliliyini artırılması yollarından biri ola bilər.

Azərbaycan respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə strateji yol xəritəsi”ndə qiymət sabitliyinin təmin edilməsində ən əhəmiyyətli töhfəni optimal pul siyasəti rejiminə keçidlə təmin olunacağı qeyd olunur. Mütərəqqi beynəlxalq təcrübə onu deməyə əsas verir ki, ölkədə makroiqtisadi və maliyyə sabitliyinin təminatı optimal pul siyasəti tətbiqi ilə bağlı ola bilər. Bu isə Azərbaycanda tətbiq olunan pul siyasətinin transmissiya mexanizminin təkmilləşdirilməsinə yenidən baxılması zərurətini

şərtləndirir, bu da bu tədqiqatın aktuallığı müəyyən edir. Bu istiqamətdə ən mühüm çağırış pul siyasətinin iqtisadiyyata ötürücülüğünün gücləndirilməsi üçün elmi cəhətdən əsaslandırılmış nəzəri biliklər tələb edir.

Beləliklə, tədqiqatın mövzusunun aktuallığı aşağıdakılarla şərtlənir:

- global böhran şəraitində və postböhran dövründə PVS-nin tədqiqinə nəzəri və metodoloji yanaşmaların işlənməsi zərurəti ilə;
- Optimal pul və valyuta siyasət sisteminin təşkilinin zərurəti ilə;
- Qiymətlərin sabitliyində pul və valyuta siyasətinin əsas məqsədini elmi cəhətdən əsaslandırmaq zərurəti ilə;
- Müasir pul siyasəti çərçivəsində alternativ monetar rejimlərin tətbiqinin təcrübəsindən istifadə etməklə AMB PVS-nin optimallaşdırılması üzrə tövsiyələrin işlənməsi zərurəti ilə.
- Azərbaycan respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə strateji yol xəritəsi” kontekstində Pul–məzənnə siyasətinin səmərəliliyinin yüksəldilməsi zərurəti ilə.

Problemin öyrənilməsi səviyyəsi. Monetar siyasət mövzusunda tədqiq olunan xarici iqtisadi elmi nəşrlərin təhlili göstərir ki, bu sahənin öyrənilməsinə böyük maraq var. Bu sahədə dünya və Azərbaycan iqtisad elminin böyük xidmətləri töhfələri olmuşdur. Monetar siyasət məsələləri ilə bağlı xarici ölkələrdə çoxsaylı ədəbiyyatlar nəşr olunur. İqtisadi ədəbiyyatın təhlili göstərir ki, monetar və valyuta siyasəti mövzusunun öyrənilməsində əməyi keçən azərbaycan və xarici alimlərin, o cümlədən Ə.C. Muradov, M.A.Abbasbəyli, E.S.Rustəmov, Ə.Ələkbərov, Z.F.Məmmədov, M.Əhmədov, M.S.Sadiqov, A.Ş.Şəkərəliyev, M.M.Bağirov, Z.N.İbrahimov, Kərimov A.E. , A.Babayev, E.M.Sadiqov, E.Z.Səmədzadə, Бурлачков В.К., Qolovnin M.Y., Qlavyev S., Mişkin F., Roqova O, Ulyukaev A., Şaxnoviç R.M., Usoskin V. M. , M.A.Abramova, V. Burlachkova, VV Geraşçenko, S.M. Drobyshevski, VM Ershova, A.Yu.Zhigayeva, S.M. Krivoyuçko S.V., Krrylova LV, Lavruşina O., Lomivorotova R.V., Matovnikova M.Yu., Moiseeva S.R., Ordova K.V., Semiturkina ON, N. Sençagova V.K., Slepova V.A., Turin P.V., Usoskina V.M. Лаврушин О. И. , Красавина Л.Н. tədqiqatlarını xüsusilə qeyd etmək lazımdır.

Pul və valyuta siyasətinin tətbiqi problemlərinin elmi işlənmə dərəcəsi bu kimi

tədqiqatlara olan tələblə müəyyən olunur. Xarici müəlliflərin əsərlərində PKS-nin məqsədləri, transmissiya mexanizmi, metodları, alətləri, kəmiyyət göstəriciləri araşdırılır, Pul və valyuta siyasətinin tətbiqi prosesində iqtisadi-riyazi modelləşdirilməsinə yanaşmalar təklif edilir. Ölkəmizin müəlliflərinin tədqiqatlarında əsas diqqət pul siyasətinin aləllərinin istifadəsi əlaqədar, pula olan tələbin qiymətləndirilməsi tənzimlənməsi məsələsinə yönəldilir.

Bununla belə monetar siyasətinin bəzi aspektləri, xüsusən pul siyasətinin transmissiya mexanizminin səmərəliliyinin yüksəldilməsi yolları, Pul və valyuta siyasətinin müasir tendensiyaları və inkişaf amilləri, onun tətbiqinin zamanın tələblərinə adekvatlığı ölkənin iqtisadi ədəbiyyatında kifayət qədər öz əksini tapmamış və bank praktikasından iqtisadi artım alətləri kimi yetərincə qiymətləndirilməmişdir.

Monetar siyasətinin məzmunu və perspektivləri məsələləri üzrə Azərbaycan və xarici alimlərin əsərlərinin öyrənilməsi pul və valyuta siyasəti haqqında mövcud təsəvvürləri sistemləşdirmək və onun iqtisadi məzmununu daha dolğun şəkildə açmaq zərurətini aşkarladı.

Pul və valyuta siyasətinin müasir xüsusiyyətləri, tendensiyaları və təkmilləşdirilməsi problemlərinin kompleks nəzəri və praktiki təhlilinin yoxluğu, bu problemlərin həlli istiqamətlərinin axtarışı dissertasiya işinin mövzusunun seçimini şərtləndirdi.

Dissertasiya işinin məqsədi – Pul və valyuta siyasətinin həyata keçirilməsinin nəzəri, metodoloji və praktiki aspektlərinin öyrənilməsi, pul və valyuta siyasəti haqqında təsəvvürlərin genişləndirilməsi ilə bağlı elmi məsələsinin həllindən və Azərbaycanda yeni iqtisadi model çərçivəsində pul və valyuta siyasətinin inkişafı üzrə tövsiyələrin işlənməsindən ibarətdir.

Elmi məqsəddən çıxış edərək işdə aşağıdakı vəzifələrin həlli qoyulmuşdur:

- ölkənin müasir inkişaf mərhələsinin xüsusiyyətlərini nəzərə alaraq Azərbaycanda pul və valyuta siyasətinin iqtisadi məzmununu müəyyən etmək;
- pul siyasəti üzrə xarici və Azərbaycan tədqiqatçıların mövqelərini təhlil edib ümumiləşdirməklə pul və valyuta siyasətinin iqtisadi tənzimləmə sistemində yerini müəyyən etmək;

- daxili və xarici amilləri sistemləşdirməklə pul və valyuta siyasətinin müasir inkişaf tendensiyalarını üzə çıxarmaq və Azərbaycanda pul və valyuta siyasətinin hədəf və alətlərinin seçim meyarlarını müəyyən etmək;
- Azərbaycan Mərkəzi Bankın Pul və valyuta siyasətinin əsas institusional orqanı kimi rolunu müəyyən etmək;
- Xarici ölkələrdə tətbiq olunan pul siyasəti rejiminin təcrübəsi və Azərbaycanda istifadə üzrə tövsiyələrin işlənməsi;
- Azərbaycan tətbiq olunan yeni iqtisadi model çərçivəsində tam üzən məzənnə rejiminin tətbiqinin perspektivlərini müəyyənləşdirmək;
- pul və valyuta siyasətinin müasir inkişaf problemlərini üzə çıxarmaq və müasir şəraitdə Azərbaycanda pul və valyuta siyasətinin inkişafı üzrə praktik tövsiyələri işləmək.

Tədqiqatın obyektini pul və valyuta sistemində cərəyan edən proseslərin metodoloji aparatı, habelə pul və valyuta siyasəti tətbiqinin müasir istiqamətləri təşkil edir.

Tədqiqatın predmetini pul və valyuta siyasətinin tətbiqində problemlər və perspektivlər və qiymət sabitliyinin təmin edilməsi məqsədilə yaranan iqtisadi münasibətlərin məcmusu təşkil edir.

Dissertasiyanın nəzəri və metodoloji əsasını tədqiqatçı alimlərinin pul və valyuta siyasətinin həyata keçirilməsinin nəzəriyyə və praktikasına sahəsində əsərləri, qabaqcıl beynəlxalq və yerli təcrübə, qanunvericilik və digər normativ sənədlər, dövrü mətbuatdakı nəşrlər təşkil edir. Tədqiqatın metodologiyası sistemli analizə əsaslanır ki, bu da onun bütövlüyünü və hərtərəfliliyi təmin edir. Bundan başqa, tədqiqatın metodologiyası nəzəriyyə və praktikanın vəhdətinə köklənir. İş prosesində retrospektiv, trend, faktor, ssenari analizindən də istifadə olunmuşdur.

Pul və valyuta siyasətinin nəzəri əsaslandırılması və təhlili zamanı müəllif tərəfindən hər şeydən əvvəl təhlilin nəticələrinin praktikada, AMB pul və valyuta siyasətinin həyata keçirilməsi prosesində tətbiqetmə imkanları nəzərə alınır.

Tədqiqatın informasiya bazasını müvafiq illər üçün AMB “ pul siyasətinin əsas istiqamətləri”, AMB Bankının normativ aktları, xüsusi elmi və tədris ədəbiyyatı, dövrü

mətbuatdakı nəşrlər, xarici nəşrlər, AMB Bankının rəsmi saytı, İnternet şəbəkəsində və başqa dövlətlərin mərkəzi banklarının İnternet-saytlarında yerləşdirilmiş materiallar təşkil edir.

Tədqiqatın elmi yeniliyi pul və valyuta siyasətinin məzmunu haqqında təsəvvürlərin genişlənməsi, yeni iqtisadi mərhələdə monetar siyasətinin təkmilləşdirilməsi yolları, monetar siyasətində islahatların istiqamətlərinin üzə çıxarılması və bu əsasda onun modernləşdirilməsi üzrə tövsiyələrin işlənməsindən ibarətdir. Müdafiyyə tədqiqatçı tərəfindən şəxsən əldə edilən və özündə yenilik elementlərini ehtiva edən aşağıdakı əhəmiyyətli nəticələr çıxarılır:

1. Azərbaycanda pul və valyuta siyasətinin iqtisadi məzmunu dəqiqləşdirilmiş və Monetar hakimiyyətlərin mandatlarının məzmunu və rolu elmi cəhətdən əsaslandırılmış;
2. Azərbaycanda pul və valyuta siyasətində islahatların əsas istiqamətləri müəyyən edilmiş və yeni iqtisadi modeldə üzən məzənnə rejimin rolu və əhəmiyyəti müəyyənləşdirilmişdir;
3. Makromaliyyə qeyri-stabilliyin nəticələrinin aradan qaldırılması və davamlı inkişafa keçid zamanı transmissiya mexanizminin faiz, kredit və valyuta kanallarının xüsusi rolu üzə çıxarılmışdır;
4. Aparılan təhlillərin nəticələrinə görə, bazar iqtisadiyyatı dəyişiklikləri dövrü boyunca Azərbaycanda pul və valyuta siyasətinin hədəflərində permanent düzəlişlər edilmişdir. Bazar iqtisadiyyatının əsas institutlarının yaradılmasının erkən mərhələlərində həmin düzəlişlər əsasən manatın sabit məzənnəsinin təmin edilməsinə və istehsalın enişinin qarşısının alınmasına toxunurdusa, sonrakı mərhələlərdə prioritet valyuta məzənnəsində tərəddüdlər diapazonuna nəzarət etməklə aşağı və sabit inflyasiyaya nail olmaq idi;
5. Azərbaycanda pul və valyuta siyasətinin formalaşmasına və səmərəli tətbiqinə təsir edən əsas amillər (makroiqtisadi, sosial, struktur, büdcə amilləri, həmçinin qloballaşma və maliyyə bazarlarının liberallaşdırılması və informasiya qeyri-müəyyənliyi ilə bağlı amillər) aşkar edilmiş və onların təhlili nəticəsində belə qənaətə gəlinmişdir ki, siyasətə təsir edən bütün amillər kompleks qiymətləndirilməli, eyni zamanda pul və

valyuta siyasətiətlərinin tətbiqinə təsir baxımından onların qarşılıqlı əlaqəsi müəyyən edilməlidir;

6. Yeni iqtisadi modeldə tam üzən məzənnə rejiminin tətbiqinin konturları müəyyənləşdirilib və monetar siyasət və makroprudensial siyasət arasında effektiv əlaqələndirilmə sisteminin təkmilləşdirilməsinə yönəlik təklif və tövsiyələr hazırlanıb.

Dissertasiya işinin praktiki əhəmiyyəti ondan obarətdir ki, onun əsas müddəaları, tövsiyə və nəticələri AMB fəaliyyətində, pul və valyuta siyasətinin işlənməsi və həyata keçirilməsi zamanı geniş şəkildə istifadə oluna bilər. Tədqiqat işindən əldə olunan nəticələrdən pul və valyuta siyasətinin tətbiqi üzrə yeni rejimlərin hazırlanmasında, qiymət sabitliyinin təmin edilməsi mexanizm və instrumentlərin işlənməsi üçün metodoloji baza kimi istifadə oluna bilər.

Tədqiqatın nəticələrinin aprobasiyası və nəticələrinin tətbiqi. Dissertasiya işində yer alan nəticə və tövsiyələr Azərbaycan bankları Assosiasiyasının Analitik departamentinin fəaliyyətində tətbiqi reallaşa bilər. Nəticələrdən istifadə edilməsi müvafiq arayışlarla təsdiq olunur. Tədqiqatın nəticələri UNEC “Maliyyə və maliyyə insitutları” kafedrasının tədris prosesində, o cümlədən “Bank işi”, “pul- kredit tənzimlənməsi”, “Pul və banklar”, «Maliyyə bazarları» kimi xüsusi fənlərin tədrisi zamanı tətbiq oluna bilər.

Dissertasiyanın strukturu və həcmi. Dissertasiya işi giriş (13111 işarə), üç fəsil (I fəsil – 39053 işarə, II fəsil – 128053 işarə, III fəsil – 59376 işarə), nəticədən (18463 işarə), istifadə olunmuş 158 adda ədəbiyyat siyahısından ibarətdir. İşin həcmi (258056 işarə) 11 cədvəl, 3 qrafik, 10 diaqram və 2 sxemdən ibarət olmaqla 155 səhifəni əhatə edir.

I FƏSİL. PUL VƏ VALYUTA SİYASƏTİNİN KONSEPTUAL ƏSASLARI

1.1.Pul və valyuta siyasət sisteminin təşkilinin əsasları

İstənilən dövlətin iqtisadi siyasətinin əsas məqsədi, iqtisadi artımı, əhəlinin mümkün qədər tam məşğulluğu, qiymətlərin sabitliyi və makroiqtisadi tarazlığın təmin edilməsidir. İqtisadi siyasətin tərkib hissələrindən biri də monetar siyasətidir. Monetar siyasət isə ictimai siyasi bir hadisə olmaqla, müxtəlif sosial elmlərin tədqiqat predmetidir. Monetar siyasət iqtisad elminin tədqiqat sferası olmaqla, iqtisadi münasibətlərin müəyyən sferasında dövlətin işləyib hazırladığı və buna çatmaq üçün özündə məqsəd və vasitələri birləşdirən iqtisadi-siyasi strategiyadır. Düzgün və səmərəli monetar siyasət olmadan məqsədyönlü iqtisadi siyasət həyata keçirmək mümkün deyil.

Müxtəlif ölkələrdə, o cümlədən ABŞ, Avropa Birliyi və s. Bu kimi ölkələrdə pul siyasəti termini qanunvericiliklə dəqiq müəyyənləşdirilmişdir. MDB ölkələrində və eyni zamanda Azərbaycanda bəzən pul siyasəti və bəzən də pul –kredit siyasəti kimi anlayışlardan istifadə edilir.

Məsələn bəzi kitablarda pul və valyuta siyasəti aşağıdakı kimi izah edilir: “ Pul və valyuta siyasəti dövlətin pul tədavülü və kredit sferasındakı siyasətidir”[49, 4].

Monetar siyasətə bu cür tərifin verilməsi göstərir ki, monetar siyasət dövrüyyədə olan puldan başqa həm də digər iqtisadi kateqoriyalarla məsələn, bank sistemi, maliyyə siyasəti və makropudensial siyasət ilə sıx əlaqədardır .

Avropa Birliyinin normativ aktlarında bu “monetary policy” kimi qeyd edilir ki, bununda Azərbaycan dilinə tərcüməsi monetar siyasət və ya pul siyasəti kimidir. Biz monetary policy ifadəsini həmçinin pul və valyuta siyasəti və valyuta siyasəti kimi də tərcümə edə bilərik. Bəzi Avropa Birliyi normativ aktlarında “exchange rate policy” rast gəliirik və bu məzənnə siyasəti və ya valyuta siyasəti ifadəsinə uyğun gəlir. Bütün bunları qeyd etməkdə məqsəd ondan ibarətdir ki, müasir qərb elmi valyuta və pul siyasətləri arasında ciddi sədd qoymurlar və bunları dövlətin pul sferasındakı siyasi

fəaliyyəti kimi kimi qəbul edirlər.

Valyuta siyasəti pul siyasətini tərkib hissəsidir və bir şox ölkələrdə bunun pul siyasətindən ayrıca müəyyənləşdirilməsi aparılmır [7, 41].

Biz hesab edirik ki, monetar siyasət – monetar orqanların ölkə iqtisadiyyatında pul kütləsinin həcmi, kredit hərəkətliyini və faiz uçot səviyyəsinin tənzimlənməsinə yönələn fəaliyyətdir.

Hər hansı digər sistem kimi, pul siyasət sistemi onu təşkil edən elementlərin cəmindən ibarətdir. Onlara aşağıdakılar aiddir: sistemin təşkili prinsipləri, subyektlər, obyektlər, məqsədlər, metod və alətlər, pul-kredit tənzimləməsinin mexanizmi.

Pul siyasətinin təşkili prinsipləri bütün sistemin əsas elementidir. Bu, sistemin digər elementlərinin söykəndiyi qaydalar dəstidir və onlara riayət edilməsi sistemi dayanıqlı, elastik və qənaətli edir.

Pul və valyuta siyasəti sisteminin subyektlərini həm geniş, həm də dar mənada araşdırmaq olar. Geniş mənada onların tərkibinə həm pul və valyuta siyasəti siyasətini həyata keçirən, həm də pul və valyuta siyasətinin təsirinə məruz qalan hüquqi və fiziki şəxsləri daxil etmək lazımdır. Tamamilə aydındır ki, bu halda pul vəsaitlərinin bütün sahibləri pul siyasətinin subyekti olacaq. Buna görə də pul siyasətinin subyektləri adətən dar mənada nəzərdən keçirilir, yəni onlara yalnız pul siyasətinin həyata keçirən hüquqi şəxslər aid edilir.

Pul və valyuta siyasəti subyektlərinə ilk öncə, mərkəzi banklar və ya onlarla analogi institutlar, qanunverici orqanlar aiddir, belə ki, onlar pul-kredit tənzimləməsinə toxunan qanunları qəbul edə bilər, həmçinin pul-kredit tənzimləməsinə təsir göstərən normativ aktlar qəbul etmək hüququna malik olan dövlət nazirlik və idarələri, məsələn, iqtisadiyyat nazirliyi, maliyyə nazirliyi.

Pul kütləsinin həcmi pul siyasətinin son obyektidir. Pul kütləsinin həcmi müəyyən edən pul aqreqlarının köməyi ilə pul və valyuta siyasətlərinin pul kütləsinə təsiri qiymətləndirilir. Kredit ekspansiyası siyasəti aparıldığı halda pul kütləsinin həcmi artır, kredit restriksiyası siyasəti aparıldıqda – azalır.

Pul və valyuta siyasətisisteminin obyektləri pul və valyuta siyasətitəsiri altında dəyişən pul dövriyyəsinin konkret göstəricilərinə deyilir:

- dövriyyədə olan pul kütləsinin həcmi (M_0, M_1, M_2, M_3);
- pul kütləsinin strukturu;
- əhalinin pul gəlirlərinin və xərclərinin həcmi və strukturu;
- bankda keçən nağd-pul dövriyyəsinin həcmi və strukturu;
- pul dövriyyəsinin sürəti;
- bank multuplikasiyası əmsalı;
- mərkəzi bankların hakimiyyətə verdiyi kreditlərin həcmi;
- mərkəzi bankların digər kredit təşkilatlarına verdiyi kreditlərin həcmi;
- hüquqi və fiziki şəxslərə verilən kreditlərin həcmi.

Monetar siyasətinin mexanizmi sisteminin elementi kimi pul və valyuta siyasəti alətlərinin tətbiqi qaydası monetar orqan tərəfindən təsbit olunur və mərkəzi bankların normativ- akt sənədləri ilə nizamlanır.

Azərbaycanda belə normativ sənədlər qismində Azərbaycan Mərkəzi bankının Normativ sənədlərindən istifadə olunur. Azərbaycanda Pul siyasəti aşağıdakı alətlər vasitəsilə həyata keçirilir: açıq bazarda əməliyyatların aparılması; faiz dərəcələrinin müəyyənləşdirilməsi; kredit təşkilatları üçün məcburi ehtiyatların müəyyənləşdirilməsi; kredit təşkilatlarının yenidən maliyyələşdirilməsi; depozit əməliyyatlarının aparılması.¹

Bu alətlər pul təklifinin parametrlərinə, faiz stavkalarının səviyyəsinə və inflyasiya gözləmələrinə bilavasitə təsir göstərir.

Mərkəzi Bankın monetar alətlərdən (vasitələrdən) istifadə etməsinin əsas prinsipləri aşağıdakılardan ibarətdir:

1. Səmərəlilik prinsipi. Bu prinsipin mahiyyəti ondan ibarətdir ki, istifadə edilən alətlərin müdaxilə ediləcək obyektlərə təsiri sürətli və dəqiq olmaqla nəticə daha tez əldə edilmiş olsun.
2. Bütün kredit təşkilatlarına bərabər yanaşmanın təmin edilməsi prinsipi.
3. Ardıcılıq prinsipi. Bu prinsipin mahiyyəti ondan ibarətdir ki, həyata keçirilən tədbirlər ardıcıl olmaqla qayda və proseduraların tez –tez dəyişdirilməsinə səbəb

¹ [AR MB haqqında Qanun maddə 29].

olmamalıdır.

4. Etibarlılıq prinsipi. Bu prinsip tələb edir ki, istifadə edilən vasitələr daha az maliyyə və əməliyyat riski daşmalıdır.

Mərkəzi Bank valyuta siyasəti vasitəsi ilə iqtisadiyyatın daxili və xarici dinamik müvazinətini təmin edir, tədiyyə balansını tənzimləmək məqsədi ilə ölkənin cari və strateji məqsədlərinə uyğun olaraq tədbirlər həyata keçirir.

Mərkəzi Bankın valyuta siyasəti dünya iqtisadiyyatı sferasında gedən dəyişikliklərə əsasən korrektə edilir və ölkənin makro iqtisadi vəziyyətini nəzərə alaraq tətbiq olunur. Mərkəzi Bankın valyuta müdaxilələrini həyata keçirərək xarici dövlətlərlə münasibətdə öz iqtisadi maraqlarını müdafiə edir.

Valyuta nəzarətinin gücləndirilməsi manat məzənnəsinin tarazlıq göstəricisinin onun möhkəmləndirilməsinə tərəf yerdəyişməsinə imkan yaradır.

Valyuta siyasətinin ölkənin ictimai-iqtisadi inkişaf məsələlərinə uyğun olan valyuta-iqtisadi münasibətlər sahəsində tədbirlərin məcmusu kimi başa düşülməsi Azərbaycanın innovasiya inkişafının valyuta amilinin rolunun artırılmasını nəzərdə tutur. Bunun üçün iqtisadi siyasətin tərkib hissəsi olan valyuta siyasətini modernləşdirmək lazımdır.

Ancaq AMB rəhbər sənədlərində valyuta siyasətinə lazımı diqqət ayrılır. Hətta məntiqlə valyuta siyasətinin də proqnozlaşdırılmalı olduğu Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının 2020-ci il üçün pul siyasəti icmalında pul və məzənnə siyasəti bölməsi yer alır. AMB illik hesabatlarında pul və məzənnə siyasəti bölməsi qeyd olunur.

Bizim fikrimizcə, valyuta siyasətinin pul siyasəti ilə sıx əlaqəsini və "pul" və "valyuta" anlayışlarının yaxınlığını nəzərə alaraq, bu sənədin adı və məzmununa valyuta siyasətini də daxil etmək məqsədəuyğundur.

Valyuta siyasətinin konseptual baxımdan əsaslandırılması üçün onun təhlilin ən səmərəli metodu kimi sistem metodologiyasından, habelə valyuta siyasətinin təkrar istehsal prosesi ilə birbaşa və əks əlaqəsini nəzərə alaraq valyuta siyasətinin təkrar istehsal nəzəriyyəsini istifadə etmək məqsədəuyğundur. Valyuta siyasətinin modernləşdirilməsi kompleks olmalı və məzənnə siyasətini, rəsmi beynəlxalq

ehtiyatları idarəetmə, valyuta tənzimlənməsi və nəzarət kimi əsas istiqamətləri özündə birləşdirməlidir.

Valyuta siyasətini həyata keçirilmə sırasında onun valyuta bazarının fəaliyyətinə təsir göstərən iqtisadi parametrlərin qarşılıqlı əlaqəsinin monitorini aparılması vacibdir: valyuta məzənnə; qızıl-valyuta ehtiyatları; tədiyyə balansı saldosu; daxili pul tədavülünün həcmi və dollarlaşma dərəcəsi və valyuta liberallaşma dərəcəsi.

Azərbaycanda Valyuta siyasətinin bütün kompleks tədbirlərinin realizə sxeması sistemli qaydada bir orqan tərəfindən (yəni valyuta tələb və təklifinə təsir tədbirləri) həyata keçirilməsi hələlilik konkret olaraq müəyyənləşdirilməmişdir.

Valyuta siyasətinin ayrı-ayrı məqsəd və alətləri hökumətin qəbul etdiyi ayrı-ayrı sənədlərdə öz əksini tapır (ölkə büdcəsinin qəbulunda, iqtisadi inkişaf nazirliyinin proqnozlarında, hökumətin qəbul etdiyi iqtisadi proqramlarda, Mərkəz Bankın pul siyasətinin əsas istiqamətlərində və s.).

Beləliklə, pul və valyuta siyasət sisteminin təşkilinin əsas prinsiplərindən biri pul-kredit tənzimləməsi sisteminin vahid təşkili fəaliyyəti Mərkəzi Bank tərəfindən təmin olunur. Pul-kredit tənzimləməsi sisteminin bütün subyektləri, mərkəzdən və ya yerlərdə yerləşməsindən asılı olmayaraq, dövlət orqanları tərəfindən qəbul olunan pul siyasətini rəhbər tutur və onların fəaliyyəti ölkə daxilində icrası məcburi olan vahid normativ sənədlərlə tənzimlənir².

Pul və valyuta siyasəti sisteminin bütünlüyü onun aşağıdakı xüsusiyyətləri ilə xarakterizə olunur: pul kütləsinin milli iqtisadiyyatın tələbatına uyğunluğunu, yəni pul tələbinin sabitliyini tənzimləmək; iqtisadi subyektlər (likvidlik) arasında fasiləsiz olaraq hesablaşmaları təmin etmək; inflyasiyanın qəbul edilən və əvvəlcədən xəbərdarlıq edilən dərəcəsini, həmçinin iqtisadi subyektlər üçün maliyyə resurslarının dəyərini təmin edərək milli iqtisadiyyatın investisiya aktivliyini stimullaşdırmaq; xarici investisiyaların axınının və uzunmüddətli, stabil xüsusiyyətini təmin edən şərait yaratmaq; bazar qloballaşması şəraitində milli kapitalın axınına mane olan qanunvericilik və iqtisadi tədbirlər sistemini təşkil edərək kapitalın milli hesablarını

² Geniş bax: Vəliyev C.R. Pul və valyuta siyasətinin konseptual əsasları // *Maliyyə və uçot*. - 2019. № 9. 65- 71.

effektiv idarə etmək.

Pul siyasətinin icrası bilavasitə pul siyasətinin reallaşdırılması çərçivəsində təmin olunur. Bu halda onun monetar hakimiyyət tərəfindən mandata uyğun olaraq təsdiq edilən son və ya strateji hədəfləri konkret makroiqtisadi parametrlərlə ifadə edilir. Onlara nail olma pul siyasət sistemini həyata keçirən orqana verilən mandatın köməyi ilə təmin olunur. Monetar hakimiyyətin mandatları onların fəaliyyətinin son vəzifələrini əks etdirir və qanunvericilik səviyyəsində təsdiq olunur. Bir qayda olaraq, o, ölkə konstitusiyasında və ya mərkəzi bank haqqında qanunda göstərilir.

Monetar hakimiyyətlərin mandatlarının məzmunu bütün hallarda onların davamlı iqtisadi inkişafa yönəlmiş iqtisadi siyasətin həyata keçirilməsində rolunu əks etdirir. Onun keyfiyyət xarakteristikaları kimi əksər hallarda makroiqtisadi və ya maliyyə sabilliyi, balanslaşdırılmış iqtisadi artım və/və ya rifahın yüksəldilməsi çıxış edir.

Pul siyasətinin əsas istiqamətlərində bu göstəricilərə xüsusi önəm vermək gərəkir: pul kütləsi və pul aqreqləri vəziyyəti haqqında analitik informasiya; iqtisadiyyatın monetizasiya səviyyəsi; beynəlxalq likvidlik ehtiyatının vəziyyəti və onun pul bazası ilə qarşılıqlı əlaqəsi; valyuta məzənnəsi.

Mərkəzi Bank öz fəaliyyəti barədə yalnız Azərbaycan Respublikası Prezidentinə hesabat verir³. Bu prinsipin tətbiqi onunla bağlıdır ki, Mərkəzi bankın başlıca prioritet məqsədi – Qanunla müəyyən edilmiş səlahiyyətləri daxilində qiymətlərin sabitliyinin təmin edilməsidir.

Pul siyasətinin əsas vəzifələrindən biri qiymət sabitliyinin təmin edilməsi və dəstəklənməsidir. İnkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatların mərkəzi bankının fəaliyyətinin öyrənilməsinin nəticələrinə görə qiymət sabitliyi əksər MB-lar üçün qanunvericilik səviyyəsində (onların mandatu ilə müəyyən olunur) son hədəfi kimi göstərilir.

Pul siyasətinin effektivlik göstəriciləri aşağıdakılardır:

- iqtisadiyyatın inflyasiyanın qəbul edilmiş səviyyəsi ;
- milli valyutanın stabil kursu və onun milli istehsalçıların (həm ekspertlərin, həm də idxalatçıların) maraqlarına uyğunluğu;

³ AR MB haqqında Qanunun 7 maddəsi

- pul və valyuta siyasəti kontekstində alınan tədbirlərin effektivliyi;
- pul siyasətinin şok təsirlərə qarşı həssaslığı; milli ödəniş sisteminin keyfiyyəti və etibarlılığı;
- maliyyə bazarı infrastrukturunun inkişaf səviyyəsi;
- sistem əhəmiyyətli institutların antimonopol tənzimlənməsi və nəzarəti tədbirlərinin effektivliyi;
- bazar iştirakçılarının yenidən maliyyələşdirmə mənbəyinə bərabər daxil olmasını təmin etmək.

Valyuta siyasətinin modernləşdirilməsinin əhəmiyyətli prinsipini onun konsepsiyasının işlənməsi təşkil edir ki, bu da postqlobal maliyyə böhranı dönməndən etibarən xarici iqtisadi şoklar və milli pul vahidlərinin devalvasiyası şəraitində valyuta siyasətinin tətbiqində milli iqtisadiyyatın xüsusiyyətlərini nəzərə alaraq hazırlanmalıdır.

1.2. Mərkəzi Bank Pul siyasətinin əsas institusional orqanı kimi

Əlverişli institusional mühitin yaradılması monetar siyasətin səmərəliliyinin artırılmasının mühüm istiqamətidir. Bu vəzifənin həlli monetar siyasətin səmərəliliyinin makroiqtisadi təhlilində institusional amilləri nəzərə almağı tələb edir.

1970-ci illər mərkəzi bankların hədəf və vəzifələrinin təkamülü prosesində dönüş nöqtəsi hesab edilir. Birincisi, onlar məhz həmin vaxt müstəqil pul siyasətini keçirmək hüququnu əldə etdilər. ABŞ-ın Federal Rezerv Sisteminin müstəqilliyi Federal ehtiyatla ABŞ Xəzinəsinin 1951-ci il razılaşması ilə təsbit edildi. Həmin razılaşmaya görə, Federal Rezerv Sistemə müstəqil monetar siyasətini keçirmək hüququ verildi. İngiltərə bankı yalnız 1997-ci ildə hökumətdən əməliyyat müstəqilliyini əldə etdi.

Beləliklə, inkişaf etmiş ölkələrin mərkəzi bankları artıq 1970-ci ildə, Bretton-Vud sistemin iflasından sonra, dərk etdilər ki, makroiqtisadi sabilliyin saxlanması üçün qiymət sabilliyini təmin etmək lazımdır. Avropa Birliyinin fəaliyyət təcrübəsi göstərir ki, 1975-ci ildən bu yana pul siyasətinin strategiyası, əməliyyat mexanizmi, monetar tənzimləmənin alətləri və həyata keçirilməsi praktikası əsas məqsədə - Avropa

İttifaqında ümumi qiymət stabilliyinin təmin edilməsi məqsədinə nail olma nöqtəyindən öz səmərəliliyini təsdiq etdi. Bu zaman Avropa İttifaqının rəsmi dairələrinin əsas mövqeyi əzəldən mərkəzi bankların üzərinə başqa iqtisadi məsələlərin həlli vəzifəsini qoymamaq idi.

Geniş anlamda monetar hakimiyyətin rolunu, məsələn, Avstraliya, Böyük Britaniya və Kanadanın monetar orqanlara verilən mandatlarda öz əksinin tapır. Birinci halda söhbət milli pul vahidinin stabilliyinin, tam məşğulluğun, iqtisadi artım və əhalinin rifahının yüksəlməsinin təmin edilməsindən gedir.

İngiltərə Bankının mandatu daha yığcam ifadə edilmişdir: "Britaniyalıların rifahı naminə monetar və maliyyə stabilliyinin təmin edilməsi"[38,15].

"Kanada Bankı haqqında" Qanuna əsasən, tənzimləyicinin mandatu ölkənin iqtisadi və maliyyə rifahının təmin edilməsindən ibarətdir [56, 45].

Bununla belə qeyd etmək istərdik ki, Avstraliyanın, Böyük Britaniyanın və Kanadanın monetar hakimiyyətinin əsas məqsədi - qiymət sabitliyinin təminatıdır. Bu ölkələrdə qiymət stabilliyinin dəstəklənməsi monetar siyasətin yeganə məqsədi kimi çıxış edir.

Hətta monetar targetləşdirməni həyata keçirən az inkişaf etmiş ölkələrin MB-1 da oxşar formulirovkalardan istifadə edir ki, bu da monetar hakimiyyətlərin rolu və vəzifələri ilə bağlı hansısa konsensusa nail olmanı təsdiqləyir. Belə ki, Nigeriya və Malavinin mərkəzi banklarının mandatları pul siyasətinin və makroprudensial siyasətin formulə edilməsi və həyata keçirilməsi yolu ilə qiymət və maliyyə stabilliyinin təmin edilməsindən ibarətdir.

Beləliklə, əvvəlcə inkişaf etmiş, sonra da inkişaf etməkdə olan ölkələrin monetar hakimiyyətləri istehlak qiymətlərinin stabil aşağı artım templərinin təmin edilməsini iqtisadi artımı, əhalinin rifahının yüksəldilməsini və onun çiçəklənməsini təmin edən mütləq şərtlərdən biri kimi tanıdılar.

Əksər MB-n konsensusu ondadır ki, pul siyasətinin əsas vəzifələrindən biri qiymət stabilliyinin təmin edilməsi və dəstəklənməsidir. İnkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatların 94 mərkəzi bankının fəaliyyətinin öyrənilməsinin nəticələrinə görə, 2000-cı illərdə onların əksəriyyəti iqtisadi artım templərini həyata

keçirilən pul siyasətinin kəmiyyət oriyentiri kimi nəzərdən keçirməkdən imtina etmişdirlər (Deyilənlər əvvəllər geniş yayılmış, xüsusən də inkişaf etməkdə olan ölkələrin MB arasında geniş yayılmış ödəmə balansının davamlılığını təmin etmək hədəfinə də aiddir) .

Eyni zamanda inflyasiya ilə bağlı öhdəliklər əksər MB-lar üçün qanunvericilik səviyyəsində (onların mandatı ilə müəyyən olunur) təsbit edilməsə də, pul siyasətinin son hədəfi kimi göstərilir. Mübadilə məzənnəsini targetləşdirən və Pul siyasəti milli valutanın dəyərinin dəstəklənməsinə yönələn MB istisnadır.

Yayılmış fikirdən fərqli olaraq [69], «çox vaxt inflyasiyanı targetləşdirən Mərkəzi Bankın mandatında qiymət sabilliyinin təmin edilməsi hədəfinə birbaşa göstəriş olmur və tənzimləyicinin üzərinə iqtisadi inkişafı və vətəndaşların rifahına yönələn tədbirlərin həyata keçirilməsini dəstəkləmək öhdəliyi qoyulur (məsələn, Norveç, Avstraliya, Kanada və Böyük Britaniya)».

Bununla belə bəzi ölkələrdə qiymət sabilliyinin təmin edilməsi və ya inflyasiyanın tarqetləşdirilməsi prinsiplərinin dəstəklənməsi qanunvericilik səviyyəsində tənzimlənir və mərkəzi bankın mandatına əlavə olunur (bu Çexiya, İsrail, Braziliya üçün tipikdir). Ancaq bu ölkələrdə də Mərkəzi Bankın mandatı tənzimləyicinin iqtisadi artım parametrlərinə tuşlanmış iqtisadi siyasət çərçivəsində qiymətlərin sabilliyinin təmin etməsini də nəzərdə tutur.

Bununla yanaşı, cəmiyyət pul siyasətinin nə dərəcədə effektiv təsir göstərməsi barədə məlumatlandırılmalıdır. Əksər ölkələrdə pul siyasətinin effektivliyinin qiymətləndirilməsi üçün mərkəzi bankların parlamentlərə hesabatlılığı istifadə olunur (məsələn, Azərbaycanca belə bir hesabat vermə praktikası yoxdur).

Mərkəzi bankların stabilləşdirmə funksiyasını yerinə yetirmək qabiliyyəti yalnız iqtisadiyyata monetar şokunun ötürülmə mexanizmindən deyil, həm də bu təsirin həyata keçirildiyi ölkənin institusional xüsusiyyətlərindən asılıdır.

Əlverişli institusional mühitin yaradılması monetar siyasətin səmərəliliyinin artırılmasının mühüm istiqamətidir. Bu vəzifənin həlli monetar siyasətin səmərəliliyinin makroiqtisadi təhlilində institusional amilləri nəzərə almağı tələb edir.

Monetar siyasət dünyanın bir çox dövlətlərində - həm inkişaf etmiş, həm də

inkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatlarda mühüm institusional sferaya çevrildi. Transformasiya etməkdə olan regionlarda, məsələn, Mərkəzi və Şərqi Avropada və Müstəqil Dövlətlər Birliyində bu, daha mühüm rol oynayır. Belə ki, "sosialist" amirlik iqtisadiyyatından bazar təsərrüfatına keçidin başlanğıc dövründə məhz səmərəli antiinflasiya tənzimlənməsinin həyata keçirilməsi ən əhəmiyyətli məsələlərdən biri idi.

Federal Ehtiyat Sistemi ABŞ-ın mərkəzi bank sistemidir. ABŞ Federal ehtiyat sisteminin dörd məqsədi müəyyən olunmuşdur:

1. Milli pul siyasətinin pul və kredit göstəricilərinin təsiri ilə tam məşğulluq və ölkədə qiymətlərin sabitliyini təmin etmək;
2. Bank sistemində maliyyə təhlükəsizliyin təmin olunması məqsədi ilə Bank institutlarının fəaliyyəti üzərində nəzarəti təmin etmək və kredit istehlakçıların hüquqları qorumaq;
3. Maliyyə sistemində sabitliyin təminatı və maliyyə bazarlarında yarana biləcək maliyyə riskinin qarşı tədbirlərin alınması.
4. Milli ödəniş sisteminin idarə olunması[64, 78].

Avropa mərkəzi bankının strategiyası Avropa ittifaqının iqtisadi siyasəti nəzərdə tutulan istiqamətləri dəstəkləməkdir. AMB prioritet məqsədi də inflasiyanı 2% səviyyəsində tutmaqdır. AMB Avrozona üzrə faiz dərəcələrini təyin etmək hüququna malikdir.

Avropanın aparıcı mərkəzi bankları prioritet kimi qiymət stabilliyini əsaslandıraraq hesab edirdilər ki, onun dəstəklənməsi makroiqtisadi göstəricilərin yaxşılaşdırılması və Avropa Birliyi ölkələrində həyat standartlarının yüksəldilməsi üçün möhkəm təməl qoyacaq. Bu, aşağıdakı səbəblərlə izah olunurdu:

Birincisi, qiymət stabilliyi mal və xidmətlərin nisbi qiymətlərindəki dəyişiklikləri asanlıqla izləmək imkan verir, çünki onları qiymətlərin ümumi səviyyəsindəki tərəddüdləri daha gizlətmir. Nəticədə müəssisə və vətəndaşlar bazarda istehlak və investisiya əhval-ruhiyyələri haqqında aydın, təhrif olunmamış informasiya əldə edirlər ki, bu da sərbəst resursları daha səmərəli yerləşdirməyə imkan verir. Bununla da qiymət stabilliyi Avropa Birliyinin iqtisadi potensialının artmasına imkan yaradır.

İkincisi, aşağı inflasiya investorlara uzunmüddətli aktivləri ilə bağlı mümkün

itkilərin kompensasiyası məqsədi ilə faiz stavkalarının səviyyəsinə daxil edilən inflyasiya riskinə görə mükafatın miqdarını azaltmağa imkan verir. Bununla kapitallar bazarında vəsaitlərin yerləşdirilməsinin səmərəliliyi yüksəlir, investisiyalaşdırmaya stimullar güclənir, regionda (ölkələrdə) iqtisadi artım sürətlənir.

Üçüncüsü, qiymət sabilliyi şəraitində müəssisələr və əhali öz aktivlərini inflyasiya nəticəsində qiymətdən düşmədən qorumaq üçün resurslarını istehsal sferasından ayırmağa az meylli olur.

Dördüncüsü, inflyasiyanın aşağı səviyyədə saxlanması əhali rifahının və gəlirlərinin icbari yenidən bölgüsünün qabağını almaq imkanı verir. Bu zaman pul siyasətinin ən populyar alətini pul təklifinin məhdudlaşdırılması, nominal valyuta məzənnəsinin tənzimlənməsi və inflyasiyanın targetləşdirilməsi təşkil etmişdi.

Birinci halda mərkəzi bank pul və ya kredit aqreqlərini tənzimləyir, ikinci halda monetar sferasının aralıq hədəfi kimi milli valyuta nominal mübadilə məzənnəsi çıxış edir, üçüncüdə - inflyasiyanın azaldılması üzrə konkret məsələlər qoyulur. Pul siyasətinin başqa variantları, məsələn, müəyyən nominal milli gəlirə və ya real valyuta məzənnəsinə nail olma kimi variantlar az tətbiq olunurdu.

Koreya Bankının əsas məqsədi qiymətlərin sabilliyinin təmin edilməsidir. Koreya Bankı haqqında Qanuna əsasən Bank pulların çap edilməsi, monetar və kredit siyasətinin müəyyən edilməsi, dövlətin bankı rolunda çıxış edilməsi, kommertiya banklarına bank funksiyasının təqdim edilməsi və bank sektoruna nəzarət funksiyalarına malikdir .

Çin Xalq Respublikasının mərkəzi bankı olan Çin Xalq Bankı Çinin monetar siyasətə nəzarət edir və Çinin kontinental hissəsində fəaliyyət göstərən maliyyə institutlarının fəaliyyətini tənzimləyir. Çin Xalq Bankının fəaliyyəti Dövlət Şurasının təlimatları əsasında monetar siyasətin formalaşdırılması və həyata keçirilməsi, maliyyə risklərinin qarşısının alınması və həll olunması və maliyyə sabitliyinin qorunmasından ibarətdir.

Rusiyada Mərkəzi bankın rəhbərliyi Dövlət dumasının iclaslarında müntəzəm olaraq öz fəaliyyəti haqqında hesabat verir, ildə iki dəfə bu icaslarda Mərkəzi bankın işləyib hazırladığı “Pul siyasətinin əsas istiqamətləri” nəzərdən keçirir. Dövlət duması

Rusiya Mərkəzi bankının rəhbərlərini də təsdiq edir .

Azərbaycanda Mərkəzi Bank öz fəaliyyəti barədə yalnız Azərbaycan Respublikası Prezidentinə hesabat verir. Mərkəzi Bankın İdarə Heyətinin sədri Bütçə layihəsinin müzakirəsi zamanı qarşıdakı il üçün pul siyasətinin əsas istiqamətləri barədə Azərbaycan Respublikası Milli Məclisinə məlumat verir.

“Azərbaycan Mərkəzi Bankın fəaliyyətinin əsas məqsədi - səlahiyyətləri daxilində qiymətlərin sabitliyinin təmin etmək və həmçinin banklararası mərkəzləşdirilmiş və digər lisenziyalaşdırılmayan ödəniş sistemlərinin təşkili və fəaliyyətinin təmin edilməsi, habelə bank sisteminin sabitliyinə dəstəyin göstərilməsindən ibarətdir⁴.

Azərbaycan Mərkəzi Bankın pul siyasəti yeni institusional idarəetmə çərçivəsi “Hədəflərlə idarəetmə” fəlsəfəsinə əsaslanır.

2011-ci ildən başlayaraq Mərkəzi Bank pul siyasəti mexanizminin qlobal postböhran dövrünün çağırışlarına uyğunlaşdırılması və beynəlxalq standartlaşma istiqamətində təkmilləşdirmə işləri davam edir. Azərbaycanda kontr-tsiklik makroprudensial idarəetmənin formalaşdırılması çərçivəsində araşdırmalar aparılmış və bu əsasında Mərkəzi Bankın pul siyasəti üzrə strategiyanın ilkin layihəsi hazırlanmışdır. Mərkəzi Bankda pul siyasəti siyasətinin effektivliyini təmin edən tədqiqat bazasının inkişaf etdirilməsi istiqamətində də işlər davam edir.

Formal fərqlərə baxmayaraq, monetar hakimiyyətlərin mandatlarının məzmunu bütün hallarda onların davamlı iqtisadi inkişafa yönəlmiş iqtisadi siyasətin həyata keçirilməsində rolunu əks etdirir. Onun keyfiyyət xarakteristikaları kimi əksər hallarda makroiqtisadi və ya maliyyə sabilliyi, balanslaşdırılmış iqtisadi artım və/və ya rifahın yüksəldilməsi çıxış edir.

⁴ <https://www.cbar.az/page-3/about-us>

Cədvəl 1.1.1.
Mərkəzi Bankların əsas məqsədləri

Ölkə	Məqsəd	Qanunvericilik aktı, qəbul edildiyi il
Avstraliya	Milli pul vahidinin stabiliyinin, tam məşğulluğun, iqtisadi çiçəklənmənin və əhali rifahının artırılmasının təmin edilməsi	Ehtiyat bankı haqqında qanun, 1959
Kanada	Ölkə iqtisadiyyatının maraqlarına uyğun pul-kredit sisteminin tənzimlənməsi, milli pul vahidinin xarici dəyərində (external value of the currency) nəzarət və müdafiəsinin həyata keçirilməsi, onun istehsalın, ticarətin, qiymətlərin və məşğulluğun həcmində dinamika-sına təsirinin yumşaldılması ki, bu da kanadalıların iqtisadiyə və maliyyə rifahına səbəb olacaq	Kanada Bankı haqqında qanun, 1985
Çili	İnflyasiya və ya depressiya tendensiyalarının formalaş-masına mane olacaq, bununla da istehsal resurslarından səmərəli istifadəsinə səbəb olacaq pul və valyuta siyasəti vasitəsilə iqtisadiyyatın fasiləsiz və ardıcıl inkişafının təmin edilməsi Milli valyutanın aşağı və stabil inflyasiyanı nəzərdə tutan stabiliyinin, həmçinin daxili və beynəlxalq hesablaşmalar sisteminin fasiləsiz fəaliyyətinin təmin edilməsi, davamlı iqtisadi artım üçün əsasın formalaşdırılması	22 avqust 1925-ci il tarixli qanun № 486 Konstitusiya, 1989
Kolumbiya	Dövlətin hədəflərinə nail olma, yəni valyutanın alıcılıq qabiliyyətinin dəstəklənməsi	Konstitusiya və qanun, 1992
Çexiya	Qiymət və maliyyə sabilliyinin və maliyyə sisteminin davamlılığının dəstəklənməsi, banknotların emissiyası, banklar arasında qarşılıqlı hesablaşma sisteminin tənzimlənməsi	Çexiya milli bankı haqqında qanun, 1992
Qana	İqtisadi artım, inflyasiya və ödəmə balansının davamlılığı Əsas məqsəd qiymətlərin ümumi səviyyəsinin sabilliyi-nin dəstəklənməsidir. Bundan başqa, Qana Bankı höku-mətin ümumi iqtisadi siyasətinin həyata keçirilməsinə səbəb olmalı və iqtisadi artımı və ölkənin bank və kredit sisteminin səmərəli fəaliyyətini dəstəkləməlidir	Qana bankı haqqında Qərar, 1957 Qana bankı haqqında Qanun, 1957
İndoneziya	Rupiyin stabil məzənnəsinin dəstəklənməsi. İqtisadi artımın dəstəklənməsi məqsədilə rupiyin stabil məzən-nəsinin təmin edilməsi, daxili və xarici şoklara qarşı dura bilən səmərəli maliyyə sisteminin inkişaf etdiril-məsi ki, bu da maliyyə resurslarının səmərəli bölgüsü hesabına iqtisadi sabilliyə və iqtisadiyyatın inkişafına səbəb olacaqdır	İndoneziyanın Mərkəzi bankı haq-qında Qanun, 1999 İndoneziyanın Mərkəzi bankı haq-qında Qanun, 2004
İsrail	Əsas hədəf qiymətlərin sabilliyinin dəstəklənməsi, habelə hökumətin iqtisadi artımın, məşğulluğun təmin edilməsi və sosial bərabərsizliyin azaldılması istiqamətində iqtisadi siyasətinin digər hədəflərinə dəstək (bu, əsas məqsədə zidd deyilsə), ödəmə sisteminin təhlükəsiz, səmərəli fəaliyyətinin təmin edilməsi ki, bu da pul-kredit sisteminin və maliyyə sabilliyinin dəstəklənməsinə səbəb olur	İsrail bankı haqqında Qanun, 2010

Meksika	Əsas hədəflər milli valyutanın emissiyası, əhali rifahının yüksəldilməsi məqsədilə uzunmüddətli perspektivdə onun alıcılıq qabiliyyətinin dəstəklənməsi. İkinci dərəcəli – maliyyə və ödəmə sistemlərinin davamlılığının dəstəklənməsi	Meksika Konstitusiyası, 1993
Yeni Zelandiya	Qiymətlərin stabilliyinin təmin edilməsi, etibarlı və səmərəli maliyyə sisteminin dəstəklənməsi, banknot və sikkələrin emissiyası	Yeni Zelandiyanın Rezerv bankı haqqında Qanun, 1989
Norveç	İqtisadi stabilliyin təmin edilməsi, pul-kredit və valyuta siyasətinin həyata keçirilməsi, ödəmə sisteminin və maliyyə bazarlarının etibarlılığının və səmərəliliyinin dəstəklənməsi, valyuta ehtiyatlarının və suveren fond vəsaitlərinin idarə edilməsi	Kral fərmanı, 1985
Peru	Əsas hədəf monetar stabilliyin təmin edilməsi, kreditləşdirmə şərtlərinin tənzimlənməsi, iqtisadi artım və məşğulluğun dəstəklənməsi, bank sektorunun inkişafının həvəsləndirilməsi Monetar stabilliyin dəstəklənməsi, pul təklifinin tənzimlənməsi, valyuta ehtiyatlarının idarə edilməsi, pul emissiyasının həyata keçirilməsi	Konstitusiya, 1979 Konstitusiya, 1993
Cənubi Afrika	Əsas hədəf tarazlaşdırılmış və davamlı iqtisadi artımı təmin etmək üçün valyutanın dəyərinin dəstəklənməsi. Digər təsisatlarla birgə maliyyə stabilliyinin təmin edilməsində aparıcı rol oynayır	Konstitusiya, Rezerv bankı haqqında Qanun, 1989
Litva Bankı	Qiymətlərin stabilliyi	Litva bankı haqqında qanun
Rusiya Mərkəz Bankı		Rublun dayanıqlılığı və müdafiəsinin təmini, xarici valyutalara nisbətən alıcılıq qabiliyyəti və kursunun müdafiəsi
Böyük Britaniya	Britaniyalıların rifahı naminə monetar və maliyyə stabilliyinin təmin edilməsi	İngiltərə Bankı haqqında Qanun, 2012
FRS ABŞ	Maksimal davamlı uzunmüddətli iqtisadi artım və qiymətlərin stabilliyi	(Federal Reserve Act)

Mənbə: Mərkəzi Bankların rəsmi saytları əsasında tərtib olunur.

Davamlı makroiqtisadi inkişafın vacib amillərindən biri olan sabit qiymət dayanıqlığı, yəni minimum və proqnozlaşdırıla bilən inflyasiyanı təmin etmək üçün mütərəqqi dünya təcrübəsini əsas götürərək 2016-cı ildən etibarən Azərbaycan Mərkəzi Bankı pul siyasətinin effektiv strateji çərçivəsi olan inflyasiyanın birbaşa hədəflənməsi rejiminin tətbiqi şərtlərinin təmin olunması istiqamətində məqsədyönlü tədbirlər də həyata keçirməyə başladı.

1.3. Qiymətlərin sabitliyi pul və valyuta siyasətinin əsas məqsədi kimi

Adətən, bütün ölkələrdə Mərkəzi bankların pul siyasətinin ümumi son məqsədi var – qiymətlərin sabitliyinin təminatıdır. Pul siyasətinin əsas məqsədi- sabit qiymət səviyyəsinin və ya sabit inflyasiya səviyyəsinin saxlanılmasıdır. Makroiqtisadi sabitliyin təmin edilməsinin ən yaxşı üsulu nominal faiz dərəcəsi kimi pul siyasətinin belə alətindən istifadəylə qiymətlərin sabitliyinin saxlanmasıdır.

Keynsianlarla klassiklər arasında praktiki mübahisələrdən biri “pul və valyuta siyasəti diskret olmalı, yəni tsiklə istiqamətlənməli və “gəzən standart”ı (Random walk monetary standarts) rəhbər tutmalıdır, yoxsa daimi qaydaya (Monetary rule) tabe olmalıdır?” sualı ilə bağlıdır. Habelə belə bir fikir mövcuddur ki, siyasət eyni zamanda həm qaydanı, həm də tsikli rəhbər tutmalıdır [45, 27].

Xarici ədəbiyyatda aktiv pul siyasətinin aşağıdakı motivləri də qeyd edilir [134, 78]:

- ictimai nöqteyi-nəzərdən optimal məşğulluq səviyyəsinə nail olma (məşğulluq motivi);
- inflyasiya vergisinin qoşulması yolu ilə büdcə kəsirinin maliyyələşdirilməsi (fiskal gəlir motivi);
- tədiyyə balansını məqsədlərinə nail olma (merkantilist motiv);
- faiz normasının dəyişməsinin yox edilməsi (maliyyə sisteminin sabitliyi motivi).

“Müasir şəraitdə bazar iqtisadiyyatı modelinə malik bütün dövlətlər pul- siyasətinin iki konsepsiyasını⁵ istifadə edir:

1. kredit ekspansiyası və ya “ucuz pullar” siyasəti adlandırılır. Onun nəzəri əsasını D.Kyns, A.Marşall, A.Piqu, İ.Fiçer və digər iqtisadçıların inkişaf etdirdiyi pulun kəmiyyət nəzəriyyəsi təşkil edir.

2. kredit restriksiyası və ya “bahalı pullar” siyasətinin nəzəri əsası isə monetarizmdir. Bu nəzəriyyə K.Brunner, A.Meltser, F.Keygen, M.Fridman tərəfindən inkişaf etdirilib” [38].

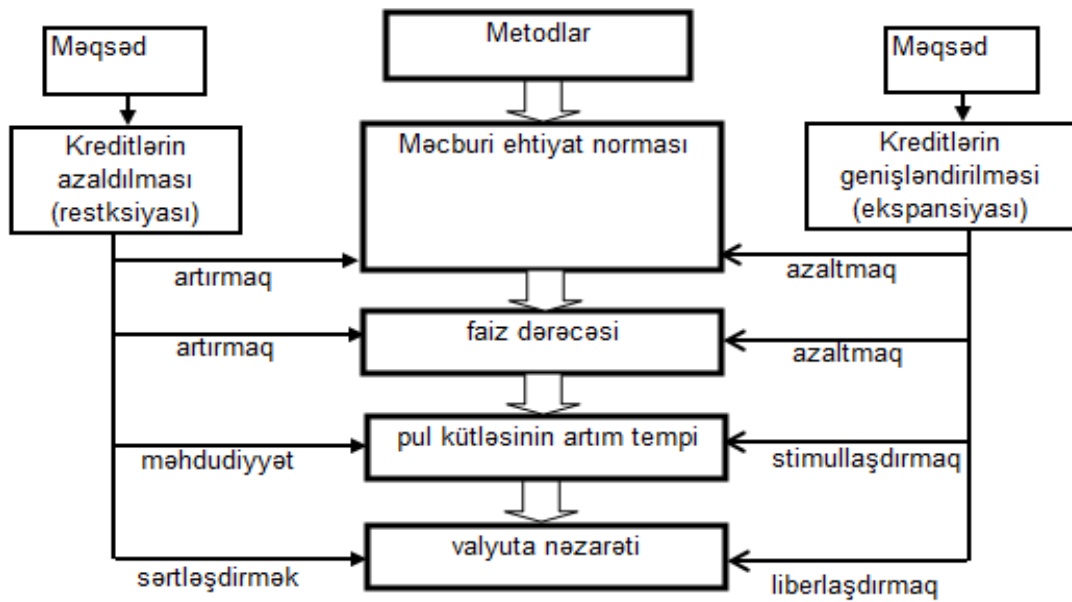
Hər iki nəzəriyyə arasında fərqdən çox, oxşarlıq var. Təsadüfi deyil ki, bir müddət

⁵ Konsepsiya dedikdə, elə bir istiqamət, başlıca məqsəd başa düşülür ki, ona nail olmaq üçün işlənilmiş tədbirlər paketi istifadə edilir.

keçdikdən sonra kəmiyyət nəzəriyyəindən monetarizmə keçmiş, M.Fridman isə kəmiyyət nəzəriyyəini birbaşa özünün monetarizm versiyasına daxil etmişdir [100, c 75].

Kredit ekspansiyası siyasəti dövriyyədə pul kütləsinin artımı və bununla əlaqədar olaraq, işləyən kapitalın artırılması, məşğulluğun artması və son nəticədə təkrar, istehsal proseslərinin artması üçün pul-kredit sisteminin kompleks alətlərinin istifadəsini nəzərdə tutur. Bir qayda olaraq, pul siyasətinin bu konsepsiyası ölkədə istehsalın azalması, iqtisadi böhran və ya durğunluq, işsizliyin artması müşahidə olunduğu vaxtlarda istifadə edilir.

Kredit restriksiyası siyasəti dövriyyədə pul kütləsinin azaldılması üçün pul siyasətinin alətlər kompleksinin istifadəsini nəzərdə tutur. O, əsasən iqtisadi artım zamanı (həddindən artıq istehsal böhranlarının qarşısının alınması) və inflyasiya və onun nəticələri ilə mübarizə üçün istifadə edilir. Bu konsepsiya həm də pul islahatlarının, xüsusilə müsadirə xarakterli islahatların hazırlanması və keçirilməsi zamanı istifadə edilir.



Sxem 1.3.1. Kredit restriksiyası və kredit ekspansiyası siyasətləri

Bu rejimin ideyası Amerika iqtisadçısı İ.Fişerin "kəmiyyət tənliyinə" söykənir. Bu, ondan xəbər verir ki, iqtisadiyyatda işləyən pulun miqdarı xalq təsərrüfatında yaradılmış bütün nominal gəlirin dəyərində bərabər olmalıdır. Yəni pul dövriyyəsinin sürətinə vurulmuş pul kütləsi iqtisadiyyatın nominal gəlirinə tam bərabər olmalıdır [104, 85].

Monetar targetləşdirmə pul kütləsinin faiz dəyişməsi (M1, M2 və ya M3 aqreqatları) və ya likvidliyin ümumi səviyyəsi və ya pul təklifinin dinamikasının yuxarı və aşağı

hüdüdlərinin təyini kimi verilə bilən məqsədli oriyentirin hər il elanını nəzərdə tutur.

Çikaqo universitetinin professoru M. Fridman qeyd edir ki, pul kütləsi üzrə məqsədli oriyentirin qəbul edilməsi üçün əsas arqument kimi inflyasiyanın monetar təbiəti çıxış edir. Yaxın vaxtlara qədər Avropada hamılıqla qəbul edilmişdir ki, ümumi bahalanma pul təklifinin dinamikası ilə təyin edilir [51, 66].

Deməli, bu asılılığı bilərək başqa makroiqtisadi amilləri nəzərə almaqla, habelə real ümumi daxili məhsulun artım proqnozunu bilməklə proqnozlaşdırılan dövrdə ən yaxşı üsulla qiymət stabiliyinə nail olmağa kömək edəcək pul dəhlizini təyin etmək mümkündür. Tədqiqatlar göstərdi ki, bu rejimin həm güclü, həm də zəif tərəfləri var.

Onun üstünlükləri aşağıdakılardan ibarətdir:

- pul kütləsi haqqında məlumatlar adətən başqa dəyişənlərdən əvvəl daxil olur ki, bu da erkən mərhələdə inflyasiyanın qısamüddətli perspektivləri haqqında informasiya əldə etməyə imkan verir;
- inflyasiyanın özündən çox, nominal pul kütləsinə birbaşa nəzarət etmək mümkün olur;
- pul kütləsi üzərində sərt nəzarət çox vaxt dövlət borcunun genişləndirilməsi ilə bir araya sığmır ki, bu da fiskal siyasətə müəyyən nizamlyacı təsiri göstərir;
- məqsədli göstəricilərin təyini əhəmiyyətli analitik iş tələb etmir; bunun üçün yalnız real iqtisadi artımın, pul dövriyyəsinin trend sürətinin və pul bazasının multiplikatorunun illik ehtimalları lazımdır;
- pul siyasətinin digər strategiyaları arasında monetar targetləşdirmənin potensial üstünlüklərindən biri ondan ibarətdir ki, pul kütləsinin artım tempinin göstəricisi buraxılışın müşahidə olunmayan qiymətlərinə aid olan faydalı məlumatı əks etdirə bilər.

Eyni zamanda iqtisadçıların tədqiqatlarında qeyd edilir ki, pul kütləsinin məqsədli göstəriciləri üçün həm konseptual, həm də praktik çatışmazlıqlar səciyyəvidir:

- monetar targetləşdirmə bu fərziyyəyə əsaslanır ki, mərkəzi bank nominal pul kütləsinə tam müəyyən edə bilər və iqtisadiyyatda pul kütləsi ilə nominal gəlir arasında uzunmüddətli əlaqə mövcuddur. Bu, qeyri-əşkar şəkildə pul multiplikatorunun və pul dövriyyəsinin sürətinin stabilliyini nəzərdə tutur ki, buna da təcrübədə heç də həmişə riayət edilmir və belə hallarda monetar məqsədli oriyentirlərin tətbiqi lazımsız olur;
- pul tələbi müxtəlif dövrü tərəddüdlərə məruz qaldıqda və likvidliyin dövriyyə sürəti

qeyri-stabil olduqda, monetar targetləşdirmənin səmərəliliyi azalır.

Avropa iqtisadçılarının əsərlərində həmçinin vurğulanır ki, pul təklifi üzərində mərkəzi bank tərəfindən tam nəzarət edilməlidir. Amma o, yalnız pul bazasını izləməyə qadirdir, halbuki genişlənmiş aqreqatın dinamikası iqtisadi aktorların davranışından və xaricdən kapital axınından asılıdır. Əsas makroiqtisadi dəyişənlərin dəyişməsi ilə pul kütləsinin dinamikası arasında daha güclü və davamlı əlaqə məhz geniş mənada pul təklifi üçün müşahidə olunur.

Əslində bu strategiyanın səmərəliliyi ona görə azalır ki, maliyyə bazarları inkişaf etdikcə, pul kütləsinin artımı ilə inflyasiya arasında əlaqə zəifləyir. Buna görə də bir sıra mərkəzi banklar tərəfindən məqsədli inflyasiya prinsipindən istifadə olundu. Düzdür, Avropanın bir çox monetar tənzimləyiciləri (Avropa Mərkəzi Bankı, İngiltərə Bankı, İsveç bankı və b.) indiyə qədər oriyentiri pul kütləsinin artım tempiyinə görə müəyyən edir və onu pul siyasətinin mühüm makroiqtisadi indikatorlarından biri kimi nəzərdən keçirirlər.

Yetkin bazar iqtisadiyyatında, həmçinin güclü istehsala malik olmayan ölkələrdə müsbət nəticələr verən liberal-monetarist model keçmiş SSRİ daxil olan ölkələr üçün üçün məhsuldar olmamışdır. Bütün qeyd edilən tədbirlər ölkə istehsalının artmasına gətirib çıxarmamış və son nəticədə iqtisadiyyatı nə sıçrayışlardan, nə rublun mövqeyinin kəskin zəifləməsindən, nə də bank hesablaşmaları sisteminin dağılmasından qorumamışdır.

İnflyasiyanın dağıdıcılığını, investisiya qoyuluşunun və istehsalı inkişafının mümkünsüzlüyünü anladıqdan sonra, AMB pul kütləsinə ciddi nəzarəti nəzərdə tutan sərt monetarist siyasətə keçdi. İqtisadi siyasətdə əsas prioritet milli valyutanın stabilliyinin təmin edilməsi olmuşdur.

Makroiqtisadi siyasətin əsas hədəfləri qismində - dövriyyədə olan pul kütləsinin artım sürəti və büdcə kəsiri səviyyəsinin azaldılması, bu kəsirin inflyasiya yaratmayan amillər (daxili borclanmalar) hesabına maliyyələşdirilməsi, inflyasiyanın minimum səviyyəsinin və milli valyutanın nominal mübadilə məzənnəsinin dayanıqlığının təmin olunması, iqtisadiyyatda faiz dərəcələrinin azaldılması və s. çıxış edirdi.

İslahatlar proqramı nəticəsində Azərbaycan qanunvericiliyində AMB-in müstəqilliyinin təmin edilməsi və onun ölkə hökumətindən asılılığının aradan qaldırılmasına, döv-

lət büdcəsi kəsrinin Mərkəzi Bankın kreditləri hesabına maliyyələşdirilməsinin qanunvericiliklə qadağan olunması, dövlət maliyyəsinin idarəsində xəzinədarlıq sisteminin yaradılması reallaşdırıldı.

Praktika bir tərəfdən pul kütləsinin dozalaşdırılmış artımı haqqında fikirlərin şəksizliyini, digər tərəfdən onun effektiv surətdə məhdudlaşdırılmasının zəruriliyini sübut etmişdir, buna görə də hər bir vəziyyətdə iqtisadiyyata pul qoyuluşunun məbləği iqtisadi konyunkturanın vəziyyətinə uyğun olmalıdır.

Pul təklifinin parametrlərinin və kanallarının tənzimlənməsi üsulları bazara və dövlətə aid ola bilər, lakin onların birləşməsi, qoşulma yeri və vaxtı hər dəfə milli iqtisadiyyatın vəziyyəti ilə müəyyən olunur.

Valyuta siyasətinin bu və ya digər istiqamətləri Mərkəzi Bank tərəfindən həyata keçirilir və ölkəmizdə valyuta siyasətinin əsas istiqamətləri milli valyutanın məzənnəsinin sabitliyini qorumaq, onun dönərliyinin inkişaf etdirilməsi, daxili valyuta bazarının daha da inkişafının təmin edilməsi, həyata keçirilən valyuta əməliyyatlarının dairəsinin genişləndirilməsi, ölkənin strateji valyuta ehtiyatlarının beynəlxalq standartlara uyğun səviyyədə qorumaq və artırılmasından ibarətdir. Ölkədə maliyyə sabitliyinin yaradılmasında, düzgün valyuta siyasətinin aparılmasında və daxili bazarım müdafiəsinin təmin olunmasında valyuta tənziminin əhəmiyyəti böyükdür.

Bununla əlaqədar olaraq 21 oktyabr 1994-cü ildə qəbul olunmuş "Valyuta tənzimi haqqında" Azərbaycan Respublikasının qanunu mühüm addım oldu. Mərkəzi Bank valyuta bazarını daha da inkişaf etdirmək məqsədilə manatın xarici valyutalara nisbətən rəsmi məzənnəsinin müəyyən edilməsi mexanizmini daha da liberallaşdırmaq üzrə də qəti addım atmışdır. 1999-cu ilin iyul ayının 12-dən başlayaraq, manatın xarici valyutalara nisbətən rəsmi məzənnəsinin BBVB-də formalaşan məzənnə əsasında təyin olunması mexanizmi ləğv edilmişdir [18, 41].

Valyutaların məzənnəsinin nisbi stabilliyini təmin etmək, itki risklərini və ölkələr arasında valyuta ziddiyyətlərini azaltmaq üçün ölkələrin iqtisadi siyasətin əlaqələndirilməsi sahəsində qarşılıqlı təsirlərinin əhəmiyyətini nəzərə alaraq, ticarət balansının vəziyyətindən başqa, valyutaların məzənnə nisbətlərinə təsir göstərən başqa amilləri də nəzərə almalıdırlar. Valyuta məzənnəsinin artırılması yalnız ödəmə balansının cari

əməliyyatlar hesabının aktiv saldosundan yox, həm də bir sıra başqa amillərdən, o cümlədən daxilə xarici kapital axınının artmasından, inflyasiya templərində ölkələr arasındakı fərqlərdən və faiz dərəcələrinin səviyyəsindən, valyuta spekuliyalarının (məzənnənin yüksəldilməsinə yönələn oyunların) istiqamətindən, milli məzənnəyə etibar dərəcəsindən asılıdır.

Ölkənin qlobal maliyyə sabitliyinin əsas istiqamətlərindən biri onun tədiyyə və ticarət balansının vəziyyətidir. Mərkəzi Bankın valyuta siyasətinin əsas istiqamətlərindən biri də məhz ölkə ixracatının beynəlxalq rəqabət qabiliyyətini təmin etməkdən, yerli istehsalın dirçəlişinə və ixracın artmasına stimül verməkdən ibarətdir.

Cədvəl 1.3.1.

Bəzi ölkələr üzrə pul kredit siyasətinin son məqsədi

Monetar orqanlar və Mərkəzi Banklar	Pul kredit siyasətinin son məqsədi
FRS ABŞ	Maksimal davamlı uzunmüddətli iqtisadi artım və qiymətlərin stabilliyi
Avropa Mərkəz Bankı	Qiymətlərin stabilliyi
Alman Bundesbankı	Valyutanın müdafiə olunması və dövlətin ümumi iqtisadi siyasətinin dəstəklənməsi
İngiltərə Bankı	Qiymətlərin stabilliyi
Bank İtaliya	Milli valyutanın stabilliyi
Bank Portuqaliya	Daxili pul sabitliyi və valyutanın xarici tədiyyəqabiliyyətliliyi
Yunanıstan Bankı	Pul tədavişinin və kreditlərin idarə edilməsi
Estoniya Bankı	Eston kronasının müdafiə olunması, bank sisteminin stabilliyi, eston maliyyə sisteminin inkişafı və səmərəliliyi
Litva Bankı	Milli valyutanın stabilliyi
Rusiya Mərkəz Bankı	Rublun dayanıqlılığını və müdafiəsinin təmini, xarici valyutalara nisbətən alıcılıq qabiliyyəti və kursunun müdafiəsi
Azərbaycan Mərkəzi Bankı	Qiymətlərin sabitliyi

Mənbə: Müəllifin tədqiqatları əsasında

Mərkəzi banklar valyuta siyasətini milli pul vahidlərinin bazar (tarazlıq) məzənnəsinin müdafiəsi üzrə həyata keçirirlər. Onların valyuta bazarındakı əsas rolu milli pulların kəskin kurs dəyişmələrinə yol verməməkdən, kursları bu və ya başqa sərhədlərdə saxlamaqdan ibarətdir. Valyuta siyasətinin bu və ya digər istiqamətləri Mərkəzi Bank tərəfindən həyata keçirilir və ölkəmizdə valyuta siyasətinin əsas istiqamətləri milli valyutanın məzənnəsinin sabitliyini qorumaq, onun dönrəliyinin inkişaf etdirilməsi, daxili

valyuta bazarının daha da inkişafının təmin edilməsi, həyata keçirilən valyuta əməliyyatlarının dairəsinin genişləndirilməsi, ölkənin strateji valyuta ehtiyatlarının beynəlxalq standartlara uyğun səviyyədə qorumaq və artırılmasından ibarətdir. Ölkədə maliyyə sabitliyinin yaradılmasında, düzgün pul siyasətinin aparılmasında və daxili bazarın müdafiəsinin təmin olunmasında valyuta tənzipinin əhəmiyyəti böyükdür.

Mərkəzi Bank Devalvasiyadan sonra (2015 sonra) valyuta bazarında iştirakını minimuma düşürməklə manatın məzənnəsinin makroiqtisadi göstəricilərinin (tədiyə balansı, neftin qiyməti və s.) təsiri altında dəyişməsinə imkan tanıdı.

Beləliklə, mövcud qanunvericiliyə əsasən, Azərbaycan Respublikasında pul siyasətinin basılıca məqsədi qiymət sabitliyinin təmin edilməsidir. Qiymət sabitliyinin təmin edilməsi ölkədə makroiqtisadi sabitliyi möhkəmləndirməklə qarşıya qoyulmuş strateji hədəflərin reallaşdırılmasına əhəmiyyətli töhfə verəcəkdir. Azərbaycan iqtisadiyyatının mövcud reallıqları və mütərəqqi beynəlxalq təcrübə onu deməyə əsas verir ki, orta və uzun müddətli dövrdə pul siyasətinin iqtisadiyyata yüksək ötürücülüyünün makroiqtisadi və maliyyə sabitliyinin əldə edilməsinə əhəmiyyətli töhfə verməsi məqsədilə ən optimal pul siyasəti rejiminə keçid təmin edilməlidir.

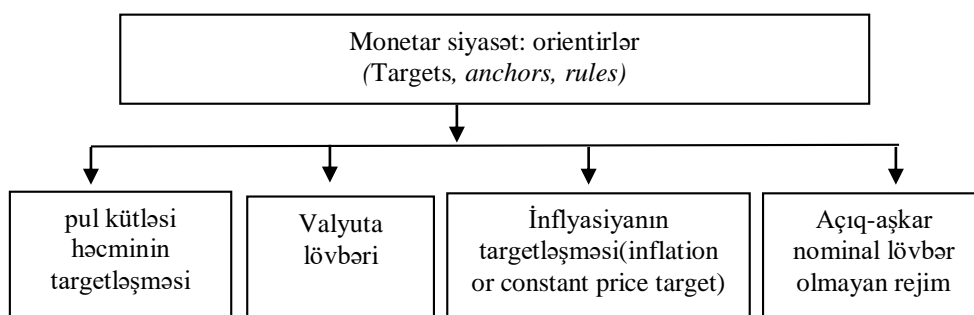
II FƏSİL. MÜASİR PUL SIYASƏTİ ÇƏRÇİVƏSİNDƏ ALTERNATİV MONETAR REJİMLƏRİN TƏTBİQİNİN TƏHLİLİ VƏ QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ

2.1. Pul siyasəti çərçivəsində məzənnənin hədəflənməsi rejimi: təhlil və qiymətləndirmə

Pul Siyasəti Rejimləri bir çox hallarda əsas hədəfə nail olmaq üçün aralıq və son hədəflər üzrə dəqiq və ya orientir kəmiyyət göstəriciləri, pul siyasəti çərçivəsində həyata keçirilməsi planlaşdırılan tədbirlər sistemi əks etdirilir. Pul siyasətinin pul kütləsinin hədəflənməsi, məzənnənin hədəflənməsi, inflyasiyanın hədəflənməsi kimi rejimləri bir-birindən fərqləndirilir.

Monetar rejimin əsasını monetar orqanlarının fəaliyyətinin yeganə son məqsədli göstəricisinin seçilməsi təşkil edir (target – məqsəd, ingilis). O, bütün pul- siyasətinin bağlı olduğu nominal lövbər (nominal anchor) qismində çıxış edir.

Pul effektivliyi bu məqsədli göstəriciyə nail olma dərəcəsi kimi şərh olunur.



Sxem 2.1.1. Müasir pul siyasəti çərçivəsində alternativ monetar rejimlər

Milli valyutanın məzənnənin tənzimlənməsini nəzərdə tutan pul siyasəti rejiminə məzənnənin hədəflənməsi deyilir. Adətən bu rejim çərçivəsində Mərkəzi Banklar təsbit olunmuş məzənnə rejiminin müxtəlif variantlarını tətbiq edirlər. Məzənnənin hədəflənməsi rejimi pul siyasətinin tarixən ən qədim rejimidir.

Valyuta kursunun targetləşməsinin sərt və ciddi variantı pul hakimiyyətinin tələb

olunduqda milli məzənnəni müəyyən edilmiş kursla xarici məzənnəyə dəyişməsinə tələb edən valyuta idarə edilməsidir (currency board). Bu tələblərə uyğun olmaq üçün, bir qayda olaraq 100%-dən çox milli məzənnə həcmi ödəyən xarici ehtiyatlara malik olmaq və pul hakimiyyətinə heç bir azadlığa imkan verməmək lazımdır.

Valyuta məzənnəsinin targetləşdirilməsi siyasətinin aparılmasının, yəni “valyuta lövbəri”nin müəyyən edilməsinin bir neçə variantı mümkündür: təsbit etmə, «crawling peg» (“sürünən təsbit etmə”); bəzən yumşaq fiksasiyanın bir növü, bəzən isə idarə olunan üzüm kimi baxılan “valyuta dəhlizi”, inkişaf edən bazarlara və keçid iqtisadiyyatına malik bir çox ölkə, xüsusilə, Çili, Kolumbiya, İsrail, Meksika, Macarıstan, Polşa və Rusiya, “monetar idarəetmə”dən sonra ikinci – islahatlar mərhələsində valyuta məzənnəsinin idarə olunması siyasətini qəbul etmişdir.

“Keçid iqtisadiyyatına malik ölkələrdə “valyuta lövbəri”nin tətbiq edilməsi qiymətlərin qısamüddətli sabitləşməsinə gətirib çıxarır. Xüsusi rol “siqnal effekti” oynayır. Valyuta məzənnəsinin təsbit edilməsi idxal edilən malların qeyri-aşkar idarə edilməsinə bərabərdir. Xarici valyutanın məzənnəsi belə halda həmin ölkə daxilində qiymətlərin miqyası rolunu oynayır”[30].

Bununla yanaşı, valyuta kursunun targetləşməsi bir sıra üstünlüklərə malikdir:

1. valyuta kursunun məqsədli göstəricisinin nominal lövbəri ticarət edilən mallar üçün inflyasiyanın tempini təsbit edir və beləliklə inflyasiya üzərində bilavasitə nəzarətə imkan yaradır.

2. valyuta məzənnəsinin məqsədli göstəricisinə etibar mövcuddursa, bu valyutasına milli valyutanın birləşdiyi həmin ölkədə inflyasiyanın tempinə inflyasiya gözləntilərini birləşdirir.

3. valyuta məzənnəsinin targetləşməsi müvəqqəti uyğunsuzluq problemini həll edən pul siyasətinin keçirilməsi üçün avtomatik qaydanı təmin edir. Bu qaydaya əsasən pul siyasəti milli məzənnənin qiymətdən düşməsinə tendensiya yarandıqda daha sərt olur və ya, əksinə, milli valyuta məzənnəsinin artımına tendensiya yarandıqda zəifləşir.

4. valyuta tənzimləməsi iqtisadiyyatda institusional və struktur dəyişikliklərdən daha az asılıdır, baxmayaraq ki, özü ixraca yönələn və idxaldan asılı olan sahələrdə struktur dəyişikliklərə təsir göstərir.

5. o, daha şəffafdır, əhali üçün aydındır və deməli, inflyasiya ümidlərinə daha yaxşı təsir göstərir.

Eyni zamanda, valyuta idarəetməsi iqtisadiyyata bir sıra əlavə məhdudiyyətlər qoyur:

1. monetar siyasətin bütün digər məqsədlərindən imtina baş verir.

2. İkincisi, pul və valyuta qaydaları bir-birinə uyğun olmalı, vəhdət əmələ gətirməli və deməli, pul-kredit və valyuta siyasətinin aparılmasına görə məsuliyyət bir yerdə cəmləşməlidir.

3. Üçüncüsü, valyuta idarəetməsinin klassik icrasında milli valyutanın məzənnəsinin hər hansı beynəlxalq və ya ehtiyat valyutaya nisbətdə təsbit edilməsi nəzərdə tutulur, onun yalnız qəti bəyan edilmiş hədlərdə texniki səbəblərdən cüzi dəyişməsinə yol verilir.

4. Dördüncüsü, ciddi valyuta idarəetməsi aparıldığı zaman rezidentlər və qeyri-rezidentlər üçün həmin ehtiyat valyutasında valyuta ehtiyatları ilə tam təminatla riayət olunmaqla tam valyuta dönərliyinə zəmanət verilir.

Lakin belə monetar rejim inflyasiya ilə mübarizədə yalnız müvəqqəti nəticələr verə bilər. Bu zaman inflyasiya prosesi dayanmır, özünün gizli formasına – inflyasiya potensialının yığılmasına keçir. Bu potensialın üzə çıxması üç tərkib hissədən: valyuta böhranından, tədiyyə balansının böhranından və bank böhranından asılı olan növbəti maliyyə böhranına səbəb ola bilər.

Yüksək inflyasiyalı və qeyri-stabil iqtisadiyyata malik ölkələrdə pul tədavülünün nizama salınması üçün bir sıra müəlliflər daha da radikal variantı – “valyuta idarəetməsi” (currency board) adını qazanmış xüsusi rejimin tətbiq olunmasını təklif edir. Bu rejimin mahiyyəti pul bazasının dövlətin valyuta ehtiyatları ilə 100% təmin olunmasından ibarətdir. Həm də bu sistemə qızıl standart sisteminin müasir analoqu kimi baxılır. Məzmununa görə “valyuta idarəetməsi” bir növ pul və valyuta “lövbəri”nin elementlərindən ibarət simbioz monetar rejimdir.

«Bu rejimin yaranması tarixən müstəmləkəçiliklə bağlı olmuşdur. İlk dəfə valyuta idarəetməsi siyasəti Britaniya torpaqlarında tətbiq edilmişdir: 1849-cu ildə Mavrikiyada və s. Daha sonra analoji rejimləri İtaliya Somalidə, ABŞ isə Filipində təcrübədən keçirmişdir. Lakin, müstəqillik əldə etdikdən sonra müstəmləkə ölkələr valyuta

idarəetməsindən imtina etdi» [31, 54].

1990-cı illərin əvvəllərindən valyuta idarəetməsi siyasətinin populyarlığı yenidən artmağa başladı. “Valyuta idarəetməsi” tamamilə başqa məqsədlə tətbiq edildi. Məsələn, 1983-cü ildən rejimi bərpa olunmuş Honkonqda bu, beynəlxalq maliyyə mərkəzinin normal fəaliyyət göstərməsinin zəruri şərti kimi elan olunurdu. Karib hövzəsi ölkələrində isə valyuta idarəetməsi siyasəti beynəlxalq ticarətin və ticarət balansının saldosunun şərtlərini yumşaltmalı idi.

1990-cı illərdə valyuta idarəetməsi “inkışaf edən bazarlar”a və keçid iqtisadiyyatına malik ölkələrdə tətbiq edilirdi: Argentinada (1991-ci ildən), Estoniyada (1992-ci ildən), Litvada (1994-cü ildən), Bosniyada (1997-ci il), Bolqarıstanda (1997-ci il). Oxşar rejimlər Tayvan, Sinqapur, Latviya da bərqərar olmuşdur.

Argentinada yeni siyasət hiperinflasiya ilə mübarizə alətinə, Litvada – beynəlxalq inteqrasiya vasitəsinə çevrilmişdir (hətta orada milli valyutanın kursu hər hansı xarici valyutaya deyil, XBH-yə (xüsusi borcalma hüquqları) təsbit edilmişdir), Bosniyada müharibə şəraitində məcburi vasitəyə çevrilmiş, Asiya ölkələrində isə bu cür rejimlərin məqsədi tez-tez baş verən valyuta böhranlarının nəticələrinin yumşaldılması olmuşdu.

Qərb iqtisadçılarının fikrinə görə, belə siyasət açıq iqtisadiyyatlı kiçik ölkələr üçün effektivdir [115].

1. Bir sıra Qərb iqtisadçıları bu cür rejimləri inkışaf edən və postsosialist ölkələrə təkidlə tövsiyə edir. Bu rejim ilk dəfə hələ 1991-ci ildə Yuqoslaviya üçün, bir müddət sonra Rusiya üçün təklif edilmişdir. 1999-cu ilin əvvəlindən Rusiya faktiki olaraq, valyuta idarəetməsinin pul siyasətinə keçmişdir [114].

Valyuta idarəetməsinin həyata keçirilməsi zamanı mərkəzi bank pul siyasətinə nəzarət etmir, buna görə də sərt pul siyasətinin keçirilməsinə mane olmaq çətindir. Bundan başqa, valyuta idarəetməsinin mərkəzi banka pulu yaratmağa və başqa bankları kreditləşdirməyə imkan vermədiyindən o mərkəzi bankın son instansiya kreditörü kimi çıxış etmə qabiliyyətlərini məhdudlaşdırır və beləliklə mümkün bank böhranı ilə mübarizə üçün digər vasitələrdən istifadə olunmalıdır.

Bununla yanaşı, valyuta idarəetməsindən irəli gələn problemlərə baxmayaraq o cəmiyyətdə yaranmış "inflyasioqen" psixologiyayı aradan qaldırmaq üçün tək üsul ola

bilər və vəziyyəti elə dəyişdirə bilər ki, o yüksək inflyasiyanın yeni dairələrinə aparmasın. Beləliklə, valyuta idarəetməsinin tətbiqi hökumət və mərkəzi bank üçün çox güclü "intizama salan" tədbirlər lazım olan ölkələrdə inflyasiya üzərində nəzarət üçün lazımlı addım ola bilərdi.

Lakin, valyuta kursunun targetləşmə rejiminin bu qədər nəzərə çarpan müsbət xüsusiyyətlərinə baxmayaraq, bu rejim dünya təcrübəsinin göstərdiyi kimi ciddi problemlər də doğurur.

Təklif olunan rejim bir sıra mənfi nəticələrə də səbəb olur.

Birincisi, o, faktiki olaraq, milli iqtisadiyyatın dollarlaşdırılması proseslərini lazımi və istənilən proses kimi qəbul edərək, onları qanuniləşdirir. Valyuta kursunun məqsədli oriyentirinin mövcudluğu pul siyasətinin müstəqilliyinin itməsinə gətirib çıxarır. Kapitalın ölkələrarası mobilliyi zamanı valyuta kursunun targetləşməsi faiz dərəcələrinə lövbər ölkələrin faiz dərəcələrinə birləşməsinə yaradır. Bu zaman valyutasına birləşmə həyata keçirilən ölkədəki şoklardan asılı olmayaraq daxili şoklara reaksiya vermək üçün pul siyasətindən istifadə etmək imkanı itir. Bundan başqa, pul siyasətinin bu rejiminin istifadəsi zamanı şoklar bilavasitə valyuta kursunun targetləşmə siyasətini həyata keçirən ölkəyə ötürüləcəklər, çünki xaricdə ("lövbər ölkədə") faiz dərəcələrində dəyişikliklər milli faiz dərəcələrinin dəyişməsinə gətirib çıxaracaq.

Valyuta kursunun targetləşməsi ilə bağlı ikinci problem ondan ibarətdir ki, bu rejim onun tətbiq edən ölkələri onların valyutalarına spekulyativ hücumlar üçün açıq edir. "Lövbər ölkə" tərəfindən sərt pul siyasətinin keçirilməsi onu bildirir ki, öz valyutasına bağlama həyata keçirən ölkələr, tələbatın neqativ şokuna məruz qalırlar ki, o iqtisadi artım templərinin azalmasına və işsizliyin artmasına gətirib çıxarır. Bu halda valyuta kursunun təsbitini davam etmək tamamilə mümkün olar, lakin belə vəziyyətdə iqtisadi agentlərdə (hər şeydən əvvəl valyuta spekulyantları) ona iid şübhələr yarana bilər ki, pul siyasətinin seçilmiş rejiminə ölkələr nə qədər ardıcılıqla riayət edəcəklər, faiz dərəcələrinin yüksək səviyyədə saxlanılmasının nəticəsi kimi onlar işsizliyin yüksək səviyyəsini qəbul etməyə nə qədər hazır olacaqlar. Belə vəziyyətdə spekulyantlar yalnız "bağlanmış" valyutaların qiymətdən düşməsinə gözləyə və müvafiq hərəkət edə bilərlər: valyutanı satmaq və bununla onun məzənnəsinin düşməsinə kömək etmək.

Üçüncüsü, dövlətin pul siyasətinin həm nominal ÜMM-nin hərəkətindən, həm də dövlətin fiskal balansının vəziyyətindən faktiki olaraq uzaqlaşması baş verir, bu da makroiqtisadi disproporsiyalara, xüsusilə də iqtisadiyyatın monetarlaşma səviyyəsinin əsassız dəyişikliyinə səbəb ola bilər.

Dördüncüsü, valyuta idarəetməsi siyasətinin ciddi şəkildə, valyuta məzənnəsinin təsbit edilməsi ilə aparılması zamanı xarici ticarət şərtlərinin dəyişməsinin, ödəniş balansının pisləşməsinin və dövlətin qızıl-valyuta ehtiyatlarının azalmasının qarşısını almaq məqsədilə nominal valyuta məzənnəsinin deyil, real valyuta məzənnəsinin təsbit edilməsi daha düzgündür. Habelə, dövlətin valyuta ehtiyatları azaldığı zaman, məsələn, beynəlxalq ödənişlər nəticəsində, milli pul kütləsinin azaldılması mexanizmi də aydın deyil. Belə olan halda ehtiyatların və milli pul kütləsinin balanslaşdırılması yalnız milli valyutanın devalvasiyası hesabına mümkündür. Lakin o zaman valyuta idarəetməsi məqsədlərinə nail olunmur.

Beşincisi, iqtisadiyyatı yüksək dərəcədə açıq olan ölkələrdə ticarət balansının maddələri, dünya qiymətləri yüksək dərəcəli qeyri-sabitliyi ilə fərqlənən mallarla əks olunarsa, dövlətin valyuta ehtiyatlarının həcmi xeyli dəyişmələrə məruz qala bilər.

Bu isə məhz Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün keçərlidir ki, burada xarici valyutanın əsas mənbələrindən biri xam neftin və qazın ixracıdır. Dövlətin valyuta ehtiyatlarının dünya qiymətlərinin enib-qalxması səbəbindən dəyişməsi “currency board” konsepsiyasına əsasən, milli pul kütləsinin adekvat enib-qalxmalarına və eyni zamanda borc faizinin dəyişməsinə səbəb olmalıdır. Bunun qarşısının alınması üçün xarici valyutanın xaricdən istənilən həddindən artıq axıb gəlməsi onun geri axını ilə əvəz olunmalıdır.

«Spekulyativ xarici kapitalların axınına əks təsir tədbirlərindən biri hələ neokeynsian C.Tobin tərəfindən təklif olunmuş, sonra isə rusiyalı iqtisadçı V.Popov tərəfindən tövsiyə edilən qeyri-rezidentlərin qısamüddətli əmanətlərinin faiz dərəcələrindən vergi tutulmasıdır» [96].

Lakin valyuta məzənnəsinin targetləşməsi rejiminin ölkə tərəfindən istifadəsi zamanı onların yaranma imkanlarına aid olan bəzi fikirləri söyləyək.

Əgər valyuta kursunun targetləşməsi rejimi zamanı milli məzənnənin qiymətdən düşməsi baş verirsə, o zaman o sıçrayışvarı baş verir, çünki, devalvasiyanı nəzərdə tutur.

İnkişaf etmiş ölkələrin əksəriyyətdə devalvasiya iqtisadi agentlərin vəziyyətinə nisbətən az təsirə malikdir, çünki, onların borcları milli məzənnədə əks edilmişdir. Bundan başqa, devalvasiya iqtisadi fəallığı stimullaşdırır bilər, çünki, o xalis ixracı və ümumi tələbatı artıraraq milli malları daha rəqabətə davamlı edir.

İnkişaf edən ölkələrdə xarici valyutada ifadə edilmiş borc müqavilələri zamanı milli məzənnənin devalvasiyası iqtisadi agentlərin borc yükünün böyüməsinə gətirir. Bununla yanaşı, aktivlərin adətən milli məzənnədə ifadə edildiyindən, aktivlərin eyni zamanda artması baş vermir, beləliklə, devalvasiya balansların əhəmiyyətli pisləşməsinə və müəssisənin şəxsi kapitalının azalmasına gətirib çıxarır ki, bu öz növbəsində effektiv təminatın azalması və kreditorların müdafiəsinin azalmasını bildirir. Nəticədə onlar kreditləşdirməni azaldırlar ki, bu da investisiyaların və iqtisadi fəallığın azalmasına səbəb olur. Milli məzənnənin qiymətdən düşməsi bank sektorunun balansının pisləşməsinə də gətirib çıxara bilər. İnkişaf edən ölkələrdə banklar adətən xarici valyutada ifadə edilmiş bir çox qısamüddətli öhdəliklərə malikdirlər ki, onlar milli məzənnənin qiymətdən düşməsindən sonra əhəmiyyətli dərəcədə bahalaşırlar. Əgər bu halda yaranmış problemlər firmaların və ev təsərrüfatlarının ödəniş qabiliyyətinin olmamasına gətirib çıxarırsa, bu həmçinin bank balanslarının aktivlərində itkiləri bildirir.

İnkişaf edən ölkələrdə valyuta kursunun targetləşməsindən istifadənin daha bir təhlükəsi ondan ibarətdir ki, ilkin olaraq valyuta kursunun targetləşməsi inflyasiyanın azalmasının müvəffəqiyyətli vasitəsi olmasına baxmayaraq, müvəffəqiyyətli spekulativ hücum inflyasiyanın bərpa olunmasına gətirib çıxara bilər.

İnkişaf edən ölkələrin bir çoxu artıq yüksək və ya daimi olmayan inflyasiya dövrlərindən keçdiklərindən, onların mərkəzi banklarının inflyasiya ilə ardıcıl mübarizə aparan nüfuzuna malik olması son dərəcə ağılasıqmadır. Beləliklə, spekulativ hücumlardan sonra faktiki olaraq milli məzənnənin kəskin qiymətdən düşməsi və dərhal qiymətlərə təzyiqə, əhəmiyyətli artmasına, həm də gözlənen inflyasiyaya gətirib çıxara bilər.

İnkişaf edən ölkənin valyutasına qarşı müvəffəqiyyətli spekulativ hücumlardan sonra gözlənen inflyasiyanın artması maliyyə böhranının kəskinləşməsinin sərbəst amilinə çevrilir, çünki, faiz dərəcələrinin kəskin artmasını bildirir. Bu firmaların iqtisadi vəziyyətini zəiflədərək, onlar üçün faiz ödənişlərinin nəhəng artımına gətirib çıxarır.

Nəhayət, valyuta kursunun targetləşməsindən irəli gələn üçüncü potensial təhlükə onunla bağlıdır ki, milli məzənnənin dəyərinin böyük sabitliyini təmin edərək, bu rejim xarici investorlar üçün potensial riski aşağı salır və sərmayə axınını stimullaşdırır. Bu sərmayə axını istehsal investisiyalarına yönəldilə və bununla iqtisadi artımı stimullaşdırıla bilər. Lakin inkişaf edən ölkələrə həqiqətdə əlavə sərmayə axını, bir qayda olaraq, bank sektoruna yönəlir. Belə vəziyyətdə zəif bank nəzarəti zamanı kredit bumu üçün şərait yaranır ki, bu borcların əhəmiyyətli itkilərinə və bank balanslarının pisləşməsinə gətirib çıxarır.

Valyuta kursunun targetləşmə rejiminin daha bir çatışmazlığı ondan ibarətdir ki, onun istifadəsi iqtisadi siyasəti aparan insanların məsuliyyəti zəiflədir. Bu xüsusilə inkişaf edən ölkələrə aiddir. Sonuncu onunla izah olunur ki, pul siyasətinin həddən artıq ekspansion xarakterinə mane olmağa kömək edə bilən əhəmiyyətli siqnal yox olur. Belə siqnal uzunmüddətli istiqraz vərəqələrinin qiymətidir. Həddən artıq ekspansion pul siyasəti təhlükəsinin yaranması zamanı inflyasiya təhlükəsi yaranır və uzunmüddətli istiqraz vərəqələrinin qiymətləri düşür və uzunmüddətli faiz dərəcələri artır.

İnkişaf etmiş ölkələrdə belə olur, lakin bir çox inkişaf etmiş ölkələrdə uzunmüddətli istiqraz vərəqələri bazarı mövcud deyil və onlarda yalnız valyuta kursunun gündəlik təbəddüdləri analoji xəbərdarlıq edən siqnalı verə bilər. Beləliklə, valyuta bazarı həm mərkəzi bankın hərəkətlərinə saxlayıcı təsir göstərə bilər, həm də ekspansionizm siyasətinin keçirilməsinə nail olmaq məqsədi ilə mərkəzi banka siyasi təzyiqlə zəiflədə bilər.

Belə vəziyyətdə həddindən artıq ekspansionizm pul siyasəti uzun müddət görünməyə bilər, lakin valyutaya müvəffəqiyyətli spekulyativ hücum olduqda artıq gec olur. Valyuta kursunun targetləşməsi rejiminin keçirilməsi zamanı mərkəzi bankın kifayət etməyən məsuliyyətiylə bağlı bu problem inkişaf edən ölkələrdə xüsusilə kəskindir ki, burada mərkəzi bankın fəaliyyəti haqqında informasiya ictimaiyyətə əlçatan deyil. Hərçənd ki, elə təəssürat formalaşır ki, valyuta kursunun təsbiti mərkəzi bankın davranışının hansısa qaydalarını yaradır ki, bu müvəqqəti uyğunsuzluq problemini həll edir, lakin həqiqətdə o onu daha çox kəskinləşdirə bilər, çünki mərkəzi bankın hərəkətləri daha az şəffaf və daha az məsuliyyətli olur.

Bu halda valyuta kursunun seçilmiş oriyentirinin saxlanılması üçün məsuliyyətin

artması problemi valyuta idarəetməsinin tətbiqi yolu ilə həll edilə bilər. Bu, şübhəsiz ki, valyuta kursunun adi təsbitiylə müqayisədə daha güclü öhdəlikdir, lakin valyuta kursunun müvəqqəti təsbitindən daha çox, valyuta idarəetməsi milli məzənnəyə spekulativ hücumların qarşısını yaxşı ala bilər, hərçənd ki, o da öz problemlərini yaradır.

Cədvəl 2.1.1

Məzənnə rejimlərinin seçim meyarları

	Xüsusiyyətləri
<i>İqtisadiyyatın ölçüsü</i>	İqtisadiyyatı böyük olan ölkələrdə daha çevik məzənnə rejiminin seçilməsi məqsədəuyğundur. Ölkə iqtisadiyyatının böyük olması onun xarici amillərdən asılılığını azaldır. Bu halda sərbəst məzənnə rejiminin tətbiqi xarici tarazlığa müsbət təsir göstərir.
<i>Ölkənin açıqlıq dərəcəsi</i>	Ölkənin açıqlıq dərəcəsinin böyük olması sərt məzənnə rejiminin tətbiqini tələb edir. Belə ki, ölkənin açıqlıq dərəcəsi nə qədər böyükdürsə, məzənnənin makroiqtisadi proseslərə təsiri bir o qədər güclüdür. Bu halda məzənnənin dəyişkən olması makroiqtisadi sabitlik baxımından da məqsədəuyğun deyildir.
<i>İqtisadiyyatın (xüsusən də ixracın) şaxələnməsi dərəcəsi</i>	İqtisadiyyatın (xüsusən də ixracın) şaxələnməsi dərəcəsinin yüksək olması məzənnə rejiminin sərbəstliyini tələb edir. İxracın strukturunda hər hansı məhsulun xüsusi çəkisi yüksək olduqda, sərbəst məzənnə rejiminin tətbiqi zamanı məzənnənin dinamikası bu məhsulun dünya bazarındakı qiymətindən asılı olaraq dəyişəcəkdir. Bu halda məzənnədə kəskin tərəddüdlərin müəhlidə edilməsi istisna deyildir.
<i>Ticarətin coğrafi təmərkəzləşməsi</i>	Əgər xarici ticarətdə hər hansı bir ölkənin xüsusi çəkisi çox yüksəkdirsə, milli valyutanın məzənnəsini bu ölkənin valyutasına bağlamaq məqsədəuyğundur. Bu halda ölkə daxilindəki inflyasiya səviyyəsi başlıca partnyor ölkədəki inflyasiya səviyyəsinə yaxın olacaqdır.
<i>Daxili inflyasiya ilə xarici ölkələrdəki inflyasiya arasında fərq</i>	Ölkədəki inflyasiya ilə ticarət partnyoru olan ölkələrdəki inflyasiya arasında fərq böyük olduqda sərt məzənnə rejiminin tətbiqinə ehtiyac vardır. Belə ki, milli valyutanın məzənnəsini inflyasiyanın açağı olduğu ölkənin valyutasına bağlayaraq təsbit etmək inflyasiyanı açağı salmağın optimal yollarından biridir. Bu halda idxal və ixrac qiymətləri məzənnənin bağlandığı ölkədəki inflyasiyadan asılı olaraq dəyişir və beləliklə inflyasiya məzənnənin bağlandığı ölkədən idxal olunur.
<i>İqtisadiyyatın və maliyyə bazarlarının inkişaf səviyyəsi</i>	Ölkə iqtisadiyyatının və maliyyə bazarlarının inkişaf səviyyəsi yüksəkdirsə, o zaman sərbəst məzənnə rejimi tətbiq olunmalıdır. Belə ki, şəffaf və tamamilə bazar prinsiplərinə uyğun fəaliyyət göstərən valyuta bazarı özünü tənzimləməni təmin etməklə məzənnənin kəskin tərəddüdlərinin qarşısını alır.
<i>Kapitalın mobilliyi</i>	Kapitalın beynəlxalq hərəkətinin mobillik səviyyəsi yüksəkdirsə, təsbit məzənnə rejimini saxlamaq bir o qədər çətin olacaqdır. Deməli, kapitalın sərbəst hərəkətinin təmin edildiyi ölkələrdə daha sərbəst məzənnə rejiminə ehtiyac vardır.
<i>İqtisadi siyasətə etimad</i>	İnflyasiya ilə mübarizəyə yönəlmiş iqtisadi siyasətə etimad nə qədər azdırsa, təsbit olunmuş məzənnə rejimini tətbiq etmək üçün arqumentlər bir o qədər güclüdür.
<i>Dollarlaşma səviyyəsi</i>	Beynəlxalq təcrübə göstərir ki, təsbit olunmuş məzənnə rejimi dollarlaşma səviyyəsini azaldır.

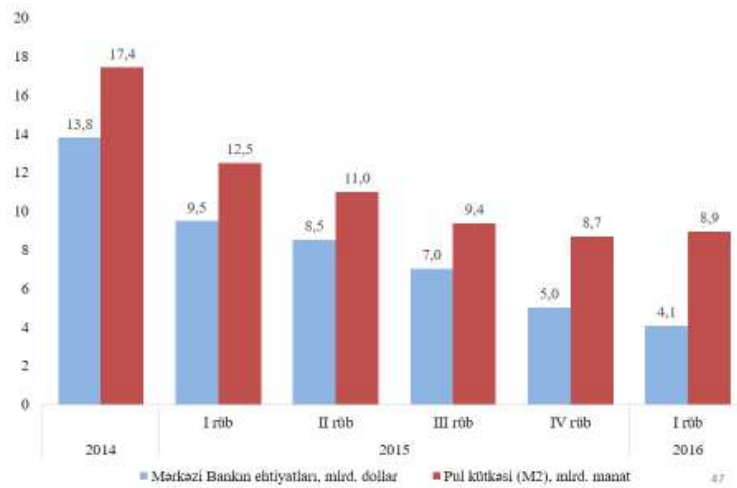
Mənbə: T. Əlirzayeva. *İnkişaf edən ölkələrdə məzənnə rejimləri*.
<https://uploads.cbar.az/assets/30584a0c3b2a1dd724435f07b.pdf>

Valyuta kursunun targetləşməsi bir çox ölkələr üçün, həmçinin valyuta idarəetməsi formasında, iqtisadiyyatın əhəmiyyətli miqyaslarına və ya valyutası nominal lövbər kimi çıxış edə bilən ölkənin olmamasına görə pul siyasətinin rejimi kim istifadə üçün yararlı deyil. Təsadüfi deyil ki, 1 fevral 2005-ci il tarixdən RF Mərkəzi Bankı valyuta oriyentiri qismində 0,9 dollar və 0,1 avrodan ibarət bivalyuta səbətini təsis edib. Rusiya Bankı müdaxiləni yalnız bivalyuta məzənnəsi müəyyən olunmuş dəhlizdən kənara çıxdığı hallarda həyata keçirirdi. Dollar və avronun müxtəlif istiqamətli dəyişməsinə nəzərə alaraq, yeni valyuta rejimi daha yumşaq, Rusiya Bankının valyuta siyasəti isə daha çevik olmuşdur. Paralel olaraq, Rusiya Bankının valyuta ehtiyatlarının avronun xeyrinə restrukturizasiyası həyata keçirilmiş və 2007-ci ildə bivalyuta səbətində dollarla avronun nisbəti 55:45% olmuşdur [102].

Azərbaycan 2015-ci ilin sonunadək de-fakto məzənnənin hədəflənməsi rejimini reallaşdırmışdır. Bu rejim əsnasında pul siyasətinin lövbəri qismində məzənnə çıxış etmişdir. Dünya bazarında neftin qiymətinin kəskin düşməsi xarici sektor üzrə balansın təmin edilməsi ilə bağlı ciddi çağırışlar formalaşdırmış, xarici sektorda olan problemlər daxili iqtisadi balans üzərində neqativ təsirlər əmələ gətirmişdir.

Azərbaycanda 2004–2014-cü illər ərzində pul siyasətinin nailiyyətlərindən biri də iri neft gəlirlərindən istifadə ilə müşayiət olunmuş sıçrayışlı iqtisadi artım dövründə milli valyutanın həddindən artıq möhkəmlənməsinə yol verilməməsi olmuşdur. Bu dövrdə pul siyasətinin əsas rejimi kimi məzənnənin hədəflənməsi rejiminin seçilməsi mahiyyət etibararı ilə həmin iqtisadi tsikl üçün adekvat olmuşdur. Bu iqtisadi tsikldə yüksək neft qiymətləri və artan neft ixracı ölkə iqtisadiyyatının xarici balansının əhəmiyyətli yaxşılaşması ilə müşayiət olunmuş, məzənnə siyasətinin ən mühüm hədəflərindən olan iri həcmdə xarici valyuta ehtiyatlarının akkumulyasiyası başvermişdir .

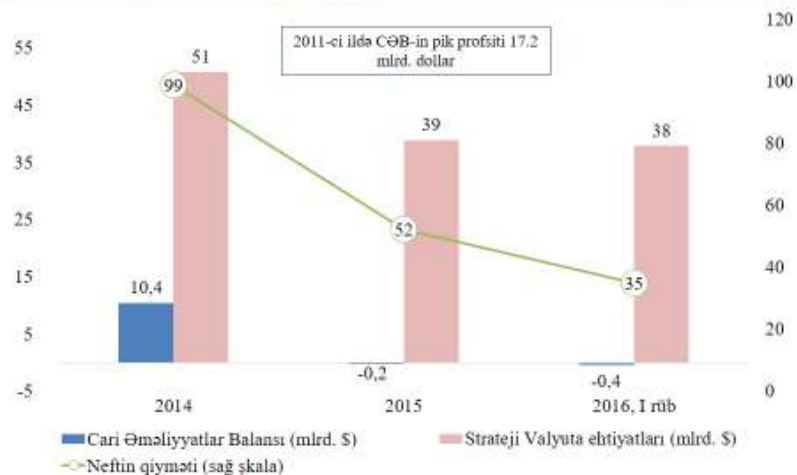
Adaptasiya: pul kütləsi və AMB-nin rezervləri



Diaqramma 2.1.1

Qlobal əmtəə bazarlarında neftin qiymətinin kəskin aşağı düşməsinin Azərbaycanın xarici və daxili iqtisadi balansına neqativ təsirlərini minimuma endirmək, ölkə iqtisadiyyatının beynəlxalq rəqabət qabiliyyətini yüksəltmək, həmçinin ölkənin malik olduğu xarici valyuta ehtiyatlarının bütövlüyünü təmin etmək məqsədilə Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı İdarə Heyətinin 2015-ci il 21 dekabr tarixli qərarı ilə sabit məzənnə rejimindən imtina edilmiş, üzən–tənzimlənən məzənnə rejiminin tətbiqinə başlanılmışdır.

Xarici şoklar: neft qiymətinin ötürücülüyü



18.06.2016 tarixinə Brent markalı neftin 1 barelinin qiyməti 49.38 \$ olmuşdur.

Diaqramma 2.1.2.

Beləliklə, valyuta məzənnəsinin targetləşdirilməsi monetar targetləşdirmə rejiminin məntiqi davamıdır. Onun qısamüddətli dövrdə inflyasiyanın templərinin azaldılmasına müsbət təsiri uzunmüddətli dövrdə yığımla əvəz olunur, bu da daha mükəmməl monetar rejimə keçilməsi zərurətini yaradır.

İnkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, birincisi, valyuta kursunun məqsədli oriyentirinin müəyyən edilməsi hələ zamanət vermir ki, bu ideya tam və ardıcılıqla həyata keçəcək; ikincisi, müstəqil pul siyasətinin keçirilməsi imkanının itməsiylə birgə valyuta kursunun targetləşməsi rejimindən istifadəyə görə iqtisadi artım templərinin azalmasının xərcləri çox yüksək ola bilər.

İnkişaf edən ölkələr üçün valyuta kursunun targetləşməsinin nəticələri daha az aydın ola bilər, çünki, müstəqil pul siyasətinin keçirilməsi zamanı bu ölkələrin itkiləri kifayət qədər əhəmiyyətli ola bilərlər. Sonuncu onunla izah olunur ki, inkişaf edən ölkələrdə diskresion pul siyasətindən müvəffəqiyyətlə istifadə etməyə imkan verən bir çox siyasi və iqtisadi institutlar zəif inkişaf etmişdir, bundan başqa belə vəziyyətdə müstəqil pul siyasətinin keçirilməsi ona gətirib çıxara bilər ki, itkilər xeyirlərdən daha çox olacaq. Belə vəziyyətdə inkişaf edən ölkələr üçün öz şəxsi pul siyasətini keçirməkdənsə, valyuta kursunun targetləşməsi vasitəsilə öz pul siyasətini böyük ölkəyə, məsələn, ABŞ-a, bağlamaq daha sərfəli ola bilər.

Bununla yanaşı inkişaf edən ölkələrdə valyuta kursunun targetləşməsi rejimindən istifadə daha bir əhəmiyyətli çatışmazlığa malikdir ki, o onu bu qrup ölkələr üçün çox təhlükəli edir. Valyuta kursunun targetləşməsi iqtisadiyyatın maliyyə sabitliyini pozur və iqtisadiyyat üçün olduqca dağıdıcı ola bilən tammiqyaslı valyuta böhranının yaranmasını olduqca mümkün edir.

2.2. Pul siyasəti çərçivəsində pul təklifinin hədəflənməsi rejiminin tətbiqi

Pul siyasəti çərçivəsində pul təklifinin hədəflənməsi rejimi- Mərkəzi Bank tərəfindən pul kütləsinin həcmninə tənzimlənməsini nəzərdə tutan pul siyasəti rejimidir. Bu zaman Mərkəzi Bankın fəaliyyəti pul kütləsinin dəyişimi üzrə hədəfə nail olunmasına

yönəldilir.

Pul kütləsinin məqsədli oriyentirləri haqqında informasiya mənbəyi həm ictimaiyyət, həm də bazarlar üçün pul bazarında vəziyyəti nəzarət altında saxlama imkanı verir. Bu informasiya həmçinin inflyasiya gözləntilərini təsbit etməyə və nəticədə inflyasiyanı azaltmağa kömək edə bilər.

Monetar siyasətdə “pul lövbəri”nə əməl olunması, yəni qeyri-diskret monetar siyasətin aparılması, demək olar ki, hər zaman real buraxılışın əhəmiyyətli dərəcədə dəyişməsinə gətirib çıxarır. Bu təsir inkişaf etmiş bazara malik ölkələrdə asanlıqla eyniləşdirilir, lakin inkişaf edən bazarlara malik, istehsalın həcmələrinin dəyişməsi həm də iqtisadiyyatın struktur uyğunlaşması ilə bağlı olan ölkələrdə pis proqnozlaşdırılır.

Eyni zamanda, makroiqtisadi stabilləşməyə nail olduqca, monetar siyasət necə dəyişməlidir sualı ortaya çıxır. Bu məsələ ilə bağlı iki fikir mövcuddur. Birincisini R.Dornbuş və M.Simonson söyləyib. Onların baxışları yeni keynsianlığa meyl edir. Onlar öz kitablarında yazır ki, sabitləşmə pulun tədavül sürətinin azalmasına gətirib çıxarır və nəticə etibarilə pula tələbat artır, pul təklifi isə sabitləşmədən əvvəl olduğundan daha aşağı inflyasiya effekti yaradır [113]

Bundan belə nəticə çıxır ki, Mərkəzi bank pul kütləsini ÜDM-nin artım sürətindən daha yüksək sürətlə artırmalıdır. Yəni sabitləşmə şəraitində ÜDM-nin pula çevrilməsinin artmasına obyektiv proses kimi baxmaq lazımdır.

Sabitləşmə pul multiplikatorunun artmasına gətirib çıxarır, başqa sözlə, geniş pul kütləsinin təklifi pul bazasından daha yüksək sürətlə artır. Yuxarıda təsvir olunan effektlərin hər ikisini cəmləşdirsək, asanlıqla görərik ki, onlar eyni istiqamətdə təsir göstərir: birincisi pula tələbatın artmasına, ikincisi – pul təklifinin avtomatik surətdə artmasına gətirib çıxarır, Mərkəzi bankın apardığı siyasət isə əvəzləyici qüvvəsini nəzərə almalıdır.

Bu rejim 1973-cü ildə Bretton-Vud sistemi dağıldıqdan sonra əksər inkişaf etmiş ölkələrdə tətbiq olunmuş və orada 20 ilə yaxın müddətdə populyar olmuşdur. Monetar targetləşdirmə rejiminin tətbiqinin etalon ölkələri Almaniya və İsveçrə olmuşdur. Almaniyada sadəcə nağd pul kütləsinin artım templərinin təsdiq edilməsi deyil, həm də geniş pul aqreqatlarının targetləşdirilməsi baş verirdi və bu siyasət 1999-cu ildə Avrozona yaradılana qədər davam etmişdir. Lakin inkişaf etmiş monetar rejimli (M2,

M3 və M4 aqreqlarının targetləşdirilməsi) ölkələr onların mənfi nəticələri: iqtisadi artım sürətlərinə, məzənnəyə və maliyyə bazarının vəziyyətinə təsirlə tez üzləşdi, bu da onları əvvəlcədən təsdiq olunmuş istiqamətləri dövrü olaraq dəyişməyə məcbur edirdi. Əksər inkişaf etmiş ölkələrin pul kütləsinin hədəflənməsindən imtina etməsi, yuxarıda qeyd etdiyimiz kimi, bununla bağlıdır ki, kapitalların qlobal şəkildə yenidən axınının baş verdiyi müasir şəraitdə pula olan tələbi proqnozlaşdırmaq çox çətindir.

Bəzi ölkələrdə də, məsələn, İtaliyada, hökumətlər kommertiya banklarının verdiyi kreditlərin həcminə birbaşa məhdudiyyətlər tətbiq etməyə cəhd göstərmişdir. Məhdudlaşdırıcı tədbiri tətbiq etməklə kreditə tələbat yox olmurdu və bu fonda bir çox ixtisaslaşdırılmış maliyyə institutları: pensiya, sığorta, investisiya, trast, qarşılıqlı fondlar və bank funksiyalarını yerinə yetirən şirkətlər yaranırdı. Məlum oldu ki, kreditin normasının müəyyən edilməsi təkcə qeyri-effektiv deyil, həm də maliyyə xidmətləri bazarında rəqabətin saxlanması üçün təhlükəli tədbirdir.

1990-cı illərdə monetar targetləşdirmə rejiminin mənfi nəticələri səbəbindən bir çox inkişaf etmiş ölkələr ondan imtina etməyə başlamışdı. Belə ki, 1982-ci ildən etibarən Böyük Britaniyada M0 aqreqlarının artım sürətləri qanunla müəyyənləşdirilir. Yaponiya sərt monetar targetləşdirmədən 1992-ci ildə uzaqlaşmışdır. ABŞ M2 aqreqları üçün istiqamətlərin müəyyən edilməsindən 1993-cü ildə imtina etmişdir. Hal hazırda pul kütləsinin geniş aqreqlarının artım tempi üçün istiqamətlərin müəyyən edilməsindən, demək olar ki, bütün inkişaf etmiş ölkələr imtina etmişdir.

Halbuki, 1990-cı illərdə monetar targetləşdirmə rejimi Beynəlxalq valyuta fondunun və bir sıra müstəqil tədqiqatçıların keçid iqtisadiyyatına və inkişaf edən bazarlara malik ölkələr üçün bazar transformasiyasının ilk mərhələlərində standart tövsiyyəyə çevrilmişdir. Onların fikrinə görə, mərkəzi bankların hökumətdən müstəqilliyinin elan edilməsi və monetar siyasətin qanunla müəyyən olunmuş pul normativinə tabe olması bu ölkələrdə hiperinflasiya spiralının güclənməsinin qarşısını almalıdır.

Buna görə də, bazar iqtisadiyyatı istiqamətində hərəkət edən ölkələrin əksəriyyəti əvvəlcə üzən valyuta məzənnəsi kursunu tutur və yalnız bir qədər müddət keçdikdən və inflasiya ilə mübarizədə müəyyən uğurlar əldə edildikdən sonra onun idarə edilməsinə əsaslanan rejimlər tətbiq edilir. Rusiya, Litva və Latviyada belə olmuşdur. Rusiyada

nağd pul kütləsinin artımının oriyentirləri 1992-ci ildən qəbul edilirdi[114].

Bu rejim inkişaf etməkdə olan ölkələrin iqtisadiyyatının pul siyasətində geniş istifadə olunur. Belə bir vəziyyət suallar doğurur, çünki inkişaf etməkdə olan ölkələrdə pula olan tələb daha qeyri-sabit olur ki, bu da təkcə xarici kapitalın daxilə və xaricə axınında tərəddüdlərlə deyil, həm də maliyyə bazarlarının qeyri-davamlılığı, əksər ölkələrin iqtisadiyyatının barterləşməsi və xüsusən də dollarlaşması, köklü iqtisadi islahatlar şəraitində sürətli təsisat dəyişiklikləri ilə bağlıdır.

Zənimizcə, inkişaf etməkdə olan ölkələrində pul kütləsinin hədəflənməsi rejimindən istifadə bir neçə hal ilə izah olunur:

Birincisi, (bu, xüsusən də radikal iqtisadi islahatların başlanğıc dövrünə aiddir) BVF-nun makroiqtisadi stabilləşdirilməyə və inflyasiyanın azaldılmasına yönəlmiş proqramları çərçivəsində pul bazasının artımının və iqtisadiyyatın, xüsusən də hökumətin kreditləşdirmə həcmının məhdudlaşdırılmasına çox diqqət yetirilmişdir. Son nəticədə bu kimi məhdudiyətlər əslində pul kütləsinin artım templərinin məhdudlaşdırılmasına yönəlir.

İkincisi, bəzi müəlliflər haqlı olaraq qeyd edirlər ki, “bu ölkələrdə pul kütləsinin hədəflənməsi rejimindən pul hökuməti üçün rahatdır, çünki “valyuta kursu” və ya “inflyasiyanın tempi” anlayışları ilə müqayisədə pul kütləsinin bu və ya digər aqreqatının məzmununu ictimaiyyətə daha aydındır. Hər halda pul kütləsinin hədəflənməsi əsasında inflyasiyanın templərinin azaldılması məsələsinin həll edərkən, keçid iqtisadiyyatı şəraitində pul hökuməti inflyasiyanın pul kütləsinin dəyişməsindən başqa, hansısa başqa amillərdən asılı olmasına istinad edə bilərlər ki, bu da onlara qarşıda qoyulmuş məsələni uğurla həll etməyə imkan verir” [102].

Lakin, Bolqarıstan və Makedoniyada pul kütləsinin hədəflənməsi inflyasiyanın templərinin azaldılması problemlərini həll etmədi, və hər iki ölkə valyuta kursunun hədəflənməsi rejiminin müxtəlif versiyalarına keçid etdi.

Pul kütləsinin hədəflənməsi rejiminin həyata keçirilməsinin bu kimi uğurlu nümunələrinə ilk növbədə Sloveniyanı aid etmək olar. İlk mərhələlərdə (1992-ci ildən etibarən) hədəflənmə obyektı M1 aqreqatı olmuşdur. Pul bazasının dəyişməsinə də çox diqqət yetirilirdi. Bu arada Sloveniyanın pul hökuməti birbaşa işarə edirdilər ki, Cənubi-

Şərqi Avropanın bir çox ölkələrinin tətbiq etdiyi valyuta kursunun hədəflənməsi ölkə iqtisadiyyatı üçün o qədər də məqbul deyil, çünki o, yalnız alış-veriş mallarının qiymətinin dəyişməsinə təsir etmək imkanı verir, alış-veriş edilməyən mallar sektoruna təsir etmək imkanı isə bu zaman olmur.

Lakin milli iqtisadiyyatın xarici investidiyalara həssaslıq dərəcəsinin artırılması ilə bağlı zəruri şərait yaradıldıqca, valyuta kursunun hədəflənməsi rejiminə keçid planlaşdırılırdı. Valyuta kursunun ölçüsü diqqətdən kənar qalmırdı, lakin valyuta kursu rejiminin özü üzən kurs rejimində həyata keçirilir, valyuta bazarında intervensiyalara pul kütləsinin məqsədli oriyentirləri ilə sərt məhdudiyyətlər müəyyən edilirdi.

Sloveniyanın pul siyasətində sonrakı dəyişikliklər 2001-ci ildə Sloveniya Bankının pul siyasəti proqramının qəbul edilməsi ilə şərtləndi.

Bu proqramda birinci dərəcəli vəzifə kimi mümkün qədər tezliklə Avropa valyuta sistemində qoşulmaq vəzifəsi qoyulmuşdu. Bununla əlaqədar pul siyasətinin məqsədli oriyentirini Avropa Birliyinin Avropanın valyuta sistemində qoşulmaq üçün müəyyən etdiyi normativlər oldu: inflyasiyanın tempi, faiz stavkası, valyuta kursunun stabilliyi. 2007-c ilə yaxın məsələ həll olundu: Sloveniya transformasiya etməkdə olan ölkələrdən birinci olaraq Avropanı valyuta sistemində qoşuldu.

Cənubi-Şərqi Avropanın digər ölkələri arasında pul kütləsinin hədəflənməsini Albaniya, Rumıniya və Yuqoslaviya (Serbiya və Çernoqoriya) tətbiq edirdilər.

Albaniya məqsədli oriyentir kimi M3 aqreqatından istifadə edirdi. Lakin Sloveniya ilə müqayisədə Albaniyanın pul hökuməti heç də həmişə məqsədli oriyentiri – pul kütləsinin artım templərini müəyyən edilmiş çərçivələrlə məhdudlaşdırmaq məsələsini yerinə yetirə bilmir di. Hətta iqtisadiyyatın kreditləşdirilməsinin həcmələrinin bilvasitə məhdudlaşdırıldığı hallarda belə, bu məsələ yerinə yetirilmirdi. Albaniya Bankı çox vaxt müəyyən edilmiş məqsədli oriyentirləri korreksiya edirdi ki, pul təklifinin faktiki artımı müəyyən edilmiş məhdudiyyət çərçivəsinə düşsün.

Lakin son illər Albaniyanın pul siyasətində əsaslı dəyişikliklər baş verdi. Albaniya bankının 2003-2005-ci illər üçün orta müddətli inkişaf planında 2007-ci ildən yeni pul siyasəti rejiminin – inflyasiyanın hədəflənməsi rejiminin tətbiqinə hazırlıq vəzifəsi qoyuldu. Bu zaman inflyasiyanın məqsədli oriyentirləri 1999-cu ildən etibarən müəyyən

edilməyə başladı. Bu planlar baş tutmadı və indi keçidin tarixi 2011-ci ildən sonraya müəyyən edilmişdir .

İnflyasiyanın məqsədli oriyentirinin istehlakçı qiymətlərinin illik dəyişməsinin 2-4%-lik intervalında seçilməsi (İstehlakçı qiymətlərinin illik indeksinə əsaslanan ümumi inflyasiyadan başqa, Albaniya bankı pul siyasətini həyata keçirərkən baza və orta illik inflyasiyanın göstəricilərini də hesablayıb istifadə etməyi nəzərdə tutur) bir tərəfdən Albaniyanın pul hökumətinin inflyasiyanı azaldılması sahəsində əldə etdikləri uğurlarla, digər tərəfdən də ölkənin son nəticədə AB-nin üzvü olmağa can atması, deməli, bəri başdan avrozonaya daxil olmağa hazırlaşan dövlətlərə verilən tələblərə əməl etməyə hazırlaşmaqla şərtlənirdi.

Pul kütləsinin artımı məqsədli oriyentirə əlavə məqsədli oriyentirin əlavə edilməsi Albaniyanın pul siyasətini yeganə nominal lövbəri olmayan rejimə keçirdi.

Rumıniyanın pul kütləsinin hədəflənməsi rejiminin tətbiqi sahəsində əldə etdiyi təcrübə müəyyən mənada Bolqarıstanın pul siyasəti təcrübəsini xatırladır, lakin burada iqtisadiyyat üçün bu dərəcədə fəlakətli nəticələr olmamışdı(1997-ci ildə Bolqarıstanda inflyasiya 578,5% və “yalnız” Rumıniyada 151,4% təşkil etmişdi). Hədəflənmə obyektivi kimi pul bazası seçilmişdi. Bu arada Rumıniyanın pul hökuməti Sloveniyada olduğu kimi, Rumıniya üçün valyuta kursunun hədəflənməsi rejimindən istifadənin yolverilməz olduğunu qeyd edirdilər. Onlar bunu yüksək inflyasiya şəraitində tez tükənməli olacaq valyuta ehtiyatlarının çatışmamazlığı, habelə inflyasiyanın daxili kökləri ilə izah edirdilər ki, bu köklərə valyuta kursunu fiksə etməklə təsir etmək çətin olacaqdı [81, 112]

Bununla belə 1998-ci ildən Rumıniyada pul kütləsinin hədəflənməsi rejim əvvəlki təmizliyini itirdi. Pul hökuməti valyuta kursunun idarə olunan üzümə rejiminə keçməklə üzən valyuta kursunun stabilliyinə daha çox diqqət yetirməyə başladılar.

Rumıniyada pul siyasətində yeni dəyişikliklərə təkan 2000-ci ildə qəbul edilmiş “Rumıniyanın orta müddətli iqtisadi inkişaf proqramı” və xüsusən də 2001-ci ildə qəbul edilmiş “AB-nə daxil olmaq üçün iqtisadi hazırlıq proqramı” verdi. Bu sənədlərdə birbaşa AB-nə qoşulmaq ərəfəsində pul siyasətini dəyişmək və inflyasiyanın hədəflənməsi rejimini tətbiq etmək zərurəti göstərilirdi.

Pul siyasətinin yeni rejiminə keçid çərçivəsində mərkəzi bankın müstəqilliyini gücləndirən qanunvericilik aktlarında dəyişikliklər edilir (2004-cü ilin iyun ayında Rumıniyanın “Milli bankın statusu” haqqında onun əsas məqsədi – “qiymətlərin stabilliyini təmin edib dəstəkləmək” kimi göstərilmişdir), maliyyə nizam-intizamı möhkəmləndirilir, büdcə kəsiri azaldılır və fiskal dominantlıq təhlükəsi azaldılırdı. İnflyasiyanın məqsədli oriyentirləri təyin edilir, inflyasiyanın proqnozlaşdırılmasının ekonometrik modelləri işlənilib hazırlanırdı. İnflyasiyanın məqsədli oriyentirini təyin etməklə, Rumıniyanın Milli bankı özünün inflyasiyanın templərin azaltmaq cəhdlərini nümayiş etdirirdi.

2005-ci ilin avqustunda Rumıniya inflyasiyanın hədəflənməsi rejiminə keçid etdi. Pul siyasətinin bu rejiminin rumın versiyasının əsas cəhətləri aşağıdakılardan ibarət idi: inflyasiyanın məqsədli oriyentiri istehlakçı qiymətlərinin indeksi əsasında müəyyən edilir, məqsədli oriyentirin ölçüsü bir fəzi bəndi bu və ya digər tərəfə kənara çıxmağın mümkünlüyü ilə konkret (dəqiq) göstəricidir, məqsədli oriyentir iki il qabağa müəyyən edilir, inflyasiyanın hədəflənməsi çevik rejimdə, valyuta kursunun idarə olunan üzməsi ilə birgə mövcudluq şəraitində baş verir, inflyasiyanın məqsədli oriyentiri Milli bank və hökumət tərəfindən birgə bəyan edilir (İnflyasiyanın hədəflənməsi rejimin əkeçidlə əlaqədar inflyasiyanın 2005-ci il üçün məqsədli oriyentirində korreksiya edilmiş bə 2006-cı il üçün müvafiq olaraq 7,5% və 5%-də müəyyən edilmişdir (hər iki halda $\pm 1\%$ [341, s.5]).

Yuqoslaviya (Serbiya və Çernoqoriya) pul kütləsinin hədəflənməsi siyasətinin köməyi ilə 1990-cı illərin əvvəllərinin hiperinflyasiyasının öhdəsindən gələ bildi. Hədəflənmə obyektini kimi M2 aqreqatı seçilmişdir, sonralar buna pul bazası üzərində nəzarət də əlavə olundu. 1999-cu ildə Çernoqoriyanı pul sistemi ayırdıqdan sonra Serbiyanın Milli bankı pul kütləsinin hədəflənməsi siyasətini Yuqoslaviyanın Milli bankının yeritdiyi şəkildə davam etdirdi. Bununla belə həyata keçirilən pul siyasətinə valyuta kursunun siyasəti öz təsirini göstərməyə başladı. 1990-cı illərin ortalarında Yuqoslaviyanın Milli bankı hətta valyuta kursunu ikinci nominal lövbərə çevirməklə fiksə etmək cəhdi də göstərdi, lakin formal bəyannamədən o tərəfə iş keçmədi. Yuqoslaviya dinarının bazar kursu müəyyən edilmiş kursdan fərqlənirdi, və Milli bank heç onu dəstəkləməyə də cəhd göstərmirdi. Bütün bunlar belə bir nəticə çıxarmağa

imkan verir ki, formal fiksə edilməklə Yuqoslaviyada valyuta kursu rejimi faktiki olaraq üzən rejim idi. 2001-ci ildən valyuta kursunun stabilləşdirici təsirinə daha çox diqqət yetirilməyə başlayır, real valyuta kursunun stabilliyini dəstəkləmək və tədricən nominal valyuta kursunu endirmək məqsədini güdən idarə olunan üzmə siyasəti həyata keçirilir. Bu, Serbiyanın pul hökumətinin bir nominal lövbərdən - pul kütləsinin artımından istifadə siyasətindən imtina etməsi demək idi [54, 34] .

Sonralar AB-nə qoşulmaq kimi strateji vəzifəni həll etmək zərurəti ilə əlaqədar pul siyasətinin bilavasitə məqsədi kimi inflyasiyanı endirilməsinə daha çox diqqət yetirilir, 2006-cı ildən inflyasiyanın məqsədli oriyentirləri müəyən edilir, həmin il inflyasiyanın hədəflənməsi rejiminin tam olaraq tətbiqinə keçid dövrünə başlamaq haqqında qərar verilir.

Bu keçid dövrünün xüsusiyyəti inflyasiyanın məqsəqli oriyentirinin göstəricisi kimi baza inflyasiyasından istifadədə idi. Üzən valyuta kursu formal olaraq elan edilsə də, Serbiyanın Milli bankı həm qiymətlərin stabilliyini dəstəkləmək, həm də valyuta ehtiyatlarını lazımi səviyyədə saxlamaq üçün valyuta intervensiyalarını həyata keçirmək hüququnu özündə saxlayırdı.

2009-cu ildən Serbiya inflyasiyanın hədəflənməsi rejiminə tam formatda keçid etdi. Inflyasiyanın məqsədli oriyentiri kimi istehlakçı qiymətlərinin indeksi qəbul edildi. Bu zaman Milli bankla hökumət arasında inflyasiyanın hədəflənməsi rejimində birgə hərəkət haqqında xüsusi bir razılaşma da bağlanmışdır. Bu razılaşmaya görə, qiymətlərin dəyişməsi hökumət tərəfindən tənzimlənir, lakin Milli bankın rəyi bu zaman nəzərə alınır [114, c.45].

MDB ölkələrinin əksəriyyəti, xüsusən də radikal islahatların başlanğıc dövründə BVF-nun dəstəyindən faydalınırdı. Onların əksəriyyəti öz pul siyasətini həyata keçirərkən pul kütləsinin hədəflənməsi rejiminin bi və ya digər elementləridən istifadə edirdilər. Bəziləri isə pul siyasətinin bu rejimini kifayət qədər ardıcıl şəkildə həyata keçirirdi.

«Qırğızıstanın Milli bankının pul siyasəti rejimi - pul kütləsinin hədəflənməsinə və üzən valyuta kursuna əsaslanır və hədəflənmə obyektini kimi burada da M2 aqreqatı çıxış edir. Pul siyasəti çərçivəsində inflyasiyanın məqsədli oriyentiri də müəyyən edilir.

Özü də inflyasiyanı məqsədli oriyentirini Qırğızıstanın Milli bankı 1999-cu ildən müəyyən etməyə başlamış, ardıcıl surətdə məqsədli oriyentiri endirmək siyasətini həyata keçirmişdir. İnflyasiyanın məqsədli oriyentiri hökumət və Milli bank tərəfindən hər il verilən “Qırğızıstan Respublikasının Hökumətinin və Qırğızıstan Respublikasının Milli bankının birgə bəyannaməsi” çərçivəsində müəyyən olunur» [111].

Bununla belə son illər valyuta kursuna böyük diqqət yetirilir: onun sərbəst üzməsi getdikcə idarə olunan üzməyə çevrilir. Qırğızıstanın Milli bankının rəsmi sənədlərində söhbət üzən valyuta kursu siyasətinin davam etdirilməsindən getsə də, burada valyuta kursunda tərəddüdləri yumşaltmaq məqsədilə valyuta intervensiya-larının həyata keçirilməsinə işarə edilir. BVF-nun sənədlərində Qırğızıstanın valyuta siyasəti idarə olunan üzmə kimi səciyyələndirilir. Bu zaman etiraf edilir ki, bu idarə-tmənin məqsədi milli istehsalçıların rəqabətqabiliyyətini təmin etmək deyil, inflyasiya-nın aşağı səviyyəsini dəstəkləməkdir. Pul siyasətinin perspektivlərinə gəlincə, “orta müddətli dövrdə məqsədli göstəricinin birbaşa hədəflənməsi konsepsiyasına keçid üçün ilkin şərtlərin yaradılması istiqamətində iş davam etdiriləcəkdir »[106].

Pul kütləsinin hədəflənməsi siyasətini həyata keçirən üçüncü ölkə Moldovadır. Rəsmi şəkildə bu, yalnız 2005-ci il üçün Moldovanın Milli bankının pul və valyuta siyasətinin vəzifələrini müəyyən edən sənəddə göstərilmişdir . İlk əvvəl hədəflənmə obyektini M2 aqreqatı olmuşdur, daha sonra isə buraya pul bazası və M3 aqreqatı da əlavə olundu. Moldovanı pul siyasətində iki digər ölkə ilə müqayisədə daha çox korreksiyalar edilmişdir ki, bu da dəyişkən şəraitlə bağlı idi. Lakin bu halda da məqsədli oriyentirlərə nail olmaq heç də həmişə mümkün olmamışdır.

2006-cı ildə Milli bankı əsas vəzifəsi dəyişdi: “ milli valyutanın stabilliyin saxlamaq” “qiymətlərin stabilliyini saxlamaq”la əvəzləndi . Bununla əlaqədar pul siyasəti rejiminin tədricən dəyişmək və inflyasiyanın hədəflənməsi rejiminə keçid etmək vəzifəsi qarşıda qoyuldu [63]. Bununla bağlı olaraq inflyasiyanın göstəricisinin əhəmiyyəti dəyişdi: o, artıq proqnoz rolunu deyil, bankın siyasətinin yönəldiyi məqsədli oriyentir rolunu oynamağa başladı. Bununla belə aralıq məqsədlər kimi əvvəlki kimi, yenə də pul aqreqatlarından istifadə olunurdu.

İnflyasiyanın hədəflənməsinə doğru qəti addım 2010-cu ildə atılmışdır. Bu

zaman “Moldovanın Milli bankının 2010-2012-ci illər üçün pul siyasətinin strategiyası”ndakı dəyişikliklərdə birbaşa göstərilmişdir ki, “mövcud pul siyasəti rejimi, daha doğrusu, pul aqreqlarının hədəflənməsi rejimi mövcud şəraitdə qoyulmuş məqsədə - qiymətlərin stabilliyini təmin etmək məqsədinə tam çatmağa imkan vermir” – və “pul siyasətinin əsas məqsədi təmin edən adekvat rejimini inflyasiya ilə bağlı spesifik məqsədlərin nail olunmasına yönələn rejim təşkil edir” [111].

Bununla yanaşı yuxarıda qeyd edilmiş pul kütləsinin targetləşməsinin bütün üstünlükləri iki çox əhəmiyyətli şəraitdən asılıdır. Bunlardan birincisi və ən əsası ondan ibarətdir ki, dəyişənin son məqsədin (inflyasiya və ya nominal gəlir) və məqsədli oriyentir kimi seçilmiş pul kütləsinin müvafiq aqreqları arasında güclü və möhkəm əlaqə mövcud olmalıdır. Əgər pul dövriyyəsinin sürətinin qeyri-sabitliyi elə mövcuddur ki, pul aqreqları və məqsədli dəyişən arasında əlaqə zəifləyir, bu zaman pul kütləsinin targetləşməsi effektivliyini dayandırır. Zəif əlaqə onu bildirir ki, pul kütləsinin məqsədli oriyentirinə nail olunma məqsədli dəyişənə (inflyasiya və nominal gəlirə) lazımi təsiri etməyəcək.

Nəticədə pul kütləsinin targetləşməsi inflyasiya gözləntilərinin təsbitinə imkan yaratmayacaq və müvafiq olaraq, mərkəzi bankın keçirilən pul siyasətinə görə məsuliyyətinin təyin edilməsi üçün alət ola bilməyəcək. Pul aqreqları və inflyasiya və nominal gəlir kimi məqsədli dəyişənlər arasında əlaqənin məhz belə itməsi, bir çox tədqiqatçıların hesab etdiyi kimi, ABŞ-da baş verdi və pul kütləsinin targetləşməsi siyasətini tətbiq etməyə davam edən başqa ölkələrdə də problem ola bilər.

Başqa əhəmiyyətli şərt ondan ibarətdir ki, targetləşən pul kütləsi aqreqlarına mərkəzi bank tərəfindən yaxşı nəzarət edilməlidir. Əgər bu olmazsa, bu halda həmçinin keçirilən pul siyasətinin niyyətləri haqqında aydın informasiyanı almaq mümkün olmayacaq və beləliklə, mərkəzi bankın onun hərəkətlərinə görə məsuliyyətini müəyyən etmək çətin olacaq. Şübhəsiz ki, mərkəzi bank pul kütləsinin ensiz aqreqlarına, məsələn, nağd pula asan nəzarət edə bilər, (M0 aqreqları), lakin M2 və ya M3 kimi pul aqreqlarıyla hət şey o qədər də aydın deyil.

Nəticədə yuxarı qeyd edilmiş şərtlərə tamamilə və ya qismən riayət etməmə nəticəsində yaranan problemlər, pul kütləsinin targetləşməsinin ən aktiv tərəfdarlarının

nə üçün öz məqsədli diapazonlarını sərt dəstəkləmədiyini, lakin uzun müddət ərzində onların əhəmiyyətli dərəcədə hüdudlardan çıxmağa yol verməsini izah edir. Bundan başqa, pul aqreqları və məqsədli dəyişənlər arasında qeyri-davamlı əlaqə pul kütləsinin targetləşməsinin pul siyasətini daha aydın edə bilən və mərkəzi bankın öz hərəkətlərinə görə məsuliyyətini artırma bilən ictimaiyyətin məlumatlandırılması vasitəsi kimi xidmət etmə qabiliyyəti haqqında məsələ qoya bilər.

Ümumiyyətlə, XX əsrin 70-ci illərində pul kütləsinin targetləşməsinin pul siyasəti rejimi kimi bəzi ölkələr tərəfdən qəbul edildiyi zaman onun forması M.Fridman tərəfindən təklif edilmiş pul kütləsinin daimi artım sürətlərinin qaydasından əhəmiyyətli dərəcədə fərqlənirdi ki, ona əsasən seçilmiş pul aqreqları daimi sürətlə artmalıdır. Faktiki olaraq bu ölkələrdə heç zaman pul kütləsinin artmasının sərt qaydalarına riayət olunmurdu. Bəzi ölkələr (ABŞ, Kanada, Böyük Britaniya) əhəmiyyətli dərəcədə xüsusi oyunla məşğul olurdular ki, onun çərçivəsində onlar pul kütləsinin bir çox aqreqlarının targetləşdirildilər, bu zaman həmişə məqsədli oriyentirləri elan etmirdilər, müvafiq pul aqreqlarının artımının saxlanması üçün süni vasitələri tətbiq edirdilər, məqsədli oriyentirlərə tez-tez yenidən baxırdılar və səbəbləri gizlədirdilər ki, bunun nəticəsində pul siyasətinin məqsədli aqreqlarından sapmalar baş verirdi.

Bu ölkələrdə pul kütləsinin targetləşməsi inflyasiya üzərində nəzarətdə həlledici müvəffəqiyyətlərə gətirib çıxarmadı. Burada iki səbəbi qeyd etmək olar. Onlardan biri ondan ibarətdir ki, pul kütləsinin targetləşməsi yanlış keçirilirdi və beləliklə, onun müvəffəqiyyətə heç bir şansı yox idi. İkincisi ondan ibarətdir ki, pul aqreqları və məqsədli dəyişənlər arasında əlaqənin artan qeyri-davamlılığı bildirirdi ki, bu strategiya əvvəlcədən uğursuzluğa məhkum edilmişdi və təcrübədə ardıcılıqla və dəqiq tətbiq edilmirdi, çünki, bu səhv olardı.

Bununla yanaşı iki ölkə - Almaniya və İsveçrəni ayırmaq olar ki, onlar xeyli müddət rəsmən pul kütləsinin targetləşməsini keçirirdilər. Bu ölkələrin inflyasiya üzərində nəzarətdə əhəmiyyətli müvəffəqiyyətlərə nail olması faktı pul siyasətinin bu rejiminin istifadə etmək imkanı xeyrinə ciddi arqumentdir. Hər halda, avronun tətbiqinə hazırlıq zamanı məhz pul kütləsinin targetləşməsi Avropa mərkəzi bankı üçün pul siyasəti rejimi kimi baxılırdı.

Lakin nəzərdə tutmaq lazımdır ki, bu ölkələrdə reallaşdırılmış pul kütləsinin targetləşməsi variantları pul aqreqatının daimi tempə artdığı fridman tipli monetar qaydadan kifayət qədər uzaq oldu və faktiki olaraq, pul siyasətinin künc daşdır.

Bunun yerinə pul kütləsinin targetləşməsinə hər şeydən əvvəl, uzunmüddətli problemlərdə və inflyasiya üzərində nəzarətdə cəmlənmiş pul siyasətinin strateji aspektləri arasında qarşılıqlı əlaqə metodu kimi baxılırdı. Bu halda pul aqreqatının məqsədli intervallarının hesablanması hər-hansı ictimai hərəkətə çevrilir.

Hər şeydən əvvəl, pul kütləsinin məqsədli oriyentirinin hüdudlarının müəyyən edilməsi zamanı həlledici rol oynayan inflyasiyanın miqdar səviyyəsi aşkar müəyyən edilir. Daha sonra pul aqreqatının məqsədli artım sürətinin korreksiyası üçün buraxılışın potensial həcmnin artmasının qiymətləndirilməsi və pul dövriyyəsinin sürətinin dəyişməsi tendensiyaları istifadə olunur. Təcrübə pul kütləsinin targetləşməsi çox elastik olurdu, məqsədli göstəricinin ilkin şərtləndirilmiş parametrlərdən sapması 50%-ə qədər çatırdı, çünki, məsələn Bundesbank buraxılış həcmi və valyuta kursu kimi digər makroiqtisadi parametrlərə diqqət yetirirdi. Bundan başqa, pul kütləsinin artım sürətlərinin müəyyən edilməsi zamanı istifadə olunan inflyasiyanın oriyentiri daim korreksiya edilirdi.

Həmçinin nəzərdə tutmaq lazımdır ki, Almaniyada və İsveçrədə həyata keçirilmiş pul siyasətləri rejimləri pul siyasətinin strategiyasının geniş ictimaiyyət tərəfindən anlanılmasının təmin etmək cəhdini göstərirdilər. Pul kütləsinin məqsədli artım göstəriciləri özləri nail olmağa çalışdıqları məqsədlərin ictimaiyyətə izah edilməsi üçün başlanğıc nöqtə kimi nəşrlərdə və rəsmi nümayəndələrin açıq çıxışlarında mərkəzi banklar tərəfindən daim istifadə olunurdu.

Pul kütləsinin artım göstəricilərinin öz məqsədli oriyentirlərindən əhəmiyyətli dərəcədə geri qalması şəraitində pul kütləsinin targetləşməsi ideyası böyük dərəcədə hər hansı mexanizm kimi nəzərdən keçirilə bilər ki, onun köməyi ilə inflyasiyanın saxlanması üzrə məqsədlərə nail olmaq üçün pul siyasətinin konkret necə keçirildiyinin ictimaiyyətə çatdırılması təmin olunur.

Ümumiyyətlə pul kütləsinin müvəffəqiyyətli targetləşmə nümunələrindən iki əsas nəticə çıxarmaq olar. Birincisi, pul siyasətinin bu rejimi pul kütləsinin artım

sürətlərinin məqsədli oriyentirdən əhəmiyyətli sapmalarına yol verildiyi zaman belə uzunmüddətli dövrdə inflyasiyanı məhdudlaşdırmağa bilər. Digər sözlə, sərt pul siyasəti qaydalarına riayət etmə inflyasiya ilə mübarizədə yaxşı nəticələrin nailiyyəti üçün zəruri deyildi. İkincisi, məqsədli göstəricilərdən tez-yez sapmaya baxmayaraq, pul kütləsinin targetləşməsinin yaxşı nəticələrə gətirib çıxarmasının əsas səbəbi o oldu ki, pul siyasətinin oriyentirləri aydın elan edilirdi, mərkəzi banklar isə pul siyasətinin aydınlığını və mərkəzi bankın məsuliyyətini vurğulayaraq ictimaiyyət qarşısında öz siyasətinin fəal izahıyla məşğul olurdu.

Ümumiyyətlə Almaniyada və İsveçdə pul kütləsinin targetləşmə rejiminin müvəffəqiyyətli reallaşdırılmasının əsas elementləri - elastiklik, şəffaflıq, məsuliyyətdir ki, bunlar inflyasiyanın targetləşməsi siyasətinin əhəmiyyətli elementidir. Beləliklə, təcrübədə bu ölkələrdə pul siyasəti M.Fridmanın üslubunda pul kütləsinin targetləşməsindən daha çox inflyasiyanın targetləşməsinə daha yaxın olur.

Görünür, sonuncuyla bir çox ölkələrin pul kütləsi aqreqatları və inflyasiya arasında əlaqənin qırılmasına əmin olaraq inflyasiyanın (Daha əvvəl qeyd edildiyi kimi məhz inflyasiyanın targetləşməsi rejimi pul siyasətinin optimal rejimi kimi bizim makroiqtisadi modelimizdən irəli gəlir. Bununla əlaqədar olaraq inflyasiyanın targetləşməsi rejiminin nəzəri əsasları növbəti paraqrafda daha ətraflı nəzərdən keçiriləcək. Bu paraqrafda biz pul siyasətinin digər rejimləri ilə müqayisədə inflyasiyanın targetləşməsinin ən ümumi fərqləndirici xüsusiyyətlərində dayanacağıq) targetləşməsinə pul siyasətinin rejimi kimi istifadə etməyə başladılar.

Beləliklə, belə ölkələr üçün pul siyasətinin digər rejimi lazımdır ki, bu variantlardan biri pul kütləsinin targetləşməsi ola bilər. Pul kütləsinin targetləşməsinin valyuta kursunun targetləşməsi üzərində əsas üstünlüyü ondan ibarətdir ki, o mərkəzi banka öz şəxsi pul siyasətini pul siyasətinin konkret məsələləri haqqında öz təsəvvürlərinə müvafiq olaraq keçirməyə imkan verir. Pul kütləsinin targetləşməsi mərkəzi banka bir tərəfdən bu məsələlərin digər ölkələrdə necə qoyulduğu və reallaşmasına diqqət yetirmədən inflyasiyanın saxlanması üzrə bu və ya digər məqsədləri qarşıya qoymaq, digər tərəfdən buraxılış həcmində arzu edilməyən dəyişiklikləri zamanı hər hansı hərəkətləri təşəbbüs etməyə imkan verir.

“AMB 2016-cı ildə inflyasiyanı artırıcı təsir edən amilləri nəzərə alaraq pul bazasının artım kanalları pul proqramı ilə idarəetməyə götürülmüşdür. Pul proqramına görə manatla pul bazasının artım templərini məhdudlaşdırmaq nəzərdə tutulmuşdur. Mərkəzi Bank özünün likvidlik əməliyyatlarının aparılması zamanı məhz pul proqramına əsaslanmış və əsas məqsəd izafi pul təklifi kanallarını tənzimləmək, manatın məzənnəsinə əlavə təzyiq yaratmamaq və bu yolla inflyasiyanın yüksəlməsinin qarşısını almaq olmuşdur. Bununla da pul bazası pul siyasətinin başlıca əməliyyat lövbərinə çevrilmişdir (Pul bazasının başlıca artım kanalları (pul proqramında əvvəlcədən razılaşdırılmış) maliyyə sabitliyinə dəstək, o cümlədən, bank sisteminin likvidliyinin və ödənişlərin davamlılığının təmin olunması üçün ayrılan resurslar, bağlanan banklar üzrə əhalinin əmanətlərinin qaytarılması olmuşdur”.

2.3. Pul siyasəti rejimi çərçivəsində inflyasiyanın hədəflənməsi

Qiymətlərin stabiliyinin prioritet məqsədi monetar siyasəti rejimidir. Bu rejimin tətbiqinə və onun uğurlu təminatçısı Mərkəzi Bankdır. 1990-cı illərdə bəzi iqtisadi baxımdan kifayət qədər inkişaf etmiş ölkələr pul kütləsinin artımı oriyentirlərinin müəyyən edilməsindən imtina etmiş və bilavasitə inflyasiyanın templəri (inflation targets) üçün oriyentirlərin müəyyən edilməsinə keçmişdir. Qiymətlərin sabitliyi monetar siyasətin yeganə məqsədi kimi qəbul edilir. Bütün qalanlar, o cümlədən pul təklifinin dəyişməsi və onların dəyərinə təsir bu son məqsədə nail olma alətləridir.

Keçən əsrin 90-cı illərinin əvvəllərindən etibarən Böyük Britaniyanın və İsveçin pul hakimiyyəti öz pul siyasətinin əsas istiqaməti kimi inflyasiyanın targetləşdirilməsindən istifadə etməyə başladı. Ümumi şəkildə inflyasiyanın targetləşdirilməsi pul siyasətinin elə bir strategiyasıdır ki, bu zaman Mərkəzi Bank inflyasiyanın orta müddətli məqsədli rəqəm göstəricilərini açıqlayır və onun inflyasiya proqnozları planlaşdırılan inflyasiyadan kənara çıxırsa, qısamüddətli faiz stavkalarında düzəliş edir.

İnflyasiyanın targetləşməsi bir neçə baza elementini özünə daxil edir:

1. inflyasiyanın templərinin orta müddətli məqsədli göstəricilərinin ictimai elan edilməsi;

2. bütün digər məqsədlərin tabe olmalı olduğu pul siyasətinin əsas məqsədləri kimi qiymətlərin sabitliyinin institusial təyini;

3. strategiyanı müəyyən edən informasiyada böyük miqdarda makroiqtisadi dəyişən olmalıdır, həm də yalnız valyuta kursu və ya pul kütləsinin aqreqləri deyil; ictimaiyyət və bazarların planlar, məqsədlər və pul hakimiyyətinin qərarları haqqında məlumatlandırılması vasitəsilə pul siyasətinin artan şəffaflığı;

4. İnflyasiyanın targetləşməsinə pul siyasətinin başqa rejimlərlə müqayisə edərkən qeyd etmək olar ki, bu rejim, valyuta kursunun targetləşməsindən fərqli olaraq, lakin pul kütləsinin targetləşməsi kimi, pul siyasətinin keçirilməsi zamanı daxili suallara istiqamətlənməyi və milli iqtisadiyyatın şoklarına reaksiya verməyə imkan verir [114, 24].

İnflyasiyanın targetləşdirilməsinin bir sıra üstünlükləri var:

– inflyasiya targetləşdirilməsi pul hakimiyyətinə iqtisadiyyatın daxili problemlərinə fokuslanmağa imkan verir, çünki monetar orqanlar bu halda özü üçün pul təklifinin dinamikası ilə qiymətlərin artım templəri arasında sərt nisbətlər təyin etmir;

– inflyasiya targetləşdirilməsi ictimaiyyət üçün aydındır. Konkret rəqəm oriyentirlərinin və/və ya istehlak qiymətlərinin indeksinin artım templəri dəhlizinin müəyyən edilməsi mərkəzi bank rəhbərlərinin qəbul etdikləri qərarlara görə məsuliyyətini artırır, və, deməli, pul sferasında opportunizm problemi də aradan qaldırılır;

– mərkəzi bankın iqtisadi artım parametrlərinin dəyişməsinə reaksiyası daha dəqiq proqnozlaşdırıla bilər. Bu, onunla bağlıdır ki, yeni dayaq qərarların qəbulu prosesinə müəyyən nizam və qaydalar gətirir;

– bu rejim valyuta targetləşdirilməsi ilə müqayisədə daha elastikdir. Bir halda ki, ümumi bahalanmanın hesablanması müəyyən vaxt tələb edir, istehlak qiymətlərinin indeksinin məqsədli göstəriciləri orta müddətli perspektiv (bir qayda olaraq, iki il) üçün təyin edilir. Bu vəziyyətdə mərkəzi bank iqtisadi aktorların qarşısında inflyasiya gözləmələrinin korreksiyası yolu ilə qiymət stabilliyi ilə bağlı vəzifə qoyur. Faktiki inflyasiyanın fiksə edilmiş göstəricidən cüzi kənara çıxması normaldır və pul siyasətinə etibarın itməsinə səbəb olmaya da bilər;

– monetar sfera büdcə-vergi tənzimlənməsi üzərində üstünlük təşkil etmir. Bu, bildirir ki, mərkəzi bank fiskal hökmranlıq prinsipindən imtina edir, yəni pul və valyuta

siyasətitamamilə müstəqil olur. Bunun üçün hökumətin pul hakimiyyətlərindən alınmalarının səviyyəsi aşağı və ya sıfır olmalıdır. Beləliklə, dövlət kifayət qədər geniş gəlir bazasına malik olmalı və senyorajdan (mərkəzi bankın likvid vəsaitin emissiyasından əldə olunan ümumi gəlirlərdən) daxil olmalara bel bağlamamalıdır.

Eyni zamanda bu dayaq aşağıdakı səbəblərdən həm xarici, həm də ölkə alimləri tərəfindən tənqiddə məruz qalır:

1. Pul hakimiyyətləri özlüyündə inflyasiya prosesləri üzərində nəzarət etmir. İqtisadi böhran dövrlərində inflyasiyanın dinamikasında qeyri-monetar amillər mühüm rol oynayır. Bu şəraitdə pul hakimiyyətlərinin əli çatan alətlər məqsədli göstəricilərə nail olmaq üçün yetərli olmaya da bilir, həm də bütövlükdə makroiqtisadi nisbətləri pozan destabilləşdirici amilə çevrilə bilər.

2. İnflyasiya targetləşdirilməsi onu nəzərdə tutur ki, pul hakimiyyəti başqa makroiqtisadi məqsədli dəyişənlərin (məsələn, məşğulluğun, sənaye istehsalının və əmək məhsuldarlığının) dinamikasına lazımi diqqət yetirmədən diqqəti yalnız inflyasiyaya yönəlmişdir. Fillips-Felps əyrisinin nisbətindən görünür ki, qısamüddətli dövrdə inflyasiyanın targetləşdirilməsi buraxılışın ləngiməsinə və əmək məhsuldarlığının azalmasına, orta - və uzunmüddətli dövrlərdə isə - məşğulluq və ümumi daxili məhsulda böyük tərəddüdlərə səbəb olur.

Mərkəzi bankların inflyasiyanın "cilovlanması" üzrə imkanlarının məhdudluğuna hələ Çikaqo universitetinin professoru M. Fridman işarə edirdi. "O, vurğulayırdı ki, monetar tənizləmənin ən yaxın oriyentiri kimi aşağı inflyasiya yalnız "birincisi, gələcəkdə uzun müddət üçün qiymət səviyyəsinə qeyri-monetar səbəblərin təsirini, ikincisi, hər bir ayrı halda monetar amillərin qüvvəyə minmə müddətinin davamlılığını qabaqcadan xəbər vermək mümkün olsa", səmərəli ola bilər"[51].

Məqsədli dəyişən kimi konkret qiymət indeksinin seçim münaqişəsi yaranır. Avropa Birliyinin inflyasiya targetləşdirilməsinin tərəfdarı olan bir çox ölkələrində istehlak qiymətlərinin indeksinin yerinə başqa dəyişənlərdən (təbii inhisarçılıqların və inzibati tənzimləmənin xidmətlərinə qiymətlərin tərəddüdlərindən asılı olmayan amillərin təsirinə korreksiya edilmiş baza və monetar inflyasiya) istifadə olunurdu. Bu halda ikinci göstərici birincidən və ya ümumi daxili məhsulun deflyatorundan əhəmiyyətli dərəcədə

fərqlənirdi. Məsələn, yaxın vaxtlara qədər Böyük Britaniyada inflyasiya hesablanarkən faiz ödəmələri və bələdiyyə vergisi, Çexiyada isə - hökumət tərəfindən tənzimlənən qiymətlər, dolayısı vergilər və enerji daşıyıcılarının qiymətləri istisna edilirdi [52].

Xalis inflyasiya iqtisadi agentlərə yanlış məlumat verir və mərkəzi banklara ictimai etibarını azaldırdı ki, bu da cari qiymətlərə və müqavilələrə dərhal təsir göstərirdi.

Monetar orqanların hərəkətləri ilə ümumi bahalanma templərindəki dəyişikliklər arasında uzunsürən zaman laqı mövcuddur. Bu mövzu üzrə tədqiqatlarda 2-3-illik müddət göstərilir, lakin həmin müddət də pul-kredit tənzimlənməsinin inflyasiya templərinə hərtərəfli təsiri üçün kifayət edir. İqtisadiyyatın stabil inkişaf dövrlərində bunun elə bir xüsusi əhəmiyyəti olmasa da, böhran şəraitində göstərilən problem ən mühüm əhəmiyyət əldə edir.

İnflyasiyanın targetləşməsi həmçinin o üstünlüyə malikdir ki, pul dövriyyəsinin sürət şokları onun üçün böyük əhəmiyyətə malik deyil çünki, pul siyasətinin strategiyası pul kütləsi və inflyasiya arasında sabit əlaqəyə arxalanmır. Təcrübə inflyasiyanın targetləşməsi pul siyasəti üçün ən yaxşı parametrləri müəyyən etmək üçün pul hakimiyyətinə bir dəyişəndən deyil, bütün əlçatan informasiyadan istifadə etməyə imkan verir.

İnflyasiyanın targetləşməsi, valyuta kursunun targetləşməsi kimi, daha bir əhəmiyyətli üstünlüyə malikdir - o ictimaiyyət üçün çox aydındır. İnflyasiyanın məqsədli oriyentirləriylə müqayisədə pul əqreqlərinin oriyentirləri cəmiyyətlə əhəmiyyətli dərəcədə çətin qəbul edilir. Məlum olduğu kimi, inflyasiyanın hədəflənməsi prinsipcə fiksə edilmiş valyuta kursu ilə bir araya sığmır.

İnflyasiyanın miqdarca müəyyən edilmiş məqsədli oriyentirinin aydınlığı ona gətirib çıxarır ki, pul hakimiyyətinin, ilk növbədə mərkəzi bankın məsuliyyəti artır, çünki inflyasiyanın müəyyən edilmiş məqsədli oriyentirlərinə nail olunma və ya olunmama barədə məlumat cəmiyyətdə tez yayılır. Bu halda inflyasiyanın targetləşməsi həmçinin mərkəzi bankın həddindən artıq ekspansionizm pul siyasətini keçirərək istehsalı genişləndirməyə və məşğulluğu artırmağa çalışdığı zaman müvəqqəti uyğunsuzluq "tələsinə" düşməsi ehtimalının azalmasına imkan yarada bilər. Müvəqqəti uyğunsuzluq probleminin mərkəzi banka siyasi təzyiqin nəticəsi olduğu zaman inflyasiyanın targetləşməsinin əsas üstünlüyü ondan ibarətdir, bu rejim zamanı siyasi müzakirələr böyük dərəcədə

uzunmüddətli dövrdə mərkəzi bankın nəyi edə bilməyəcəyindən (ekspansionizm pul siyasəti vasitəsi ilə iqtisadi artım templərini və iş yerlərinin miqdarını daimi artırma) çox, nə edə biləcəyi (yəni inflyasiya üzərində nəzarət) sualına yaxınlaşa bilər.

Ümumiyyətlə, təcrübədə qiymətlərin sabitliyinin təmin edilməsinin ehtiyac haqqında fikirlərə baxmayaraq, inflyasiyanın targetləşməsi rejimini reallaşdıran bütün ölkələr məqsədli göstərici kimi qiymət səviyyəsini deyil, inflyasiyanın tempini seçdilər. Bundan başqa, bu siyasəti keçirən bütün ölkələr inflyasiyanın öz məqsədli oriyentirlərinin orta nöqtəsi kimi sıfırdan əhəmiyyətli dərəcədə yuxarı olan ölçüləri seçdilər. Belə qərar: qiymət səviyyəsindən targetləşməsindən və məqsədli oriyentirlər kimi inflyasiyanın müsbət templərinin seçimindən imtina o fikri bildirir ki, çox aşağı inflyasiya real iqtisadi fəallığa əhəmiyyətli neqativ təsir göstərə bilər.

Həmçinin maliyyə qeyri-sabitliyi və iqtisadi fəallığın düşməsinə təşəbbüs edən deflyasiya təhlükəsi mövcud olduğundan, inflyasiya templərinin məqsədli oriyentiri zamanı inflyasiyanın targetləşməsi sıfırdan çox olması zamanı deflyasiya ehtimalını da aşağı salır. Bu halda inflyasiya məqsədli oriyentirinin sıfırdan bir az yuxarı saxlanması hətta uzun müddətli dövr ərzində inflyasiya gözləntilərinin qeyri-sabitliyinə və ya mərkəzi banka etibarın azalmasına gətirib çıxarmır.

İnflyasiyanın targetləşməsinin daha bir əhəmiyyətli fərqləndirici xüsusiyyəti ondan ibarətdir ki, pul siyasətinin bu rejimi sabitləşmənin ənənəvi məqsədlərinə etinasızlıq göstərmir.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejimini reallaşdıran ölkələrdə mərkəzi banklar məşğulluğun və istehsal həcmində tərəddüdlərindən narahat olduğunu bildirirlər, bundan başqa və sabitləşmənin qısamüddətli məsələlərinə bir qədər uyğunlaşmaq qabiliyyəti inflyasiyanın targetləşməsinin bütün modellərinə daxil edilmişdir.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejiminə keçən ölkələr inflyasiyanın orta müddətli məqsədli oriyentirlərini tədricən aşağı salaraq və uzunmüddətli oriyentirə yaxınlaşaraq buraxılışın həcmində düşməsinə minimallaşdırmaq üçün inflyasiyanın templərinin azalmasına xüsusi qradualist yanaşmanı qəbul etdilər.

Bundan başqa, inflyasiyanın məqsədli oriyentirinin müəyyən edilməsi zamanı onun yuxarı və alt sərhədləri çox dəqiq müəyyən edilməlidir ki, bu da öz növbəsində, ümumi

tələbatın azalması zamanı iqtisadiyyatın sabitləşməsinə imkan yaradacaq. İnflyasiyanın targetləşməsi mərkəzi bankın hərəkətlərinin elastikliyinə və onun ümumi xərclərinin azalmasına reaksiya vermək imkanını artırır çünki, inflyasiya templərinin məqsədli diapazonun sərhədlərindən aşağı düşməsinə gətirib çıxaran ümumi tələbatın azalması, mərkəzi bankı onun hərəkətlərinin inflyasiya gözləntilərinin artmasına gətirib çıxarmasına ehtiyat etmədən pul siyasətini avtomatik zəiflətməyə vadar edəcək.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejiminə məxsus elastikliyin daha bir elementi, ondan ibarətdir ki, təklif şokları zamanı inflyasiyanın müəyyən edilmiş məqsədli oriyentirlərindən sapmalara yol verilir. Birincisi, inflyasiyanın məqsədli oriyentirlərinin ona əsasən rəsmən müəyyən edildiyi qiymət indeksinin özü, tez-tez təklif şoklarının təsirlərini azaltmaq və istisna etmək üçün təyin edilir. Məsələn, targetləşmə obyektinə olan rəsmi qiymət indeksi, bəzi ərzaq və enerjidaşıyıcılarının qiymətlərini daxil etməyə bilər və ya vasitəli vergilərin dəyişikliklər indeksinin ölçüsünə təsiri, beynəlxalq ticarət və ya faiz dərəcəsinin (məsələn, ərendə ödənişləri vasitəsilə) dəyişməsinə birbaşa təsir şərtlərini nəzərə almaya bilər. İkincisi, təklif (məsələn, əlavə dəyər vergisinin artmasına) şoklarına reaksiya verərək və ya onları qabaqcadan görərək, mərkəz bank əvvəlcə öz planlaşdırılan siyasətindən kənara çıxmaq, çünki, bu zəruri olur, daha sonra öz hərəkətlərinin səbəbini ictimaiyyətə izah etmək məcburiyyəti qarşısında qalır.

Məqsədlərin bu cür dəyişməsi ardıcıl olaraq, Yeni Zelandiyada (1984, 1990-cı illərdə institusional islahatlar), Kanadada (1988 və 1991-ci illərdə), Böyük Britaniyada (1992-ci il), İsveçdə (1993-cü il), Finlandiyada (1993-cü il), Avstraliyada (1993-cü il), İspaniyada (1994-cü il), Cənubi Koreyada (1998-ci il), İslanidiyada (2001-ci il), Norveçdə (2001-ci il) baş vermişdir. Böyük Britaniyada yeni siyasət 1992-ci ilin sentyabrında valyuta böhranına gətirib çıxarmış valyuta məzənnəsinin targetləşdirilməsi siyasətini əvəz etmişdir [53, 83.].

İsveçdə 2001-ci ildən simbioz monetar rejim istifadə olunur: faiz dərəcəsinin enib-qalxmalarının hədlərini (üç aylıq Libor dərəcəsi) müəyyən etməklə yanaşı monetar siyasətin ikinci oriyentiri qismində çıxış edən inflyasiyanın orta müddətli proqnozu verilir. İnflyasiya targetləşdirməsi həmçinin Avropa mərkəzi bankının yarandığı gündən (1999-cu il) onun monetar rejiminə çevrilmişdir.

Bir qədər gecikmə ilə inkişaf etmiş ölkələrin arxasınca bazar təsərrüfat sistemlərinə keçidi həyata keçirmiş keçmiş sosialist ölkələri getmişdir. Çexiya və Polşa 1997-1998-ci illərin valyuta-maliyyə böhranı dövründə yeni rejimlər tətbiq etmişdir: Çexiya-1997-ci ildə kronaya hücum zamanı, Polşa-1998-ci ilin payızında inflyasiya ildə 10% səviyyəsində sabitləşdikdən sonra. Macarıstan 2001-ci ildə maili dəhliz şəklində forintin idarə olunan məzənnəsi siyasətini inflyasiya targetləşdirməsinə dəyişmişdir. Sonradan rejimi Avropa monetar birliyinə daxil olmuş və onun oyun qaydalarını qəbul etmiş Sloveniya (2001-ci il), Rumıniya (2003-cü il), Slovakiya (2005-ci il) tətbiq etmişdir.

İnkişaf edən ölkələrin inflyasiya targetləşdirməsinə marağı inflyasiyanın səviyyəsinin aşağı salmağa, makroiqtisadi sabitlik əldə edildikdən sonra onun proqnozlaşdırıla bilmə dərəcəsini artırmağa imkan vermiş əvvəlki rejimlərin nisbi uğurları ilə bağlı idi. Bu kateqoriyaya aid ölkələrdən ilk olaraq Çili (1990 və 1999-cu illər), onun ardınca İsrail (1997-ci il), Braziliya (1999-cu il), Kolumbiya (2000-ci il) və Meksika (2001-ci il) pul-kredit sisteminin islahatını aparmışdır.

Afrika ölkələrindən inflyasiya targetləşdirməsinə yalnız CAR (2000-ci il) keçmişdir. Cənub-Şərqi Asiya ölkələrindən: İndoneziya (1999-cu il), Tailand (2000-ci il), Filippin (2002-ci il) – 1997-1998-ci illərin valyuta-maliyyə böhranlarının nəticələrini aradan qaldırdıqdan sonra.

MDB ölkələri dövrü olaraq, monetar siyasətdə inflyasiyanın məqsədli qiymətini tətbiq etmək niyyətləri haqqında bildirir. Lakin indiyə qədər onları yalnız Qazaxıstan həyata keçirmişdir (2004-cü il). Rusiya və Ukrayna inflyasiya targetləşdirməsinə hazır olduqlarını dövrü olaraq bəyan etsə də, bu, həmin ölkələrin inflyasiyanın zəif templərinə nail olmağa qadir olmadığından hələ ki, reallaşdırıla bilmir. Rusiyada inflyasiyanın (istehlak qiymətlərinin indeksinin) proqnoz qiymətlərini hökumət 2003-cü ildən müəyyən edir, lakin proqnoz dövrü ərzində onlara daim düzəliş olunur. Xarakteristikalarına görə, bu, hələ ki, heç də inflyasiya targetləşdirməsi deyil. Bundan başqa, böhran dövründə Mərkəzi bank monetar siyasətin instrumental məqsədi qismində valyuta məzənnəsinin idarə olunmasına qayıtmışdır. Nəhayət, Rusiyada baza inflyasiyanın proqnozları dünyada neftin qiymətinin proqnozlarından törəyir, bu da onları son dərəcə etibarsız edir.

Mərkəzi bankın rəhbər tutduğu məqsəd qismində inflyasiya targetləşdirməsinə keçən ölkələrdə hamıya məlum olan və kütlənin yaxşı başa düşdüyü inflyasiya göstəricisi, çox vaxt istehlak qiymətləri indeksi (CPI — consumer price index) yaxud onun analoqu müəyyən olunur. Halbuki, İQİ (istehlak qiymətləri indeksi) inflyasiyanın ümumi səviyyəsini təhrif edir. O, istehlakda nisbətən daha ucuz malların, malların və xidmətlərin keyfiyyətinin artması xeyrinə struktur dəyişiklikləri nəzərə almır. Eyni zamanda isə kənar konyunktur amillərin və institusional, xüsusilə mərkəzi bankın idarəetmə sahəsində olmayan təbii monopoliyaların davranışı ilə bağlı amillərin təsirini əks etdirir. Buna görə də bir sıra ölkədə inflyasiyanın məqsədli göstəricisinin formalaşdırılması zamanı İQİ əsas kimi istifadə olunur və bu əsasla düzəlişlər edilir. Məsələn, Kanada və Fransada o, girov kağızları və dolaylı vergilər üzrə faizlərdən, Avstraliya və Kanadada isə – ərzaq məhsullarının və enerji daşıyıcılarının qiymətlərindən təmizlənir, Yeni Zelandiyada ilk əvvəl həm də kənar şokların təsiri istisna edilirdi. Bundan başqa, adətən ilk mərhələlərdə məqsədli göstərici üçün dəhliz müəyyən edilir və yalnız sonra, təcrübə toplandıqca, mərkəzi bank nöqtə oriyentirinə keçir. Inflyasiya targetləşdirməsi rejiminin istifadəsinin dərinliyinə görə tam, gizli və yüngül inflyasiya targetləşdirməsi fərqləndirilir[45, C. 29.]

«Alimlər arasında inflyasiya targetləşdirməsi rejiminin hansı mərhələdə tətbiq etmək lazım olduğu məsələsinə dair fikir birliyi yoxdur. Bəziləri hesab edir ki, o, yalnız inflyasiya hansısa bir idarə olunan həddə, adətən 10%-ə çatdıqdan sonra mümkün və məqsədəuyğun olur. Digərləri yazır ki, əgər dövlət qiymətləri stabilləşdirməyə nail olubsa, onda onların targetləşdirilməsi cəhdi artıq yersizdir və hətta özü “araqarışdıran” qismində çıxış edə bilər» [38].

Halbuki, 2008-ci ildə Rusiya Bankı 2011-ci ilə qədər tədricən inflyasiya targetləşdirməsinə keçmək niyyətini bəyan etdi.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejimi həmçinin mərkəzi bankın açıqlıq siyasətinin formalaşmasına, xüsusilə ictimaiyyətlə müntəzəm ünsiyyətə böyük təsir göstərir. Əlbəttə, mərkəzi bank istənilən ölkədə qanunun tələblərinə uyğun və "iş qaydası ilə" hökumətlə əlaqələri daim dəstəkləyir. Bir çox ölkələrdə rəsmi şəxslər hər keçirilən pul siyasətinin strategiya məsələlərinin izahı üçün açıq çıxış etmək imkanından istifadə

edirlər. Lakin inflyasiyanın targetləşməsinə həyata keçirən ölkələrin mərkəzi bankları prinsipial olaraq ictimaiyyətlə əlaqələr proqramını yeni səviyyəyə qaldırırlar: onlar yalnız öz fəaliyyəti haqqında kitabçalar yayaraq geniş ictimai informasiya kampaniyaları keçirmirlər, həm də xüsusi nəşrlər - inflyasiya haqqında hesabatlar buraxırlar.

Bütün bu əlaqə kanalları ictimaiyyətə inflyasiyanın targetləşməsinə tətbiq edən ölkələrdə mərkəzi banklar tərəfindən maliyyə bazarlarının iştirakçılara və siyasətçilərə aşağıdakıları izah etmək üçün istifadə olunur:

1. inflyasiyanın targetləşməsinə keçidin əsas səbəbi daxil olmaqla pul siyasətinin məqsədləri və məhdudiyyətləri;
2. inflyasiyanın məqsədli oriyentirlərinin miqdar ölçüləri və həmçinin onların necə müəyyən edilməsi;
3. mövcud iqtisadi şərait zamanı bu oriyentirlərə necə nail olunmalı;
4. məqsədli oriyentirlərdən hər hansı sapmaların səbəbləri.

Hər şey özəl sektorda firmaların fəaliyyətinin planlaşdırılma keyfiyyətinin artırılmasına gətirib çıxarır, çünki, onların pul siyasəti, faiz dərəcələri və inflyasiya haqqında təsəvvürlərinin qeyri-müəyyənliyi azalır. Eyni zamanda cəmiyyətin böyük məlumatlandırılmasına görə bu addımlar pul siyasətində problemlər haqqında kifayət qədər geniş siyasi müzakirələr doğurur.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejiminin həyata keçirilməsi zamanı ictimaiyyətin məlumatlandırılmasının artmasıyla yanaşı mərkəzi bankın məsuliyyəti də artır [55, c.124]. Qabaqcadan elan edilmiş və tamamilə müəyyən edilmiş məqsədli oriyentirin nail olunmasından və dəstəklənməsindən sonra mühakimə etmək mümkün olduğu pul siyasətinin müvəffəqiyyətli reallaşdırılması mərkəzi bankın və onun siyasətinin müstəqilliyinin təminatı üçün ictimai dəstəyin yaradılması aləti ola bilər.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejimlərinin reallaşdırılması təcrübəsi yaxşı nəticələr göstərdi. Bu rejimi tətbiq edən ölkələr bütövlükdə, həm inflyasiya tempini, həm də məqsədli oriyentirlərin olmamasından yarana biləcək inflyasiya gözləntilərini əhəmiyyətli dərəcədə azaltdı.

Bununla yanaşı nəzərdə tutmaq lazımdır ki, inflyasiyanın targetləşməsinin real iqtisadi göstəricilərə təsiri həmişə aydın deyildi. İqtisadi nəzəriyyə nöqtəyi-nəzərindən

mərkəzi bankın inflyasiyanı azaltmaq və ona nəzarət etmək öhdəliyi onun siyasətinə etibar qaldırılmalıdır və beləliklə, dezinflyasiyadan irəli gələn buraxılışın real həcmnin azalmasından inflyasiya gözləntilərini və zərərləri azaltmalıdır. Lakin təcrübə hələ bu fərziyyənin ciddi təsdiqini vermir.

Bütövlükdə, inflyasiyanın targetləşməsi ilə bağlı bir qədər narahatlıq ondan ibarətdir ki, pul siyasətinin bu rejimi buraxılışın və məşğulluğun həcmnin aşağı və qeyri-stabil artım sürətlərinə apara bilər. Həqiqətən, inflyasiya templərinin azalması dövründə buraxılış həcmnin normal (təbii) səviyyədən aşağı azalması da ola bilər, lakin inflyasiyanın məqsədli səviyyəsi əldə edildikdən sonra, istehsal həcmi və məşğulluq səviyyəsi ən azı əvvəlki kimi yüksək səviyyəyə qayıtmalıdır. Bununla əlaqədar olaraq nəticə çıxarmaq olar, inflyasiyanın targetləşməsi ən azı, real iqtisadiyyata ziyan vurmur. Bununla yanaşı inflyasiyanın templərinin azalmasından sonra bəzi ölkələrdə möhkəm iqtisadi artım yenidən başlanır, yəni demək olar ki, inflyasiya üzərində nəzarətə əlavə olaraq inflyasiyanın targetləşməsi iqtisadi artıma imkan yaradır.

İnflyasiyanın targetləşməsinin zəiflikləri haqqında danışarkən, qeyd etmək lazımdır ki, ədəbiyyatda pul siyasətinin bu rejiminə məxsus bir sıra çatışmazlıqlar seçilir. Bir tərəfdən, qeyd edilir ki, inflyasiyanın targetləşməsi pul hakimiyyətinin hərəkətlərinə sət məhdudiyətlər qoyur və onlara iqtisadi inkişafda hansısa bir gözlənilməz dəyişikliklərə (şoklara) cavab olaraq lazımi tədbirləri təşəbbüs etməyə imkan vermir. Digər tərəfdən, belə bir fikir bildirilir ki, bu rejim, əksinə, mərkəzi banklara onların fəaliyyətinə ictimai nəzarət imkanları ilə təmin etmədən onlara həddən artıq çox azadlıq verir. Belə tənqid mərkəzi bankın siyasətinin necə olmasına - "hərəkətlərin azadlığına qarşı qaydalar" [rules-versus-discretion] dair daha geniş müzakirələrdə müzakirə edilən müəyyən əks-sədalardan ibarətdir [54].

Bununla əlaqədar olaraq təsəvvür edilir ki, inflyasiyanın targetləşməsinin izahı pul siyasətinin keçirilməsinin bəzi sət qaydası kimi tamamilə düzgündür. Bu "hərəkətlərin azadlığına qarşı qaydaların" müzakirəsinin doğurduğu dixotomiyayla izah edilə bilər. F. Mişkinin ədalətlə qeyd etdiyi kimi qaydalar və hərəkətlərin azadlığı arasında bu dixotomiya çəşdirici ola bilər [57].

İnkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatların 94 mərkəzi bankının

fəaliyyətinin öyrənilməsinin nəticələrinə görə, 2000-cı illərdə onların əksəriyyəti iqtisadi artım templərini həyata keçirilən pul siyasətinin kəmiyyət oriyentiri kimi nəzərdən keçirməkdən imtina etmişdirlər. Eyni zamanda inflyasiya ilə bağlı öhdəliklər əksər MB-lar üçün qanunvericilik səviyyəsində (onların mandatı ilə müəyyən olunur) təsbit edilməsə də, PKS-nin son hədəfi kimi göstərilir. Mübadilə məzənnəsini targetləşdirən və PKS-i milli valutanın dəyərinin dəstəklənməsinə yönələn MB istisnadır.

Təcrübə göstərir ki, pul siyasətinin müvəffəqiyyətli strategiyaları daxilində iqtisadi inkişaf perspektivlərinin qiymətləndirilməsi olan strategiyadır və buna görə onlar pul hakimiyyətini uzunmüddətli perspektivdə arzu edilməyən nəticələrə malik olacaq tədbirlərin sistematik istifadəsindən saxlayırlar. Bu cür strategiyalar "məhdudlaşdırılmış seçim azadlığıyla" strategiyalar kimi müəyyən edilə bilər.

Bütün bunlar tam həcmdə həmçinin inflyasiyanın targetləşməsi rejiminə aid edilə bilər.

Birincisi, o mərkəzi bankın pul siyasətini necə keçirməyini təsvir edən sadə və qəti təlimatlar vermir. Inflyasiyanın targetləşməsi heç vaxt mərkəzi bankın yalnız əsas dəyişənə istiqamətlənməsini və digərlərinə diqqət yetirməməsini tələb etmir.

İkincisi, inflyasiyanın targetləşməsi onun tətbiqi zamanı iqtisadi siyasətin keçirilməsində hərəkətlərin azadlığının əhəmiyyətli səviyyəsini özündə saxlayır, inflyasiyanın məqsədli oriyentirlərinin özləri yaranmış şəraitdən asılı ola bilər. Belə şəraitdə mərkəzi bank özünə hərəkətlərin əhəmiyyətli azadlığını saxlayır ki, onun sərəncamında olan vəsaitlərdən istifadə edərək, iqtisadi artım və buraxılış həcmnin tərəddüdlərinə reaksiya versin.

Bununla yanaşı, öz elastikliyinə baxmayaraq, inflyasiyanın targetləşməsi hərəkətlərin azadlığı siyasətinin reallaşdırılması nümunəsi deyil. Bundan başqa, bu rejimin şəffaflığıyla əlaqədar mərkəzi bankın məsuliyyətinin artan dərəcəsi onun hərəkətlərinin azadlığını daha da məhdudlaşdırır ki, bu da müvəqqəti uyğunsuzluq probleminin həllinə müsbət təsir edir.

Lakin, inflyasiyanın targetləşməsi rejiminin həyata keçirilməsi zamanı mərkəzi bankın məsuliyyət dərəcəsini qiymətləndirərək, elə görünə bilər, ki pul siyasətinin başqa rejimləri olduğundan daha az olacaq, çünki, mərkəzi banka inflyasiyaya bilavasitə nəzarət etmək çətindir, çünki mərkəzi bankın hər-hansı hərəkətləri və onların

İnflyasiyaya təsiri arasında uzun müddətli müvəqqəti laqlar mövcuddur. Həqiqətən, valyuta kursundan və ya pul kütləsinin aqreqlərindən fərqli olaraq, mərkəzi banka formal olaraq İnflyasiyaya rəsmi nəzarət etmək daha çətindir, lakin İnflyasiyanın əsaslandırılmış proqnozlaşdırılması zamanı mərkəzi bankın siyasətinə etibara nail olunacaq və bununla İnflyasiyanın məqsədli oriyentirlərinə nail olunma təmin olunacaq.

Artıq yuxarıda qeyd edildiyi kimi, keçirilən pul siyasəti çərçivəsində hər hansı hərəkətlər və onların iqtisadiyyata təsiri arasında uzun laqlar mövcuddur. Uzun laqların mövcud olması onu bildirir ki, pul siyasəti İnflyasiyanın özünü açıq-aydın göstərəcəyini və yalnız sonra hər hansı tədbirlərin görülməsini gözləyə bilmir. Əgər mərkəzi bank İnflyasiyanın açıq əlamətlərini gözləsəydi, o zaman qiymətlərin sabitliyinin saxlanması üçün çox gec olardı. Hər halda bunu pul siyasətinin əhəmiyyətli sərtləşməsi olmadan etmək mümkün deyil. Bu onunla izah olunur ki, İnflyasiya gözləntiləri İnflyasiya impulsunu yaradaraq artıq qiymətləndirmə və əmək haqqı səviyyəsinin formalaşmasını prosesinə daxil edilmişdir.

İnflyasiyanın yayılmasının qarşısının alınması üçün pul siyasəti perspektivə yönəldilməli və önleyici xarakter daşmalıdır, yəni, pul siyasətinin dəyişməsi İnflyasiyasına təsir laqlarının müddətindən asılı olaraq, sonuncu iqtisadiyyatda İnflyasiya təzyiqinin yaranmasına qədər effektiv hərəkət etməlidir.

Pul siyasətinin önleyici strategiyası - bu, şübhəsiz ki, İnflyasiyanın targetləşməsinin tipik xüsusiyyətidir, çünki, pul siyasətinin alətləri uyğunlaşır ki, onların İnflyasiyaya təsirinin uzun laqları nəzərə alınmış olsun və İnflyasiyanın gələcək məqsədli oriyentirlərinin nail olunması təmin edilsin.

İnflyasiya targetləşdirməsi siyasəti, ilkin mərhələdə, demək olar ki, bütün ölkələrdə öz effektivliyini sübut etmişdir. İnflyasiyanın templərinin xeyli azalması baş vermiş, həm də bu azalma iqtisadi sistemin analoji xarakteristikalarına malik digər inkişaf etmiş ölkələrdə əhəmiyyətli dərəcədə yüksək olmuşdur.

Birbaşa İnflyasiya targetləşdirməsi siyasəti bir sıra əhəmiyyətli məhdudiyyətləri də ortaya çıxarmışdır.

Birincisi, İnflyasiyanın səviyyəsi təkcə mərkəzi bankın pul siyasətindən deyil, həm də hökumətin fiskal siyasətindən, bütövlükdə təsərrüfat subyektlərinin davranışından

asıldır. Təsadüfi deyil ki, bəzi ölkələrdə (Yeni Zelandiya, Kanada, Avstraliya) bu rejimin fəaliyyət göstərməsinin mühüm elementi mərkəzi bankın hökumətlə müvəqqəti razılaşmalar bağlamasıdır. Bundan başqa, onu dövlətin sərt antiinhişar siyasəti ilə tamamlanması zəruridir.

İkincisi, inflyasiya targetləşdirməsi siyasəti mütləq şəkildə istehsalın həcmələrinin dəyişməsinə səbəb olur. Bəzi müəlliflər bunu yeni siyasətin böyük qüsuru hesab edərək, onu istehsal həcmələrinin targetləşdirilməsi (*output targeting*) ilə birləşdirməyi təklif edir və bunu istehsalın potensial həcmələrinin və buraxılış həcmənin real qiymətinin özünün maksimal qiymətindən kənara çıxma biləcəyi hədlərin elan edilməsi kimi başa düşür.

Üçüncüsü, nəzərdən keçirilən siyasət fərdi şəxslərin ümumi qiymət indeksinin elan olunmuş artım oriyentirlərinə etimad göstərməsi problemi ilə bağlıdır. Əgər bu etimad mövcuddursa və o, düzgün iqtisadi proqnozlarla əsaslandırılıbsa, tənii elan olunmuş oriyentirlər həqiqətdə öz təsdiqini tapırsa, o zaman inflyasiya targetləşdirməsi siyasəti ictimaiyyətin inflyasiya ümidlərinə mühüm təsir alətinə çevrilir və davranışı istənilən istiqamətdə formalaşdırır. Öz növbəsində, düzgün istiqamətləndirilmiş davranış bu siyasətin kredit ödəmə qabiliyyətini gücləndirir. Əgər proqnozlar daim təsdiqlənmirsə yaxud ictimaiyyət elan olunmuş oriyentirlərə şübhə ilə yanaşırsa, o zaman belə bir qarşılıqlı əlaqə yoxdur və siyasət iflasa uğrayır.

İnflyasiyanın xarici konyunkturadan, fiskal balansın vəziyyətindən və islahatın müxtəlif mərhələlərində təbii monopoliyaların tarif tənziqlənməsinin xüsusiyyətlərindən asılılığı həm də Mərkəzi Bankın ölkədə inflyasiyanın səviyyəsinə görə məsuliyyətinin bir növ məhdudlaşdırıcısı kimi çıxış edir. Monetar mənşəli inflyasiyaya monetar metodlarla əks təsir göstərmək cəhdləri iqtisadiyyatın real sektoru üçün acınacaqlı nəticələrə (istehsalın, məşğulluğun aşağı düşməsinə, kreditin bahalaşmasına və s.) gətirib çıxara bilər və o, inflyasiya targetləşdirməsi siyasətinin girovuna çevrilə bilər. Bundan başqa, inflyasiya targetləşdirməsi siyasəti yalnız sabit iqtisadi sistemə, uzun müddətli bazar tarixinə malik ölkələrdə, əhəmiyyətli struktur və institusional dəyişikliklər baş verməyən və iqtisadiyyatın “zərif sazlama”sının (*fine tuning*) monetar alətləri yaxşı sazlanmış ölkələrdə mümkündür.

İnflyasiyanı targetləşdirən Mərkəzi Bankların mandatları

Ölkə	Mandat	Qanunvericilik aktı, qəbul edildiyi il
Avstraliya	Milli pul vahidinin stabiliyinin, tam məşğulluğun, iqtisadi çiçəklənmənin və əhali rifahının artırılmasının təmin edilməsi	Ehtiyat bankı haqqında qanun, 1959
Kanada	Ölkə iqtisadiyyatının maraqlarına uyğun pul-kredit sisteminin tənzimlənməsi, milli pul vahidinin xarici dəyərində (external value of the currency) nəzarət və müdafiəsinin həyata keçirilməsi, onun istehsalın, ticarətin, qiymətlərin və məşğulluğun həcmının dinamikasına təsirinin yumşaldılması ki, bu da kanadalıların iqtisadiyə və maliyyə rifahına səbəb olacaq	Kanada Bankı haqqında qanun, 1985
Çili	İnflyasiya və ya depressiya tendensiyalarının formalaşmasına mane olacaq, bununla da istehsal resurslarından səmərəli istifadəsinə səbəb olacaq pul və valyuta siyasətivasitəsilə iqtisadiyyatın fasiləsiz və ardıcıl inkişafının təmin edilməsi Milli valyutanın aşağı və stabil inflyasiyanı nəzərdə tutan stabiliyinin, həmçinin daxili və beynəlxalq hesablaşmalar sisteminin fasiləsiz fəaliyyətinin təmin edilməsi, davamlı iqtisadi artım üçün əsasın formalaşdırılması	22 avqust 1925-ci il tarixli qanun № 486 Konstitusiya, 1989
Kolumbiya	Dövlətin hədəflərinə nail olma, yəni valyutanın alıcılıq qabiliyyətinin dəstəklənməsi	Konstitusiya və qanun, 1992
Çexiya	Qiymət və maliyyə stabilliyinin və maliyyə sisteminin davamlılığının dəstəklənməsi, banknotların emissiyası, banklar arasında qarşılıqlı hesablaşma sisteminin tənzimlənməsi	Çexiya milli bankı haqqında qanun, 1992
Qana	İqtisadi artım, inflyasiya və ödəmə balansının davamlılığı Əsas məqsəd qiymətlərin ümumi səviyyəsinin stabilliyinin dəstəklənməsidir. Bundan başqa, Qana Bankı hökumətin ümumi iqtisadi siyasətinin həyata keçirilməsinə səbəb olmalı və iqtisadi artımı və ölkənin bank və kredit sisteminin səmərəli fəaliyyətini dəstəkləməlidir.	Qana bankı haqqında Qərar, 1957 Qana bankı haqqında Qanun, 1957
İndoneziya	Rupiyin stabil məzənnəsinin dəstəklənməsi. İqtisadi artımın dəstəklənməsi məqsədilə rupiyin stabil məzənnəsinin təmin edilməsi, daxili və xarici şoklara qarşı dura bilən səmərəli maliyyə sisteminin inkişaf etdirilməsi ki, bu da maliyyə resurslarının səmərəli bölgüsü hesabına iqtisadi stabilliyə və iqtisadiyyatın inkişafına səbəb olacaqdır	İndoneziyanın Mərkəzi bankı haqqında Qanun, 1999 İndoneziyanın Mərkəzi bankı haqqında Qanun, 2004

İsrail	Əsas hədəf qiymətlərin stabilliyinin dəstəklənməsi, habelə hökumətin iqtisadi artımın, məşğulluğun təmin edilməsi və sosial bərabərsizliyin azaldılması istiqamətində iqtisadi siyasətinin digər hədəflərinə dəstək (bu, əsas məqsədə zidd deyilsə), ödəmə sisteminin təhlükəsiz, səmərəli fəaliyyətinin təmin edilməsi ki, bu da pul-kredit sisteminin və maliyyə stabilliyinin dəstəklənməsinə səbəb olur	İsrail bankı haqqında Qanun, 2010
Meksika	Əsas hədəflər milli valyutanın emissiyası, əhali rifahının yüksəldilməsi məqsədilə uzunmüddətli perspektivdə onun alıcılıq qabiliyyətinin dəstəklənməsi. İkinci dərəcəli – maliyyə və ödəmə sistemlərinin davamlılığının dəstəklənməsi	Meksika Konstitusiyası, 1993
Yeni Zelandiya	Qiymətlərin stabilliyinin təmin edilməsi, etibarlı və səmərəli maliyyə sisteminin dəstəklənməsi, banknot və sikkələrin emissiyası	Yeni Zelandiyanın Rezerv bankı haqqında Qanun, 1989
Norveç	Iqtisadi stabilliyin təmin edilməsi, pul-kredit və valyuta siyasətinin həyata keçirilməsi, ödəmə sisteminin və maliyyə bazarlarının etibarlılığının və səmərəliliyinin dəstəklənməsi, valyuta ehtiyatlarının və suveren fond vəsaitlərinin idarə edilməsi	Kral fərmanı, 1985
Peru	Əsas hədəf monetar stabilliyin təmin edilməsi, kreditləşdirmə şərtlərinin tənzimlənməsi, iqtisadi artım və məşğulluğun dəstəklənməsi, bank sektorunun inkişafının həvəsləndirilməsi Monetar stabilliyin dəstəklənməsi, pul təklifinin tənzimlənməsi, valyuta ehtiyatlarının idarə edilməsi, pul emissiyasının həyata keçirilməsi	Konstitusiya, 1979 Konstitusiya, 1993
Cənubi Afrika	Əsas hədəf tarazlaşdırılmış və davamlı iqtisadi artımı təmin etmək üçün valyutanın dəyərinin dəstəklənməsi. Digər təsisatlarla birgə maliyyə stabilliyinin təmin edilməsində aparıcı rol oynayır	Konstitusiya, Rezerv bankı haqqında Qanun, 1989
Böyük Britaniya	Britaniyalıların rifahı naminə monetar və maliyyə stabilliyinin təmin edilməsi	İngiltərə Bankı haqqında Qanun, 2012

Mənbə: Mərkəzi Bankların rəsmi saytları

Azərbaycanda həyata keçirilən iqtisadi inkişaf modeli nəticəsində dayanıqlı maliyyə imkanlar dünya iqtisadiyyatda gedən dəyişiklərin Azərbaycana neqativ təsirlərini minimuma endirməyə imkan verdi. Xarici valyuta gəlirlərinin azalması şəraitində ölkədə makroiqtisadi stabilliyin saxlanması ilə bağlı çağırışlar diqqət mərkəzində olmuşdur.

Mərkəzi Bankın pul siyasəti makroiqtisadi sabitliyin əsas göstəricisi olan qiymət sabitliyinə və bu əsasda milli valyutaya olan inamın möhkəmlənməsinə hədəflənmişdir.

Mərkəzi Bank 2015-ci ilin sonunda elan etdiyi üzən məzənnə rejiminin tətbiqini növbəti illərdə davam etdirməklə milli valyutanın məzənnəsinin makroiqtisadi fundamentallar əsasında formalaşmasına şərait yaratdı. Mərkəzi Bank valyuta

bazarında - məzənnənin valyuta bazarında formalaşmış tələb və təklifdən asılı olaraq müəyyən edilməsinə imkan vermək üçün iştirakını minimuma endirmişdir.

2.4. Pul siyasəti rejiminin təcrübəsi və ondan alınan dərslərin təhlili

Radikal iqtisadi islahatların başlaması ilə makroiqtisadi stabilləşməyə, ilk növbədə inflyasiya templərinin azaldılmasına nail olmaq üçün islahatlar aparan ölkələr nominal lövbər axtarışı, yəni pul siyasətinin bu və ya digər variantının müəyyən edilməsi məsələsi ilə üzləşdilər.

Radikal iqtisadi islahatlar şəraitində pul siyasətinin həyata keçirilməsi təcrübəsi göstərdi ki, islahatlar aparan ölkələr praktiki olaraq pul siyasətinin bütün mümkün variantları bu və ya digər dərəcədə uğurlu olmaqla tətbiq edirdilər.

Bu zaman islahatlar aparan ölkələrin praktiki olaraq hamısında pul siyasətinin əsas məqsədi kimi inflyasiya templərinin azaldılması, milli valyutanın davamlılığının təmin edilməsi müəyyən edilmişdi. Lakin son iki formulirovka bir sıra məsələləri ortaya çıxarır. Birincisi, “qiymətlərin stabilliyinin təmin edilməsi” anlayışının məzmunu nədədir? Hərfi mənada bu, qiymətlərin səviyyəsini dəyişməz səviyyədə saxlamaq mənasını da verə bilər. Düzdür, qeyd etmək lazımdır ki, bir çox mərkəzi banklar çoxmənalılıqdan uzaq olmaq üçün bu anlayışın məzmununu konkretləşdirirlər⁶.

Bizə görə, “milli valyutanın davamlılığı” anlayışı da bir qədər ikimənalıdır. Hansı davamlılıqdan söhbət gedir məsələsi qeyri-müəyyəndir. Əgər söhbət daxili davamlılıqdan (valyutanın alıcılıq qabiliyyətinin qorunub saxlanması) gedirsə, onda bu, əslində, inflyasiyanın aşağı templəri anlayışına identik anlayışdır. Əgər söhbət xarici davamlılıqdan gedirsə, onda bu, stabil valyuta kursu deməkdir ki, bu da heç də həmişə aşağı inflyasiya templərini müşayiət etmir.

İnflyasiyanın targetləşməsi siyasətini tətbiq edən ölkələrdə mükəmməl variantda mərkəzi bank haqqında qanuna, pul siyasətinin əsas məqsədi kimi qiymətlərin

⁶ Latviya Bankı birbaşa qeyd edir ki, “qiymətlərin stabilliyi istehlakçı qiymətlərinin mötədil şəkildə artımı və ya inflyasiyanın templərinin aşağı olması mənasını verir”.

Gürcüstanın Milli bankı özünün məqsədini “qiymətlərin stabilliyinə nali olma və onun dəstəklənməsi” kimi müəyyən etməklə qeyd edir ki, bu, “ inflyasiyanın templərinin mötədil və proqnozlaşdırıla bilən olması” mənasını verir.

sabitliyini müəyyən edən, və mərkəzi banka pul siyasəti alətlərinin seçimində kifayət qədər müstəqilliyə zəmanət verən xüsusi düzəlişlər daxil edilməlidir. Lakin burada maraqlı qanunauyğunluq izlənir: inflyasiyanın targetləşməsi siyasətini reallaşdıran inkişaf edən ölkələr mərkəzi bank haqqında qanunvericiliyi daxil etdilər ki, o inflyasiyanın targetləşməsinə keçməzdən əvvəl mərkəzi bankın müstəqilliyinin müvafiq səviyyəsinə zəmanət verir.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejiminin tətbiqi haqqında qərar qəbul edərkən, mərkəzi bank etdiyi hərəkətlərə görə məsuliyyət daşmalıdır. Məsuliyyətin əhəmiyyəti xüsusilə artır, çünki məhz inflyasiyanın targetləşmə siyasətinin keçirilməsi zamanı mövcud müvəqqəti qırılmalar (laqlar) valyuta məzənnəsinin və pul aqreqlarının targetləşməsi kimi açıq orta müddətli məqsədlərlə pul siyasətinin rejimlərindən fərqli olaraq iqtisadi siyasətin vəziyyətinə ictimai nəzarət üçün çətinliklər yaradır. İctimaiyyətin kifayət qədər məlumatlandırılması dərəcəsini təmin etmək və mərkəzi bankın məsuliyyətini dəstəkləmək üçün, inflyasiyanın targetləşməsi zamanı pul siyasətinin rejimi şəffaf olmalıdır.

Makroiqtisadi stabilləşmə məsələlərinin, ilk növbədə inflyasiya templərinin azaldılması məsələlərinin həllini təmin edərkən əksər ölkələr radikal iqtisadi islahatların ilk mərhələlərində pul rejiminin ən sadə və aydın rejimini – valyuta kursunun hədəflənməsi seçdilər. Bu qrupa Baltika ölkələri – Estoniya, Litva, Latviya, habelə Polşa, Macarıstan və Çexiya və qısa bir müddət ərzində Slovakiya daxil oldu. Tədricən valyuta kursunun hədəflənməsini praktikada reallaşdırma ölkələrin qismən rotasiyası baş verdi. Birinci dalğa ölkələrindən bu rejimi Baltika ölkələri tətbiq etməkdə davam edirdilər. Sonrakı illərdə onların sırasına Bolqarıstan, Makedoniya, Bosniya və Herseqovina və Belarus əlavə olundu⁷.

Valyuta kursunun hədəflənməsi rejimi müxtəlif formalarda həyata keçirilə bilər. Hətta tək cə coğrafi baxımdan deyil, həm də pul siyasətinin bu rejiminə sadıq qalmaları üzündən bir altqrupa birləşdirə biləcəyimiz Baltika ölkələrində tam yeknesəqlik

⁷ Müəyyən mənada de-yure olaraq valyuta kursunun hədəflənməsi siyasətini həyata keçirən ölkələrə Türkmənistanı aid etmək olar. Lakin, Türkmənistanın iqtisadi və iqtisadi modelinin özünəməxsusluğunu, habelə rəsmi və bazar kursu arasında fərqin 400% təşkil etdiyini və bir çox makroiqtisadi göstəricilərin açıq mətbuatda dərc edilmədiyini nəzərə alaraq, bu ölkə üçün pul siyasəti rejimini təyin etmək çətinidir.

yoxdur. Bir tərəfdən Estoniya və Litva valyuta kursunun hədəflənməsinin ən sərt rejimini – valyuta idarə edilməsini seçdilər, digər tərəfdən Latviya pul bazasının xalis valyuta aktivləri ilə 100%-lik təminatını, məsələn, tələb etməyən bir qədər yumşaq rejim - valyuta kursunun fiksə edilməsini seçdi.

1992-ci ildə birinci olaraq valyuta idarəetmə rejimini tətbiq etmiş Estoniya dərhal nominal lövbər kimi yeganə valyutanı – alman markasını təyin etdi; Estoniya Bankı tərəfindən emitasiya edilən pullar tam olaraq fiksə edilmiş kurs üzrə xarici ehtiyatlarla ödənilməlidir. Eston kronası fiksə edilmiş kurs üzrə sərbəst konvertasiya edilən valyutaya sərbəst şəkildə mübadilə edilməyə başladı.

Litva valyuta idarəetmə rejimini 1994-cü ildə tətbiq etdi 1999-cu ildən nominal lövbər kimi avrodan istifadə olunur. Litva liti üçün ilkin nominal lövbər dollar idi, 2002-ci ilin fevraldan nominal lövbər avro oldu .

Əlbəttə, valyuta idarəetməni seçmiş ölkələr valyuta kursunda tərəddüdlərlə bağlı olan bir riskdən yaxa qurtarıb başqa bir risklə üzləşirlər: mərkəzi bank son instansiyalı kreditor funksiyasını artıq yerinə yetirmir ki, bu da obyektiv olaraq bank sektorunun davamlılığına təsir göstərir, və hər hansı bir bank böhranı iqtisadiyyatı üçün ağır nəticələr verə bilər.

Valyuta idarəetməsində digər riskli amil milli valyutanın yenidən qiymətləndirilməsi təhlükəsidir. Bu halda milli iqtisadiyyatın rəqabətə qabliyyətliliyi zəifləyər, maliyyə sistemində çətinliklər yarana bilər. Estoniya və Litvanın xeyrinə bir amil vardı ki, bu da onların yeni valyutasının əzəldən yetərli qiymətləndirilməməsi ilə bağlıdır. Buna görə də valyutanın real qiymətinin həttə əsaslı şəkildə qalxması da bu ölkələri Argentinadakı problemlərə bənzər problemlərlə üzləşdirmədi.

Valyuta kursunun hədəflənməsi rejimindən istifadə edən ikinci altqrupa iqtisadi islahatları bu rejimdən istifadə etməklə başlayan, lakin sonralar pul siyasətinin hansısa rejiminin xeyrinə bundan imtina etmiş ölkələri aid edirik.

Bu altqrupa Macarıstan, Polşa, Çexiya daxil edilmişdir. Çexiya fiksə edilmiş valyuta kursu rejimini 6 il ərzində, 1991-ci ildən 1997-ci ilin ortalarına qədər tətbiq edirdi [Əslində Çexiyanın pul siyasətindən yalnız 1993-cü ildə başlayaraq söhbət açmaq olar. Bu zaman Çexiya iki dövlətə bölünmüşdür: Çexiya və Slovakiya].

Baltika ölkələri kimi, Bolqarıstan da Avropa valyuta sisteminə tam qoşulanadək valyuta idarəetmə rejimindən istifadə etmiş.

Pul kütlələrinin hədəflənməsi rejimini valyuta kursunun hədəflənməsi rejimi ilə əvəz edən daha bir ölkə Makedoniyadır. Burada pul kütləsinin hədəflənməsi 1992-ci ildən 1995-ci ilin oktyabrınadək həyata keçirilirdi. Bu halda da lövbər valyutası kimi ilk əvvəl alman markasından, daha sonra isə avrosundan istifadə edilmişdir. Ümumilikdə isə Makedoniyanın pul hökuməti makedon dinarının lövbər valyutaya nəzərən stabil valyuta kursunu saxlamağın öhdəsindən gələ biləcəkdir [Yalnız 1997-ci ildə alman markasına nəzərən dinarın 16% devalvasiyası baş verdi]. Burada da hesab olunur ki, pul siyasətinin rejimi kimi valyuta kursunun hədəflənməsi yaxın illərdə davam etdirilməlidir. Lakin Bosniya və Herseqovina kimi, Makedoniya da AB-nə uzun müddət ərzində tam olaraq inteqrasiya edəcəyinə ümid edə bilər. Belə vəziyyətdə valyuta kursunun sərtliyi xarici bazarlarda milli məhsulun rəqabətqabiliyyətliliyinin azalmasına səbəb ola bilər ki, bunun da nəticəsində iqtisadi artım ləngiyə bilər.

Nəhayət, keçid iqtisadiyyatı ölkələri arasında elə ölkələr də var ki, onlar valyuta kursunun hədəflənməsi rejimini kifayət qədər özünəməxsus şəkildə həyata keçirirlər. Birinci ölkə Belarustur. Burada ittifaq dövlətinin yaradılması və vahid valyutaya keçid çərçivəsində ilk mərhələlərdə Belarus rublu Rusiya rubluna bağlanılırdı. Valyuta kursunun hədəflənməsinin bu variantında yaranan problemlər onunla bağlı idi ki, Rusiya Belarusun əsas ticarət tərəfdaşı olsa da, Rusiya rublu beynəlxalq rezerv valyutası olmadığından başqa ölkələrlə hesablaşmalar möhkəm valyutada həyata keçirilir. Deməli, Belarusun pul hökumətu rublun valyuta kursunda mümkün dəyişiklikləri nəzərə almalıdırlar ki, çünki bundan dünya bazarda Belarus mallarının rəqabətqabiliyyətliliyi də asılı olacaqdır Rusiya rublunun ABŞ dollarına nəzərən 2003-cü ildə qəfildən möhkəmlənməsi Belarusun Milli bankını İxrac edilən malların qiymət rəqabətqabiliyyətliliyinin azlamasına yol verməmək üçün Belarus rublunun Rusiya rubluna nəzərən nominal valyuta kursunu korreksiya etməyə vadar etdi .

Beləliklə, Belarusun pul siyasətinin infikativ göstəricisi (Belarus rublunun ABŞ dollarına nəzərən) yoxlama göstəriciyə (Belarus rublunun Rusiya rubluna nəzərən) təsir göstərir. Bu, Belarus rublu üçün lövbər valyutanın Rusiya rublu olması haqqında

rəsmi müdəarı şübhə altına alırdı; faktiki olaraq bu, daha çox ABŞ dolları idi. Sonralar (2008-ci ildə) bu, lövbər valyuta kimi ABŞ dollarının rəsmi olaraq tanınması ilə təsdiqlənmişdir 2009-cu ildə valyuta kursunun hədəflənməsi rejimi mürəkkəbləşdirildi: Belarus rublu valyutalar zənbilinə - ABŞ dolları, avro və rus rubluna bağlanır, lakin tərəddüd hədləri yalnız ABŞ dollarına nəzərən müəyyən edilmişdir. [62]

Bununla belə Belarus pul siyasətində dəyişikliklərin olması perspektivləri ilk növbədə Rusiya rublunun Rusiya və Belarus üçün vahid valyuta kimi tətbiq edilməsi planlarının həyata keçirilməsi (həyata keçirilməməsi) ilə bağlıdır. Birinci halda Belarusun pul siyasəti rejimini Rusiyanın pul siyasəti rejimi şərtləndirəcəkdir. Vahid valyuta tətbiq olunmasa, onda, bəzi Belarus mütəxəssislərinin fikirlərinə görə, “orta perspektivdə Belarus respublikasının Milli bankı inflyasiyanın hədəflənməsinə keçid üçün şəraitin yaradılması məsələsi üzərində işləməli olacaqdır” [94].

Əlbəttə, inflyasiyanın hədəflənməsi rejiminə keçid üçün Belarusun pul siyasətində Milli bankın müstəqilliyinin artırılması və fiskal dominantlıqdan imtina ilə bağlı əhəmiyyətli dəyişikliklər edilməlidir. Buna baxmayaraq, artıq yeni pul siyasəti rejiminə keçidlə bağlı müəyyən hazırlıq gedir.

2005-ci ildən etibarən inflyasiyanın hansısa oriyentirlərinə nail olma pul siyasətinin əsas məqsədlərindən biri hesab edilir.

Valyuta kursunun hədəflənməsi rejimi çərçivəsində yolunu seçmiş ikinci ölkə Çernoqoriyadır. Hələ Serbiyanın tərkibində olarkən [Çernoqoriya 2007-ci ilin yanvarından müstəqil dövlət oldu. Buna qədər o, Serbiya və Çernoqoriya ittifaq dövlətinin (Yuqoslaviyanın) tərkibində idi] Çernoqoriya nə serb valyutasından istifadə etdi, nə də öz valyutasını tətbiq etdi. 1999-cu ildə əsasla şəkildə müstəqillik əldə etdikdən sonra Çernoqoriya valyuta idarəetmə rejimindən daha irəli gedərək “tam dollarlaşma” rejimini seçdi, yəni Çernoqoriya ərazisində qanuni ödəmə vasitəsi başqa bir ölkənin valyutası oldu. Bu, əvvəlcə alman markası, sonra isə 2002-ci ilin iyunundan – avro oldu [baxımından burada “avrolaşma” daha dəqiq anlayış olardı.].

Pul siyasətinin - inflyasiyanın hədəflənməsi rejiminin tətbiq edilməsi Çexiya, Polşa və Macarıstan kimi ölkələrdə radikal iqtisadi islahatların ilk illərində onunla bağlı

olmuşdur ki, müxtəlif variasiyalarda valyuta kursunun hədəflənməsi rejiminin tətbiqi inflyasiyanı inkişaf etmiş ölkələrdəki səviyyəyə qədər endirə bilmədi ki, bu da öz növbəsində bu ölkələrin öz qarşılarında qoyduqları ən mühüm iqtisadi-siyasi məsələnin – AB-nə daxil olmaq və Avropa valyuta sisteminə qoşulmaq məsələsinin həllinə maneə yaradırdı. Əksər MB-n konsensusu ondadır ki, PKS-nin əsas vəzifələrindən biri qiymət sabilliyinin təmin edilməsi və dəstəklənməsidir

ABŞ və avrozonada inflyasiyanın targetləşdirilməsi pul-kredit siyasətinin işlənməsi və həyata keçirilməsi zamanı iqtisadi artımı dəstəkləmək üçün işsizlik parametrisinin və əhalinin gəlirlərinin nəzərə alınması ilə bir araya gətirilir. Bu zaman ödəmə balnasının maliyyə hesabının açıqlığı rezerv valyutayı emitasiya etmək imkanı ilə üst-üstə düşür.

İnflyasiyanın məqsədli oriyentirini idarə edərək, mərkəzi bank pul siyasətinin müvafiq alətlərini seçməlidir və elə istifadə etməlidir ki, inflyasiyanın məqsədli oriyentirinin nailiyyətini təmin edilsin.

Təcrübə göstərir ki, iqtisadi siyasətin məqsədinə təsirin alətləri və rıçaq seçiminin universal və ciddi qaydaları mövcud deyil çünki, onlar ölkə maliyyə sisteminin strukturundan asılıdırlar.

İnflyasiyanın targetləşməsinə həyata keçirərək, mərkəzi bank maliyyə sistemində dövr edən pul miqdarına təsir göstərmək üçün taktiki məqsədlər kimi və ya qısamüddətli faiz dərəcəsini, və ya pul kütləsinin hər hansı aqreqatını seçə bilər. Taktiki məqsəd qısamüddətli faiz dərəcəsi və ya ən yaxşı üsulla pul hakimiyyətinin söylərini əks etdirə bilən pul kütləsinin aqreqatının göstəricisi kimi müəyyən edilə bilər. Likvidliyi idarə etmə və ya hesablamaların keçirilməsi üçün mərkəzi bankda olan bank hesablarında vasitələrin həcmi pul aqreqatı kimi məqsədin nümunəsidir. Məsələn, banklararası bazarda "overnayt" krediti üzrə faiz bəzi qısamüddətli faiz dərəcəsi kimi məqsədin nümunəsidir.

İnflyasiyanın targetləşməsinin tammiqyaslı siyasətini keçirən praktiki olaraq bütün ölkələrin mərkəzi bankları, operativ məqsəd kimi "overnayt" dan üç aya qədər qısamüddətli faiz dərəcələri kimi istifadə edirlər.

Belə alətlər gündəlik əsasda likvidliyi idarə etmə üçün daha yararlıdır, onlar mərkəzi bankın kredit risklərini minimallaşdırmağa və maliyyə bazarlarını inkişaf

etdirmə cəhdini nümayiş etdirərək, inflyasiya şoklarına tez reaksiya verirlər. Mərkəzi banklar hər şeydən əvvəl açıq bazarda əməliyyatlardan ya dövlət qiymətli kağızlarının birbaşa alqı-isatışı formasında və ya mərkəzi bankın özünün qiymətli kağızları, və ya daha tez-tez, əks sazişlər formasında ("repo" sazişləri) istifadə edir ki, bunun predmeti həm milli, həm də xarici qiymətli kağızlar ola bilərlər. Öz iqtisadi siyasətinin əsas aləti kimi açıq bazarda əməliyyatlardan istifadə etməyən mərkəzi banklar, açıq bazarda əməliyyatlara oxşar olan bank borc-depozitləri hərraclarından istifadə edir.

İnflyasiyanın targetləşməsini keçirən ölkələrin əksəriyyəti məqsədli oriyentirdən faktiki və ya gözlənilən inflyasiyanın sapmalarına cavab olaraq operativ məqsədi (qısamüddətli faiz dərəcəsini) dəqiqləşdirirlər. Mərkəzi bankın faiz dərəcələrinin müəyyən edilməsi sahəsində davranışı Teylor qaydası kimi xarakterizə edilə bilər ki, bu zaman faiz dərəcələri cari və inflyasiya və buraxılış həcmnin qırılması kimi laq dəyişənlərin sapmalarına cavab olaraq korreksiya edilir. İnflyasiyanın targetləşdirilməsi zamanı faiz dərəcəsinin dəyişməsinə reaksiya pul siyasətinin istənilən başqa rejimlərindən daha uzun müddətli dövrə malikdir; bu keçirilən siyasət çərçivəsində hərəkətlərin və inflyasiyanın dəyişməsi arasında laqların mövcudluğuyla, həmçinin buraxılışın həddən artıq tərəddüdlərinin qarşısını almaq arzusuyla izah olunur.

Mərkəzi bankların əksəriyyəti pul bazarı üçün vasitələrin xalis təchizatçısının start mövqeyindən fəaliyyət göstərməyə üstünlük verirlər (yəni bazarda likvidliyin defisiti vəziyyətindən). Vasitələrin xalis təchizatçısı kimi mərkəzi bank effektiv inhisarçıdır və beləliklə, bazara, xüsusilə faiz dərəcələrinə daha çox təsirə malikdir. İnflyasiyanın targetləşməsi siyasətini tətbiq edən bir çox inkişaf edən ölkələr onu likvidliyin struktur artığı şəraitində başlayırdılar çünki, bu ölkələri inflyasiyanın targetləşməsi siyasətinin keçirilməsi üçün yararlı edən onların iqtisadi inkişafında həmin dəyişikliklər, həmçinin yalnız qismən sterilləşdirilmiş ola bilən əhəmiyyətli sərmayə axınına gətirib çıxarırdı. Xalis borc alandan xalis kreditora çevrilmək üçün bəzi ölkələrin mərkəzi bankları öz dövlət qiymətli kağızları paketlərini satırdı və ya ehtiyat tələblərini artırırdı.

Aralıq məqsədi kimi faiz dərəcəsi pul siyasətinin ötürücü mexanizmi son məqsəd kimi inflyasiyaya qədər bir neçə kanal üzrə hərəkət edir. Gözləmək olar ki,

açıq iqtisadiyyat şəraitində faiz dərəcəsinin artması onun növbəti nəticələri ilə əlaqədar olaraq inflyasiyanın azalmasına kömək edəcək:

- milli valyuta məzənnəsinin artması milli məzənnədə idxal mallarına qiymətlərin düşməsinə gətirib çıxaracaq;
- bank və qeyri-bank borclarının qiymətlərinin artması investisiyaların və uzun müddətli istifadə mallarının istehlakının saxlanmasına və buraxılış həcminin pozulmasının böyüməsinə gətirib çıxaracaq;
- daha yüksək diskont dərəcəyə görə sərvətin azalması istehlakın azalmasına gətirib çıxaracaq;
- korporasiyaların xalis dəyərinin azalması banklarından bank kreditlərinin azalmasının tələb edəcək;
- investisiyaların və uzun müddətli istifadə mallarının istehlakının azaldılması passivlərdə borc vasitələrinin yüksək payı olan şirkətlərin müflisliklərinin artmasına və beləliklə, işgüzar fəallığın gözləntilərinin pisləşməsinə gətirib çıxaracaq.

Inflyasiyanın targetləşməsinin keçirilməsi zamanı pul siyasətinin ötürücü mexanizminə məxsus əhəmiyyətli problemlərdən biri onun qeyri-müəyyənliyidir ki, bu inkişaf edən ölkələr və keçid iqtisadiyyatı olan ölkələr üçün xüsusilə tipikdir.

Əlbəttə, mərkəzi banklarda pul siyasətinin ötürücü mexanizminin təsirinin effektivliyini artırmağa və ya, ən azı bu mexanizmin ictimaiyyət tərəfindən anlanması səviyyəsini artırmaq imkan verən üsullar var. Ötürücü kanallar pul bazarının fəaliyyətini yaxşılaşdırmağa və pul bazarı və başqa maliyyə bazarları arasında əlaqələri gücləndirməyə imkan verəcəklər maliyyə islahatlarıyla möhkəmləndirilə bilər. Pul siyasətinin açıqlığının yaxşılaşdırılmasına yönəldilmiş tədbirlər, bazar üçün ötürücü mexanizmi zəiflədə bilən gözlənilməzliyi minimumuna yaxınlaşdıracaqlar. Ötürücü mexanizmin təkmilləşdirilməsinin daha spesifik üsulu iqtisadi analizin inkişafı ola bilər ki, bu mərkəzi bankın daxili resurslarını təsnif etməyə və ötürücü mexanizmin kanallarının özlərini anlamağa imkan verəcək.

Nəhayət, pul və maliyyə bazarı iştirakçılarıyla müntəzəm və intensiv əlaqələr iqtisadi agentlər tərəfindən mərkəzi bankın hərəkətlərini yaxşı anlamağa imkan yarada və bununla pul siyasətinin dəyişməsinin inflyasiyaya təsirini sürətləndirə bilərlər.

«İnflyasiyanın targetləşməsi strukturunda əsas rolu inflyasiyanın proqnozlaşdırılması oynayır. Bəzi əsərlərdə inflyasiyanın targetləşməsi özü proqnozlaşdırılan inflyasiyaya uyğun olaraq targetləşməsi kimi şərh edilir [inflation forecast targetinq» [105, 17-22] .

İnflyasiyanın targetləşməsi zamanı güman edilir ki, pul siyasətinin parametrləri gələcək inflyasiyanın stabil olaraq məqsədli oriyentirdən və ya məqsədli trayektoriyadan fərqlənə biləcəyi sübut mövcud olduqda hər dəfə korreksiya edilir. Əgər keçirilən siyasətin zaman üfүүündən çıxan inflyasiyanın proqnozu inflyasiyanın sistemətik aşağı və ya onun məqsədli oriyentirindən yuxarı olacağını güman edirsə, onda bu onu bildirir ki, pul siyasətinin parametrləri sərtləşdirilməli və ya zəiflədilməlidir.

Mərkəzi bank tərəfindən həyata keçirilən inflyasiya proqnozları inflyasiya perspektivlərinə aid olan bütün əlçatan informasiyadan istifadə etməlidir. Tənzim edilən valyuta kursundan və ya pul aqreqatının sadə qaydasından fərqli olaraq mərkəzi bankın diqqəti inflyasiyanın gələcək inkişafı indikatoru kimi yalnız bir dəyişənlə məhdudlaşdırılmır. Beləliklə, inflyasiyanın oriyentirlərini müəyyən edənlər əmin olmalıdır ki, onlar inflyasiyanın perspektivlərinə aid olan kifayət qədər etibarlı məlumatlar ala biləcəklər və maliyyə bazarının və ictimaiyyətin iştirakçılarının gözlərində etibarlı görünəcək inflyasiya proqnozunu təsəvvür edə biləcəklər.

Pul siyasətinin ən əhəmiyyətli elementi kimi inflyasiya proqnozlarının tərtib edilməsi inflyasiyanın targetləşməsi rejiminə keçməyə çalışan ölkələr üçün əsas problem təşkil edə bilər. İnflyasiyanın targetləşdirməsinə keçidi müvəffəqiyyətlə qurtara bilən inkişaf edən ölkələrin əksəriyyəti iqtisadi siyasət prinsiplərinin müəyyən edilməsində cəmləşmək üçün nəzarət və tənzimlənməyə pis məruz qalan iqtisadi vəziyyəti kardinal dəyişdirməli oldular. İnflyasiyanın targetləşməsinə keçirməyə çalışan ölkələrin mərkəzi bankları pul və kredit aqreqatlarının dəyişməsinə xarakterizə edən informasiyanı başqa qabaqlayıcı indikatorlar haqqında informasiya ilə birləşdirməyə qadır olmalıdırlar.

Yaranmış vəziyyətdə pul siyasəti sahəsində qərarlar qəbul edildiyi informasiya həcmində fundamental dəyişikliklər, iqtisadi indikatorların məlumat bazasının yaradılmasına əsaslanmalıdır ki, onlar inflyasiyanın dəyişməsi perspektivləri haqqında

təsəvvürü formalaşdırmaq üçün istifadə edilə bilər. Bu baza özəl sektoru təmsil edən hakimiyyət və ya iqtisadi agentlər tərəfindən toplanmış və təhlil edilmiş inflyasiyanın sadə indikatorları, həm də mərkəzi bank tərəfindən inflyasiyanın dəyişməsinə qabaqcadan xəbər vermək üçün təhlil edilən müəyyən edilmiş qabaqlayıcı indikatorlar kimi daxil etməlidir. Bu indikatorlar ümumi tələbatın və ümumi təklifin dəyişmələrini, pul kütləsinin əqreqlərini, faiz dərəcələrinin və valyuta kursunun göstəricilərini, inflyasiyanı, qiymətləri və inflyasiya gözləntilərini daxil edə bilər.

Əlbəttə, inflyasiyanın targetləşməsinə yenidən keçən mərkəzi banklar inflyasiya targetləşməsinə tətbiq edən başqa ölkələrin bankları tərəfindən hazırlanmış modellərdən və indikatorlardan istifadə edərək və öz ölkəsinin Hesab edilir ki, Braziliyanın inflyasiyanın targetləşməsinə kifayət qədər tez uyğunlaşmasına səbəblərdən biri o idi ki, o inflyasiyanın proqnozlaşdırılması modellərinin və ondan əvvəl inflyasiyanın targetləşməsi siyasəti yoluna daxil olan ölkələr mərkəzi bankları tərəfindən hazırlanmış iqtisadi siyasətin analizi sistemlərinin üstünlüyündən müvəffəqiyyətlə istifadə etdi [29].

Proqnozlaşdırma və iqtisadi analiz sistemi və inflyasiya modeli hər hansı metodoloji əsası təmin edir, bunun əsasında pul hakimiyyəti iqtisadi inkişaf şəraitlərini və pul siyasətini müzakirə edə, və nəticədə ictimaiyyətə mərkəzi bankının hərəkətlərini izah edə bilər. Bununla yanaşı heç bir model heç zaman peşəkarların fikirlərini əvəz edə bilməyəcək, və onların qərarları həmişə siyasətin müəyyən edilməsində mühüm rol oynayacaqlar.

İnflyasiyanın proqnozlaşdırılması üçün modellərdən və indikatorlardan istifadədən başqa inflyasiyanın targetirovanıyası siyasətini həyata keçirən mərkəzi bank özəl sektorun nümayəndələriylə və maliyyə bazarının iştirakçılarıyla görüşlərdən və müzakirələrdən maksimal mümkün olan informasiya miqdarını yığmalıdır.

İnflyasiyanın proqnozlaşdırılması⁸ üçün modellərdən və indikatorlardan istifadədən başqa inflyasiyanın targetləşməsi siyasətini həyata keçirən mərkəzi bank özəl sektorun nümayəndələriylə və maliyyə bazarının iştirakçılarıyla görüşlərdən və müzakirələrdən maksimal informasiya miqdarını toplamalıdır.

⁸ Daha geniş: <https://www.cbar.az/page-95/forecasting-inflation-in-post-oil-boom-years-a-case-for-non-linear-models>

Bu müzakirələr iqtisadiyyatda işlərin real durumu haqqında və gələcək inflyasiyanın ilkin şərtləri haqqında informasiyanı almağa imkan verir, həmçinin özəl sektorun inflyasiya gözləntilərinin formalaşması haqqında əlavə təsəvvürlər verə bilər. Belə görüşlər və müzakirələr iqtisadi münasibətləri tez dəyişən və maliyyə bazarları az inkişaf edən ölkələrdə xüsusilə faydalıdır.

Yuxarıda qeyd edildiyi kimi, inflyasiyanın məqsədli oriyentiri valyuta siyasətinin hər hansı oriyentirindən üstünlüyə malik olmalıdır. Inflyasiyanın targetləşməsi siyasətini keçirən Mərkəzi bank hətta ödəniş balansı vəziyyəti tərəfindən maraqlı və ya təzyiqli konfliktə olduğu halda real valyuta kursuna təsir etməyə çalışaraq eyni zamanda hər iki göstəricinin - nominal valyuta kursu və inflyasiya tempinin qayğısına qalmamalıdır.

Valyuta bazarlarında təsadüfi dəyişikliklər valyuta kursunun əhəmiyyətli və ya çox sürətli dəyişməsinə dövrə bilər. Təcrübədə inflyasiyanın targetləşməsi siyasətini tətbiq edən bütün mərkəzi bankların valyuta müdaxilələri hüququ var, hərçənd ki son illərdə sənaye cəhətdən inkişaf etdirilmiş ölkələr nadir hallarda bu imkandan istifadə edir. Valyuta müdaxilələri daha çox inkişaf edən ölkələrdə olur ki, bir qayda olaraq onlar, məhdud konversiya edilən valyutaya malikdirlər və beləliklə, valyuta bazarından irəli gələn pozuntulara qarşı həssasdırlar.

Bununla yanaşı inflyasiyanın targetləşməsinə keçirən mərkəzi bank daim diqqət yetirməlidir ki, valyuta kursuna təsir siyasətinin məqsədi müvəqqəti şokların təsirinin aradan qaldırılması və inflyasiyanın məqsədli oriyentirlərinə nail olunmadır və valyuta kursuna təsir valyuta kursunun targetləşməsi ilə eyni deyil.

Belə vəziyyətdə əgər valyuta kursu tərəfindən təzyiqli davam edəcəksə, valyuta müdaxilələri hakimiyyətin pul siyasətinə düzəlişlər etmək hazırlığı haqqında siqnallar kimi daha effektivdir.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejimi və valyuta siyasəti arasında yaranan ziddiyyətlərlə yanaşı inflyasiyanın targetləşməsi siyasətini tətbiq edən ölkələrdə onların iqtisadi siyasətinin digər sahələrində gərginlik yarana bilər. Bu onunla izah olunur ki, iqtisadi siyasətin müxtəlif alətlərinin təsiri kəşifə bilər, onlar ya iqtisadi siyasətin məqsədlərinə nailiyyətinə imkan yaradaraq, ya onların həyata keçməsinə

dayandıraraq bir-birinə təsir edə bilərlər.

Borcu idarı edərək maliyyə və pul siyasətləri uzunmüddətli faiz dərəcələri strukturunda risk üçün mükafata imkan yaradaraq bir-birinə təsir edə bilər və ya dövlət qiymətli kağızlarını yaxşı qiymətləndirməkdə bazara kömək edə bilər ki, bu inkişaf edən ölkələr üçün xüsusilə əhəmiyyətlidir.

Borcun idarə edilməsi qaydalarının və pul siyasətinin məqsədli oriyentirlərinin aydınlığı potensial münaqişələri minimallaşdırmağa imkan verir. Bununla əlaqədar olaraq inflyasiyanın targetləşməsi siyasətini həyata keçirən ölkələr pul siyasəti və dövlət borcunun edilməsi siyasəti arasında sədd qurmalı, təyin etməlidirlər ki, mərkəzi bank öz balansının hesablarını idarə etməsi, lakin ilkin bazardan istifadə etməmək üçün yalnız ikinci bazarda fəaliyyət göstərməlidir.

İnflyasiyanın targetləşməsi siyasətini tətbiq edən mərkəzi bank elə vəziyyətin saxlanılmasını təmin etməlidir ki, müxtəlif bazarlarda əməliyyatlar zidd informasiya verməsin və keçirilən pul siyasətinin istiqaməti barəsində qeyri-müəyyənlikləri yaratmasın.

İnflyasiyanın targetləşməsi rejiminin praktik reallaşdırılması bir neçə baza elementindən ibarət olan inflyasiyasının targetləşməsinin xüsusi konstruksiyasının formalaşmasını bildirir.

Bu elementlərdən birincisi qiymət indeksidir ki, onun əsasında inflyasiyanın məqsədli oriyentiri müəyyən edilməlidir. Seçimin görünən sadəliyi zamanı burada bir sıra çətin problemlər yaranır. Birinci problem nəzarət imkanı və etibar arasında seçim problemdir. Bir tərəfdən burada istehlak qiymətləri indeksinə layiqli alternativ yoxdur, çünki, bu ictimaiyyət tərəfindən tamamilə anlaşılan ən yaxşı, operativ və əlçatan mümkün qiymət indeksidir, və digər tərəfdən, mərkəzi bank tərəfindən manipulyasiyalara daha az meyilli göstərici kimi qəbul edilir.

İstehlak qiymətləri indeksi mərkəzi bankın nəzarəti altına düşməyən komponentləri tez-tez daxil etdiyindən (inzibatıləşdirilən qiymət, vasitəli vergilər və s.), tez-tez mərkəzi banklar bu indeksin hesablanması funksiyasını müstəqil orqana, adətən statistik agentliyə ötürür ki, bu öz növbəsində, mərkəzi banka etibarını artırır, çünki mərkəzi bank tərəfindən məlumatların manipulyasiya imkanı istisna edilir. Bəzi

ölkələrdə istehlak qiymətlərinin ümumi indeksi ilə yanaşı inflyasiyanın məqsədli oriyentiri kimi istehlak qiymətlərinin “xalis” göstəricisi və ya inflyasiyanın baza indeksi kimi hesablanır və qəbul edilir. Ümumi istehlak qiymətləri göstəricisindən o onunla fərqlənir ki, qiymətləri birbaşa və dolayısı yolla dövlət tərəfindən tənzimlənən məhsul və xidmətləri, həmçinin qiymətləri əhəmiyyətli mövsümi təbəddüdlərə meyilli olan məhsulları daxil etmir.

Bu və ya digər qiymət indeksinin seçilməsi inflyasiyanın targetləşməsi rejimini həyata keçirən ölkədən asılıdır, lakin bu halda, əhəmiyyətlidir ki, uzunmüddətli dövrdə ümumi və ya təmiz istehlak qiymətlərinin indeks göstəriciləri inflyasiyanın seçilmiş məqsədli oriyentirinin həqiqətən ictimai alıcılıq qabiliyyətini əks etdirdiyini göstərərək paralel hərəkət etsinlər.

İnflyasiyanın targetləşmə konstruksiyasının ikinci elementi inflyasiyanın məqsədli oriyentirinin təqdim edilməsi üsulu - məqsədli diapazon və ya nöqtədir (konkret göstərici).

Məqsədli diapazon şoklara reaksiya vermək üçün və başqa məqsədlər kontekstində hərəkətlərin azadlığının müəyyən diapazonuna imkan vermək üçün mərkəzi bank üçün siyasətin keçirilməsi zamanı, nöqtə göstəricisindən daha çox elastikliyi təmin edə bilər. Bu halda məqsədli oriyentirin dəqiq qeyd edilmiş pozuntuları daha az ehtimal ediləndir. Bundan başqa, diapazonun eni mərkəzi nöqtənin bəzi orta nöqtə ətrafında inflyasiyaya münasibətdə nə qədər elastik olduğu barədə əvvəlcədən işarə verir. Dar və geniş diapazon arasında seçim adətən iqtisadiyyatda, və mərkəzi bankın siyasətinə etibardan asılı olan şokların tezliyi və sərtliyindən asılıdır. Təcrübədə mərkəzi bankların əksəriyyətinin inflyasiya gözləntilərinin formalaşmasına daha ciddi təsiri təmin etmək üçün ya inflyasiyanın nöqtəli məqsədli diapazonları, ya da (iki faiz bəndi +/-) dar məqsədli oriyentirlər müəyyən edilir.

İnflyasiyanın targetləşməsi konstruksiyasının üçüncü elementi "çıxışın şəraitləri" olmalıdır, yəni inflyasiyanın məqsədli oriyentirlərinin yerinə yetirilməməsinə yol verilmə şəraitləri ola bilər ki, onlar təxmini müddəti müəyyən edirlər ki, bunun vasitəsilə mərkəzi bank inflyasiyanın məqsədli oriyentirinin trayektoriyasına qayıtmağa və ya yeni məqsədli trayektoriyanı bildirməyə çalışa bilər. Çıxışın şəraitinin

"konstruksiyaları" seçimi elastiklik və etibar arasında seçim daxil edir. Bəzi ölkələr inflyasiyanın targetləşməsinin baza strukturunun özünə çıxış şəraitini daxil etdi. Bir qayda olaraq, izləmə rejimindən inflyasiyanın məqsədli oriyentirinə "çıxış" üçün əsasların siyahısına mərkəzi bankın tez reaksiya verə bilmədiyi iqtisadi şokların geniş siyahısı daxil edilir. Bununla yanaşı "çıxış şəraitinin" istifadəsində xüsusi təkrar sığorta təhlükəsi - sonuna kimi aydın olmayan vəziyyətlərdə onlardan istifadə etmək cəhdləri mövcuddur. "Çıxış şəraitindən" belə sui-istifadə mərkəzi bankın keçirdiyi siyasətə görə məsuliyyətini azaltmağa imkan verir və nəticə kimi, inflyasiyanın targetləşməsinə etibarlı poza bilər. Lakin hər halda, inflyasiyanın məqsədli oriyentirinin çərçivələrindən çıxma təhlükəsi mövcuddursa, mərkəzi bank bu haqda mümkün qədər tez məlumat verməlidir.

Inflyasiyanın targetləşmə konstruksiyasına dördüncü element üfuku targetləşmə daxildir, yəni inflyasiyanın məqsədli oriyentirinin nail olunacağı vaxtdır. Bir çox hallarda inkişaf edən ölkələr inflyasiyanın uzunmüddətli məqsədli oriyentiriylə yanaşı illik məqsədli oriyentirləri müəyyən edirdilər ki, onlar ya bir neçə il qabaqcada və ya hər il elan edilə bilərdi. Belə mexanizmlər yalnız uzunmüddətli deyil, həm də qısamüddətli perspektivdə inflyasiya gözləntilərini saxlamağa imkan verir.

Inflyasiya uzunmüddətli məqsədli oriyentirdən yuxarı olan ölkələr üçün, qısamüddətli üfuk inflyasiyanın azalması sürətini sürətləndirə bilər. Digər tərəfdən, pul siyasəti məqsədli oriyentirin korreksiyası ilə şoklara inflyasiyanın qısamüddətli şoklarını yumşaldaraq və buraxılış həcmnin tərəddüdlərini hamarlayaraq daha sabit qala bilən siyasətin özünün məzmunundan daha çox reaksiya verə bilər.

Inflyasiya layihələşdirilən uzunmüddətli oriyentirdə olduqda, pul siyasətinin üfukünün uzunluğu tez-tez alətlərin məqsədli oriyentirə müvəqqəti təsir laqlarını və pul siyasətinin alətlərinin kəskin tərəddüdlərindən qaçma arzusunu əks etdirir.

Məqsədli üfuk o dövrü müəyyən edir, bunun ərzində mərkəzi bank inflyasiyanın məqsədli oriyentirinin nailiyyətini təmin edir. Uzunmüddətli üfuqlər mərkəzi bankı şoklara daha çox reaksiya vermək imkanı ilə təmin edərək və inflyasiya gözləntilərini formalaşdırmağa kömək edərək üstünlüyə malikdir. İqtisadi siyasətin laqlarıyla müqayisədə çox qısa müvəqqəti üfuqlər pul siyasətinin alətlərinin qeyri-sabitliyinə

gətirib çıxara və buraxılışın həcmnin artıq tərəddüdlərini yarada bilər.

Targetləşmə konstruksiyasında daha bir element inflyasiyanın proqnozlaşdırılmasıdır.

Yuxarıda söhbət inflyasiyanın proqnozlaşdırılmasının ümumi problemləri və inflyasiyanın targetləşməsi siyasətinin çərçivələri haqqında gedirdi, burada biz onun praktik aspektlərindən danışacağıq.

İnflyasiyanın targetləşməsinə keçid zamanı inflyasiyanın proqnozlaşdırılmasının xüsusiyyəti ondan ibarətdir ki, iqtisadi münasibətlər pul siyasətinin yeni rejimi etibarlı əldə edən kimi və inflyasiya məqsədli oriyentirə möhkəm bağlandıqda yüksək ehtimal dərəcəsiylə dəyişəcək. Beləliklə, mərkəzi bank üçün daha əhəmiyyətlidir ki, onun proqnozlaşdırma modelləri əvvəlki dövrdə müşahidə edilən iqtisadi münasibətləri əks etdirməkdən daha çox, iqtisadi nəzəriyyəyə əsaslandırılınsın.

Təcrübədə inflyasiyanın proqnozlaşdırılması üçün modellərin bir neçə qrupu istifadə olunur.

Birincisi, bu - struktur modellərdir. Çox zaman onlar bir sıra əhəmiyyətli ümumi elementlərə malikdirlər: onlar açıq iqtisadiyyat üçün tələbatın əyrisini, Fillips əyrisini, beynəlxalq kapitallar bazarının tarazlıq şərtini və pul siyasəti reaksiyası funksiyasını daxil edirlər.

Modellərin ikinci qrupuna inkişaf etmiş ölkələr tərəfindən istifadə olunan iri həcmli makroiqtisadi modellər aiddir. Bu modellər iqtisadiyyatda əhəmiyyətli struktur dəyişiklikləri səbəbindən dəyişməyən sabit iqtisadi münasibətlər zamanı belə inflyasiyanın targetləşməsinə həyata keçirən ölkələr üçün çox faydalıdır.

İnkişaf edən ölkələr və keçid iqtisadiyyatı olan ölkələr böyük miqdar modellərinə ən az dərəcədə güvənirlər. Bu onunla bağlıdır ki, etibarlı qiymətləndirilmələr almaq üçün onlarda inflyasiyanın targetləşməsinin reallaşdırma dövrü kiçikdir, həmçinin onunla bağlıdır ki, onların iqtisadiyyatlarında struktur dəyişikliklər baş verir. Bu ölkələrdə böyük modellərin bəzi əsas ideyalarına əsaslanan kiçik modellər tətbiq edilir. Onların köməyi ilə keçirilən pul siyasətinin açıqlığı nümayiş etdirilir, onlar ictimaiyyətlə inflyasiya dinamikasının perspektivləri haqqında müzakirələr üçün əsas çevrilirlər.

Təcrübədə inflyasiyanın targetləşməsinin şəffaflığı aşağıdakılardan ibarətdir:

İnflyasiyanın məqsədli oriyentiri aydın və ictimaiyyətə əlçatan olmalıdır. İnflyasiyanın məqsədli oriyentirinin təyini yalnız konkret say göstəricisini deyil, qiymət indeksini də özünə daxil etməməlidir ki, bu məqsədli oriyentir əsasında təyin edilir. İqtisadi siyasətin keçirilməsinin çətinliklərini və gözlənilməyən şəraitin yaranması imkanını nəzərə alaraq, bəzi ölkələr şərtlər ("qəbul edilmiş öhdəliklərdən imtina şərtləri") müəyyən etdi ki, bu zaman müəyyən edilmiş məqsəddən sapmalar mümkündür.

İctimaiyyət keçirilən pul siyasətinin əsas prinsipləri və pul siyasətinin vəziyyətini ən yaxşı üsulla əks etdirən indikatorlar haqqında dəqiq təsəvvürə malik olmalıdırlar. Bu onu güman edir ki, pul siyasətinin əsas elementlərinin həddən artıq tərəddüdləri minimuma elə yaxınlaşdırılmalıdır ki, mərkəzi bank tərəfindən bildirilən signal ictimaiyyət tərəfindən asan başa düşülə bilsin.

Pul siyasətinin qaydalarında istənilən dəyişikliklər dərhal ictimaiyyətin diqqətinə çatdırılmalıdır, həm də bu dəyişikliklər haqqında elanlar bu dəyişiklikləri yaradan səbəblərin, bu dəyişikliklərin inflyasiyanın inkişafına necə təsir edə biləcəyinin izahatıyla müşayiət olunmalıdır. İnflyasiyanın targetləşməsini keçirən ölkələrin əksəriyyətində, bu rejimin əhəmiyyətli elementi daim dərc edilən və yenilənən inflyasiya proqnozlarıdır.

İnflyasiyanın targetləşməsinin praktik həyata keçməsi zamanı xüsusi problem makroiqtisadi sabitliyin saxlanmasıdır.

Bu problemin əhəmiyyəti ikitərəflidir: birincisi, inflyasiyanın targetləşməsi siyasətinə keçidin səbəblərindən biri kimi məhz makroiqtisadi sabitliyin saxlanması çətinlikləri çıxış edir; ikincisi, hər hansı xarici şoklar səbəbindən yaranan makroiqtisadi qeyri-sabitlik inflyasiyanın targetləşməsini keçirilən siyasətinə etibarını yox edə bilər çünki, əlverişsiz iqtisadi inkişaf amillərinin yaranması, pul siyasətinin keçirilməsi zamanı, onlara əsas məqsədi - inflyasiyanı tabe etməyə məcbur edə bilər.

Bir çox alimlərin fikrincə, həyata keçirilən PKS-nin şəffaflığının artırılması ən yaxşı makroiqtisadi nəticələrə nail olmağa imkan verir və səmərəli inflyasiya targetləşdirmə şərtlərindən biri kimi çıxış edir. Ancaq kommunikasiya siyasətinin

praktiki nəticələri, hər şeydən əvvəl monetar hakimiyyətin niyyətləri və gözləmələri haqqında informasiyanın açıqlanması ilə bağlı praktiki nəticələri iqtisadi agentlərin etibarı ilə təyin edilir ki, bu da monetar tənzimləmə orqanları tərəfindən qəbul edilən öhdəliklərin yerinə yetirilməməsi halında müəyyən riskləri formalaşdırır. Bununla belə iqtisadi agentlərin gözləmələrinin idarə edilməsi qiymət dinamikası ilə buraxılış dinamikası arasında optimal balansla nail olmağa imkan verir .

İnkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan ölkələrin monetar hakimiyyəti tərəfindən əldə olunmuş konsensus hal-hazırda ondan ibarətdir ki, qiymət sabilliyinin təmin edilməsi ölkənin iqtisadi inkişaf səviyyəsindən asılı olmayaraq Mərkəzi Bankın əsas vəzifələrindən biridir. Eyni zamanda mərkəzi bankların mandatlarında , bir qayda olaraq, "ümumi iqtisadi" hədəflər - stabil iqtisadi inkişaf və iqtisadi agentlərin rifahının artırılması yer alır. Nəticədə Mərkəzi Bankın mandatları çox nadir hallarda dəyişir və praktika göstərir ki, bu, ya iqtisadiyyatın fəaliyyət şərtlərinin dəyişməsinə ya da monetar hakimiyyətin müstəqillik əldə etməsinin ardınca baş verir.

Monetar hakimiyyətin öz mandatını yerinə yetirməsi PKS-nin strateji və əməliyyat hədəflərinin nisbətini, habelə onlara nail olma alətlərini müəyyən edən müxtəlif rejimləri çərçivəsində təmin oluna bilər.

Ancaq 2008-2009-cu il dünya böhranının nəticələri nə monetar hakimiyyətin mandatlarının, nə də onlar tərəfindən həyata keçirilən pul siyasətinin strateji hədəflərinin genişləndirilməsini tələb etmədi. Eyni zamanda 2008-2009-cu il böhranından sonra pul-kredit və makroprudensial siyasətin alətlər arsenalı əhəmiyyətli dərəcədə genişləndirilmişdi.

Bizim fikrimizcə, AMB milli valyutanın müdafiəsindən və onun davamlılığının təmin edilməsindən ibarət olan və qiymət sabilliyinin təmin edilməsi Pul siyasətinin əsas hədəfinin olduğunu bildiren mandatı həm müasir iqtisadiyyatın tələblərinə tam cavab verir, həm də dünya təcrübəsinə tam uyğundur.

Milli pul vahidinin sabilliyinin təmin edilməsi ilə bağlı vəzifələr Avstraliyanın və Kanadanın monetar hakimiyyətinin mandatlarında yer almışdır. Bu ölkələrdə inflyasiya targetləşdirilməsinin prinsipləri həyata keçirilir və müvafiq olaraq qiymət sabilliyinin təmin edilməsi PKS-nin prioritetli hədəfi kimi nəzərdən keçirilir. Bundan

başqa, Rusiya Bankı haqqında Qanuna 2013-cü ildə daxil edilmiş düzəlişlərə əsasən tənzimləyici qiymət stabilliyini təmin edib dəstəkləyərək, iqtisadiyyatın davamlı inkişafı üçün şərait yaradır⁹ <https://www.cbr.ru/DKP/>.

Buna görə tənzimləyicinin mandatına və onun həyata keçirdiyi siyasətin strateji hədəflərinə iqtisadi artmanın həvəsləndirilməsi üzrə səlahiyyətlərin daxil etdirilməsi ilə bağlı təkliflər əsassızdır. Bununla belə unutmamalıdır ki, qiymət stabilliyi iqtisadiyyatın çiçəklənməsi üçün zəruri şərt olsa da, yetərli deyil.

Bizim fikrimizcə, AMB Pul siyasətinin sonrakı təkmilləşdirilməsinin əsas istiqamətini kommunikasiya strategiyasının həyata keçirilməsi mexanizmlərinin yaxşılaşdırılması təşkil edir. AMB tərəfindən az istifadə olunan və tənzimləyicinin faiz stavkalarının dəyişmə trayektoriyasının və müddətinin təyin edilməsi də daxil olmaqla Pul siyasətinin həyata keçirilməsi ilə bağlı niyyətlərinin anonlaşdırılmasına söykənən mexanizmlərin, habelə geniş iqtisadi agentlər dairəsinə görülən tədbirlərin geniş izahının verilməsinin böyük potensialı var. Bu cür siyasət əhəmiyyətli risklərlə bağlı olsa da, onun üstünlükləri mərkəzi Bankı tərəfindən həyata keçirilən siyasətə etibarın yüksəlməsindən və onun səmərəliliyinin artırılmasından ibarətdir.

Biz artıq yuxarıda qeyd etdiyimiz kimi, inflyasiyanın targetləşməsinin keçirilməsinə ictimai tapşırıqın, pul siyasəti alətlərinin müstəqilliyinin kifayət qədər səviyyəsi və cəmiyyət qarşısında məsuliyyətin mövcudluğu inflyasiyanın targetləşməsinin keçirilməsi üçün kifayət qədər həlledici prinsipdir.

Beləliklə, pul siyasəti rejimi kimi inflyasiya targetləşdirilməsi təxminən 30 ildir ki, mövcuddur və bu müddət ərzində onun tətbiqi sahəsində böyük praktik təcrübəsi toplanmışdır. Müasir şəraitdə getdikcə daha çox sayda ölkə qloballaşan dünya iqtisadiyyatının xüsusiyyətlərini nəzərə alan pul siyasəti rejimi kimi inflyasiya targetləşdirilməsinə keçid edir.

BVF-nin məlumatlarına görə, bu rejim hal-hazırda inkişaf etməkdə olan ölkələr arasında məzənnənin targetləşdirilməsi rejimindən sonra ikinci ən populyar rejimə çevrilmişdir. Bu rejim özünü yaxşı göstərmişdir, çünki o, davamlı aşağı inflyasiyanı

⁹ <https://www.cbr.ru/DKP/>.

təmin etməyə imkan verir, eyni zamanda mərkəzi banklara makroiqtisadi şoklara qarşı durmaq və buraxılışın stabil dinamikasını təmin etmək məqsədilə alət vermək üçün kifayət qədər çevikdir. Eyni zamanda inflyasiya targetləşdirilməsinin tətbiqi təkcə pul-kredit siyasətinin nominal lövbərinin dəyişməsi kimi deyil, həm də iqtisadi agentlərin gözləntilərinə təsir edən və milli valyutaya inamı fomalaşdıran institusional islahat kimi şərh edilə bilər.

Hal-hazırda, inflyasiya targetləşdirilməsi rejimi inkişaf etməkdə olan 25 ölkə də daxil olmaqla, 36 dövlətdə tətbiq olunur. Eyni zamanda Yaponiya istisna olmaqla, inkişaf etmiş ölkələr inflyasiya targetləşdirilməsinə 1990-cu və ya 2000-ci illərin ilk illərində (Norveç, İspaniya) başlamışdırlarsa, inkişaf etməkdə olan ölkələrin əksəriyyəti bu rejimə ya 2005-2007-ci illərin dünya böhranı ərəfəsində, ya da, əksinə, böhrandan sonra 2010–2015-ci illərdə həyata keçirildi. Nəticədə pul-kredit siyasətinin bu rejimi hazırda iqtisadi inkişaf səviyyəsi müxtəlif olan ölkələrdə tətbiq olunur. İnkişaf etməkdə olan ölkələrin əksəriyyəti, eləcə də Norveç, Böyük Britaniya, İsveç, İspaniya, İsrail, İspaniya kimi inkişaf etmiş ölkələr məzənnə targetləşdirilməsi praktikasından imtina edərək inflyasiya targetləşdirilməsinə keçid etdilər. Bu ölkələrdə inflyasiya targetləşdirilməsi rejiminə keçid xeyli dərəcədə maliyyə liberallaşdırılması nəticəsində sabit məzənnə səviyyəsini qoruyub sağlamağın mümkünsüzlüyü ilə bağlı olmuşdur.

Beləliklə, inflyasiya targetləşdirilməsi rejimi qloballaşmış dünya iqtisadiyyatının xüsusiyyətlərini nəzərə almağa imkan verən ən çevik pul-kredit siyasəti rejimidir ki, bu da transmilli kapital axınlarının əhəmiyyətinin və volatilliyinin artmasında öz ifadəsini tapır. Bundan əlavə, təcrübədən də göründüyü kimi, inflyasiya targetləşdirilməsi onu tətbiq edən ölkələrin makroiqtisadi siyasətinə ciddi tələblər irəli sürür və ona məhdudiyyətlər qoymur.

İnflyasiyanın məqsədli oriyentirləri həm hökumət tərəfindən, həm də mərkəzi bank tərəfindən və ya hər iki orqan tərəfindən birgə müəyyən edilə bilər. İnflyasiyanın tam targetləşməsi siyasətini tətbiq edən ölkələrin çoxunda hökumət inflyasiyanın [2001-ci ilin sonuna olan məlumatlara görə, inflyasiyanın targetləşməsi siyasətini tətbiq edən iyirmi ölkədən beşində inflyasiyanın məqsədli oriyentiri hökumət tərəfin-

dən, səkkizində - mərkəzi bank , yeddisində - birgə elan edilir. məqsədli oriyentirlərinin müəyyən edilməsi prosesinə rəsmi cəlb edilmişdir.

Dünya ölkələrinin tətbiqi təcrübəsi əsasında Azərbaycanda modern yetkin bazar iqtisadiyyatı şəraitində bank sektorunda köklü islahatlar aparılır. Azərbaycan bank infrastrukturlarının hüquqi-iqtisadi bazasının güclənməsində dərin addımlar atılır.

Cəmiyyətin inkişaf tarixində kredit sisteminin normal fəaliyyəti təmin edilərsə, onda yüksək və sürətli sosial-iqtisadi inkişaf səviyyəsindən danışmaq mümkündür. Hal-hazırda Azərbaycan bank sistemi hökumətin tətbiq etdiyi dayanıqlı iqtisadi inkişaf siyasətinin həyata keçirilməsinə xidmət edir və bu məqsədlə səmərəli pul və valyuta siyasəti həyata keçirilməkdədir.

Azərbaycanda monetar və maliyyə sabilliyi siyasətinin prioritet istiqamətləri iqtisadi inkişaf və inkişafın əsas şərti qəbul olunan makroiqtisadi sabilliyin təminatına, bank sektorunda maliyyə sabilliyinin qorunmasına və kredit -maliyyə insititsuonal bazanın güclənməsinə istiqamətlənib.

Bu məqsədlərə çatmaq üçün Mərkəzi Bank pul siyasəti və bank nəzarətinin strateji çərçivəsinin davamlı təkmilləşdirilməsi üzərində işləri davam etdirir, özəlliklə makroiqtisadi siyasətin əlaqələndərilməsinin daha da dərinləşməsinə müvafiq köməklik verir. Hazırda həyata keçirilən pul siyasəti nəticəsində maliyyə sabitliyi qorunub saxlanılmış, maliyyə sisteminin institusional inkişafı davam etdirilmiş, maliyyə xidmətlərinə çıxış imkanları artmaqdadır.

Son illər Azərbaycan Respublikasında maliyyə sisteminin formalaşması və təkmilləşdirilməsində dövlətin rolu getdikcə güclənir və bu zaman qarşıya qlobal maliyyə böhranının təsirinin başa çatmadığı hazırkı dövrdə ölkənin maliyyə sabitliyinin və təhlükəsizliyinin təmin edilməsi, makroiqtisadi, vergi və pul siyasətinin qarşılıqlı üzvi əlaqədə həyata keçirilməsi, büdcə sektorunun restrukturizasiyası və büdcə planlaşdırılması metodlarının daha səmərəli tətbiqi, büdcə gəlirlərinə və xərclərinə nəzarətin effektivliyinin yüksəldilməsi və s. kimi mühüm vəzifələr irəli sürülür.

Mərkəzi Bankın məzənnə siyasəti valyuta bazarında tarazlığın təmin olunmasına və manatın məzənnəsinin sabitliyinə yönəlib. Tədiyə balansının profisiti manatın məzənnəsinə təsir edən başlıca makroiqtisadi amildir.

Yeni maliyyə böhranlarının olmaması və ya ola biləcək böhranların dərinləşməməsi baxımından optimal pul siyasəti tətbiqində görülə biləcək tədbirlər aşağıdakılar ola bilər:

- Makro iqtisadiyyatda nizam, etibar və sabitliyi təmin edəcək islahatlar mütləq həyata keçirilməlidir;
- Maliyyə və pul nizamını təmin edəcək ciddi konstitusiya qanunları qəbul olunmalıdır;
- Bu mövzuda Maastricht müqaviləsində olan büdcə kəsirlərinin nisbətini 3% keçməyəcəyi bənzər bir qanunun yer alması maliyyə intizamı və maliyyə cavabdehlik əxlaqı üçün vacib görülür;
- Yüksək faiz siyasətinin və bunun nəticəsi olan zəif iqtisadiyyatdan xilas olmanın əsaslarından biri əhalinin ehtiyacdan əlavə borclanmasının qarşısının alınmasıdır;
- Vergi sistemində tərəfzislilik, sadəlik, ədalət, ümumilli, sabitlik, təsir etmə qanunları çərçivəsində radikal bir şəkildə yenidən nizamlanmalıdır;
- Üzən məzənnə sistemi valyuta bazarlarında yaranacaq spekulyativ hücumlara qarşı, bir qalxan vəzifəsini yerinə yetirir. Üzən məzənnə sisteminin bu əməliyyatı sürdürə bilməsi üçün uzun dövrdə faiz ilə valyuta məzənnəsinin inkişafının möhkəm bir səthə oturdulması lazımdır.

Perspektivdə Mərkəzi Bankın monetar siyasətinin əsas məqsədi illik qiymət artımını təkrəqəmli səviyyədə qorumasını təmin etməkdir. İnflyasiyanın aşağı rəqəmlərdə saxlanması alıcılıq qabiliyyətli tələbin qarşılınmasında, fiziki və hüquqi şəxslərin pul vəsaitlərinin real dəyərinin qorunmasında, faiz stavkalarının minimum səviyyədə saxlamaq və manatın real kursunun rəqabətli olmasında əsas faktordur.

Dünya təcrübəsi göstərir ki, inflyasiyanın aşağı olduğu və inflyasiya gözləmələrinin aşağı səviyyədə "lövbər saldığı" ölkələrdə qiymətlərin şoklara reaksiyası, o cümlədən məzənnə tərəddüdləri, daha az olur. Belə şəraitdə mərkəzi bank daha yumşaq pul-kredit siyasətini həyata keçirə bilər. Buna görə də bizə elə siyasət lazımdır ki, o, inflyasiyanın azalmasına səbəb olsun.

Cari şəraitdə aşağı inflyasiyanı hədəfləyən çox yumşaq pul və valyuta siyasəti sosial stabilliyə və iqtisadiyyatın inkişafına təhlükə yaradaraq onun daha da sürətlənməsinə

və sonralar yüksək səviyyədə möhkəmlənməsinə gətirib çıxara bilər. Eyni zamanda çox sərt pul və valyuta siyasəti bank sektorunda vəziyyətin destabilləşməsinə və iqtisadiyyatda enişin dərinləşməsinə gətirib çıxara bilər. Buna görə də AMB tarazlaşdırılmış pul siyasətini həyata keçirməyə çalışır.

Pul və valyuta siyasəti üzrə qərarlar qəbul edərkən, AMB formalaşan iqtisadi situasiyanı və onun inkişaf perspektivlərini təhlil edir, Azərbaycan iqtisadiyyatının imkanlarını nəzərə alaraq inflyasiyanın azalma trayektoriyasını nəzərdən keçirir, qərarların maliyyə sabilliyinə təsirini qiymətləndirir. Bu amillər mümkün qərarların diapazonuna müəyyən məhdudiyyətlər qoyur.

Cədvəl 2.4.1.

Mərkəzi Bank pul siyasətinin məqsəd və orientləri

Ölkə	Hədəflər		
	Məzənnə	İnflyasiya	Pul
Çin XR	+	-	+
ABŞ	-	+	-
Yaponiya	-	-	+
Avrozon	-	+	-
B.Britaniya	-	+	-
Hindistan	-	+	-
CAR	-	+	-

Müəllif tərəfindən tərtib edilib.

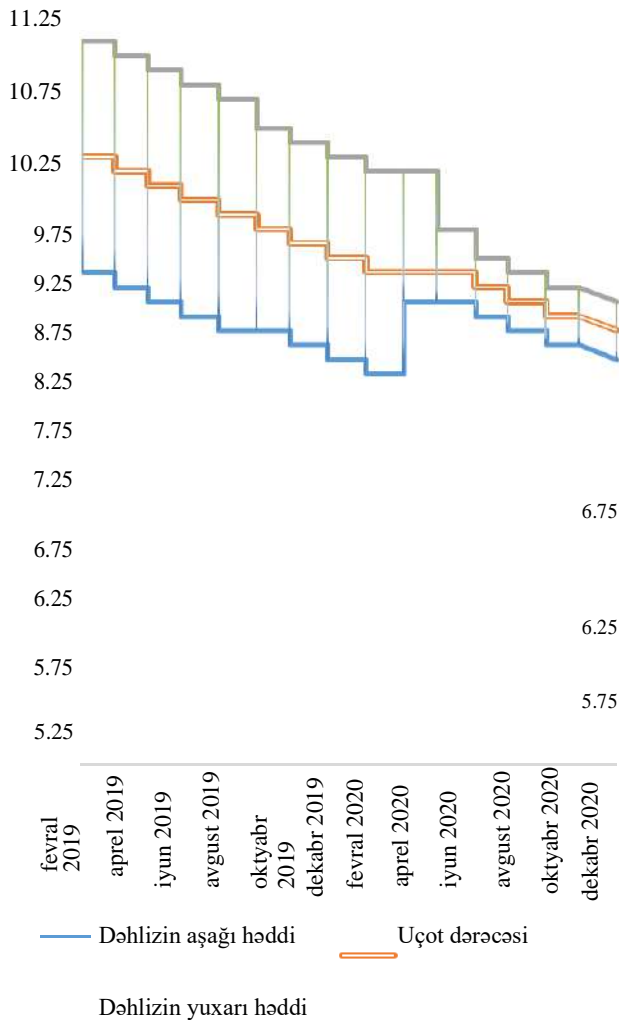
Azərbaycanda 1995-ci ilədək tətbiq edilən məzənnə rejimini sərbəst üzən məzənnə rejimi kimi dəyərləndirmək olar. Belə ki, 1992-94-cü illərdə Mərkəzi Bankın yetəri səviyyədə xarici valyuta rezervləri yox idi və valyuta əməliyyatları qeyri-rəsmi valyuta bazarında aparılırdı. Belə bir şəraitdə Mərkəzi Bankın valyuta məzənnəsinə təsir imkanları aşağı olaraq qalırdı və məzənnə valyuta bazarında tələb və təklifdən asılı olaraq müəyyən olanırdı.

1995-ci ildə Azərbaycan Mərkəzi Bankının valyuta ehtiyatlarının formalaşması ilə xarici valyuta əməliyyatları rəsmi valyuta bazarında həyata keçirilməyə başlandı.

1995-2008-ci illərdə Azərbaycanda manatın ABŞ dollarına sürüşkən bağlılığı rejimi tətbiq edilmişdir. Bu dönmə içində manatın ABŞ dollarına nəzərən məzənnəsi ildə orta hesabla 5% dəyişmiş, lakin, bu dəyişiklik Mərkəzi Bankın nəzarəti altında baş vermişdir. Mərkəzi Bank rəsmi məzənnə və valyuta müdaxilələri vasitəsilə məzənnəyə təsir göstərmişdir.

“2008-ci il 11 mart – 30 sentyabrı əhatə edən dövrdə bivalyuta sərbəti (dollar/avro) əsasında sürünən dəhliz rejimi tətbiq edilmişdir. Bu dövrdə məzənnə siyasətinin operativ orientiri sərbətin dəyəri olmuşdur. Rəsmi məzənnə avro və dolların daxil olduğu sərbət əsasında müəyyən edilirdi. Bu dövrdə müdaxilələr dəhliz daxilində həyata keçirilirdi. Bu mexanizm qlobal valyuta bazarındakı prosesləri yerli məzənnələrə sirayət etdirməklə manatın çoxtərəfli məzənnəsinə nəzarət imkanlarını yaratmalı idi” [22].

Azərbaycanda valyuta bazarında sabitliyin qorunması və inflyasiyanın hədəf səviyyəsində saxlanması makroiqtisadi sabitliyin təminatında mühüm rol oynamışdır. İnflyasiya hədəfinə nail olmaq üçün pul siyasətinin aralıq hədəfləri olaraq məzənnə, pul təklifi və faiz dərəcələrindən qərarların transmissiya xüsusiyyətləri nəzərə alınmaqla istifadə edilir.



Qrafik 2.4.1. Faiz dəhlizinin parametrləri, %

2017 – ci ildən etibarən Azərbaycan üzən valyuta məzənnəsi rejimini tətbiq edir. Əslində bu, məzənnə siyasətinin əməliyyat oriyentirindən istifadədən və valyuta intervensiyalarının aparılmasından imtina edilməsi deməkdir

Lakin ümumilikdə dünya təcrübəsi göstərir ki, inflyasiya targetləşdirilməsi pul siyasətinin ən müasir rejimidir və məhz bu rejimin gələcəyi var.

Bu, ilk növbədə Azərbaycana da aiddir. Inflyasiyanın aşağı səviyyədə stabilləşməsi uğurlu institusional islahat oldu və onun başa çatması gələcək illərə makroiqtisadi stabillik üçün ilkin şərtlər yaratmağa imkan verəcək.

Azərbaycanda perspektivdə pul siyasətinin prioritet məqsədini milli valyutaya güvən və etimadın əsas qarantisi olan qiymət sabitliyi təşkil edəcəkdir. Inflyasiyaya təsir imkanlarını gücləndirmək istiqamətində islahatlar davam etdiriləcəkdir.

“Risk balansını və qeyri-monetar faktorların təsir potensialını nəzərə almaqla inflyasiyanın hədəfdə saxlanması növbəti ildə də əhəmiyyətli dərəcədə iqtisadi siyasətin bütün istiqamətləri, xüsusilə fiskal və monetar siyasət üzrə effektiv koordinasiya asılı olacaqdır. Digər tərəfdən ölkədə həyata keçirilən strukturinstitusional islahatlar rəqabət mühitini yaxşılaşdırmalıdır ki, bu da dayanıqlı qiymət sabitliyi üçün əhəmiyyətlidir. Mərkəzi Bank inflyasiyaya təsir imkanlarının yüksəldilməsi istiqamətində fəaliyyətini 2021-ci ildə də davam etdirəcəkdir. Pul siyasətinin strateji çərçivəsinin təkmilləşdirilməsi, transmissiyada faiz kanalının gücləndirilməsi şərtlərinin realizasiyası xüsusi diqqətdə saxlanılacaqdır. Yeni bank qanunvericiliyi də Mərkəzi Bankın bütün istiqamətlərdə fəaliyyətinin institusional əsaslarını qabaqcıl beynəlxalq təcrübəyə uyğunlaşdırmaqla onun başlıca mandatı olan qiymət sabitliyinə təsirini gücləndirəcəkdir.

2020-ci ildə həyata keçirilən effektiv monetar və prudensial siyasət ölkədə makroiqtisadi və maliyyə sabitliyini təmin etməyə imkan vermiş, bu istiqamətdə cari ilə müəyyən edilmiş başlıca hədəflərə nail olunmuşdur. Aşağı inflyasiya, milli valyutanın alıcılıq qabiliyyətinin qorunması, maliyyə sektorunun bütün seqmentlərində sabitlik və inkişaf cari ilin başlıca nəticələrindəndir. 2021-ci ildə də milli iqtisadiyyatda makroiqtisadi sabitliyin daha da dərinləşdirilməsi, iqtisadi artım trayektoriyasına qayıdış və iş yerlərinin bərpası, bu hədəflərin reallaşdırılması üçün ölkədə həyata

keçirilən makroiqtisadi siyasətin effektiv koordinasiyası diqqət mərkəzində olacaqdır. Maliyyə sabitliyinin qorunması, 15 sektorun bütün segmentlərində inkişaf və dərin islahatlar, maliyyə dərinliyinin və inklüzivliyinin yüksəldilməsi növbəti ilə maliyyə siyasətinin başlıca prioritetləri kimi müəyyənləşdirilmişdir”¹⁰.

Azərbaycan 2015-ci ilin sonunadək de-fakto məzənnənin hədəflənməsi rejimini reallaşdırmışdır. Bu rejim əsnasında pul siyasətinin lövbəri qismində məzənnə çıxış etmişdir. Dünya bazarında neftin qiymətinin kəskin düşməsi xarici sektor üzrə balansın təmin edilməsi ilə bağlı ciddi çağırışlar formalaşdırmış, xarici sektorda olan problemlər daxili iqtisadi balans üzərində neqativ təsirlər əmələ gətirmişdir. Yeni dövrün şərtlərinə uyğunlaşmaq, daxili və xarici iqtisadi balansı təmin etmək üçün milli valyuta iki dəfəyə yaxın ucuzlaşmış, faktiki olaraq, pul təklifinin hədəflənməsi rejiminin tətbiqinə başlanılmışdır. Bu rejimin reallaşdırılması isə pul təklifinin–pul bazasının pul siyasətinin lövbəri kimi seçilməsi hesabına təmin edilmişdir.

Orta və uzunmüddətli dövrdə pul siyasəti rejiminin təkmilləşdirilməsi məqsədilə faiz dərəcələri nəzərə alınan lövbərlərdən biri seçilə bilər. Faiz dərəcələrinin lövbər qismində seçilməsi pul siyasətinin iqtisadiyyata ötürücülüyünü yüksəltməklə, qiymət və maliyyə sabitliyinin daha effektiv təmin edilməsinə imkan verəcəkdir.

Beləliklə, Azərbaycan Mərkəzi Bank qiymət sabitliyini təmin etmək üçün aşağıdakı hədəfləri nəzərdə tutmalıdır : inflyasiyanın aşağı səviyyədə saxlamaq; manatın məzənnəsinin sabitliyinin qorunması; bank sektorunda maliyyə sabitliyinin təminatı; inflyasiya hədəfi çərçivəsində iqtisadiyyatın pula tələbatının ödənilməsi.

¹⁰ *Bax geniş: AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI MƏRKƏZİ BANKININ 2021-Cİ İL ÜÇÜN PUL VƏ MALİYYƏ SABİTLİYİ SİYASƏTİNİN ƏSAS İSTİQAMƏTLƏRİ BARƏDƏ BƏYANATI*

III FƏSİL. YENİ İQTISADI MODEL DƏ EFFEKTİV PUL SIYASƏTİ REJİMİNİN TƏTBİQİ PERSPEKTİVLƏRİ

3.1. Yeni iqtisadi modeldə pul–məzənnə siyasətinin səmərəliliyinin yüksəldilməsi

2014-2015-ci ildə Azərbaycan iqtisadiyyatı güclü xarici şoklarla üzləşdi. Onlar əvvəlki illərdə yığılmış daxili problemlərə əlavə olundu və neqativ nəticələrə gətirib çıxardı. Birincisi, təklifin artıqlığı şəraitində neftin dünya qiymətləri 2 dəfədən çox azaldı. Xammal gəlirlərindən əhəmiyyətli dərəcədə asılı olan Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün bu, ciddi çağırış oldu. Manatın üzən mübadiləsi iqtisadiyyatın bu dəyişikliklərə adaptasiyasını təmin etsə də, xarici iqtisadi fəaliyyətdən gələn gəlirlər azaldı.

Qeyri-müəyyənliyin artması fonunda bu, istehlak və investisiya fəallığının azalmasına gətirib çıxardı. Azərbaycan maliyyə bazarının nisbi darlığı və kreditləşdirmə risklərinin artdığı şəraitdə özəl sektorun xarici banklardan maliyyə cəlb etmə imkanları məhdudlaşdı.

Göstərilən və başqa amillərin təsiri nəticəsində manatın zəifləməsinin təsiri altında qiymətlər, özəlliklə istehlak mallarının qiymətləri əhəmiyyətli dərəcədə artdı.

Devalvasiya həyata keçirilən ölkələrdə elmi və işgüzar dairələrində Mərkəzi bankın ölkə iqtisadiyyatının inkişafına verə biləcəyi töhfə haqqında müxtəlif fikirlər bildirilir. Belə ki, bir sıra iqtisadçılar, o cümlədən S.Qlazyev [44] hesab edir ki, pul və valyuta siyasəti əsas stavkanın əhəmiyyətli dərəcədə azaldılması və pul təklifinin artırılması vasitəsilə iqtisadi artımın dəstəklənməsinə yönəlməlidir. Onun fikrinə görə, aşağı faiz dərəcəsinin altında genişmiqyaslı məqsədli kredit emissiyası iqtisadiyyatın monetarlaşma səviyyəsinin artmasına, investisiyaların və istehsalın artması, nəticədə — iqtisadiyyatın inkişafının sürətlənməsinə və inflyasiyanın azalmasına gətirib çıxaracaq. Bu zaman onlar iqtisadiyyatımızın pul kütləsinin həcmnin ümumdaxili məhsulun həcminə nisbəti ilə səciyyələnən monetarlaşma səviyyəsinə görə başqa ölkələrdən ikiqat və daha çox geri qalmasına istinad edirlər.

İqtisadiyyatın monetarizasiyası (BVF məlumatları)

Çin	200
Yaponiya	180
İsveçrə	150
C.Koreya	150
Sinqapur	149
Avrozona	110
BB	101
Çexiya	99
ABŞ	97
Kanada	90
Səudiyyə Ərəbistan	70
Türkiyə	65
RF	59
Azərbaycan	30

İqtisadiyyatın monetizasiya göstəricisi **Monetizasiya** - İqtisadiyyatın pulla təminatı səviyyəsini xarakterizə edən göstəriciləri özündə ehtiva edir. Məsələn, pul kütləsinin ÜDM-də xüsusi çəkisi iqtisadiyyatın monetizasiya səviyyəsinin göstəricisidir.

pul həcmnin milli iqtisadi sistemin ehtiyacına cavablığını əhatə edir.

Bir çox ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, mərkəzi bankın emissiyası hesabına həvəsləndirilən pul kütləsinin artımı çox vaxt fiziki istehsalın həcmnin artmasına və investisiyaların artmasına gətirib çıxarmır. Sürətlə pul kütləsinin artırılması və onun artığının formalaşması inflyasiya təzyiqinin artmasına, maliyyə sferasında risklərin güclənməsinə və nəticədə maliyyə sektorunda və bütövlükdə iqtisadiyyatda vəziyyətin destabilləşməsinə gətirib çıxarır.

İ.Fişerin məlum tənliyinə əsasən, monetarlaşma səviyyəsi həm pul kütləsinin dinamikası, həm də iqtisadi artım və inflyasiya ilə təyin edilir. Qiymətlərin artması emissiyanın monetarlaşmanın artmasına təsirini əhəmiyyətli dərəcədə zəiflədə, inflyasiyanın güclü olduğu dövrlərdə isə — əvvəlki illərdə pul kütləsinin genişlənməsini tamamilə qiymətdən sala bilər.

İnflyasiyanın monetarlaşma təsirinin nümunələrini Azərbaycanın ən yeni iqtisadi tarixi də göstərir. 1990-cı illərin əvvəllərində "inflyasiya talvarı"nın reallaşması və dövlət büdcəsinin qıtlığının maliyyələşdirilməsinin genişmiqyaslı

emissiyası qiymətlərin kəskin şəkildə artmasına gətirib çıxardı. Nəticədə Azərbaycan iqtisadiyyatının monetarlaşması səviyyəsi əhəmiyyətli dərəcədə aşağı düşdü. İnflyasiya endikcə, monetarlaşmanın azalması əvvəlcə yavaşdı, sonra artma ilə əvəz olundu. Monetarlaşmanın sonrakı dövrdə (1999-cü, 2008-ci, 2014-ci il) müşahidə edilən lokal azalma epizodları inflyasiya proseslərinin sürətlənməsi fonunda baş verirdi.

Beləliklə, monetarlaşmanın yüksək səviyyəsinə nail olmanın vacib şərtlərindən biri inflyasiya səviyyəsinin davamlı olaraq aşağı olmasıdır. Bundan başqa, monetarlaşma səviyyəsi milli pul-kredit sferasının inkişafın xüsusiyyətləri, istehsal və ticarət fəallığı və bütövlükdə iqtisadiyyatın strukturu ilə bağlıdır. Böyük istehsal və ticarət dövriyyəsi, bir qayda olaraq, kreditləşdirmənin artmasına gətirib çıxarır, amma heç də həmişə monetarlaşmanın artmasını şərtləndirmir.

İqtisadiyyatda ixtisaslaşma və əmək bölgüsü nə qədər dərin olsa, kooperasiya münasibətləri ilə bir-biri ilə bağlanan sərbəst aktiv iqtisadi subyektlər nə qədər çox olsa; rəqabət nə qədər yüksək olsa və istehsalın təmərküzləşməsi nə qədər aşağı, monetarlaşmanın səviyyəsi də bir o qədər yüksək olar.

Monetar siyasətinin iqtisadiyyata transmissiyanın qiymətləndirilməsi əsnasında vacib və önəmli göstəricilərdən biri də pul kütləsinin tərkibidir.

“2014-cü ilin sonuna dövriyyədə olan nağd pul (M0) 10,2 milyard manat, M1 pul kütləsi 12,8 milyard manat, M2 pul kütləsi 17,4 milyard manat, M3 pul kütləsi isə 21,6 milyard manat təşkil etmişdir. Pul siyasətinin ötürücülüynün səmərəliliyi üçün mühüm şərtlərdən biri nağd pul kütləsinin manatla geniş mənada pul kütləsinin (M2) həcmində payının aşağı olmasıdır. Bu göstərici 2014-cü ildə 58,2 faiz olmuşdur və 2004-cü illə müqayisədə 10 faiz bəndi azalsa da, hələ də öz yüksək həddini qoruyur. AMB tərəfindən ödəniş sistemlərinin inkişaf etdirilməsi istiqamətində əhəmiyyətli işlər görülsə də, iqtisadiyyatın nağdlaşma səviyyəsi hələ də, yüksək olaraq qalır”.¹¹

Başqa sözlə, monetarlaşma iqtisadi artımın şərti yox, nəticəsidir.

Mərkəzi Bankın məlumatlarına əsasən, 2004–2014-cü illərdə Azərbaycanda milli valyuta ilə pul təklifi–pul bazası 18 dəfə artaraq, 640 milyon manatdan 11,5

¹¹ Bax geniş: https://azertag.az/store/files/untitled%20folder/_STRATEJI%20YOL%20XERITESI_.pdf.

milyard manata çatmışdır. Dövrüyyədə olan pul 21 dəfə, bankların müxbir hesablarında izafi likvid vəsaitlərin həcmi isə 3,3 dəfə yüksəlmişdir.

“Manatla geniş mənada pul kütləsi (M2) 25 dəfə artaraq 17 milyard manata çatmışdır. Bu dövrdə iqtisadiyyatın monetizasiyası (M2/ÜDM) 8 faizdən 30 faizə yüksəlmişdir. İqtisadiyyata bank sektoru tərəfindən verilmiş kreditlərin həcmi 19 dəfə artaraq, 18 milyard manat təşkil etmiş, ÜDM-də xüsusi çəkisi isə 30 faizə çatmışdır”¹²

Cədvəl 3.1.2.

Pul aqreqatları, mlrd. manat

	01.01.20	01.01.21	Artım tempi(%)
M0	9.5	10.8	13.4
M1	15.4	17.9	16.0
M2	18.2	20.3	11.3
M3	28.9	29.2	1.1

Mənbə: AMB

Ölkəmizdə monetizasiya səviyyəsi artıma meyillidir və 2014-ci ildə monetizasiya əmsalı 30 %-ə təşkil etdi. Azərbaycan iqtisadiyyatının monetizasiya səviyyəsinin orta sabit artımına dəlalət edir. Lakin bu göstərici Şərqi Avropa, özəlliklə Baltik ölkələri ilə müqayisədə hələlik aşağı səviyyədədir.

İqtisadiyyatın monetizasiyası



Son 10 il ərzində:

- İqtisadiyyatın monetizasiyası 21.5 faiz bəndi artaraq 29.6%-ə yüksəlmişdir.

21

Diagramma 3.1.1

Mənbə: AMB materialları əsasında müəllif tərəfindən hazırlanmışdır.

¹² <http://static.president.az/pdf/38542.pdf>.

Azərbaycanda hələ də monetizasiya nisbəti nəinki Şərqi Avropa ölkələrinə nisbətən, hətta sabiq Sovetlər İttifaqına daxil olan ölkələrlə müqayisədə belə çox azdır, yəni cəmi 30 % təşkil edir. Əmanətlərin ÜDM (Ümumdaxili Məhsul) içindəki payı qənaətbəxş olmadığından bu istiqamətdə zəruri işlərin görülməsi çox vacib məsələlərdən biridir. Əmanətlərin xeyli hissəsinin xarici valyuta ilə banklarda saxlanması, ayrıca hələ də yığımların evlərdə (əldə) saxlanması bankların necə xidmət göstərməsinin mühüm bir göstəricisidir.

Neft qiymətlərinin yüksək səviyyədə olduğu bir müddətdə AMB monetar siyasəti iqtisadiyyatda makroiqtisadi sabitliyin təminatında həlledici rol oynadı. Pul təklifinin tərkibində pozitiv dəyişikliklər baş verdi, iqtisadiyyatda dollarlaşma meyilləri aşağı səviyyəyə endi.

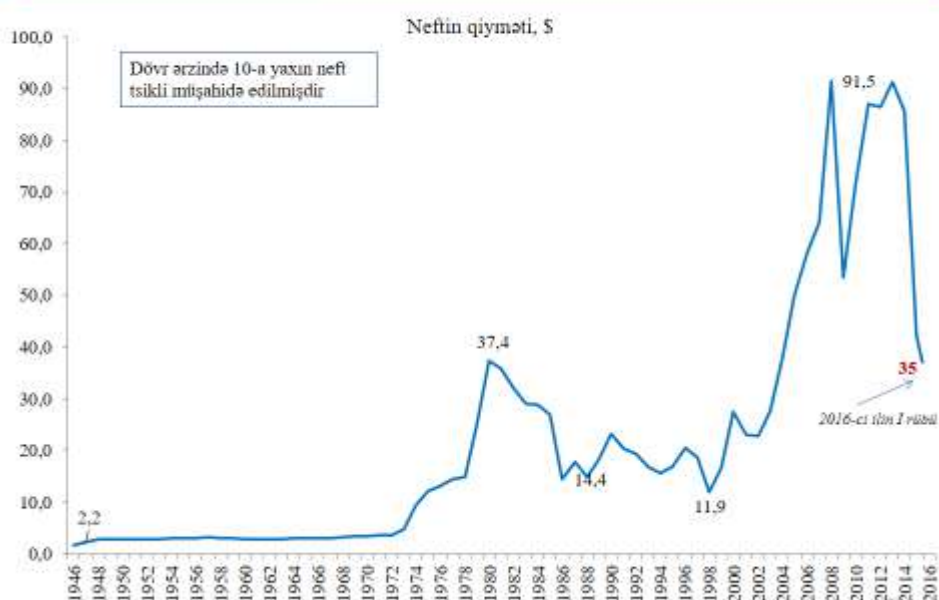
Lakin, 2014-cü ilin sonundan başlayaraq dünya əmtəə birjalarında neft məhsullarının qiymətlərinin köklü aşağı enməsi, eyni vaxtda ölkəmizin başlıca ticarət partner ölkələrində devalvasiya meyillərinin artımının psixoloji təsiri daxili valyuta bazarında xarici pullara, özəlliklə amerikan dollarına tələbi artırdı.

Cədvəl 3.1.3.

Milli valyutanın devalvasiyası və ÜDM neft ixracı

	Devalvasiya	Neft ixracatı/ÜDM
Küveyt	4	70
Anqola	50	55
Azərbaycan	60	50
Venesuela	55	50
İraq	5	40
Liviya	10	45
Kazaxıstan	70	30
Nigeriya	40	35
Əlcəzair	30	30
İran	25	20
RF	80	18

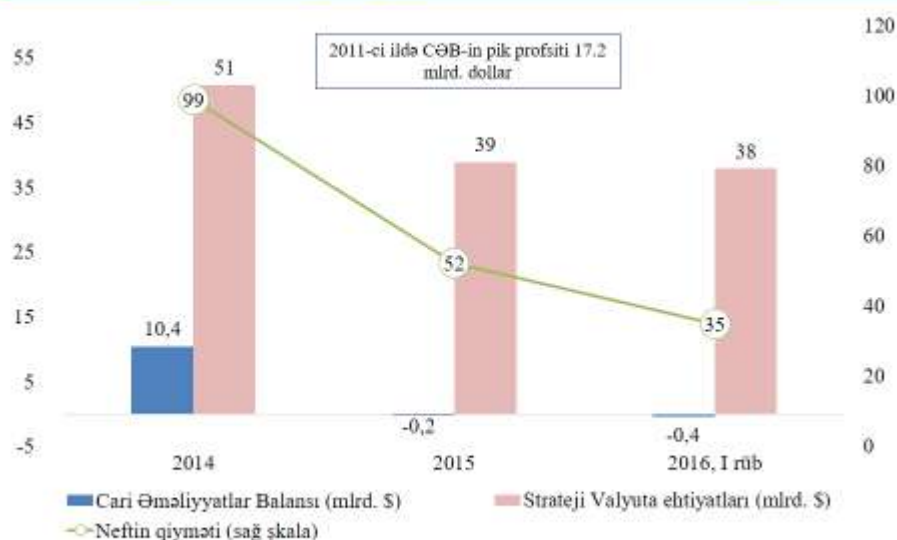
Xarici şoklar: neft supertsiklləri



Qrafik 3.1.1.

2014-ci ilin sonlarında AMB valyuta siyasətinin tətbiqi qlobal bitjələrdə enerji məhsul və xidmətlərinin qiymətinin enməsi şəratində keçdi. Daha doğrusu, neftin məhsullarının qiymətində azalmalarla manatın xarici dəyəridəki azalma ilə düz mütənasiblik təşkil edir.

Xarici şoklar: neft qiymətinin ötürücülüyü



18.06.2016 tarixinə Brent markalı neftin 1 barrelinin qiyməti 49.38 \$ olmuşdur.

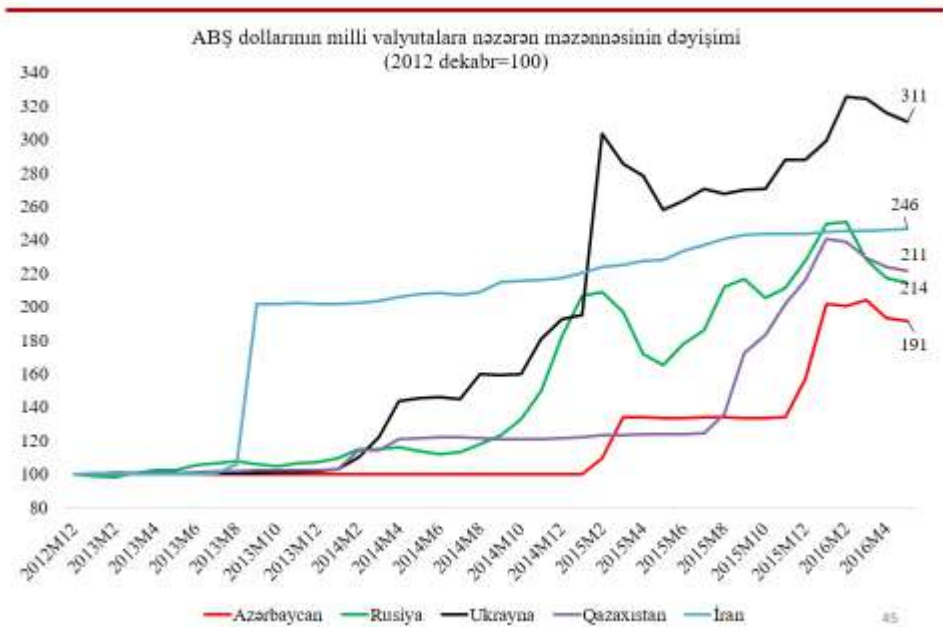
Diaqramma 3.1.2.

Yeni dövrün bank sektoruna, eyni zamanda pul siyasətinin iqtisadiyyata səmərəli ötürücülüyyəne neqativ təsirlərindən biri də iqtisadiyyatda dollarlaşma meyillərinin yenidən vüsət almasıdır.

2015-ci ilin sonunda iqtisadiyyatda dollarlaşma səviyyəsi yenidən kəskin şəkildə artmışdır. Valyuta bazarında yaranmış vəziyyəti nəzərə alaraq, AMB-nin İdarə Heyətinin qərarı ilə 21 fevral 2015-ci il tarixinə ABŞ dollarının manata qarşı məzənnəsi 1.05 AZN səviyyəsində müəyyən edildi.

Bu qərar milliiqtisadiyyatın şaxələndirilməsinə əlavə stimullar yaratmaq, onun beynəlxalq rəqabət qabiliyyətini və ixrac potensialını daha da gücləndirmək, bu əsasda tədiyə balansının və ölkənin beynəlxalq ödəmə qabiliyyətinin strateji dayanıqlığını təmin etmək məqsədilə qəbul edilmişdir.

Xarici şoklar: qonşu ölkələrdə devalvasiyalar



Qrafik 3.1.2.

Bunun təməlinə ölkənin tədiyə balansını və beynəlxalq ödəmə qabiliyyətinin strateji dayanıqlığını təmin etmək planları dururdu.

2014-cü ilin sonunda Azərbaycan iqtisadiyyatı ciddi şok təsirlərə məruz qalanda, üzən məzənnəyə keçid obyektiv olaraq lazım idi. Üzən kurs məzənnə xarici şokların neqativ təsirini kompensasiya etməyə imkan verir. O, faktiki olaraq, iqtisadiyyatın stabilizatorudur.

Məhz manatın məzənnəsi özünə əsas zərbəni götürdü. Manatın zəifləməsi ixracçılara dəstək göstərdi, idxalın əvəzlənməsi proseslərinin yaranmasına səbəb oldu və azərbaycan tədiyyə balansının dəyişmiş şəraitə adekvat uyğunlaşmasını təmin etdi. Bundan başqa, üzən məzənnə şəraitində valyuta bazarında manata qarşı oyun və möhtəkirlik azaldı, bu isə öz növbəsində ölkənin beynəlxalq valyuta ehtiyatlarının azalmasının qarşısını aldı.

Üzən valyuta kursu olaraq qeyri-stabil kurs demək deyil. Əlbəttə, üzən məzənnəyə uyğunlaşma çətin prosesdir ki, bunu da bir çox ölkələrin təcrübəsi təsdiq edir. Bu proses çox vaxt həm milli valyuta məzənnəsinin volatilliyinin artması ilə, həm də məzənnə tərəddüdlərinə qiymətlərin reaksiyasının artması ilə müşayiət olunur. Ancaq tədricən əhali, müəssisələr, banklar üzən məzənnə şəraitinə uyğunlaşır, valyuta risklərini hejləşdirməyi öyrənirlər.

Milli valyuta məzənnəsinin volatilliyi enir, məzənnə tərəddüdlərinin istehlak qiymətlərinə təsiri də azalır.

AMB iqtisadiyyatın tarazlaşdırılmış inkişafına necə imkan yarada bilər? AMB özünün əsas töhfəsini inflyasiyanın səviyyəsinin endirilməsində və onun dəstəklənməsində görür. 2017-ci Pul siyasətinin Əsas İstiqamətlərində bu, birbaşa göstərilmişdir. Aşağı və stabil inflyasiya iqtisadi perspektivdə əhalidə və biznesdə əminliyi formalaşdırır, uzunmüddətli planlaşdırmaya imkan verir. Aşağı və stabil qiymətlər şəraitində əhali milli valyutada əmanətlər qoymağa qorxmur. Aşağı inflyasiya zamanı kreditorlar nisbətən aşağı stavkalarla uzun müddətə pul vəsaitlərini təklif etməyə hazır olurlar, çünki əmindirlər ki, yüksək inflyasiya onların qoyuluşlarını qiymətdən salmayacaq. Əlçatan kredit resursları investisiyaların artması, iqtisadiyyatın inkişafı və yekunda əhalinin rifahının artımı üçün əsas yaradır.

İnflyasiya gözləmələrinin azalması üçün bu tendensiyanı sındırmaq, inflyasiyanın aşağı ola bildiyini praktikada göstərmək lazımdır.

AMB da elə məhz buna nail olmağa çalışır. Dünya təcrübəsi göstərir ki, inflyasiyanın aşağı olduğu və inflyasiya gözləmələrinin aşağı səviyyədə "lövbər saldığı" ölkələrdə qiymətlərin şoklara reaksiyası, o cümlədən məzənnə tərəddüdləri, daha az olur. Belə şəraitdə mərkəzi bank daha yumşaq pul siyasətini həyata keçirə bilər.

Buna görə də bizə elə siyasət lazımdır ki, o, inflyasiyanın azalmasına səbəb olsun.

Cari şəraitdə aşağı inflyasiyanı hədəfləyən çox yumşaq pul və valyuta siyasəti sosial stabilliyə və iqtisadiyyatın inkişafına təhlükə yaradaraq onun daha da sürətlənməsinə və sonralar yüksək səviyyədə möhkəmlənməsinə gətirib çıxara bilər. Eyni zamanda çox sərt pul və valyuta siyasəti bank sektorunda vəziyyətin destabilizəməsinə və iqtisadiyyatda enişin dərinləşməsinə gətirib çıxara bilər. Buna görə də AMB tarazlaşdırılmış pul siyasətini həyata keçirməyə çalışır. Bu, o demək deyil ki, AMB çoxlu sayda hədəfləri var. Pul və valyuta siyasəti üzrə qərarlar qəbul edərkən, AMB formalaşan iqtisadi situasiyanı və onun inkişaf perspektivlərini təhlil edir, Azərbaycan iqtisadiyyatının imkanlarını nəzərə alaraq inflyasiyanın azalma trayektoriyasını nəzərdən keçirir, qərarların maliyyə stabilliyinə təsirini qiymətləndirir. Bu amillər mümkün qərarların diapazonuna müəyyən məhdudiyyətlər qoyur.

Bu istiqamətdə ən mühüm çağırış monetar siyasətinin iqtisadiyyata transmissiya mexanizmi təsirinin gücləndirilməsidir. Yüksək transmissiya mexanizmi təsirinin təmin edilməsi sahəsində banklararası pul bazarının təsisatı, pul siyasətinə inamın artırılması ilə bərabər dollarlaşma səviyyəsinin aşağı səviyyədə tutulmasını tələb edir.

Yuxarıda göstərilənlər pul siyasətinin dövlətin iqtisadi artım maraqları ilə uyğunluğa gətirilməsinə, ölkənin innovasiya-investisiya inkişafına, iqtisadiyyatın struktur deformasiyasının aradan qaldırılmasına yönəldilmiş aşağıdakı təklifləri irəli sürməyə imkan verir:

1. Pul siyasətinin dövlətin iqtisadi təhlükəsizlik və artım hədəflərinə tabe etdirilməsi. Inflyasiyanın azaldılmasının prioritetliyindən və iqtisadi artıma ziyan vuran hər hansı iqtisadi modellərin mütləqləşdirilməsindən imtina edilməsi. Azərbaycanda iqtisadi artım, struktur yenidənqurma və iqtisadiyyatın innovasiya-investisiya inkişafı üçün şəraitin yaradılmasının pul siyasətinin prioritetli hədəfi kimi nəzərdə tutulması.

2. Inflyasiya səviyyəsinin və manatın valyuta məzənnəsinin məqsədli oriyentirlərini iqtisadi artımı və daxili istehlak üçün məhsul istehsal edən sahələrə və qeyri-xammal icracata, habelə elm və təhsilə maksimum dərəcədə sərmayə qoyuluşunun həvəsləndirən göstəricilərlə müəyyən etməklə onların kompleks şəkildə targetləşdirilməsinin həyata keçirilməsi.

3. Azərbaycanda inflyasiya səviyyəsinə təsir edən qeyri-monetar amillərin (inhisar qiymətin əmələ gəlməsi və qiymətlərin inzibati tənzimlənməsi də daxil olmaqla xərclərin inflyasiyası; idxal mal və xidmətlərə, o cümlədən manatın devalvasiyası nəticəsində qiymətlərin artması; büdcə xərclərinin artması və b.) paylarının təyini ilə bağlı ətraflı elmi araşdırmaların aparılması. Bu zaman AMB məsuliyyət zonasında yalnız inflyasiyanın monetar komponenti ola bilər.

4. AMB üzərinə pul və valyuta siyasətiməsələləri üzrə qərarların qəbul edilməsi mexanizmini dərc etmək, inflyasiyanın və əsas stavkanın proqnozlaşdırılan trayektoriyalarını, həmçinin göstərilmiş ölçülərin üstündən hər hansı sapma halları ilə bağlı geniş izahatlar vermək öhdəliyinin qoyulması.

5. Pul təklifini artırmaq məqsədi ilə əsas stavkanı azaltmaqda davam etmək. Dövlət tərəfindən nəzarət edilən investisiya fondlarının qiymətli kağızlarını əldə etməklə Azərbaycan iqtisadiyyatının innovasiya-investisiya inkişafının maliyyələşdirilməsinə yönələn uzun pulların emissiyası mexanizmlərinin işlənməsi. Staqflyasiya tendensiyalarının qarşısının alınması üçün göstərilən mexanizmlər investisiyalardan səmərəli və məqsədli istifadə üzərində sərt nəzarəti nəzərdə tutmalı, onların istehlak sferasına və valyuta bazarına axmasına yol verməməlidir.

6. Dövlətin iştirakı ilə investisiya fondlarının formalaşdırılması mexanizmlərinin yaradılmasını, idxalı əvəzləyən və öz xüsusi müasir avadanlıqlarının yaradılmasına sərmayə qoyan müəssisələr üçün vergi tətillərini nəzərdə tutan ölkə iqtisadiyyatının daxili innovasiya inkişafının həvəsləndirilməsi proqramının işlənməsi.

7. İqtisadiyyat real sektorunun müsabiqə əsasında artım nöqtəsi kimi tanınmış müəssisələrinin güzəştli kreditləşdirmə mexanizminin formalaşdırılması.

8. Ev təsərrüfatları tərəfindən yerli məhsulun istehlakının kredit həvəsləndirilməsi siyasətinin işlənməsi və ardıcıl şəkildə həyata keçirilməsi, o cümlədən ipoteka proqramlarının inkişaf etdirilməsi, Azərbaycanda istehsal edilmiş uzunmüddətli istifadə mallarının əldə edilməsinə güzəştli istehlak kreditləşdirməsi mexanizmlərinin yaradılması.

9. Strateji sahə müəssisələri tərəfindən xarici valyuta kreditlərinin tədricən yerli mənbələr hesabına əvəz edilməsi mexanizmlərinin işlənməsi.

10. Kapital axını kanallarını bağlamaq və xarici əlaqələndirilmiş mənşəyə malik olan valyuta spekuliyaları da daxil olmaqla, genişmiqyaslı valyuta spekuliyaya imkanlarını azaltmaq məqsədilə valyuta qanunvericiliyinin deliberallaşdırılmasının həyata keçirilməsi və valyuta nəzarətinin gücləndirilməsi.

11. Kredit təşkilatlarının qarşısında öhdəlikləri olduğu halda, alınmış resursların valyuta bazarına axın kanalını bağlamaq məqsədilə onların valyuta mövqeyinin ölçüsünün məhdudlaşdırılması mexanizminin işlənməsi.

12. Mərkəzi Bankının tənqidinin başqa ənənəvi bəndi üzən valyuta rejiminin tətbiqidir. Opponentlər¹³ (tənzimləməyə qayıtmağı və hətta manatın məzənnəsini fiksə etməyi təklif edirlər. Bununla belə bir çox ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, inkişafı xarici iqtisadi konyunkturadan əhəmiyyətli dərəcədə asılı olan iqtisadiyyat üçün xarici şoklar zamanı milli valyuta məzənnəsini uzun müddət müəyyən səviyyədə saxlamaq mümkün deyil. Bunun üçün xeyli qızıl-valyuta ehtiyatlarını xərcləmək tələb olunur və iqtisadiyyatda disbalanslar artır. Yekunda mərkəzi banklar məzənnəni əhəmiyyətli dərəcədə aşağı salmağa və ya buraxmağa məcbur olurlar. Əyani misallar: 1994-cü ildə Meksika, 2001-ci ilin sonu-2002-ci ilin əvvəllərində Argentina, 2014-2015-ci illərdə Qazaxıstan, 2015-ci ildə - Azərbaycan. Bu gün manat məzənnəsinin stabilləşdirilməsinin həyata keçirilməsi əsas hədəv olmalıdır.

13. AMB rəhbərliyinin pul siyasətinin Əsas istiqamətlərində nəzərdə tutulan nəticələrə nail olmağa görə şəxsi məsuliyyətinin müəyyən edilməsi.

14. Pul və valyuta siyasətivə maliyyə bazarının tənzimlənməsi sferalarında qəbul edilən qərarların ölkə iqtisadiyyatına təsirinin ibtidai və sonrakı icbari elmi ekspertizası üçün maliyyə sabitliyi şurası yanında müstəqil elmi şuranın formalaşdırılması.

15. Pul-kredit və büdcə-vergi siyasətinin əlaələndirilməsi. Qabaqcadan (neftin qiymətinin yenidən qalxmasına qədər) neftin qiymətinin növbəti sıçrayışı dövründə büdcə artıq gəlirlərinin Azərbaycan daxili bazarının tələbatlarını təmin edən yüksək texnoloji məhsul istehsalına yönəlmiş qeyri-neft sektoru sahələrinin innovasiya-investisiya inkişafına yönəldilməsini nəzərdə tutan yeni büdcə qaydasının işlənməsi, habelə elmi araşdırmaların və ali təhsil sisteminin maliyyələşdirilməsi.

¹³ http://musavat.com/news/iqtisadiyyat/uzen-mezenne-yeni-devalvasiyaya-dogru_298643.

3.2. Yeni iqtisadi modeldə tam üzən məzənnə rejiminin tətbiqinin perspektivləri

2011-ci ilin noyabr ayında “iyirmilər”in görüşünün iştirakçıları tez bir zamanda valyuta kursunun bazar prinsipləri üzrə formalaşdırılmasına keçidin zəruri olduğunu təsdiqlədilər. Bu prinsiplər daima məzənnə problemlərindən, rəqabət devalvasiyalarından yan keçmək imkanı verər, eyni zamanda iqtisadiyyatdakı fundamental prosesləri də əks etdirər.

Bazar iqtisadi qanunlarına lərimnə uyğun olaraq üzən kurs sistemlərində valyuta məzənnəsi təklif və tələbin şərtlərinə görə müəyyənləşir. Üzən kurs sistemini müdafiə edənlər bazar iqtisadiyyatının faydalarından bəhs edib, bazar idarəsinin daima hökumət qərarlarından üstün olduğunu müdafiə etməkdədirlər:

1. Milli pulun həqiqi dəyəri: hökumət qərarları ilə formalaşan valyuta kursları milli pulu aşırı şəkildə dəyərləndirir. Çünki, üzən kurs sistemlərində valyuta kursları həqiqi dəyərini tapa bilir. Bu da beynəlxalq iqtisadiyyatda optimal təsərrüfat bölgüsünün təmin edilməsinə kömək edir.

2. Tədiyyə balansı : bu sistemlərdə bir valyutaya olan tələbin artması valyuta kursunun artmasına, təklifin artımı valyuta kursunun düşməsinə yol verərək tədiyyə balansındakı tarazsızlığı avtomatik şəkildə aradan qaldırır. Üzən kurs sistemində bu avtomatik tarazlaşdırma mexanizminin olmasına baxmayaraq, sabit kurs sistemində bu tarazlaşdırma hökumət qərarlarından asılıdır.

3. Beynəlxalq ehtiyatlar:Sabit kurs sistemlərində kursların sabitliyini təmin etmək üçün qızıl -valyuta ehtiyatları olmalıdır. Halbuki, üzən sistemdə xarici tarazlıq özbaşına formalaşdığına görə Beynəlxalq ehtiyatlardan istifadəyə ehtiyac qalmır.

4. Daxili iqtisadi siyasətlər:Üzən kurs sistemlərində kursların avtomatik kurs dəyişmələri yolu ilə xarici tarazlıq problemi həll edilir. Bu baxımdan xarici tarazlığın pozulmaması qayğısı olmadan hökumətlər maliyyə və pul siyasətlərini daxili iqtisadi hədəflərin reallaşmasına yönəldirlər.

5. Xarici şoklar:Mənbəyini xaricdən alan inflyasiya və ya depressiya qarşısında, valyuta kursları dərhal lazım olan mühitlə ayaqlaşb iqtisadiyyatı bu nəzarətsiz faktorların təsirindən qoruyur. Sabit kurs sistemlərində xarici şokların ölkəyə təsiri

daha asan olur.

6. Kurslarda kiçik dəyişmələr: Üzən kurs sistemlərində kurslar tələb və təklifin şərtlərinə görə hər an kiçik ayaqlaşma hərəkətləri göstərdiyinə görə sabit kurs sistemlərində olduğu kimi uzun müddətdən sonra böyük nisbətli kurs dəyişmələrinə lüzum qalmır. Beləliklə, iqtisadiyyat böyük kurs tənzimləmələri şokundan qorunur.

7. Bürokratiyanın olmaması: Üzən kurs sistemi qiymət mexanizminə əsaslanan sadə və praktiki cəhətdən asan bir sistemdir. Kurslara əlaqədar hökumətin qərar almasına və nəzarət etməsinə lüzum yoxdur. Yəni sistem bürokratiyanı aradan qaldırır.

Bununla yanaşı, üzən kurs sisteminə qarşı iddialar da mövcüddür. Yuxarıda söylədiyimiz kimi, üzən kurs sistemləri xüsusi ilə onu tətbiq edənlər tərəfindən tənqid edilmişdir:

1. Xarici ticarət və maliyyə hərəkətlərinin qarşısını almaq: Müntəzəm olaraq üzən kurslar beynəlxalq səviyyədə iqtisadi cəhətdən qeyri-sabitlik yaradaraq riskləri artırır. Bu da beynəlxalq ticarət və sərmayə hərəkətlərinin dinamizminin qarşısını alır. Hərçənd ki, kurs riskinə qarşı müddətli bazarlarda qorunma imkanı var. Amma bu əhəmiyyətli bir məsrəfə yol açır. Bundan başqa bəzi ölkələrdə bu bazarlar hələlik qurulmamışdır.

2. Ölkə daxili inflyasiyanı artırma: Üzən kurs sistemləri inflyasiyanı sürətləndirir. Çünki kurslar artıqca xam maddə və qida maddələrinin qiyməti yüksəlir. Bu da işçi maaşlarını və sərmayə məsrəflərini artırır. Halbuki, kurslar düşəndə, maaşlar və digər məsrəflərdə azalma olmur. Yəni valyuta kurslarının qiymətlər üzərindəki təsiri tək artım istiqamətindədir.

3. Elastikliyin az olması: valyuta kurslarındakı kiçik dəyişikliklərin xarici tarazlığı təmin etməsi üçün valyuta təklif və tələblərinin elastikliyi yüksək olmalıdır. Bue lastiki dəyərin yüksək olmadığı təqdirdə müəyyən bir xarici qeyri-tarazlığı aradan qaldırmaq üçün böyük kurs dəyişiklikləri olmalıdır. Hətta elastiki dəyəri «Marşal Lerner Şərtini» təmin etmişsə, kurs dəyişmələrinin xarici tarazlığın formalaşmasına heç bir faydası olmayacaq.

4. Sabitliyi pozan spekulyasiya: Sabit kurs sistemini müdafiə edənlər üzən kurs sisteminin sabitliyi pozan spekulyasiyaya yol verəcəyini, bu da öz növbəsində

kurslardakı qeyri-sabitliyi sürətləndirəcəyini söyləmişlər. Bunun əleyhinə olanlar isə bu sistemdə spekyatorların davranışlarını sabitliyi pozan yox, sabitliyi təmin edən davranış olduğunu ifadə etmişlər. Bundan başqa sərbəst üzən kurs sistemində spekyasiya heç bir zaman kurs sistemindəki qədər risksiz deyil.

“Ümumiyyətlə, hər bir məzənnə rejiminin müsbət və mənfi tərəfləri mövcuddur və seçim zamanı ölkə xüsusiyyətlərinin nəzərə alınması yarana biləcək risklərin qarşısını ala bilər. Təbii resurslar ilə zəngin ölkələrin təcrübəsini araşdırarkən Norveçdən başqa digər ölkələrdə dövlət gəlirlərinin 50%-nin xammal gəlirləri hesabına formalaşdığı və ixracın 80%-dən çoxunun xammal sektoru təşkil etdiyi müəyyən edilir. Norveçdən başqa, xammal ixrac edən ölkələrin bir çoxunda məzənnə rejimləri təsbitdir və ya üzən tənzimləyəndir (məsələn, 26 neft ölkəsinin 18-də təsbit rejim tətbiq edilir).⁷ Ə Xammal ixracından əldə edilən irihəcmli valyuta gəlirləri dünya bazarlarının konyuktur təsirinə əhəmiyyətli dərəcədə məruz qaldığından xarici valyuta bazarını idarə etmək çətinləşir”[14].

Xammal ixrac edən ölkələrdə məzənnə rejimləri

Ölkələr	Neft hasilatı (mln.ABŞ dolları), 2011	Neft hasilatı (%- lə), 2011	BVF-nun məzənnə təsnifatı
Kanada	3.522		Sərbəst üzən
		4.3	
Nigeriya	2.457		2.9
Norveç	2.039		2.3
İngiltərə	1.100		1.3
ABğ	7.841		8.8
Kolumbiya	930		1.2
İndoneziya	942		1.1
Qazaxıstan	1.841	2.1	Sürüşkən bağlılıq
Anqola	1.746	2.1	Stabilləşdirmə
İraq	2.798		3.4
Küveyt	2.865	3.5	Ənənəvi bağlılıq
Oman	891		1.1
Qətər	1.723		1.8
Səudiyyə Ərəbistanı	11.161		13.2
BƏƏ	3.322	3.8	
Əlcəzair	1.729		Digər
		1.9	tənzimlənmə rejimi
İran	4.321		5.2
Meksika	2.938		3.6
Rusiya	10.280		12.8

Mənbə: <https://uploads.cbar.az/assets/30584a0c3b2a1dd724435f07b.pdf>

Qlobal bazarda enerji daşıyıcılarının qiymətlərinin 2015 -ilin əvvəllərindən başlayaraq ucuzlaşması ölkə iqtisadiyyatının inkişafına mənfi təsir etdi. Neftdən əldə olunan gəlirlərdə enmələr nəticəsində ölkəyə daxil olan beynəlxalq valyuta axınları azalmışdır. Xarici valyutaya psixoloji tələbin valyuta təklifini üzərində olması manatın kursuna olan basqıları artırmışdır.

Qlobal əmtəə birjalarında enerji məhsullarının qiymətinin aşırı düşməsinin

Azərbaycanın beynəlxalq və daxili iqtisadi balansına mənfi təsirlərini aşağı düşürmək, əsasən ölkənin malik olduğu beynəlxalq likvidlik ehtiyatlarının bütövlüyünü təmin etmək məqsədilə ARMB İdarə Heyətinin 21 dekabr 2015-ci il tarixli qərarı ilə sabit məzənnə rejimindən imtina etdi və üzən–tənzimlənən məzənnə rejiminə keçid elan etdi. 2015-ci ildə ölkənin beynəlxalq ödəmə qabiliyyətinin və tədiyə balansının strateji dayanıqlılığının təmin edilməsi üçün iki devalvasiya həyata keçirildi.

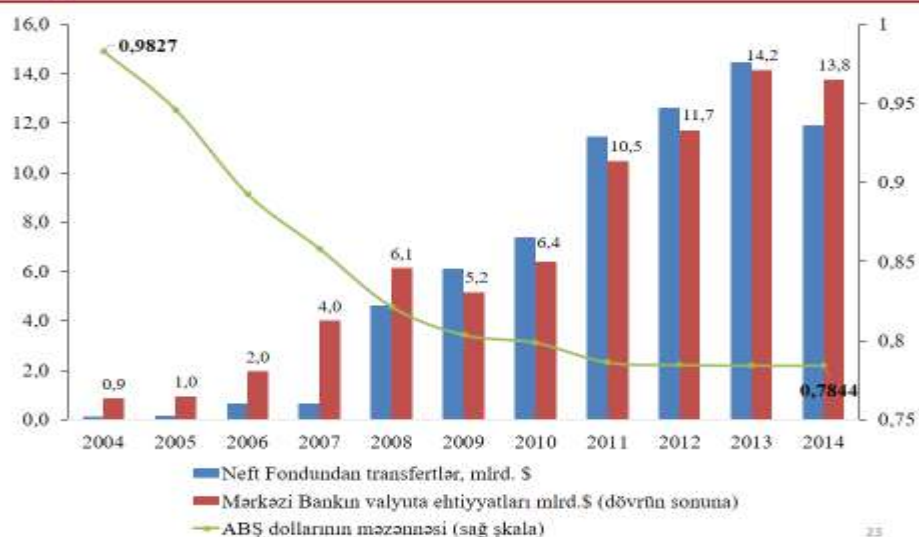
2016-cı ildə tədiyə balansının defisit olmasını və bu defisitə əsasən kapitalın və maliyyənin hərəkəti hesabında cəmləşməsini nəzərə alaraq Mərkəzi Bank manatın köklü şəkildə ucuzlaşmasının qarşısını almaq üçün idarə olunan üzən məzənnə rejimini tətbiq etdi. Nəticədə məzənnə dəyişikliklərinin qiymət və maliyyə sabitliyinə neqativ təsirləri minimuma endirildi.

2015-cü ildə Mərkəzi Bankın beynəlxalq likvidlik ehtiyatları dünya birjalarında əmtəə qiymətlərinin kəskin enməsi, Avro ittifaqına daxil olan üzv ölkələrin iqtisadi strukturunlarında əlavə fiksəl güzəşt tədbirləri və ABŞ-da yumşaq monetar siyasətindən imtina gözləntiləri ilə nəticələnən aşağı gəlirlilik və yüksək risk durumunda idarə mexanizmi tətbiq olundu.

Dünyanın valyuta ehtiyatlarında dolların beynəlxalq mövqelərinin zəifləməsi onun demək olar ki, inhisarçılıq mövqelərinin bugünkü 60-63%-dək azalmasında özünü büruzə verir.

Dünya valyuta ehtiyatlarında avronun payının artması və ticarət dövriyyəsinin 37%-i Avropa İttifaqı ölkələrinin payına düşmüşdür. Avropa İttifaqı ilə ticarət əlaqələrinin 31%-i İtaliya, 16%-i Almaniya, 12%-i Fransa, 6%-i isə Çexiya ilə həyata keçirilir. Nəticədə isə Azərbaycanın Avropa İttifaqı ilə iqtisadi-ticari əməkdaşlığının inkişafı avro ilə öhdəliklərin artmasına yol açır.

Valyuta bazarı və məzənnə

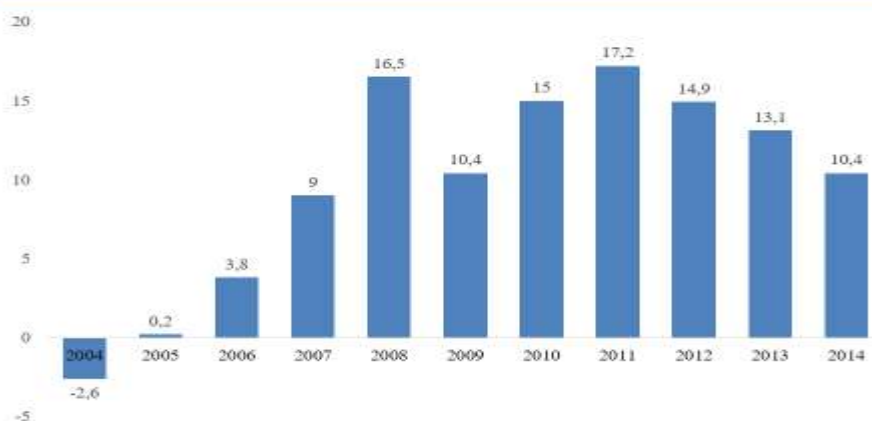


Diqramma 3.2.1.

Valyuta bazarının həcmnin azalması nağd xarici valyuta bazarı segmentində də müşahidə edilmişdir. 2016-cı ildə banklar tərəfindən satılan xalis (yəni, alışırla satışların fərqi) nağd ABŞ dolları ötən il ilə müqayisədə 20 dəfə azalaraq 445.4 mln. ABŞ dolları, avro ilə əməliyyatlar isə 3.3 dəfə azalaraq 266.6 mln. avro təşkil etmişdir.

2016-cı ildə manatın xarici valyutalara nəzərən məzənnəsi tədiyə balansı üzrə meyillərə uyğun və Mərkəzi Bankın ötən ilin sonunda elan etdiyi üzən-tənzimlənən məzənnə rejimi çərçivəsində formalaşmışdır. Ümumilikdə, il ərzində manatın məzənnəsi makroiqtisadi fundamentalların (tədiyə balansı, neftin qiyməti və s.) təsiri altında dəyişmişdir.

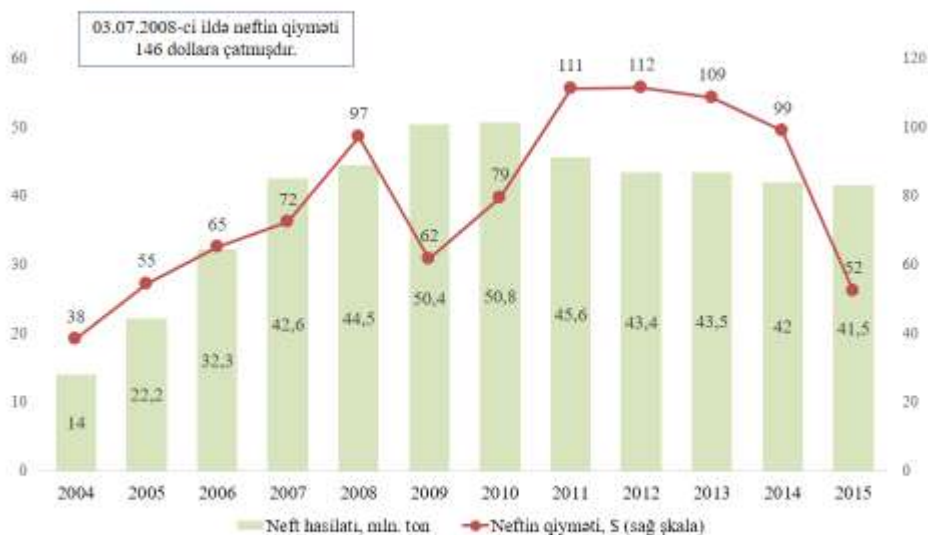
Cari əməliyyatlar balansı, mrd. dollar



- Bu dövr ərzində qeyri-neft mal və xidmət ixracı 4.1, neft ixracı isə 3.9 dəfə artmışdır.
- Neft Fondunun cəmi gəlirləri (2001-2015) 125 mrd.\$ olmuşdur.

Diqramma 3.2.2.

Neft hasilatı və qiymət dinamikası

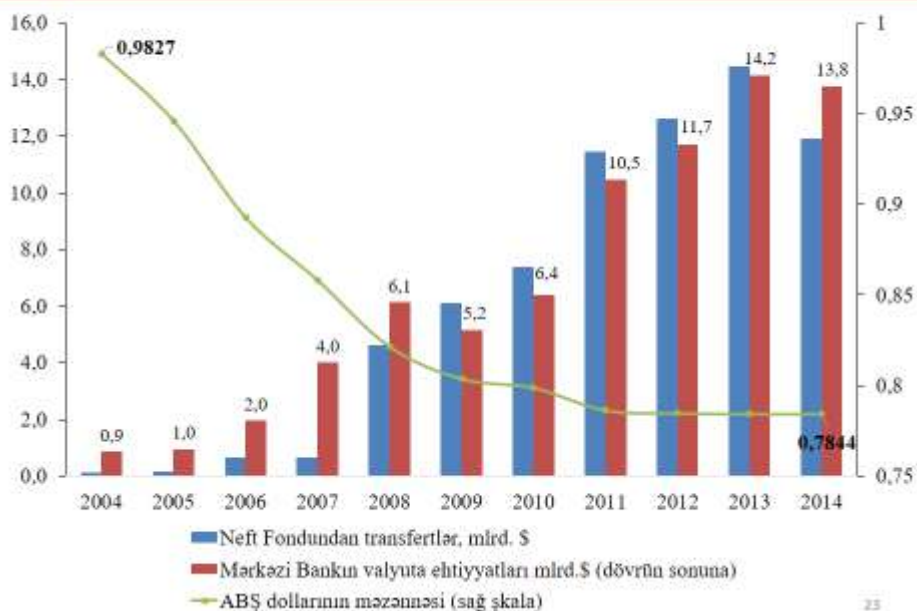


- Bu dövr ərzində neft hasilatı 3 dəfə artmışdır.

9

Diaqramma 3.2.3.

Valyuta bazarı və məzənnə



23

Diaqramma 3.2.4.

2015-ci il ərzində manata qarşı ABŞ dolları 98.8%, Avro isə 79% bahalaşmışdır. 2016-cı ildə Mərkəzi Bank yeni məzənnə rejiminə uyğun əməliyyat çərçivəsi tətbiq etdi. 2016 ci ilin mart ayından Mərkəzi Bank valyuta bazarında əməliyyatı ən aşağı

səviyyəyə düşdü, Azərbaycan Respublikasının Dövlət Neft Fondunun valyuta satışlarında Mərkəzi Bankda təşkil olunan hərraclar çərçivəsində həyata keçirildi. 2017 – ci ildən etibarən Azərbaycan üzən valyuta məzənnəsi rejimini tətbiq edir. Əslində bu, məzənnə siyasətinin əməliyyat oriyentirindən istifadədən və valyuta intervensiyalarının aparılmasından imtina edilməsi deməkdir.

Azərbaycan Respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsində “Üzən məzənnə rejiminə keçidin şərtlərindən biri də daxili maliyyə bazarının inkişafına, bazarda hedcinq və məzənnə risklərindən sığortalanmağa imkan verən digər maliyyə alətlərinin təqdim edilməsinə nail olmaqdır” deyə ifadələri yer alır [Azərbaycan Respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi Azərbaycan Respublikasında maliyyə xidmətlərinin inkişafına dair Strateji Yol Xəritəsi”].

Üzən məzənnə rejiminin ən önəmli avantajı, onun qlobal şok təsir kanallarının milli ölkə iqtisadiyyatına neqativ təsirlərinin məzənnə vasitəsilə neytrallaşmağına imkan saxlayır.

Həmçinin yeni rejim daxili maliyyə bazarının inkişafını dəstək verir, bir sıra yeni maliyyə instrumentlərinin tətbiqini stimullaşdırır. Üzən rejiminə keçid məzənnənin balanslaşdırmış vəziyyətinə çıxmağa imkan verir.

Azərbaycanın valyuta ehtiyatlarının idarə olunması meyarlarına əməl edilməsi milli iqtisadiyyatın maraqlarına da cavab verir. Beynəlxalq Valyuta Fondu “Beynəlxalq ehtiyatların idarə edilməsinin rəhbər prinsipləri” adlı sənəddə gəlirliliklə müqayisədə onların qorunub saxlanması və likvidliyi meyarını prioritet kimi qeyd etdi. Lakin bir sıra ölkələrin mərkəzi bankları onların gəlirliliyinə üstünlük verməyə başladılar.

Bəzi mərkəzi banklar valyuta ehtiyatlarını aşağıdakı qruplara ayırdılar:

1. qorunub saxlanma və likvidlik meyarlarından çıxış etməklə ənəvəi idarə olunan;
2. yol verilən risk nəzərə alınmaqla gəlirlilik meyarına üstünlük verən investisiya. Azərbaycan iqtisadiyyatının innovasiyası məqsədləri ilə beynəlxalq ehtiyatların bir hissəsindən istifadə edilməsi üçün bu xarici təcrübəni öyrənmək faydalı olardı.

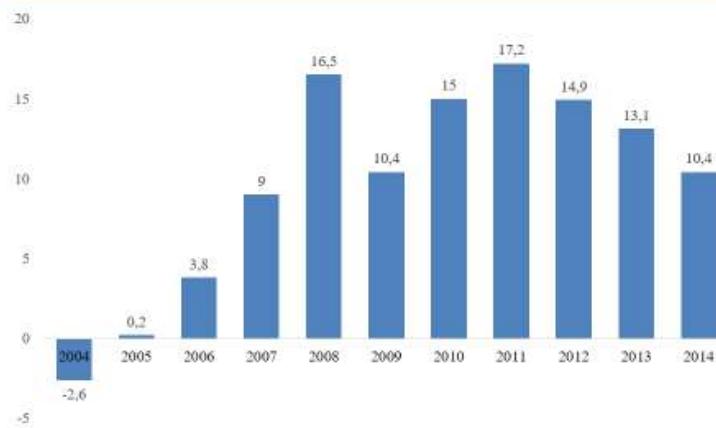
Beynəlxalq ehtiyatların idarə edilməsi problemlərinə üç problem daxildir: optimal

ehtiyat həcminin əsaslandırılması; onların idarə edilməsi meyarlarının yeniləndirilməsi; bu sahədə mümkün itkiləri minimallaşdırmaq məqsədilə risk-menecmentin səmərəliliyinin yüksəldilməsi.

Ölkənin tədiyyə balansının vəziyyəti, hər şeydən əvvəl, cari əməliyyatlar üzrə milli pul vahidinin valyuta məzənnəsinə bilavasitə təsir göstərir. Tədiyyə balansının tarazlığının pozulması hallarında bazardakı mübadilə məzənnəsinin saxlanması üçün qızıl - valyuta ehtiyatlarının kifayət qədər olması müsbət haldır.

Ümumilikdə, il ərzində manatın məzənnəsi makroiqtisadi komponentlərinin (tədiyyə balansı, neftin qiyməti və s.) təsiri altında dəyişmişdir.

Cari əməliyyatlar balansı, mlrd. dollar

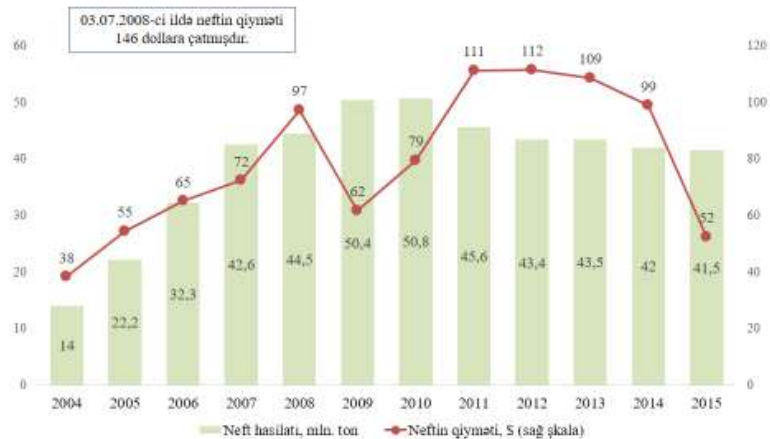


- Bu dövr ərzində qeyri-neft mal və xidmət ixracı 4.1, neft ixracı isə 3.9 dəfə artmışdır.
- Neft Fondunun cəmi gəlirləri (2001-2015) 125 mlrd.\$ olmuşdur.

15

Diqramma 3.2.5.

Neft hasilatı və qiymət dinamikası



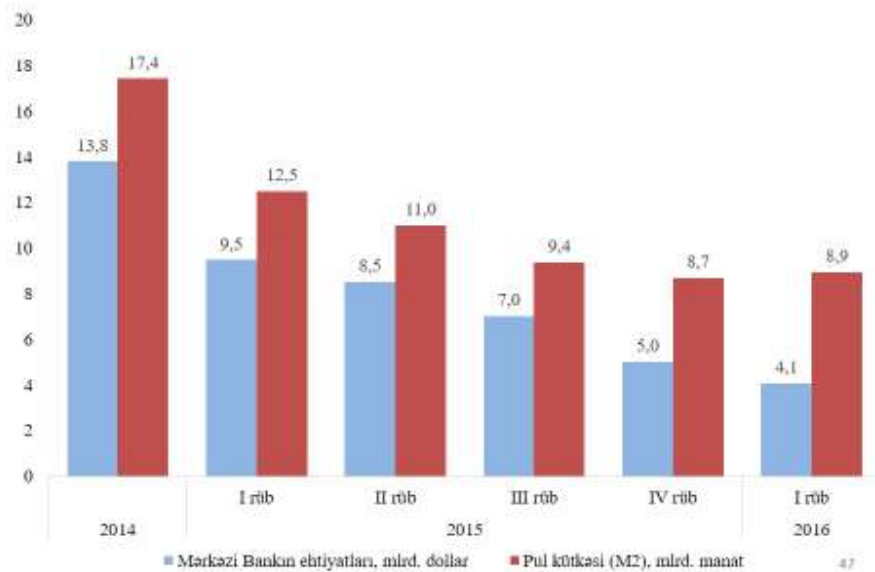
- Bu dövr ərzində neft hasilatı 3 dəfə artmışdır.

9

Diqramma 3.2.6.

2016 ci ildə ölkənin strateji valyuta ehtiyatlarının zəruri həcmdə qorunması təmin edildi. Belə ki, 2016-cı ilin sonuna strateji valyuta ehtiyatları 37.6 mlrd. ABŞ dolları təşkil edərək 28 aylıq mal və xidmət idxalına kifayət etmiş və xarici dövlət borcunu 4.1 dəfə üstələmişdir (Arayış- Valyuta ehtiyatlarının həcminə görə (474 mlrd. doll.) Rusiya Çindən (3 trln.-dan çox) və Yaponiyadan (1 trln.-dan çox) sonra dünyada 3-cü yeri, qızıl ehtiyatlarına (2012-ci ilin oktyabr ayında 936,7 tonn) görə isə - 8-ci yeri tutur. Müqayisə üçün qeyd edək ki, ABŞ-da – 8,1 min t. (dünyanın qızıl ehtiyatlarının 27%-i), Almaniyada – 3,4 min, İtaliyada – 2,4 min ton.). Strateji valyuta ehtiyatlarının həcmi ötən ilin yekunu üzrə ÜDM-in həcminə bərabər olmuşdur.

Adaptasiya: pul kütləsi və AMB-nin rezervləri



Diaqramma 3.2.7.

Beynəlxalq Valyuta Fondu “Beynəlxalq ehtiyatların idarə edilməsinin rəhbər prinsipləri” adlı sənəddə gəlirliliklə müqayisədə onların qorunub saxlanması və likvidliyi meyarını prioritet kimi qeyd etdi. Lakin bir sıra ölkələrin mərkəzi bankları onların gəlirliliyinə üstünlük verməyə başladılar.

Maliyyə bazarlarında davam edən qeyri-məyyənlik və daxili valyuta bazarında ABŞ dollarına tələbatın kəskin artması şəraitində, valyuta rejiminin dəstəklənməsi məqsədilə Mərkəzi Bankın beynəlxalq likvidliyin menecmenti üzrə siyasətinin əsas istiqaməti likvidlik və təhlükəsizlik olmuşdur.

Mərkəzi Bankın valyuta satışları nəticəsində hesabat ilinin sonuna Mərkəzi Bankın sərəncamında olan valyuta ehtiyatlarının həcmi 63,54% azalaraq 5 016,7 mln. ABŞ dollarına çatmışdır. Valyuta aktivlərinin idarə edilməsinin gəlirliliyi 0,76% təşkil etmişdir.

Beynəlxalq ehtiyatların idarə edilməsinin təkmilləşdirilməsi istiqamətlərindən biri risk-menecmentin keyfiyyətinin yüksəldilməsidir. Ənənəvi olaraq valyuta siyasətinin bu prinsipinin əsaslandırılması üçün əsas valyuta itkilərinin azaldılmasına və itirilmiş gəlirin minimallaşdırılmasına yönələn risklər nəzəriyyəsidir. Risk-şans konsepsiyası Русанов Ю.Ю.Риски и шансы инноваций и особенности их реализации в банковском менеджменте//Бизнес и банки.2008. № 3. əsasında risk-menecmentin sahəsini genişləndirib buraya təkcə itkilərin azaldılması deyil, həm də mümkün qədər gəlir əldə etmək məqsədləri daxil edilməlidir. Bu konsepsiyanın həyata keçirilməsi üçün valyuta ehtiyatlarının strukturunun və AMB tələblərinin ehtiyatların sərmayə edildiyi qiymətli kağızların xarici emitentlərinin reytinginə daha da diversifikasiyası tələb olunur.

Mərkəzi Bankın valyuta ehtiyatları əməliyyat investisiya strategiyasına müvafiq olaraq cari fəaliyyəti təmin edən əməliyyat və yığım aləti olan investisiya tranşlarına bölünməklə idarə olunmuşdur. Valyuta ehtiyatlarının valyuta və coğrafi diversifi Valyuta ehtiyatlarının valyuta və coğrafi diversifikasiyasının genişləndirilməsi çərçivəsində Asiya investisiya portfeli üzrə qaydalar hazırlanmış və seçilmiş xarici menecerlərlə investisiya sazişləri razılaşdırılmışdır. Həmçinin, Çin banklararası istiqraz bazarına investisiya qoyulması ilə bağlı Çin Xalq Bankı ilə İntestisiya sazişi imzalanmış və müvafiq bank hesabları açılmışdır.

Lakin, beynəlxalq ehtiyatların yetərliliyini hesablayarkən valyuta-iqtisadi təhlükəsizliyi təmin etmək məqsədilə onların sığorta fondu funksiyasını və antiböhran funksiyasını da nəzərə almaq lazımdır:

1. Birincisi, ixrac gəlirinin həcmi Azərbaycan nefti və qazına dünya qiymətlərinin proqnozlaşdırılmayan dinamikası şəraitində stabil deyil.
2. İkincisi, ixrac qazancı hesabına büdcə gəlirlərinin təxminən yarısı formalaşır.
3. Üçüncüsü, ixrac valyuta daxilolmalarının bir hissəsini iqtisadiyyatın

innovasiyasına səmərəli istifadə etmək üçün müxtəlif mənbələrdən, o cümlədən qaytarma əsaslarla dövlət valyuta ehtiyatlarından investisiya fondunun yaradılması sahəsində dünya təcrübəsini öyrənmək məqsədə müvafiqdir.

Sadalanan bu istiqamətlər makroiqtisadi sabitliyin əsas tərkib hissələrini təşkil edir və bu göstəricilərin lazımi səviyyədə saxlanması iqtisadi dayanıqlığına imkan verir.

Beynəlxalq ehtiyatların diversifikasiyası zamanı qızılın inkişaf etmiş ölkələrdə beynəlxalq ehtiyatlarda üstünlük təşkil etdiyini (ABŞ-da 76,4%, Almaniyada – 72,4 %, İtaliyada – 72,0%, Fransada – 71,6 %) nəzərə alaraq onun payını tədricən yüksəltmək məqsədə müvafiqdir.

Respublikamızda valyuta siyasətinin əsas istiqamətlərindən biri də strateji valyuta ehtiyatlarının Ölkəmizdə strateji valyuta ehtiyatları AMB rəsmi valyuta ehtiyatları və Dövlət Neft Fondunun vəsaitlərinin cəmindən ibarətdir. beynəlxalq standartlara uyğun səviyyədə saxlanması və artırılması məqsədilə onların səmərəli idarə olunmasından ibarətdir.

Azərbaycan manatın məzənnəsinə başlıca olaraq valyuta bazarında tələb amilləri və onların idarə olunması, o cümlədən idxalın əvəzlənməsi prosesi təsir edəcək. Valyuta bazarında təklifin həcminə isə ixrac potensialının reallaşdırılması təsir edəcək.

“Üzən məzənnə” rejiminin ən böyük üstünlüyü odur ki, o, qlobal şokların ölkə iqtisadiyyatına mənfi təsirlərinin məzənnə vasitəsilə neytrallaşmağına imkan verir. Eyni zamanda yeni rejim daxili maliyyə bazarının inkişafını təşviq edir, bir sıra yeni maliyyə alətlərindən istifadəni dəstəkləyir. Üzən rejimə keçid məzənnənin tarazlı səviyyəsinə nail olmağa imkan verir.

3.3. Yeni iqtisadi modeldə monetar siyasət və makroprudensial siyasət arasında effektiv əlaqələndirilmə sisteminin təkmilləşdirilməsi

2014 – ci ildən sonra dünyanın əsas iqtisadiyyatları boyunca stresslərin sürətlə yayılması maliyyə sektorunun təsisatları tərəfindən müəyyən olunmuş tənzimləmə və

nəzarət tələblərinə əməl edilməsi sahəsində ciddi problemlərin olduğunu nümayiş etdirdi. Dünya iqtisadi böhranı göstərdi ki, milli maliyyə bazarlarının inteqrasiyasının gücləndiyi bir şəraitdə maliyyə vasitəçiliyi iştirakçılarının fəaliyyətinə nəzarət sistemində ciddi problemlər mövcüddür.

Bu hadisələrdən sonrakı dəyişikliklərin ən prioritet istiqamətlərindən biri milli mərkəzi bankların fəaliyyətinin məqsəd və mandatları yenidən baxış keçirmək oldu. Əsas hədəf kimi milli maliyyə bazarlarında sabitliyin təminatı, bu isə monetar siyasətinin klassik məqsədləri ilə makroprudensial hədəfləri arasında optimal əlaqə saxlamaq kimi ciddi bir problemi gündəmə daşdı.

Qlobal maliyyə böhranı sübut etdi ki, maliyyə bazarlarına nəzarət səmərəli olmayıb əsasən postsiklik xarakter daşımışdır. Prudensial nəzarətdəki zəiflikləri aradan qaldırmaq məqsədilə Bank nəzarəti üzrə Bazel komitəsinin üzvü olan ölkələr yeni Bazel III beynəlxalq standartlarına keçid elan etdilər.

Ehtimal olunur ki, onların tam olaraq qüvvəyə minməsindən sonra normativ tələblərin ənənəvi bank vasitəçiliyinə nisbi unifikasiyası baş verəcəkdir.

Böhrana qədərki dövrdə tənziqləmə və nəzarət ayrı-ayrı maliyyə təsisatlarının öz üzərlərinə götürdükləri risklərin məhdudlaşdırılmasını hədəf götürmüşdü. Bu zaman maliyyə vasitəçilərinin müəyyən biznes strategiyalarının doğurduğu eksternalilər də daxil olmaqla, sistemli risk amilləri nəzərə alınmırdı. Maliyyə sabilliyi siyasətinə keçid milli maliyyə sistemini təhdid edən risk amilləri siyahısına yenidən baxılmasını, onların monitorinqi və zaman üfzündə onların maddiləşmə ehtimalının qiymətləndirilməsi metodikalarının işlənməsini tələb etdi. Bu, makroprudensial orqanlara korreksiya tədbirlərini həyata keçirmək imkanı verdi.

Qlobal maliyyə böhranı göstərdi ki, milli maliyyə sistemi təkcə real sektordakı vəziyyəti əks etdirməyib hətta ona həlledici təsir də göstərir. Müvafiq olaraq prudensial tələbləri maliyyə vasitəçilərinə kökləməklə (makroprudensial alətlərdən istifadə etməklə), tənziqləyici orqanlar real sektorun inkişafına və təsərrüfat subyektlərinin rifahına təsir göstərə bilər. Makroprudensial alətlərin üstünlüklərinin və çatışmamazlıqlarının, onun köklənməsi sahəsində çətinliklərin və tətbiqinin məhsuldarlığının qiymətləndirilməsi hələ indi-indi həyata keçirilməkdədir. Lakin

onlardan istifadənin ilk nəticələri nümayiş etdirir ki, dəqiq köklənən makroprudensial alətlər ayrı-ayrı sinifdən olan aktivlərin qiymətlərinin tərəddüd amplitudasını daha səmərəli şəkildə tənzimləmək imkanı verir və əlavə kapital büdcə inyeksiyaları etmədən bankların itkiləri müstəqil şəkildə kompensasiya etmək imkanlarını yüksəldir.

Qlobal maliyyə-iqtisadi böhran mövcud pul və valyuta siyasəti konsepsiyasının qərarlaşmış prinsiplərinin bəzilərinin doğruluğunu sual altına qoydu.

2007-2009-cu illərə qədər mərkəzi bankların əksəriyyətinin fəaliyyətində prioritet hədəf ənənəvi olaraq qiymət sabilliyinin dəstəklənməsi hesab edilirdi (əsas ideoloqlar M. Vudford, S. Uolş, Dj. Qali, L. Svensson, Dj. Teylor, Ç. Viploş, N. Vestelius və başqaları). Böhrandan sonra bəlli oldu ki, inflyasiya göstəricilərinin aşağı olması və biznes-tsikl ərzində makroiqtisadi göstəricilərdə tərəddüdlərin nisbətən mötədil olması heç də həmişə maliyyə sabilliyini təmin etmək üçün yetərli olmur. Maliyyə sabilliyi pozulduqda, yalnız maliyyə aktivləri bazarlarında deyil, real sektorda da ciddi nəticələr yaranır. Böhran həmçinin əvvəllər maliyyə sabilliyinə görə məsul olan mikroprudensial tənzimləmədən makroprudensial siyasətə keçidə də səbəb oldu.

İndiyə qədər açıq qalmış məsələ pul və valyuta siyasəti ilə maliyyə sabilliyinə nail olmaq üçün həyata keçirilən siyasətin qarşılıqlı təsirlərinin xarakteri məsələsidir. Onlar bir-birini həm tamamlaya, həm də bir-biri ilə "münaqişədə" ola bilər. Hər halda siyasətlərdən heç biri başqa siyasət çərçivəsində mütəxəssislərin qəbul etdikləri tədbirlərə məhəl qoymaya bilməz. İqtisadi siyasətin bu iki istiqamətinin tədbirlərinin əlaqələndirilməsinə baxışlar fərqlidir. Bəziləri onların qarşılıqlı təsir sferalarını bir-birindən ayırmağı, digərləri qiymət sabilliyi ilə yanaşı pul siyasətinin hədəflərinə maliyyə sabilliyini də eksplisit olaraq daxil etməyi təklif edirlər.

Böhranın ardınca müxtəlif ölkələrin mərkəzi bankları maliyyə sistemini stabilləşdirmək üçün faiz stavkalarını azaltmağa və qeyri-ənənəvi (unconventional) pul-kredit tədbirlərinə əl atmağa məcbur oldular. Qeyri-ənənəvi pul siyasətinin (unconventional monetary policy) vahid tərfi yoxdur. Adətən bu termin altında bazar konyunkturasına qısamüddətli faiz stavkalarının tənzimlənməsindən fərqlənən üsullarla təsir etmə tədbirləri başa düşülür. PKS-nin ənənəvi mexanizminin işində

ağırlaşmalar şəraitində tətbiq olunur.

Böhranın gedişatında əldə edilmiş təcrübə PKS-nin həyata keçirilməsinə ənənəvi yanaşmaları, habelə maliyyə sektoru üzərində nəzarətin və tənzimləmə sisteminin etibarlılığını sual altına qoydu.

Nəticədə qiymət və maliyyə stabilliyinə yanaşma dəyişdi. Məlum oldu ki, onların arasında qarşılıqlı əlaqə daha çox asimmetrik xarakter daşıyır: maliyyə stabilliyi qiymət stabilliyinə nail olmaq üçün vacib şərtədir, eynizamanda qiymət stabilliyi heç də həmişə maliyyə stabilliyinə zəmanət vermir.

Böhrana qədər maliyyə stabilliyinə nail olma yolunda maneələrdən biri onun hamılıqla qəbul edilmiş tərifinin və ölçülməsi mexanizmlərinin olmaması idi. Maliyyə stabilliyinə verilən şərtlərin əksəriyyəti onu maliyyə sisteminin öz funksiyalarını, o cümlədən qənaətlərin investisiyaya transformasiyası, ödənişlərin həyata keçirilməsi funksiyalarını fasiləsiz və səmərəli yerinə yetirməsi; xarici şoklara qarşı davamlılıq, maliyyə aktivlərinin qiymətlərinin fundamental əsaslandırılmış qiymətlərdən sapmasının yoxluğu və s. kimi səciyyələndirirlər. Qiymət stabilliyindən fərqli olaraq maliyyə stabilliyini bir göstəricinin köməyi ilə qiymətləndirmək daha çətindir. Buna görə də tez-tez (elə indi də) ayrı-ayrı maliyyə institutlarının maliyyə davamlılığının bir sıra göstəricilərindən, maliyyə bazarları arasında qarşılıqlı əlaqələrdən istifadə olunurdu.

Makroprudensial yanaşma bazar iştirakçıları arasında əlaqələri, bazarlarla maliyyə və real sektorların arasında əlaqələri diqqətə alaraq, bütövlükdə maliyyə sistemində risklərin vəziyyətini qiymətləndirir. Bu yanaşma maliyyə riskinə endogen amil kimi, maliyyə institutlarının kollektiv davranışının nəticəsi kimi baxır.

Bu yaxınlarda makroprudensial siyasət üzrə aparılan tədqiqata əsasən, aşağıdakıları qeyd etmək olar: Qlobal maliyyə-iqtisadi böhrandan sonra makroprudensial siyasət həm inkişaf etmiş, həm də inkişaf etməkdə olan ölkələrdə geniş istifadə olunurdu, özü də sərtləşdirmə epizodlarının miqdarı yumşaltma epizodlarının sayını əhəmiyyətli dərəcədə üstələyirdi[138].

Makroprudensial siyasət tədbirləri bir qayda olaraq pul siyasətində dəyişikliklərə uyğun olaraq dəyişir. Makroprudensial siyasətin sektoral tədbirləri daha səmərəli olur.

Makroprudensial siyasət tədbirləri istifadə edilmədikdə, daşınmaz əmlak sektorunda kreditləşdirmə və inflyasiyanın artım templəri xeyli çox olur. Qeyd etmək lazımdır ki, istənilən başqa iqtisadi siyasət kimi, makroprudensial siyasət də xərclərlə bağlıdır və çox vaxt maliyyə sistemlərinin stabilliyi ilə onların səmərəliliyi arasında kompromiss axtarmaq lazım gəlir. Belə ki, maliyyə təşkilatlarından kapital və likvidliyin yüksək səviyyəsini dəstəkləməyi tələb etməklə, nəzarət orqanları sistemin stabilliyini möhkəmləndirə, amma bu zaman kreditin bahalanmasına səbəb olan tədbirlər də görə bilər ki, bu da yekunda iqtisadi artımı mənfi təsir edə bilər .

Makroprudensial siyasətin səmərəliliyini aşağıdakı səbəblərə görə qiymətləndirmək çətindir:

- 1) çoxlu miqdarda müxtəlif alətlər mövcuddur və onların sayı daima artır;
- 2) müəyyən şəraitdə bu və ya digər alət seçməyə göstəriş edən vahid nəzəri baza yoxdur;
- 3) alətlərdən istifadə təcrübəsi azdır, çünki makroprudensial siyasət nəzəri konsepsiya olaraq nisbətən gəncdir.

Pul və valyuta siyasəti ilə müqayisədə makroprudensial siyasətin əsas üstünlüyü onun alətlərinin “nöqtəliliyi”dir. Makroprudensial siyasətin səmərəliliyi ilə bağlı gətirilən arqumentlər inkişaf etməkdə olan ölkələrin təcrübəsinə əsaslanır ki, bu da onun inkişaf etmiş ölkələrdə tətbiqinin mümkünlüyü barədə məsələni qaldırır. Çox vaxt makroprudensial siyasət tədbirlərinin səmərəliliyi kreditləşdirmənin həcmində və aktivlərin qiymətinin artmasının məhdudlaşdırılması ilə bağlı nəzərdən keçirilir.

Makroprudensial və pul və valyuta siyasəti tədbirləri müxtəlif şəraitlərdə qarşılıqlı tamamlayıcı, neytral və münaqişəli ola bilər.

Həm pul-kredit, həm də makroprudensial siyasət kontrsiklik siyasətlərdir. Hesab edilir ki, pul siyasətinin alətləri işgüzar dövrlərin göstəricilərindəki tərəddüdlərin hamarlanmasına yönəldilmişdirsə, makroprudensial siyasətin alətləri – maliyyə dövrlərinin amplitudasının azaldılmasına və maliyyə sisteminin onlara davamlılığının artırılmasına yönəldilmişdir.

Bundan başqa, makroprudensial və ya pul və valyuta siyasət alətlərindən istifadə iqtisadi şokun tipindən (tələb şoku, məhsuldarlıq şoku və ya maliyyə şoku) asılıdır .

Görünür ki, tələb və məhsuldarlıq şoklarının tənzimlənməsi üçün ilk növbədə pul siyasətindən istifadə olunur. Maliyyə şoklarının hamarlanması üçün daha çox makroprudensial siyasət məsuliyyət daşıyır, çünki pul və valyuta siyasətində daha ağırdır və müəyyən maliyyə təhriflərinə nöqtəli təsir göstərə bilmir. Bu zaman makroprudensial siyasət nə qədər səmərəli olsa, maliyyə sabilliyi problemlərinin tənzimlənməsi üçün pul və valyuta siyasətində bir o qədər yararsız olar. Endogen risklə bağlı məhsuldarlıq şokları yarandıqda (sistemli maliyyə böhranının yaranma ehtimalı) makroprudensial və pul və valyuta siyasətiəyini dərəcədə əhəmiyyətli olur. Bəzi hallarda makroprudensial və pul və valyuta siyasətialətləri bir-birini qarşılıqlı şəkildə əvəz edə bilirlər. Belə ki, məsələn, kapitalla tələblərin dəyişməsi qiymət sabilliyinə nail olmaq üçün səmərəli ola bilər [143, pp. 205-231].

Cədvəl 3.3.1

İqtisadi şoklara cavab olaraq pul-kredit və makroprudensial siyasət alətlərindən istifadə

Şokların növü	Pul-kredit siyasət	Makroprudensial siyasət
Tələb tərəfdən şoklar	Məsuldur (inflyasiya və buraxılışı stabilləşdirir)	Adətən istifadə olunmur
Maliyyə şokları	Adətən istifadə olunmur (hesab olunur ki, onun alətləri kifayət qədər incə deyil)	Məsuldur (müəyyən maliyyə şoklarının aradan qaldırılmasına yönələn nöqtəli tədbirlər)
Məhsuldarlıq şokları	Tətbiq olunur	Yoxdur
Bank kreditləşdirilməsi ilə bağlı maliyyə təhriflərinə səbəb olan məhsuldarlıq şokları	İstifadə olunur	Kreditləşdirmənin artım templərini endirmək üçün tətbiq olunur

Mənbə: Jenkins P., Longworth D. Securing Monetary & Financial Stability: Why Canada Needs a Macroprudential Policy Framework. Yune 2015.

Beləliklə, qiymət və maliyyə sabilliyinin qarşılıqlı əlaqəsinə baxmayaraq, yalnız bir alətdən istifadə etməklə hər iki məqsədə nail olmaq mümkün olmur. Ümumi fikrə əsasən, maliyyə sabilliyinin dəstəklənməsinə yönələn və bir-birindən fərqli alətlər dəsti olan ayrı-ayrı siyasətin mövcudluğu zəruridir. Pul siyasətinin alətləri maliyyə sabilliyinin dəstəklənməsi üçün yetərli dərəcədə incə deyil. Bu səbəbdən makroprudensial siyasətin sonrakı inkişafı və onun təkmilləşdirilməsi əsas prioritetlərdən biridir. Hər iki siyasətin hamarlanmasına yönəldiyi tsikllər müsbət korrelyasiya etdiyindən, əksər hallarda onlar "qonşu siyasətin" nəticələrini

gücləndirəcəklər. Beləliklə, uzunmüddətli perspektivdə hər iki siyasətin hədəfləri, bir qayda olaraq, bir-birinə ziddiyyət təşkil etmir.

Pul siyasətinin hədəfləri və onun makroprudensial tənzimləmə ilə qarşılıqlı təsirlərinin xarakteri ilə bağlı üç müxtəlif yanaşma mövcuddur (Cədvəl 3.3.2).

Cədvəl 3.3.2

Pul-kredit və makroprudensial siyasətin qarşılıqlı təsirlərinə üç yanaşma

	Modifikasiya etdirilmiş Jackson-Hole konsensusu	Pul siyasətinin “küləyə qarşı üfürmə” prinsipi (lean-against-the wind)	Maliyyə stabilliyi = qiymət stabilliyi (İngiltərə Bankı)
Pul siyasəti	Kreditləşdirməyə və bazar iştirakçısının risk davranışına məhdud təsir Maliyyə sistemində disbalansların yığılması ilə mübarizədə qeyri-səmərəli alət kimi	Maliyyə stabilliyi PKS-nin ikinci dərəcəli məqsədi kimi Məqsədqoyma üfünün uzanması İştirakçıların riski qəbul etməyə meylliliyinə neqativ təsir göstərir	Hər iki məqsəd eyni dərəcədə əhəmiyyətlidir
Makroprudensial siyasət	Nöqtəli və səmərəli alət	Maliyyə tsiklinə tam nəzarət edə bilmir Arbitraj	Pul siyasətindən ayrılmazdır
Qarşılıqlı təsir	Məhdud qarşılıqlı təsir Bir siyasətin məqsədlərini digər siyasətin məqsədlərindən ayırmaq asandır	Maliyyə qeyri-stabilliyi transmissiya mexanizminin səmərəliliyinə və qiymət stabilliyinə təsir göstərir	Maliyyə stabilliyi və qiymət stabilliyi bir-biri ilə sıx şəkildə çulğalaşmışdır
Suallar	Əlaqələndirmə? Son instansiyalı kreditor?	Əlaqələndirmə? Pul siyasətinin həddindən artıq “yüklənməsi”?	Istisadi siyasətin zamanda uyğunsuzluğu?
Modellər	Svensson; Collard et al (2013)	Borio; Woodford (2012)	Brunnermeier&Sannikov (2012)

Mənbə: Smets F. *Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?* // Sveriges Riksbank Economic Review. 2013.

Birinci yanaşma (modifikasiya etdirilmiş Jackson-Hole yanaşması) pul və valyuta siyasəti ilə makroprudensial siyasətin vəzifələrinin bir-birindən dəqiq fərqləndirilməsini nəzərdə tutur: bir tərəfdən, qiymət stabilliyi üzrə öz mandatını

rəhbər tutmalı olan mərkəzi bank mövcuddur, digər tərəfdən də maliyyə stabilliyini təmin etməli olan makroprudensial tənzimləmə var. Hər siyasətin də öz alətləri var. Modifikasiya etdirilmiş Jackson-Holekonsensusu çərçivəsində hesab olunur ki, pul və valyuta siyasətiböhrana qədər risklərin yığılmasında "günahkar" deyildi, çünki onun alətləri kifayət qədər "incə deyil" və maliyyə sisteminin stabilliyinə təsir göstərə bilmir. Müvafiq olaraq, birinci yanaşmaya görə, iki siyasətin hədəf və alətləri bir-birindən ayrıdır. Əsas məsələ mərkəzi bankın son instansiyalı kreditör kimi öz funksiyalarının icrası ilə qiymət stabilliyinin dəstəklənməsi üzrə mandat arasında dilemma ilə üzləşdikdə, necə hərəkət etməli olması ilə bağlıdır.

İkinci yanaşmaya və ya "küləyə qarşı üfurmə" ("lean against the wind") prinsipinə görə, mərkəzi bankın qiymət stabilliyinin dəstəklənməsinə yönələn böhran öncəsi dar mandatı onun maliyyə disbalanslarının artmasının məhdudlaşdırılması sahəsində səmərəli fəaliyyətinə mane olurdu. Bu yanaşmaya görə, pul və valyuta siyasəti rejimi maliyyə vasitəçiləri tərəfindən risklərin yığılmasına səbəb ola və sonralar maliyyə stabilliyinə neqativ təsir göstərə bilər. Qeyd etmək lazımdır ki, pul siyasətinin üstünlüyü ondadır ki, onun alətləri bütün institutlar üçün, o cümlədən makroprudensial tədbirlər vasitəsilə çətin tənzimlənən kölgə bankinqi seqmenti¹⁴ üçün qiymət şərtlərinə təsir göstərir. Nəzarət tələblərinin həddən artıq sərtləşdirilməsi maliyyə sisteminin kölgə hissələrində disbalansların gizli şəkildə yığılmasına gətirib çıxara bilər, pul siyasətinin alətləri isə, bütün iştirakçılar üçün təsirinin universallığına görə bundan yan keçməyə imkan verir. Bundan başqa, faiz stavkalarından istifadənin üstünlüyü ondan ibarətdir ki, pul siyasətinin alətləri vasitəsilə impulsların iqtisadiyyata ötürüldüyü transmissiya mexanizmləri kifayət qədər yaxşı öyrənilmişdir, halbuki tənzimləyici normaların dəyişməsinin makroiqtisadi nəticələrini proqnozlaşdırmaq çətinidir. Nəticədə bu yanaşmada çərçivəsində maliyyə stabilliyi pul siyasətinin ikinci hədəfi kimi çıxış edir. Əlavə hədəfin daxil edilməsi onun məqsəd qoyma üfününü uzadır, çünki maliyyə tsiklləri adətən biznes tsikllərindən daha uzun olur. Güman edilir ki,

¹⁴. Kölgə maliyyə sisteminin tərifli hələ verilməyib. *Maliyyə Stabilliyi üzrə Şura kölgə maliyyə vasitəçiliyini geniş şərh edib onu "tənzimlənən bank sistemindən kənar təşkilatlar və fəallıq da daxil olmaqla, kredit vasitəçiliyi" kimi səciyyələndirilir. Termin Cekson Houli-də Kanzasın FRB-inin illik simpoziumunda 2007-ci ildə P. Makkal tərəfindən daxil edilmişdir.*

ortamüddətli dövrdə ÜDM ilə inflyasiya arasında uçurum öz məqsədli qiymətlərindən aşağı olsa belə, pul siyasətinin alətlərindən “kredit bumuna qarşı üfürmək üçün” istifadə oluna bilər.

Üçüncü yanaşma pul siyasətinin hədəflərinin radikal şəkildə dəyişdirilməsini nəzərdə tutur. İddia edilir ki, qiymət və maliyyə sabilliyi bir-biei ilə o qədər sıx çulğalaşmışdır ki, onları sadəcə bir-birindən ayırmaq mümkün deyil. Həm ortodoksal, həm də qeyri-ortodoksal pul siyasətinin istənilən alətləri ilk növbədə maliyyə sisteminin sabilliyinin dəstəklənməsinə yönəlmişdir. Bu yanaşmanın əsas çatışmazlığı ondan ibarətdir ki, maliyyə sabilliyinin dəstəklənməsi hədəfini güdməklə mərkəzi bank qiymət sabilliyi hədəfinə etinasız yanaşa bilər. Mərkəzi bank iki məqsəd arasında seçim problemi (milli pulun sabilliyinə yoxsa maliyyə sabilliyinə nail olmalı) ilə üzləşirsə, hələ ki, nə nəzəriyyədə, nə də praktikada onların hansına üstünlüyün verilməsi məsələsi həll edilməmişdir. Hazırda praktikada makroprudensial tənzimləmə və nəzarətə üstünlük verən empirik yanaşmalar üstünlük təşkil edir[35, 32-47].

Təsvir edilən üç yanaşma monetar və makroprudensial siyasətin təşkili üçün müxtəlif institusional quruluşu nəzərdə tutur. Birinci yanaşmaya əsasən, pul və valyuta siyasətilə makroprudensial siyasəti "bir damın altında" yerləşdirməyə ehtiyac yoxdur. Əksinə, qiymət və maliyyə sabilliyi bir-biri ilə sıx qarşılıqlı əlaqədə olduğundan hər ikisi ilə bir institutun - mərkəzi bankın məşğul olması daha yaxşıdır. Mərkəzi bankın qiymət sabilliyi üzrə mandatına əlavə olaraq ona makroprudensial siyasətə görə məsuliyyətin həvalə edilməsinin öz üstünlükləri var. Birincisi, informasiya mübadiləsi və pul-kredit və makroprudensial siyasətin əlaqələndirilməsi daha səmərəli baş verir. İkincisi, makroprudensial siyasət müstəqil institut tərəfindən həyata keçirilir ki, onun da makroiqtisadi və maliyyə nəzarəti sahəsində böyük təcrübəsi var. Yekunda son instansiyalı kreditor kimi mərkəzi bank maliyyə sabilliyinin dəstəklənməsində çox maraqlıdır, çünki böhran baş verdikdə, onun nəticələrinə görə birinci cavab verən olacaq. Mövcud nəzəri diskussiyalar göstərir ki, pul və valyuta siyasətimaliyyə sabilliyinin dəstəklənməsi üzrə fəaliyyətə cəlb edilməlidir.

Bununla belə, mərkəzi bankın maliyyə sabilliyinin dəstəklənməsinə cəlb edilməsi müəyyən çətinliklərlə bağlıdır.

Birincisi, maliyyə sektoru ilə real sektor arasında qarşılıqlı təsirlər və böhran hadisələrinin maliyyə sferasından makroiqtisadiyyata axmasının effektləri indiyə qədər yetərinə dərk olunmamışdır.

İkincisi, maliyyə sabilliyinə can atan mərkəzi banka inflyasiya üzrə hədəfləri ilə bağlı etibar azala bilər. Eyni zamanda mərkəzi bankın siyasətinə etibar pul siyasətinin səmərəliliyini təmin edən əsas amillərdən biridir.

Yuxarıda göstərilənlər kimi, pul və valyuta siyasətilə maliyyə sabilliyinə nail olma siyasətinin inteqrasiyası özündə münaqişə riskini ehtiva edir. Məsələn, qiymət sabilliyi üzrə hədəfə nail olmaq üçün daha yumşaq (və ya sərt) siyasət, maliyyə sabilliyini təmin etmək üçün isə əks tədbirlər tələb oluna bilər. Bu iki siyasətdən hansısa biri üzrə planlaşdırılmış hədəfdən sapmaya aparır. Əgər mərkəzi bank bazar agentlərini hədəflərdən birindən sapmanın hədəflər münaqişəsində müvəqqəti güzəşt olduğuna inandıra bilməsə, ona etibar azalacaq.

Bundan başqa, maliyyə sabilliyinin hədəflənməsi pul siyasətinin müvəqqəti uyğunsuzluğu (time inconsistency) problemini gücləndirə bilər. Deyək ki, mərkəzi bankın mandatı özünə qiymət və maliyyə sabilliyini daxil edir. Maliyyə sferasında xeyli borc yığılmışdır. Eyni zamanda pul hakimiyyəti inflyasiyanın stabil aşağı səviyyəsinə can atır. Ancaq nəzərə alsaq ki, maliyyə şoku özəl sektorun borc yüklənməsinin artmasına səbəb olur, onda dəyişmiş şəraitdə hökumət inflyasiyanı artırmaqla borc səviyyəsinin yüksəldilməsində maraqlı ola bilər. Əsas odur ki, pul hakimiyyəti qiymət sabilliyinin dəstəklənməsi üzrə öhdəliklərini yerinə yetirməkdə davam etsin [156, pp. 39-71].

Nəhayət, diqqətin maliyyə sabilliyi məsələləri üzərində həddən artıq cəmləşdirilməsi pul siyasətinin orqanlarının müstəqilliyini təhdid edə bilər. PKS-nin müstəsna olaraq qiymət sabilliyini hədəf götürməsi mərkəzi bankın müstəqilliyinin siyasi əsaslandırılmasını asanlaşdırır, çünki inflyasiya üzrə hədəf kəmiyyətcə müəyyən edilə, onun da əsasında pul-kredit hakimiyyətinin işinin səmərəliliyi qiymətləndirilə bilər. Maliyyə sabilliyi ilə bağlı vəziyyət başa cürdür. Burada bir neçə dəyişən (kreditləşdirmənin artım templəri, aktivlərin qiymətləri, borc səviyyəsi) diqqətə alınır. Onların arzu olunan səviyyələri *a priori* müəyyən edilmir. Bundan başqa, onlara nail

olmaqla maliyyə sektorunda problemlərin avtomatik olaraq tam yox olacağına zəmanət vermək olmur.

Beləliklə, mərkəzi bankın hədəflərinə qiymət sabilliyi ilə yanaşı maliyyə sabilliyinin də əlavə edilməsinin əsas çatışmamazlığı pul-kredit hakimiyyətinin siyasətinə etibarın azalması riskidir. Bir-biri ilə münaqişədə olan hədəflər aydınlaşdırılmalıdır və mərkəzi bank həmişə pul və valyuta siyasəti sahəsində qərar qəbul etmə zamanı nəzərə alınan risklər balansının hansı tərəfdə (qiymət yoxsa maliyyə sabilliyi) olduğunu göstərməlidir.

Böhran göstərdi ki, pul siyasətinin son məqsədinə nail olmaq üçün əsas şərt təkəcə qiymət deyil, həm də maliyyə sabilliyinin təmin edilməsidir [95, 87-91].

Maliyyə böhranı maliyyə sabilliyinin dəstəklənməsinə yönələn makroprudensial siyasətin işlənməsinə gətirib çıxardı. Pul və valyuta siyasəti üçün nəticələr kifayət qədər ziddiyyətli qalır: bəzi alimlər mərkəzi bankın böhrana qədər mövcud olan mandatının minimal şəkildə dəyişdirilməsini təklif edirlərsə, başqaları onun hədəflərində daha radikal dəyişikliklərin edilməsinin tərəfdarlarıdır.

Bir tərəfdən, maliyyə qeyri-sabilliyi və sistemli böhranların nəticələri çox böyükdür ki, mərkəzi bank onlara gözlərini yumub diqqətini yalnız inflyasiya üzrə dar hədəfdə cəmləşdirsin. Digər tərəfdən, bütövlükdə sistemin maliyyə sabilliyinin dəstəklənməsinə yönələn makroprudensial siyasət hələ də işlənmə mərhələsindədir və onun sistemli böhranların qarşısının alınmasında səmərəliliyi şübhə altında qalmaqdadır. Eyni zamanda, pul siyasətinin alətlərinin disbalansların yığılması ilə bağlı olan kreditləşdirmənin artım templəri, likvidlik səviyyəsi, bazar iştirakçılarının riskli davranışı kimi parametrlərə təsir göstərə bildiyini sübut edən empirik faktlar da var. Bundan başqa, qeyri-ənənəvi pul siyasətinin bir çox alətləri (ehtiyatlara, girov təminatına verilən tələblər, aktivlərin alışı) faktiki olaraq makroprudensial tənzimləmə alətlərindən az fərqlənir. Bütün bunlar mərkəzi bankın mandatına maliyyə sabilliyinin eksplisit olaraq daxil etdirilməsi ideyasının xeyrinədir. Ancaq bununla bağlı bəzi risklər də var. Birincisi, mərkəzi bankın müstəqilliyi pozulur. İkincisi, diqqətin maliyyə sabilliyində cəmləşdirilməsi "maliyyə hökmranlığı" adlandırılan vəziyyətə gətirə, yəni maliyyə sabilliyi üzrə hədəf inflyasiya üzrə hədəfi sarsıda bilər.

Beləliklə, ən yaxşı yol maliyyə sistemində vəziyyəti nəzərə almaqla qiymət stabilliyini dəstəkləməkdir. Bu, pul siyasətinin ən mühüm məsələsidir. Bu, mərkəzi banka qiymət stabilliyinin dəstəklənməsinə yönəlmiş əsas xətti qoruyub saxlamaqla yüksəliş zamanı disbalansların artmasına qarşı durmaq üçün zəruri olduqda pul siyasətinin alətlərindən istifadə etməyə imkan verəcək.

Bir sıra xarici və daxili amillər makroiqtisadi sabitlik hədəflərinə nail olmağa problemlər yarada bilər. Bura ilk növbədə neftin dünya qiymətinin proqnozlaşdırılardan əhəmiyyətli aşağı olması və iqtisadi tərəfdaş ölkələrdə iqtisadi aktivliyin azalması nəticəsində tədiyə balansı göstəricilərinin pisləşməsi aiddir. Dünya ərzaq qiymətlərində bahalaşmanın davam etməsi əlavə inflyasiya idxalına səbəb ola bilər. Yüksək və qeyri-simmetrik inflyasiya və məzənnə gözləntiləri (yəni iqtisadi subyektlərin milli valyutanın ucuzlaşmasına və qiymət qalxmasına daha kəskin reaksiya verməsi), habelə fiskal kəsinin formalaşması makroiqtisadi sabitliyə təsir edə bilər. Maliyyə vasitəçiliyinin bərpa olunmaması və izafi likvidliyin akkumulyasiyasının davam etməsi, pis borclar probleminin dərinləşməsi, sektorda vəziyyətin mürəkkəbləşməsi, habelə iri dövlət şirkətlərinin maliyyə vəziyyəti ilə bağlı risklər də makroiqtisadi sabitlik və iqtisadi artım üçün təhdidlər yarada bilər.

Qeyd olunan risklər Azərbaycan hökumətinin və Mərkəzi Bankın diqqət mərkəzindədir və onların idarə olunması üçün makroiqtisadi manevr potensialı mövcuddur.

Beləliklə, maliyyə-iqtisadi böhranından çıxmağın ilkin şərti - makroiqtisadi sabitliyin təminatı, onun əsas göstəriciləri olan inflyasiyanın tək rəqəmli səviyyədə saxlanması və milli pul vahidinin dayanıqlığıdır.

Azərbaycanda maliyyə sabitliyinin aşağıdakı mühüm vəzifələri də yerinə yetirilir:

- inflasiyasının tək rəqəmli səviyyədə tutulması;
- milli pul vahidinin daxili və xarici dəyər kursunun və alıcılıq qabiliyyətinin stabiliyi;
- dövriyyədə pul tədavülünün sabitliyinin təmin edilməsi;
- bank sistemi vasitəsilə pula olan tələb-təklifin tənzimlənməsi.

Hal- hazırda Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı özünün pul siyasətini qlobal pandemiya böhranının ölkə iqtisadiyyatına təsirinin minimuma indirilməsi şəraitində həyata keçirir, bütövlükdə görülən tədbirlər makroiqtisadi və maliyyə sabitliyinin qorunmasına, iqtisadi artımın və iqtisadiyyatda likvidliyin təmin edilməsinə, sistem əhəmiyyətli bankların fəaliyyətinin dəstəklənməsinə yönəlmişdir.

31.01.2021 tarixində strateji valyuta ehtiyatlarının artması davam edib. Valyuta ehtiyatları 2% artaraq 52 mlrd. dolları ötüb. Strateji valyuta ehtiyatları faktiki olaraq, 3 illik əmtəə və xidmət idxalının maliyyələşməsinə kifayət edirdi və xarici dövlət borcunu təxminən 10 dəfə üstələyirdi. Mərkəzi Bankın özünün valyuta ehtiyatları həmin ildə 60%-dən çox artaraq 6,4 mlrd.\$-1 ötdü.

Rəsmi valyuta ehtiyatları (mln. USD)

	Dəyər
31.08.2021	7042.6
30.07.2021	6496.5
30.06.2021	6455.3
31.05.2021	6460.4
30.04.2021	6367.6
31.03.2021	6356.2
26.02.2021	6367.6
29.01.2021	6365.2

Mənbə: https://www.cbar.az/infoblocks/money_reserve_usd

Bank sisteminin maliyyə sabitliyini qorumaq üçün hələ böhranın təsirləri hiss olunmamışdan öncə bir sıra qabaqleyici immunizasiya tədbirləri - xüsusən, iqtisadi və kredit bumu dövründə kontrtsiklik prudensial tənzimləmə tədbirləri görüldü. Belə ki, bank aktivlərinin yüksək templərlə artdığı bum illərində Mərkəzi Bank aktiv dialoq şəraitində bankları ehtiyatlı kredit siyasətinə dəvət etdi, kapitallaşma və ehtiyatlanma səviyyəsinin artırılmasını təmin etdi, prudensial tənzimləmə normativlərini sərtləşdirmiş, xarici borclar üzrə məcburi ehtiyatlar tətbiq etdi.

Mərkəzi Bankın böhrandan əvvəl həyata keçirdiyi “maliyyə immunizasiyası” tədbirləri sayəsində bank sistemi qlobal böhranı hazırlıqlı qarşıladı, ölkədə maliyyə sabitliyi qorundu:

- bank aktivlərinin yüksək və risqli artım templəri Mərkəzi Bank tərəfindən məhdudlaşdırıldı;
- xarici borcların həcmnin tənzimlənməsi sistemi tətbiq edildi;
- kapitallaşma və maliyyə ehtiyatlanması səviyyəsi əhəmiyyətli surətdə artırıldı;
- prudensial tənzimləmə normativləri və çərçivəsi sərtləşdirildi;
- Nəticədə, Azərbaycan bank sistemi covid 19 qlobal pandemiyanı adekvat kapitallaşma səviyyəsi, yüksək maliyyə ehtiyatlanması və likvidlik göstəriciləri ilə qarşıladı;
- bankların likvidlik mövqeyi idarəetməyə alınmış, xarici borcların yenidən maliyyələşməsi həyata keçirildi, sistem əhəmiyyətli institutlara zəruri likvidlik dəstəyi verildi;
- bankların korporativ idarəetmə, xüsusilə risqlərin idarə olunması sistemlərinə tələblər artırıldı;
- qorunan əmanətlərin məbləği 3 dəfədən çox artırılaraq 100 min manata çatdırıldı;
- stress-testlər vasitəsilə bankların risq zonalarının davamlı monitorinqi sistemi yaradıldı, adekvat korrektiv tənzimləmə rejimi müəyyən edildi;
- “Koronavirus (COVID-19) pandemiyası əlaqədar kredit təşkilatlarının müvəqqəti tənzimləmə Qaydası” qəbulu nəticəsində bank sektorunun maliyyə dayanıqlığı daha da gücləndi¹⁵;

¹⁵ Daha geniş: <https://www.cbar.az/law-210/decision-no-161-1> “Koronavirus (COVID-19) pandemiyası ilə əlaqədar kredit təşkilatlarının müvəqqəti tənzimləmə Qaydası”nın təsdiq edilməsi barədə

- bank sistemi cari öhdəliklərinin təqribən 80%-i səviyyəsində likvid aktivlərə malik oldu ki, bu da minimal normadan çox (30%) idi;
- sektorun kapital adekvatlığı göstəricisi qəbul edilmiş normadan iki dəfə çox (19%) oldu;
- kredit portfelinin keyfiyyəti məqbul səviyyədə qorunub saxlanıldı, vaxtı keçmiş kreditlərin ümumi portfəldə xüsusi çəkisi 3,3% təşkil etdi;
- bankların maliyyə nəticələri müsbət oldu, aktivlər üzrə gəlirlik 2,6%, kapitalın gəlirliyi isə 17,8% təşkil etdi.

Mərkəzi Bank koronavirus pandemiyası şəraitində əhalinin və biznesin dəstəklənməsi istiqamətində əlavə tədbirlər də həyata keçirildi¹⁶.

Bütövlükdə nəzərdə tutulan tədbirlər Covid -19 şəraitində hüquqi və fiziki şəxslərə göstərilən maliyyə xidmətlərinin fasiləsizliyinin təmin olundu, iqtisadiyyatın normal qaydada kreditləşməsi davam etdi, maliyyə xidmətlərinin istehlakçıların hüquqlarının qorunmasına münbit şərait yaratdı¹⁷.

30.07.2021 ildə Mərkəzi Bank idarə heyəti Faiz dəhlizinin aşağı həddi 5.75%, yuxarı həddi isə 6.75% səviyyəsində saxlanılması haqqında qərar verdi. Qərar inflyasiya gözləntiləri nəzərə alınaraq qəbul edilib.

Bununla belə, hesab edirik ki, Azərbaycan Mərkəzi Bankı baank sektorunda maliyyə sabitliyini təmin etmək üzrə aşağıdakı tədbirləri həyata keçirməsi gərəkir:

- Azərbaycan bankları tərəfindən təqdim olunan maliyyə hesabatlarının mötəbərliyi üzərində nəzarəti gücləndirməli;
- Auditor şirkətləri tərəfindən bank hesabatlarının yoxlanması prosesi üzərində nəzarəti gücləndirməli;
- Rəhbərlərə və baş mühasiblərə, bankların uçot-əməliyyat işinin təşkilinə, daxili nəzarət sisteminə verilən tələbləri artırmalı;
- ənənəvi əmsallar sistemə bankların öz fəaliyyətində üzləşdikləri risklərin kompleks təhlilini əlavə etməlidir. Bu, bank fəaliyyətinin monitorinqinin bütün istiqamətlərinin inkişafına şərait yaradacaqdır;

¹⁶ <https://www.cbar.az/press-release-2580/mrkzi-bank-koronavirus-pandemiyasi-sraitind-halinin-v-biznesin-dstklnmisi-istiqamtind-lav-tdbirlr-bard-qrar-qbul-etmisdir>

¹⁷ <https://uploads.cbar.az/press-releases/4abaa71e03055090a17e75d89.pdf>

- kredit riskləri üzərində nəzarəti gücləndirmək və maliyyə sabitliyinə dəstək verilməsi ilə əlaqədar məqsədlə “Kredit büroları haqqında” qanunun təkmilləşdirilməsinə ehtiyac var.

Azərbaycan Mərkəzi Bankın tədqiqatı göstərir ki, postpandemiya dövründə Azərbaycan bankları kifayət qədər maliyyə buferinə və risklərini absorbsiya etmək qabiliyyətindədirlər. Burada Mərkəzi Bankın preventiv makroprudensial siyasəti mühüm rol oynamaqdadır.

NƏTİCƏ

1. Monetar siyasət iqtisad elminin tədqiqat sferası olmaqla, iqtisadi münasibətlərin müəyyən sferasında dövlətin işləyib hazırladığı və buna çatmaq üçün özündə məqsəd və vasitələri birləşdirən iqtisadi-siyasi strategiyadır. Müəyyən dövr üçün pul siyasətinin son məqsədi müəyyən edildikdən və hökumətlə razılaşdırıldıqdan sonra mərkəzi bank qarşısında qarşıda qoyulan məsələni inflyasiyanın səviyyəsinə görə necə reallaşdıracağı sualı durur. Buna mərkəzi bankın iqtisadiyyatda pulun miqdarına, faiz dərəcələrinin səviyyəsinə və xarici valyutaya nisbətdə milli valyutanın məzənnəsinin dinamikasına tənzimləyici təsiri ilə nail olunur. Lakin iqtisadi prosesləri monitorinqi aparılmadan son məqsədə nail olmaq mümkün deyil, buna görə də mərkəzi banka əsas iqtisadi göstəricilərin tendensiyalarının xarakteri haqqında siqnal verən etibarlı indikatorlar, özəlliklə pul siyasətində şəffaflığının təmin olunması üzrə kodeksin qəbulu vacib şərtlərdən biridir. Şəffaflıq həm də pul və valyuta siyasətiməsələləri üzrə qərarların hazırlanması və qəbul edilməsinin açıqlığını və bu qərarlar haqqında məlumatın təqdim olunmasını nəzərdə tutur. Mərkəzi bankların apardığı pul siyasətində şəffaflığın təmin edilməsi kodekstində mərkəzi bankların rollarının, vəzifələrinin və məqsədlərinin müəyyən dəqiqliyini nəzərdə tutur. Əksər ölkələrdə pul siyasətinin effektivliyinin qiymətləndirilməsi üçün mərkəzi bankların parlamentlərə hesabatlılığı istifadə olunur.

2. Mərkəzi Bankın valyuta siyasəti dünya iqtisadiyyatı sferasında gedən dəyişikliklərə əsasən korrektə edilir və ölkənin makro iqtisadi vəziyyətini nəzərə alaraq tətbiq olunur və Pul siyasətinin əsas istiqamətləri hazırlanırkən pul kütləsi, pul aqreqatları, monetizasiya, beynəlxalq likvidlik ehtiyatının vəziyyəti və onun pul bazası ilə qarşılıqlı münasibəti, valyuta məzənnəsi kimi göstəricilərə diqqət yetirmək lazımdır. İnkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatların Mərkəzi Bankının fəaliyyətinin öyrənilməsinin nəticələrinə görə qiymət sabitliyi əksər MB-lar üçün qanunvericilik səviyyəsində son hədəfi kimi göstərilir. Azərbaycan Respublikasında pul siyasətinin basılıca məqsədi qiymət sabitliyinin təmin edilməsidir. Qiymətlərin sabitliyinin əsas hədəf kimi götürüldüyü pul siyasəti rejimidir. Bu rejimin tətbiqi

zamanı Mərkəzi Bank qiymətlərin sabitliyi üçün yüksək dərəcədə məsuliyyət daşıyır. Azərbaycan iqtisadiyyatının mövcud reallıqları və mütərəqqi beynəlxalq təcrübə onu deməyə əsas verir ki, orta və uzun müddətli dövrdə pul siyasətinin iqtisadiyyata yüksək ötürücülüyünün makroiqtisadi və maliyyə sabitliyinin əldə edilməsinə əhəmiyyətli töhfə verməsi məqsədilə ən optimal pul siyasəti rejimi inflasiya hədəfləmə sistemində tam keçid təmin edilməlidir. İnflyasiyanın targetləşməsi rejiminin həyata keçirilməsi zamanı ictimaiyyətin məlumatlandırılmasının artmasıyla yanaşı mərkəzi bankın məsuliyyəti də artır. Eyni zamanda inflyasiya ilə bağlı öhdəliklər əksər MB-lar üçün qanunvericilik səviyyəsində, yəni onların mandatı ilə müəyyən olunur. İnkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatların 94 mərkəzi bankının fəaliyyətinin öyrənilməsinin nəticələrinə görə, onların əksəriyyəti iqtisadi artım templərini həyata keçirilən pul siyasətinin kəmiyyət oriyentiri kimi nəzərdən keçirməkdən imtina etmişdirlər. Beləliklə, pul siyasətinin əsas məqsədi- sabit qiymət səviyyəsinin və ya sabit inflyasiya səviyyəsinin saxlanmasıdır. Biz hesab edirik ki, pul emissiyasını nəzarət altında saxlamaqla, mərkəzi bank inflyasiya sahəsində qarşıya qoyduğu məqsədə nail ola bilər.

3. Azərbaycan Mərkəzi Bankın pul siyasəti yeni institusional idarəetmə çərçivəsi “Hədəflərlə idarəetmə” fəlsəfəsinə əsaslanır. Mərkəzi Bank pul siyasəti mexanizminin qlobal postböhran dövrünün çağırışlarına uyğunlaşdırılması və beynəlxalq standartlaşma istiqamətində təkmilləşdirmə çərçivəsində həyata keçirir.

Pul Siyasəti Rejimləri bir çox hallarda əsas hədəfə nail olmaq üçün aralıq və son hədəflər üzrə dəqiq və ya orientir kəmiyyət göstəriciləri, pul siyasəti çərçivəsində həyata keçirilməsi planlaşdırılan tədbirlər sistemi əks etdirilir. Pul siyasətinin pul kütləsinin hədəflənməsi, məzənnənin hədəflənməsi, inflyasiyanın hədəflənməsi kimi rejimləri bir-birindən fərqləndirilir. Mərkəzi Banklar təsbit olunmuş məzənnə rejiminin müxtəlif variantlarını tətbiq edirlər. Azərbaycan 2015-ci ilin sonunadək de-fakto məzənnənin hədəflənməsi rejimini reallaşdırmışdır. Bu rejim əsnasında pul siyasətinin lövbəri qismində məzənnə çıxış etmişdir. Qlobal əmtəə bazarlarında neftin qiymətinin kəskin aşağı düşməsinin Azərbaycanın xarici və daxili iqtisadi balansına neqativ təsirlərini minimuma endirmək, ölkə iqtisadiyyatının beynəlxalq rəqabət qabiliyyətini

yüksəltmək, həmçinin ölkənin malik olduğu xarici valyuta ehtiyatlarının bütövlüyünü təmin etmək məqsədilə Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı sabit məzənnə rejimindən imtina etmiş, üzən–tənzimlənən məzənnə rejiminin tətbiqinə başlanılmış, daha sonra isə 2017 – ci ildən etibarən Azərbaycan üzən valyuta məzənnəsi rejimini tətbiq edir. Əslində bu, məzənnə siyasətinin əməliyyat oriyentirindən istifadədən və valyuta intervensiyalarının aparılmasından imtina edilməsi deməkdir. Yeni məzənnə rejiminin tətbiqi Mərkəzi Bankın valyuta ehtiyatlarının zəruri səviyyədə qorunmasına imkan verir.

4. İnflyasiyanın targetləşməsi siyasətini tətbiq edən ölkələrdə mükəmməl variantda mərkəzi bank haqqında qanuna, pul siyasətinin əsas məqsədi kimi qiymətlərin sabitliyini müəyyən edən, və mərkəzi banka pul siyasəti alətlərinin seçimində kifayət qədər müstəqilliyə zəmanət verən xüsusi düzəlişlər daxil edilməlidir. Lakin burada maraqlı qanunauyğunluq izlənilir: inflyasiyanın targetləşməsi siyasətini reallaşdıran inkişaf edən ölkələr mərkəzi bank haqqında qanunvericiliyi daxil etdilər ki, o inflyasiyanın targetləşməsinə keçməzdən əvvəl mərkəzi bankın müstəqilliyinin müvafiq səviyyəsinə zəmanət verir. Pul siyasətinin qaydalarında istənilən dəyişikliklər dərhal ictimaiyyətin diqqətinə çatdırılmalıdır, həm də bu dəyişikliklər haqqında elanlar bu dəyişiklikləri yaradan səbəblərin, bu dəyişikliklərin inflyasiyanın inkişafına necə təsir edə biləcəyinin izahatıyla müşayiət olunmalıdır. Ancaq 2008-2009-cu il dünya böhranının nəticələri nə monetar hakimiyyətin mandatlarının, nə də onlar tərəfindən həyata keçirilən pul siyasətinin strateji hədəflərinin genişləndirilməsini tələb etmədi. Eyni zamanda 2008-2009-cu il böhranından sonra pul və makroprudensial siyasətin alətlər arsenalı əhəmiyyətli dərəcədə genişləndirilmişdi.

5. Bizim fikrimizcə, AMB milli valyutanın müdafiəsindən və onun davamlılığının təmin edilməsindən ibarət olan və qiymət stabilliyinin təmin edilməsi Pul və valyuta siyasətinin əsas hədəfinin olduğunu bildirən mandatı həm müasir iqtisadiyyatın tələblərinə tam cavab verir, həm də dünya təcrübəsinə tam uyğundur. Rusiyanın, Belarus və s. Ölkələrin MB mandatları da analoji formulə edilmişdir. Bizim fikrimizcə, AMB pul və valyuta siyasətinin sonrakı təkmilləşdirilməsinin əsas istiqamətini kommunikasiya strategiyasının həyata keçirilməsi mexanizmlərinin

yaxşılaşdırılması təşkil edir. AMB tərəfindən az istifadə olunan və tənzimləyicinin faiz stavkalarının dəyişmə trayektoriyasının və müddətinin təyin edilməsi də daxil olmaqla pul və valyuta siyasətinin həyata keçirilməsi ilə bağlı niyyətlərinin anonslaşdırılmasına söykənən mexanizmlərin, habelə geniş iqtisadi agentlər dairəsinə görülən tədbirlərin geniş izahının verilməsinin böyük potensialı var. Bu cür siyasət əhəmiyyətli risklərlə bağlı olsa da, onun üstünlükləri mərkəzi Bankı tərəfindən həyata keçirilən siyasətə etibarın yüksəlməsindən və onun səmərəliliyinin artırılmasından ibarətdir. Effektiv kommunikasiya strategiyası müasir qərarvermə prosesinin əsas elementlərindən birinə çevrilmişdir və hazırda Mərkəzi Bankın etimadının, habelə pul siyasətinin səmərəliliyinin artırılmasına əhəmiyyətli dərəcədə təsir göstərməkdədir. Qlobal iqtisadi meyillərin təhlili bir daha sübut edir ki, mərkəzi bankların effektiv kommunikasiya siyasəti ictimaiyyətin gözləntilərinin formalaşmasının və idarə edilməsinin ən mühüm vasitələrindəndir.

6. Azərbaycanda müasir bazar iqtisadiyyatı şəraitində bank sistemində inkişaf etmiş dünya ölkələrinin qabaqcıl təcrübəsi əsasında radikal islahatlar aparılır və bank strukturlarının hüquqi-iqtisadi bazasının möhkəmləndirilməsində ciddi addımlar atılır. Azərbaycanda pul və valyuta siyasətinin əsas istiqamətləri iqtisadi inkişafın başlıca şərti olan makroiqtisadi sabitliyin qorunmasına, bank sektorunda maliyyə sabitliyinin təmin olunmasına və maliyyə vasitəçiliyinin dərinləşməsinə yönəldilib. Bu hədəflərə nail olmaq üçün Mərkəzi Bank pul siyasətinin strateji çərçivəsinin davamlı təkmilləşdirilməsini həyata keçirir, habelə makroiqtisadi siyasətin koordinasiyasının daha da təkmilləşməsinə zəruri dəstək verməkdədir. Hazırda həyata keçirilən pul siyasəti nəticəsində maliyyə sabitliyi qorunub saxlanılmış, maliyyə sisteminin institusional inkişafı davam etdirilmiş, maliyyə xidmətlərinə çıxış imkanları artmaqdadır. Yeni maliyyə böhranlarının olmaması və ya ola biləcək böhranların dərinləşməməsi baxımından optimal pul siyasəti tətbiqində görülə biləcək tədbirlər aşağıdakılar ola bilər: Makro iqtisadiyyatda nizam, etibar və sabitliyi təmin edəcək islahatlar davam etməlidir; maliyyə və pul nizamını təmin edəcək ciddi konstitusiya qanunları qəbul olunmalıdır. Biz hesab edirik ki, mərkəzi Bankın pul siyasətinin başlıca hədəfini illik inflyasiyanın təkrəqəmli səviyyədə saxlanması olmalıdır. Bu

hədəfləri əsas götürərək Mərkəzi Bank çevik pul və məzənnə siyasəti yürütməli, o cümlədən məzənnə rejiminin təkmilləşdirilməsini diqqət mərkəzində saxlamalı və qiymət sabitliyinin qorunmasına dəstək vermək üçün Mərkəzi Bank sərəncamında olan alətlərdən istifadə edərək zəruri antiinflasiya tədbirlərini həyata keçirməlidir. Antiinflasiya siyasəti yürüdülərkən inflasiyanın tələb və xərc amilləri diqqətdə saxlamaq gərəkdir. Pul siyasətinin makroiqtisadi siyasətlə koordinasiyası çərçivəsinin daha da inkişaf etməsi, monetar idarəetmənin empirik əsaslarının gücləndirilməsinə xüsusi diqqət yetirmək lazımdır.

7. Azərbaycan 2015-ci ilin sonunadək de-fakto məzənnənin hədəflənməsi rejimini reallaşdırmışdır. Bu rejim əsnasında pul siyasətinin lövbəri qismində məzənnə çıxış etmişdir. Dünya bazarında neftin qiymətinin kəskin düşməsi xarici sektor üzrə balansın təmin edilməsi ilə bağlı ciddi çağırışlar formalaşdırmış, xarici sektorda olan problemlər daxili iqtisadi balans üzərində neqativ təsirlər əmələ gətirmişdir. Yeni dövrün şərtlərinə uyğunlaşmaq, daxili və xarici iqtisadi balansı təmin etmək üçün milli valyuta iki dəfəyə yaxın ucuzlaşmış, faktiki olaraq, pul təklifinin hədəflənməsi rejiminin tətbiqinə başlanılmışdır. Bu rejimin reallaşdırılması isə pul təklifinin–pul bazasının pul siyasətinin lövbəri kimi seçilməsi hesabına təmin edilmişdir. Orta və uzunmüddətli dövrdə pul siyasəti rejiminin təkmilləşdirilməsi məqsədilə faiz dərəcələri nəzərə alınan lövbərlərdən biri seçilə bilər. Faiz dərəcələrinin lövbər qismində seçilməsi pul siyasətinin iqtisadiyyata ötürücülüynü yüksəltməklə, qiymət və maliyyə sabitliyinin daha effektiv təmin edilməsinə imkan verəcəkdir. “Üzən məzənnə” rejiminin ən böyük üstünlüyü odur ki, o, qlobal şokların ölkə iqtisadiyyatına mənfi təsirlərinin məzənnə vasitəsilə neytrallaşmağına imkan verir. Eyni zamanda yeni rejim daxili maliyyə bazarının inkişafını təşviq edir, bir sıra yeni maliyyə alətlərindən istifadəni dəstəkləyir. Üzən rejimə keçid məzənnənin tarazlı səviyyəsinə nail olmağa imkan verir.

8. Biz hesab edirik ki, monetarlaşma iqtisadi artımın şərti yox, nəticəsidir. Azərbaycanda monetizasiya stabil olaraq artıma meyllidir və monetizasiya əmsalı -30 %- təşkil edir. Lakin bu, inkişaf etmiş ölkələrlə və inkişaf etməkdə olan bazarlara malik ölkələrlə və ilk növbədə şərq avropa, özəlliklə baltik ölkələri ilə müqayisədə aşağıdır.

Azərbaycanda hələ də monetizasiya nisbəti nəinki Şərqi Avropa ölkələrinə nisbətən, hətta sabiq Sovetlər İttifaqına daxil olan ölkələrlə müqayisədə belə çox azdır, yəni cəmi 30 % təşkil edir. Əmanətlərin ÜDM içindəki payı qənaətbəxş olmadığından bu istiqamətdə zəruri işlərin görülməsi çox vacib məsələlərdən biridir. Əmanətlərin xeyli hissəsinin xarici valyuta ilə banklarda saxlanması, ayrıca hələ də yığımların evlərdə (əldə) saxlanması bankların necə xidmət göstərməsinin mühüm bir göstəricisidir. Lakin, 2014-cü ilin sonlarından etibarən qlobal əmtəə bazarlarında enerji daşıyıcılarının qiymətlərinin kəskin aşağı düşməsi, eyni zamanda ölkəmizin əsas ticarət tərəfdaşlarında devalvasiya meyillərinin güclənməsinin psixoloji təsiri daxili valyuta bazarında xarici valyutalara, xüsusilə ABŞ dollarına tələbi yüksəltmişdir. Bütövlükdə, gələcəkdə də Mərkəzi Bank pul siyasətini iqtisadi artım və qiymət sabitliyi arasında effektiv şəkildə tarazlaşmanı və eyni zamanda son qlobal meyillərə uyğun olaraq pul siyasəti və makroprudensial siyasətin sinxronlaşması təmin olunmalıdır.

9. Respublikamızda valyuta siyasətinin əsas istiqamətlərindən biri də strateji valyuta ehtiyatlarının beynəlxalq standartlara uyğun səviyyədə saxlanması və artırılması məqsədilə onların səmərəli idarə olunmasından ibarətdir. Maliyyə bazarlarında davam edən qeyri-məyyənlik və daxili valyuta bazarında ABŞ dollarına tələbatın kəskin artması şəraitində, valyuta rejiminin dəstəklənməsi məqsədilə Mərkəzi Bankın ehtiyatlarının idarə edilməsi üzrə siyasətinin əsas prioriteti likvidlik və təhlükəsizlik olmuşdur. Milli iqtisadiyyatın strukturunun yenilənməsi biznes mühitinin daha da yaxşılaşdırılması, ortamüddətli xərclər strategiyası çərçivəsində yeni siyasətin tətbiq edilməsi, maliyyə–bank sisteminin sağlamlaşdırılması və monetar siyasətin üzən məzənnə rejimi üzərində təkmilləşdirilməsi, habelə xarici bazarlara çıxış imkanlarının genişləndirilməsi məqsədi ilə AMB da üzən valyuta məzənnəsi rejimini tətbiq edir. Biz hesab edirik ki, belə yanaşma neft-qaz qiymətlərindəki dəyişikliklərin təsirini yumşaldaraq sərbəst üzən yerli valyutaya inamı artıracaq və iqtisadi inkişafın dayanıqlılığını təmin edəcəkdir. Mərkəzi Bankının tənqidinin başqa ənənəvi bəndi üzən valyuta rejiminin tətbiqidir. Opponentlər tənziqləməyə qayıtmağı və hətta manatın məzənnəsini fiksə etməyi təklif edirlər. Bununla belə bir çox ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, inkişafı xarici iqtisadi konyunkturadan əhəmiyyətli dərəcədə asılı

olan iqtisadiyyat üçün xarici şoklar zamanı milli valyuta məzənnəsini uzun müddət müəyyən səviyyədə saxlamaq mümkün deyil. Bunun üçün xeyli qızıl-valyuta ehtiyatlarını xərcləmək tələb olunur və iqtisadiyyatda disbalanslar artır. Yekunda mərkəzi banklar məzənnəni əhəmiyyətli dərəcədə aşağı salmağa və ya buraxmağa məcbur olurlar. Bu gün manat məzənnəsinin stabilləşdirilməsinin həyata keçirilməsi əsas hədəv olmalıdır. Bununla yanaşı, AMB rəhbərliyinin pul siyasətinin Əsas istiqamətlərində nəzərdə tutulan nəticələrə nail olmağa görə şəxsi məsuliyyətinin müəyyən edilməlidir.

Ancaq AMB rəhbər sənədlərində valyuta siyasətinə lazımı diqqət ayrılır. Hətta məntiqlə valyuta siyasətinin də proqnozlaşdırılmalı olduğu Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının 2018-ci il üçün pul siyasətinin əsas istiqamətləri haqqında bəyanatında məzənnə rejimi hissəsi yer alır. AMB illik hesabatlarında pul və məzənnə siyasəti bölməsi qeyd olunur. Bizim fikrimizcə, valyuta siyasətinin pul siyasəti ilə sıx əlaqəsini və "pul" və "valyuta" anlayışlarının yaxınlığını nəzərə alaraq, bu sənədin adı və məzmununa valyuta siyasətini də daxil etmək məqsədəuyğundur. Valyuta siyasətinin modernləşdirilməsi kompleks olmalı və məzənnə siyasətini, rəsmi beynəlxalq ehtiyatları idarəetmə, valyuta tənzimlənməsi və nəzarət kimi əsas istiqamətləri özündə birləşdirməlidir.

10. 2017 – ci ildən etibarən Azərbaycan üzən valyuta məzənnəsi rejimini tətbiq edir. Əslində bu, məzənnə siyasətinin əməliyyat oriyentirindən istifadədən və valyuta intervensiyalarının aparılmasından imtina edilməsi deməkdir. “Üzən məzənnə” rejiminin ən böyük üstünlüyü odur ki, o, qlobal şokların ölkə iqtisadiyyatına mənfi təsirlərinin məzənnə vasitəsilə neytrallaşmağına imkan verir. Eyni zamanda yeni rejim daxili maliyyə bazarının inkişafını təşviq edir, bir sıra yeni maliyyə alətlərindən istifadəni dəstəkləyir. Üzən rejimə keçid məzənnənin tarazlı səviyyəsinə nail olmağa imkan verir.

11. Azərbaycanda inflyasiya səviyyəsinə təsir edən qeyri-monetar amillərin (inhisar qiymətinin əmələ gəlməsi və qiymətlərin inzibati tənzimlənməsi də daxil olmaqla xərclərin inflyasiyası; idxal mal və xidmətlərə, o cümlədən manatın devalvasiyası nəticəsində qiymətlərin artması; büdcə xərclərinin artması və b.)

paylarının təyini ilə bağlı ətraflı elmi araşdırmaların aparılması. Bu zaman AMB məsuliyyət zonasında yalnız inflyasiyanın monetar komponenti ola bilər. AMB üzərinə pul və valyuta siyasətiməsələləri üzrə qərarların qəbul edilməsi mexanizmini dərc etmək, inflyasiyanın və əsas stavkanın proqnozlaşdırılan trayektoriyalarını, həmçinin göstərilmiş ölçülərin üstündən hər hansı sapma halları ilə bağlı geniş izahatlar vermək öhdəliyinin qoyulması.

Bu istiqamətdə ən mühüm çağırış pul siyasətinin iqtisadiyyata ötürücülüğünün yüksəldilməsidir. Yüksək ötürücülüğün təmin edilməsi istiqamətində banklararası pul bazarının qurulması, pul siyasətinə etimadın yüksəldilməsi ilə dollarlaşmanın azaldılması, iqtisadi gözləntiləri adekvat idarəetmə çərçivəsinin qurulması, maliyyə sabitliyi siyasəti ilə koordinasiyanın daha da gücləndirilməsi tələb edilir.

Bir sıra xarici və daxili amillər makroiqtisadi sabitlik hədəflərinə nail olmağa problemlər yarada bilər. Bura ilk növbədə neftin dünya qiymətinin proqnozlaşdırılardan əhəmiyyətli aşağı olması və iqtisadi tərəfdaş ölkələrdə iqtisadi aktivliyin azalması nəticəsində tədiyə balansı göstəricilərinin pisləşməsi aiddir. Lakin bütün bunlara baxmayaraq, qeyd olunan risklər Azərbaycan hökumətinin və Mərkəzi Bankın diqqət mərkəzindədir və onların idarə olunması üçün makroiqtisadi manevr potensialı mövcuddur.

12. Dissertasiya işində göstərildiyi kimi, pul və valyuta siyasəti ilə maliyyə sabitliyinə nail olma siyasətinin inteqrasiyası özündə münaqişə riskini ehtiva edir. Məsələn, qiymət sabitliyi üzrə hədəfə nail olmaq üçün daha yumşaq (və ya sərt) siyasət, maliyyə sabitliyini təmin etmək üçün isə əks tədbirlər tələb oluna bilər.

Maliyyə böhranı maliyyə sabitliyinin dəstəklənməsinə yönələn makroprudensial siyasətin işlənməsinə gətirib çıxardı. Pul və valyuta siyasəti üçün nəticələr kifayət qədər ziddiyyətli qalır: bəzi alimlər mərkəzi bankın böhrana qədər mövcud olan mandatının minimal şəkildə dəyişdirilməsini təklif edirlərsə, başqaları onun hədəflərində daha radikal dəyişikliklərin edilməsinin tərəfdarlarıdır.

Mərkəzi bankın maliyyə sabitliyinin dəstəklənməsinə cəlb edilməsi müəyyən çətinliklərlə bağlıdır. Birincisi, maliyyə sektoru ilə real sektor arasında qarşılıqlı təsirlər və böhran hadisələrinin maliyyə sferasından makroiqtisadiyyata axmasının

effektləri indiyə qədər yetərincə dərk olunmamışdır. İkincisi, maliyyə stabilliyinə can atan mərkəzi banka inflyasiya üzrə hədəfləri ilə bağlı etibar azala bilər. Eyni zamanda mərkəzi bankın siyasətinə etibar pul siyasətinin səmərəliliyini təmin edən əsas amillərdən biridir.

Monetar siyasətin müstəsna olaraq qiymət stabilliyini hədəf götürməsi mərkəzi bankın müstəqilliyinin siyasi əsaslandırılmasını asanlaşdırır, çünki inflyasiya üzrə hədəf kəmiyyətə müəyyən edilə, onun da əsasında pul-kredit hakimiyyətinin işinin səmərəliliyi qiymətləndirilə bilər. Maliyyə stabilliyi ilə bağlı vəziyyət başa cürdür. Burada bir neçə dəyişən (kreditləşdirmənin artım templəri, aktivlərin qiymətləri, borc səviyyəsi) diqqətə alınır. Bundan başqa, onlara nail olmaqla maliyyə sektorunda problemlərin avtomatik olaraq tam yox olacağına zəmanət vermək olmur.

13. Beləliklə, mərkəzi bankın hədəflərinə qiymət stabilliyi ilə yanaşı maliyyə stabilliyinin də əlavə edilməsinin əsas çatışmazlığı pul-kredit hakimiyyətinin siyasətinə etibarın azalması riskidir. Bir-biri ilə münaqişədə olan hədəflər aydınlaşdırılmalıdır və mərkəzi bank həmişə pul və valyuta siyasəti sahəsində qərar qəbul etmə zamanı nəzərə alınan risklər balansının hansı tərəfdə (qiymət yoxsa maliyyə stabilliyi) olduğunu göstərməlidir. Maliyyə böhranı maliyyə stabilliyinin dəstəklənməsinə yönələn makroprudensial siyasətin işlənməsinə gətirib çıxardı.

Makroiqtisadi və maliyyə sabitliyi üzrə dövlət qurumları arasında koordinasiyanın təmin edilməsi qarşıya qoyulmuş hədəflərin reallaşdırılması baxımından xüsusi əhəmiyyət daşıyır. Azərbaycanda bu istiqamətdə əsas maraqlı tərəflər arasında tam koordinasiyanı təmin etmək məqsədilə, məsuliyyətlərin aydın bölgüsünə əsaslanmaqla, Azərbaycanda yeni iqtisadi quruma ehtiyac var. Bu qurum vasitəsilə sağlam koordinasiya və effektiv icra mandatın cəlb edilməsinin artırılmasını və paralel olaraq, dollarlaşma səviyyəsinin azaldılmasını təmin edə bilərik.

İstifadə olunmuş ədəbiyyat siyahısı

1. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu
2. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankının 2016-cı il üçün pul və maliyyə sabitliyi siyasətinin əsas istiqamətləri barədə bəyanat // <https://www.cbar.az/pages/monetary-policy/key-directions>
3. AMB. Pul Siyasəti icmalı
4. 2015, 2016 -ci il üçün Mərkəzi Bankın illik hesabatı
5. Azərbaycan Respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi // Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2016-cı il 6 dekabr tarixli Fərmanı
6. Azərbaycan Respublikasında maliyyə xidmətlərinin inkişafına dair Strateji Yol Xəritəsi // Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2016-cı il 6 dekabr tarixli Fərmanı
7. Ağayev, A.Q. Dövlət borcu və onun idarə edilməsi / A.Q.Ağayev. – Bakı: Şərq-Qərb, –2002. –320 s.
8. Ağayev, A.Q. Azərbaycan Respublikasında daxili dövlət borcu: problemlər, imkanlar və inkişaf istiqamətləri // Maliyyə və uçot. A.Q.Ağayev. – Bakı: –2006, №10, –s.36-41.
9. Ağayev, A.Q. Mərkəzi banklarda strateji kommunikasiya, Mərkəzi Bank və iqtisadiyyat / Ağayev, A.Q. – Bakı: –2013, №2, –s.3-17.
10. Abbasbəyli, M.A. Bank sektorunda böhran, pul siyasəti və maliyyə bazarlarına nəzarət modeli: aktual meyllər və dünya təcrübəsi / M.A.Abbasbəyli. – Bakı: Azər nəşr, –2016. –212 c.
11. Vəliyev, C.R. “Maliyyə sabitliyinin təminatında Azərbaycan Respublikası mərkəzi bankın fəaliyyətinin təhlili” // Azərbaycan Milli Elmlər Akademiyasının xəbərləri. İqtisadiyyat seriyası. C.R.Vəliyev. – Bakı: –2012, №3, –s.163-166.
12. Vəliyev, C.R. Azərbaycanda bank sektorunun inkişafında Azərbaycan Mərkəzi Bankının pul siyasətinin rolu // Odlar Yurdu Universitetinin elmi və pedaqoji

- xəbərləri. C.R.Vəliyev. – Bakı: –2012. №34, –s.24-32
13. Vəliyev, C.R. “Pul siyasətinin məqsəd və vəzifələri” // Doktorantların və gənc tədqiqatçıların XVII Respublika elmi konfransının materialları. C.R.Vəliyev. –Bakı: –2013. I cild, –s.242-244
 14. Vəliyev, C.R. Azərbaycanca maliyyə sabitliyinin təminatında pul siyasətinin rolu // Odlar Yurdu Universitetinin elmi və pedaqoji xəbərləri. C.R.Vəliyev. –Bakı: –2014. №39, –s.58-65
 15. Vəliyev, C.R. Pul siyasəti dizaynında yeniliklər // “İqtisadiyyatın davamlı inkişafı problemlər və perspektivlər” mövzusunda beynəlxalq elmi konfrans. C.R.Vəliyev. Sumqayıt Dövlət Universiteti. 27-28 aprel 2016 (I hissə), səh.107-108
 16. Vəliyev, C.R. Pul siyasətinin qiymət sabitliyinin təminatında rolu // “Urbani-zasiya və sənayeləşmə şəraitində biomüxtəlifliyin qorunması” mövzusunda beynəlxalq elmi-praktik konfrans. C.R.Vəliyev. –Gəncə: –2017. –s.105-107.
 17. Vəliyev, C.R. Azərbaycanda yeni iqtisadi mərhələdə valyuta siyasətinin məqsəd və vəzifələri // “Müasir təbiət və iqtisad elmlərinin aktual problemləri” mövzusunda beynəlxalq elmi-praktik konfrans. C.R.Vəliyev. –Gəncə: 04-05 may, 2018. – s.189-192.
 18. Vəliyev, C.R. Yeni iqtisadi modeldə valyuta siyasəti: müasir çağırışlar və problemlər // “Azərbaycanın iqtisadi inkişaf strategiyası” mövzusunda **Respublika Elmi Konfransının materialları**. C.R.Vəliyev. –Bakı: UNEC, –24.12.2019. –s.525-529
 19. Vəliyev, C.R. Pul siyasəti sisteminin təşkilinin nəzəri əsasları // Odlar Yurdu Universitetinin elmi və pedaqoji xəbərləri.
 20. Vəliyev, C.R. Pul və valyuta siyasətinin konseptual əsasları // Maliyyə və uçot jurnalı. C.R.Vəliyev. – Bakı: –2019. №9, –s.65-71.
 21. Ələsgərov, A. Məzənnə rejimləri və onların seçim meyarları // İqtisadiyyat və Audit jurnalı. A.Ələsgərov, T. Əlirzayeva. – Bakı: –2007. №11(65).
 22. Əlirzayeva, T. İnkişaf edən ölkələrdə məzənnə rejimləri və Azərbaycan təcrübəsi <https://uploads.cbar.az/assets/30584a0c3b2a1dd724435f07b.pdf>
 23. Əzizov, Y. Pul təklifi və onun iqtisadi proseslərə təsiri: təhlil və qiymətləndirmə

// UNC Elmi xəbərləri. Y.Əzizov. Aprel-iyun 2013. S.26-34.

24. Əzizov, Y. Monetar tənzimləmə / Y.Əzizov. –Bakı: Elm, –2014. –376 c.
25. Məmmədov, Z.F. Monetar siyasət və bankaçılıq / Z.F.Məmmədov. Dərs vəsaiti. – Bakı: –2012.
26. Məmmədov, Z.F. Bank fəaliyyətinə pul siyasətinin təhlili və qiymətləndirilməsinin konseptual əsasları / Z.F.Məmmədov. Bakı: Bakı biznes universiteti, – 2015. №4, –s.14-21.
27. Məmmədov, Z.F. Monetar siyasətin tətbiqində məqsəd və vəzifələr // AMEA-nın xəbərləri. İqtisadiyyat seriyası / Z.F.Məmmədov. – Bakı: –2015. -№4, –s.90-95.
28. Məmmədov, Z.F. Azərbaycan Respublikasında Pul-kredit siyasətinin əsas istiqamətləri // Pul-kredit münasibətlərinin təkmilləşdirilməsinin elmi-praktiki problemləri / Z.F.Məmmədov. – Bakı: Az.Dİİ, –24-25 Noyabr 1999.
29. Məmmədov, Z.F. Qlobal çağırışlar kontekstində MB fəaliyyətində dəyişikliklər və məqsədlər // Müasir elmi aktual problemləri / Z.F.Məmmədov. Lənkəran: – 2016. –s.178-180
30. Mamedov, Z. Küresel Mali Kriz Ortamında Azərbaycan Bankacılık Sektörünün Yapısı, Özellikleri ve Sorunları / Z.Mamedov. Amme İdaresi Dergisi'nin (Cilt 44, Sayı 3) Eylül 2011
31. Cadiyov, M. Pul-kredit siyasətinin sabitləşdirilməsinin ilkin tədbirləri haqqında // Bazar iqtisadiyyatına keçidin aktual problemləri. AMEA, iqtisadiyyat institutu. Respublika konfransı / M.Sadiyov. – Bakı: Elm, –1994.

Rus dilində

32. Абрамова, М.А. Влияние банковского надзора и политики коммерческих банков на денежную эмиссию // Экономика. Бизнес. Банки. М.А.Абрамова. – 2016. т.5, –с. 27-32
33. Ашурбейли, Н.П. Целевые ориентиры денежной политики в современных условиях. Наука и бизнес: пути развития / Н.П.Ашурбейли. – 2012. №1.
34. Аббасбейли, М.А. Особенности деятельности центрального банка Азербайджана // Финансы и кредит. М.А.Аббасбейли. – 2013. –№47

35. Андрюшин, С.А. Инструменты макропруденциальной политики центральных банков // Вопросы экономики. С.А.Андрюшин, В.В.Кузнецова. –2012. №8, –с.32-47.
36. Андрюшин, С. Монетарные инструменты регулирования притока иностранного капитала // "Вопросы экономики". С.Андрюшин, В.Кузнецова. –2013, -№6,
37. Андрюшин, С. Денежно-кредитная политика Банка России в 2010-2014 гг.: прогнозы и результаты // С.Андрюшин, В.Кузнецова. «Банковское дело» 2013, №12,
38. Андрюшин, С. Перспективы режима таргетирования инфляции в России // С.Андрюшин. «Вопросы экономики», №11, 2014
39. Андрюшин, С. Денежно-кредитная политика центральных банков в условиях глобального финансового кризиса // С.Андрюшин. Вопросы экономики. – 2010. -№6, - С. 69-87.
40. Апокин А., Д.Галимов, И.Голощапова, В.Сальников, О.Солнцев. Денежно-кредитная политика: работа над ошибками. «Вопросы экономики», №9, 2015 (С.136-151)
41. Байгулов Р.М. Монетарная политика в условиях финансовой глобализации // Финансы и кредит. 2011. № 46 (478). С. 7-9.
42. Белоусов Д.Р., Солнцев О.Г. Инфляция и денежно-кредитная политика. «Банковское дело», №5, 2008.
43. Бурлачков В.К. Макроэкономика, монетарная политика, глобальный кризис: анализ современной теории и проблемы построения новой модели экономического развития. Москва, 2013.
44. Бажан А.Н. Денежно-кредитная политика и банки развития в России. «Банковское дело», №5, 2008
45. Бадасен П., Исаков А., Хазанов А. Современная денежно-кредитная политика: обоснованная критика или типичные заблуждения экспертного сообщества? «Вопросы экономики», №6, 2015
46. Велиев Д.Р. Монетарная политика центрального банка Азербайджана в условиях глобального финансового кризиса. Государственное

регулирование экономики и повышение эффективности деятельности субъектов хозяйствования. VIII Международная научно-практическая конференция. Минск, 26-27 апреля, 2012, стр. 105-107

47. Велиев Д.Р. «Антикризисные меры по преодолению финансового кризиса». Научно-практическая конференция «Системный анализ в экономике-2012», Москва, стр.18-21.
48. Велиев Д.Р. “Банковский сектор Азербайджана: современное состояние, проблемы и перспективы развития”. Экономика и управления. Российский научный журнал. №1 (99) 2014, стр. 68-71
49. Володин Ф. Г. Валютная политика ЦБ: структурный анализ и новации // Банковские услуги. – 2004. - N 5. - С. 2-10.
50. Джеймс Тобин. Денежная политика и экономический рост // пер. с англ. В. Е. Маневича. Москва, 2010
51. Горюнов Е., Трунин П. Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику? Издательский дом «Дело» Москва ·2013.
52. Горюнов Е., Дробышевский С. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика. «Вопросы экономики», №4, 2015
53. Гараев М.Ш. Денежная политика азербайджанской республики в условиях нестабильности мировой экономики // Экономика и бизнес: теория и практика. 2017. № 3. С. 14-16.
54. Головнин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации. Институт Экономики, 2008
55. Говтвань О.Д., Хватов Н.И. Денежно-банковская система России в условиях обострения внешних рисков и угроз: особенности и приоритеты развития // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2016. № 1. С. 65-100.
56. Глазьев С. Центральный банк России: цена "независимости" // Российский экономический журнал. – 2001. - N 5 / 6. - С. 3-8.
57. Голикова Ю. С. Денежно-кредитная политика Центрального банка: современный инструментарий и задачи его активизации // Деньги и кредит. –

2002. - N 8. - С. 26-31.

58. Голикова Ю. С. Современные задачи и условия проведения Банком России денежно-кредитной политики // Банковское дело. – 2002. - N 9. - С. 7-11.
59. Глазьев С. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике. «Вопросы экономики», №9, 2014.
60. Деньги, кредит, банки: Учебник / Под ред. О.И. Лаврушина. М, 2014;
61. Ершов М. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? «Вопросы экономики № 21-2007
62. Егорнов Е., Дробышевский С., Трунин П. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика. «Вопросы экономики», №4, С.53-85. 2015
63. Игнатъев С. М. О денежно-кредитной политике Центрального банка Российской Федерации. Выступление на XIV съезде Ассоциации российских банков // Деньги и кредит. – 2003. - N 5. - С. 13-16.
64. Интервью с Милтоном Фридманом // О чём думают экономисты. Беседы с нобелевскими лауреатами / под ред. П. Самуэльсона и У. Барнетта. — М. Юнайтед Пресс, 2009. — С. 155–189
65. Козюк В.В., Чирак И.Н. Монетарная политика и финансовая нестабильность: особенности связи в странах с формирующимися рынками // Финансы и кредит. 2013. № 19 (547). С. 19-27.
66. Кавицкая И.Л. Монетарная политика европейского центрального банка в современных условиях // Journal of Economic Regulation. 2015. Т. 6. № 4. С. 131-139.
67. Корищенко К.Н. Общие черты инфляционного таргетирования в развитых странах // Экономические науки, 2003. № 5. С. 26.
68. Кондратов Д. Евросоюз: борьба с инфляцией и результативность // Современная Европа. 2010. № 3. с. 68-83.
69. Кузнецова В.В. Политика финансовой стабильности. М, 2015
70. Криворучко С.В., Свирина Е.М. Структурные элементы режима таргетирования инфляции. «Банковское дело», №4, 2015.
71. Красавина Л.Н. Актуальные проблемы валютного регулирования и

- валютного контроля. «Банковское дело», №6, 2013.
72. Красавина Л.Н. Регулирование инфляции. М,2009, С.124
 73. Лаврушин О. И. Центральный банк в условиях рыночной экономики // Банковское дело. – 2002. - N 5. - С. 2-5.
 74. Лунтовский Г. И. Проблемы денежно-кредитной системы: интервью председ. подкомитета по денежно-кредитн. политике и деят-ти Центробанка // Деньги и кредит. – 1999. - N 3. - С. 3-10.
 75. Лукашевич В.А. Стратегия и задачи монетарной политики республики Беларусь // В сборнике: Банковская система: устойчивость и перспективы развития сборник научных статей седьмой международной научно-практической конференции по вопросам банковской экономики. 2016. С. 114-117.
 76. Левченко Д.В. О таргетировании инфляции // Деньги и кредит, 2001. № 10. С. 29.
 77. Мамедов З. Денежно- банковская Денежно- банковская система стран СНГ и Балтии: тенденции и перспективы. Bakı, Azərneşr.- 2008. -264 с.
 78. Мамедов З.Ф. Степень долларизации и евроизации российской экономики // «Валютные проблемы инновационного развития экономики России» 22 октября 2008 г. Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации.
 79. Мамедов З.Ф. Центральный банк Азербайджана: новые вызовы в современных условиях «Экономическая политика России в условиях глобальной турбулентности», которая пройдет в Москве 24-26 ноября 2014 года в Финансовом университете при Правительстве Российской Федерации г. Москва, Ленинградский проспект, 55.
 80. Мамедов З.Ф. Финансовый кризис и антикризисная политика.- Palmarium Academic Publishing. - Германия, 2013. -141 с.
 81. Мамедов З.Ф. Основные тенденции развития денежно – кредитной системы Азербайджана // Финансы и кредит. - 2008.- № 4.
 82. Мамедов З.Ф. Основные тенденции развития денежно – кредитной системы

- Азербайджана // Центральная Евразия: национальные валюты. Стокгольм: Изд. Дом «СА Press», 2008. – 79- 103.
83. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: Московская финансово-промышленная академия.2011.
84. Моисеев С. Формализация макроэкономики и ее последствия для денежно-кредитной политики. «Вопросы экономики 2007 №2.
85. Маневич В. О роли монетарной и финансовой политики в России в период кризиса и после него. «Вопросы экономики», №12.
86. Масленников В.В. Способствует ли кредитно-денежная политика экономическому росту? Вестник Финансового университета Выпуск№1 (91) /2016
87. Моисеев С., Шилов В. Валютные интервенции центрального банка: обзор теории и практики. «Аналитический банковский журнал», 1(164), 2009
88. Мищенко С.В. Новые тенденции в монетарной политике и регулировании финансовых систем // Финансы и кредит. 2010. № 40 (424). С. 29.
89. Мишкин ф. экономическая теория, банковского дело и фигагсовых рынков. М,2000
90. Мау В. Антикризисные меры или структурные реформы: экономическая политика России в 2015 году. «Вопросы экономики», №2, С.5-33., 2016
91. Матюхин Г. Г. Центральный банк : проблемы операций на открытом рынке // Банковское дело. – 2003. - N 9. - С. 21-24.
92. М.Фридмен. Основы монетаризма. М,2002.
93. Мищенко С.В. новые тенденции в монетарной политике и регулировании финансовых систем Финансы и кредит. 2010. № 40 (424). С. 29.
94. Нахратова Е.Е. Монетарная политика центральных банков США, Евросоюза и России // Актуальные проблемы социально-экономического развития России. 2009. № 3. С. 18-20.
95. Ольховка Н.А., Адаскевич М.В. Взаимодействие монетарной и макропруденциальной политик // Горизонты экономики. 2016. № 5 (31). С. 87-91.

96. Навой А. О влиянии монетарной политике ЕЦБ на экономику стран ЦВЕ. «Финансовая политика» Экономист. - 2004. - № 11. - С. 66 - 71
97. Некипелов А., Головнин М. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса. "Вопросы экономики" - № 1-2010
98. Рогова О, Храменков В. Денежно-кредитная политика, деформации денежно-кредитной системы. «Экономист», №3, 2003
99. Рогова О. Валютный фактор экономической динамики. «Экономист», №5, 2005
100. Рогова О. О монетарных факторах торможения инновационной модернизации. Вопросы экономики. 2010. № 1. С. 63-81.
101. Садыгов Э.М. Фондовый рынок Азербайджана в глобальной экономике // Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов. Финансовые рынки Европы и России. Сборник материалов 3 Международной научно-практической конференции. – Санкт- Петербург, 2012.
102. Садыгов Э.М. Особенности финансовых инструментов на рынке ценных бумаг Азербайджана // Санкт – Петербургский государственный экономический университет. – Санкт – Петербург 2014.
103. Садыгов Э.М. Основные направления развития банковской системы Азербайджана // Вестник экономической науки Украины. – № 1 (23). – 2013.
104. Садыгов Э.М. Кредитный рынок Азербайджана и его роль в экономике // Полоцкий государственный университет. – Новополоцк, 2014.
105. Савина Н.П. Валютная политика стран СНГ: основные проблемы и тенденции реализации // В сборнике: Научный бюллетень Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова Москва, 2017. С. 127-130.
106. Сухарев О. Курьянов М. Монетарное правило инновационной экономики. «Банковское дело», №5, 2008.
107. Смирнов С., Балашова Е., Посвянская Л. Курсовая политика как фактор

изменения структуры Российской экономики. Вопросы экономики, № 1, Январь 2010, С. 63-81

108. Скареднов Е.В. Монетарная политика банка россии и европейский опыт таргетирования инфляции // Труд и социальные отношения. 2013. № 1. С. 60-63.
109. Сайпидинов И.М., Дыйканова Г.А. Монетарная политика национального банка и его влияние на курс национальной валюты Кыргызстана // Интернаука. 2017. № 7-2 (11). С. 55-58.
110. Сухарев О.С. Макроэкономическая перспектива: денежная политика, девальвация и структурные проблемы // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 13. С. 2-10.
111. Тарасов В.И. Монетарная политика республики Беларусь и эффективность ее инструментов в посткризисный период // Веснік БДУ. Серыя 3, Гісторыя. Эканоміка. Права. 2011. № 3. С. 107-112.
112. Порублева М. А. Совершенствование денежно-кредитной политики Банка России в условиях глобализации // Банковские услуги. - 2008. - N 6. - С. 2-12.
113. Попов В. Уроки валютного кризиса в России и в других странах // Вопросы экономики, 1999. №6. С. 111.
114. Рустамов Э.С. Проблемы реформирования макроэкономических институтов в послекризисный период // Деньги и кредит. 2010. № 9. С. 24-29.
115. Рустамов Э.С. Роль институтов макроэкономической политики в развитии глобального кризиса 2007 – 2009 годов и смягчении его последствий // Деньги и кредит. 2012. № 2. С. 12-20.
116. Рустамов Э.С. Макроэкономическая политика и институциональное развитие в нефтеэкспортирующих странах // автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук / Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова (МГУ). Москва, 2010
117. Усоскин В. М. Денежный мир Милтона Фридмана. — М.: Наука, 1989.
118. Улюкаев А.В., Куликов М.В. Денежно-кредитная политика на этапе инвестиционного развития экономики. «Деньги и кредит», 5/2008

119. Улюкаев А., Дробышевский С, Трунин П. Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ. «Вопросы экономики № 8-2008
120. Федорова Е., А.Лысенкова. Как влияют инструменты денежно-кредитной политики на достижение целей ЦБ РФ? «Вопросы экономики», №9, 2013.
121. Фетисов Г. Монетарная политика России: цели, инструменты и правила. М.2010
122. Фёдорова Е.А., Маковский А.В. Монетарная политика цб рф в период финансового кризиса // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 11. С. 17-22. Хакоме Л., НирЭ. Защита системы в целом // Финансы и развитие. 2012. № 8. – с. 30-33.
123. Фишер С, Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика: Пер. с англ. М. 1993.
124. Чибриков Г. Г. Политика центральных банков в условиях кризиса // Банковское дело. - 2010. - N 2. - С. 6-9. Чумаченко А.А. Концепция макроэкономического равновесия как теоретическая основа валютной политики реальных ориентиров. «Деньги и кредит», №11/2001.
125. Черновалов А.В., Черновалов П.В. Основные направления модернизации институтов денежной политики России // Новая наука: финансово-экономические основы. 2017. № 3. С. 268-272
126. Кожар В.В. Об экономической модели и монетарной политике республики Беларусь // В сборнике: Экономическая теория в XXI веке: поиск эффективных механизмов хозяйствования Материалы II Международной научно-практической конференции: в двух частях. Полоцкий государственный университет; Под редакцией И. В. Зеньковой. 2016. С. 109-115.
127. Чаплыгин В.Г. Монетарная политика стран СНГ // Экономическая наука современной России. 2004. № 3. С. 119-120. 0
128. Шахнович Р.М. Макроэкономика (продвинутый уровень): денежная политика в переходной экономике. учебное пособие / ЧОУ ВО Центросоюза РФ Сибирский университет потребительской кооперации. Новосибирск, 2017

129. Шахнович Р.М. Инфляция и антиинфляционная политика в переходной экономике. ЛИБРОКОМ, 2012.
130. Шахнович Р.М. Денежная политика стран СНГ // Проблемы современной экономики. Номер: 3 Год: 2009 С: 43-47
131. Шахнович Р.М. Денежная политика стран Балтии: достижения и проблемы // Международная экономика. 2011. № 1. С. 61-66.
132. Шахнович Р.М. Обеспечивает ли денежная политика финансовую стабильность? Экономика и предпринимательство. 2013. № 12.
133. Шахнович Р.М. Таргетирование валютного курса как режим современной денежной политики: преимущества и недостатки // Вопросы экономики и права. 2013. № 61. С. 113-116.
134. Шахнович Р.М. Денежная политика в переходной экономике // Сибирский университет потребительской кооперации. Новосибирск, 2017
135. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. «Вопросы Экономики», №9, 2014
136. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. «Вопросы экономики», №9, 2014
137. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. «Вопросы экономики», №9, 2010

İngilis dilində

138. Akinci O., Olmstead-Rumsey J. How effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation // International Finance Discussion Paper № 1136, 2015.
139. Beau C., Clerc L., Mojon D. , Mojon D. Macroprudential Policy and the Conduct of Monetary Policy // Banque de France, Occasional Paper № 8, 2011.
140. Bernard, Monetary policy: Theory and practice. Moscow: Moscow Financial-Industrial Academy. 2006
141. Batini N., Nelson E. The U.K.'s Rocky Road to Stability: Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper № 2005-020A. 2005.
142. Balino Tomas, Enoch Charles, Alain he, Veerathai Santiprabhob, Stella

- Peter. 'Currency Board Arrangements: Issues and Experiences' // IMF Occasional Paper, 1997. Vol.151. August.
143. Cecchetti S., Kohler M. When Capital Adequacy and Interest Rate Policy Are Substitutes (And When They Are Not) // International Journal of Central Banking. 2014. Vol. 10 № 3, pp. 205-231.
 144. Crocket Andrew D. 'Rules versus Discretion in Monetary Policy'. In: A Framework for Monetary Stability. London: Kluwer Academic Publishers, 1994. Pp. 165-184.
 145. Cukierman Alex. Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge the MIT Press, 1994.
 146. Crockett Andrew D. 'Rules versus Discretion in Monetary Policy', In: A Framework for Monetary Stability. London: Kluwer Academic Publisher s, 1994. P. 183.
 147. Dornbusch Rudiger, Simonsen Mario Henrique. 'Inflation Stabilization: the Role of Incomes Policy and of Monetization'. In: Dornbusch Rudiger (ed.) Exchange Rates and Inflation. Cambridge: The MIT Press, 1988.
 148. Debelles Guy. 'Inflation Targeting in Practice'// IMF Working Paper, 1997 WP/97/35.
 149. Green John H. 'Inflation Targeting: Theory and Policy Implications'// IMF Working Paper, 1996. WP/96/65.
 150. Gerberding C, Seitz F., Worms A. Money-Based Interest Rate Rules, Lesson from German Data: Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies № 06/2007. 2007.
 151. Ghosh A.R., Guide A.-M., Wolf H.C. 'Currency Boards: The Ultimate Fix?'// IMF Working Paper, 1998. WP/98/8. P. 4.
 152. Mahadeva L, Stern G. Monetary Policy Frameworks in a Global Context. L.: Routledge, 2000.
 153. Heyman Daniel, Leijonhufvud Axel. High Inflation. The Arne Ryde Memorial Lectures. Oxford: Clarendon Press, 1995. C. 44-45; Hanke S., Schuler K. Monetary Reform and the Development of a Yugoslav Market Economy. London:

Centre Research into Communist Economies, 1991.

154. Hanke S., Jonung I., Schuler K. Russian Currency and Finance. A Currency Board Approach to Reform. London, NY: Routledge, 1993.
155. Smets F. Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? // Sveriges Riksbank Economic Review. 2013.
156. The Importance of Macroprudential Policy for Monetary Policy // Deutsche Bundesbank Monthly Report. 2015. Vol. 67 № 3, pp. 39-71.
157. Jenkins P., Longworth D. Securing Monetary & Financial Stability: Why Canada Needs a Macroprudential Policy Framework // C.D. Howe Institute Commentary. 2015. № 429.
158. Rostowski Jacek. Macroeconomic Instability in Post-Communist Countries. Oxford: Clarendon Press, 1998. P. 251.