



AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASININ
MƏRKƏZİ BANKI

İŞÇİ MƏQALƏLƏRİ SİLSİLƏSİ
№ 09/2013

PUL SİYASƏTİ VƏ QLOBAL ÇAĞIRIŞLAR

Azər Ələsgərov

Nadir Ramazanov



Qeyd: Bu tədqiqat işində ifadə olunan fikirlər müəlliflərə məxsusdur və Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankının rəsmi mövqeyi ilə üst-üstə düşməyə bilər.

Pul siyasəti və qlobal çağırışlar¹

Xülasə

Məqalənin əsas məqsədi post böhran dövrü üçün pul siyasətinin strateji çərçivəsi ilə bağlı düşüncələri nəzərə çatdırmaqdan ibarətdir. Məqalədə son qlobal böhranın dərsləri də nəzərə alınmaqla pul siyasəti strategiyasının təkmilləşdirilməsi istiqamətləri öz əksini tapmışdır.

Əsas nəticə ondan ibarətdir ki, post böhran dövründə qiymət sabitliyini qorumaq üçün inflyasiyanın hədəflənməsi (İH) rejiminə keçid öz aktuallığını qoruyacaqdır. Strateji dövrdə İH-yə keçid müəyyən mərhələlərlə baş verməlidir. Post böhran dövründə aktivlərin qiymətlərinin monitorinqinə və bunun pul siyasəti qərarlarında nəzərə alınmasına da xüsusi diqqət yetirilməlidir.

Abstract

The paper aims to review main ideas relating to the strategic framework of monetary policy in the post crisis period. Taking into account the lessons from the recent global crisis, the paper considers the ways of improvement of the monetary policy strategy.

The main finding is that moving to inflation targeting (IT) policy framework will be still important in the post crisis period to ensure price stability. Moving to IT framework should be a sequenced process in the strategic period. Monitoring asset prices and not ignoring them in the monetary policy decisions should be given strong attention.

Açar sözlər: inflyasiyanın hədəflənməsi, transmissiya, aktivlərin qiyməti

Key words: inflation targeting, transmission, asset prices

Jel classification: E31, G12

¹Müəlliflərin email ünvanları:

azer_alasgarov@cbar.az

nadir_ramazanov@cbar.az

Giriş

Son qlobal iqtisadi böhrandan öncəki dövrdə dünyada pul siyasəti rejimləri³ arasında inflyasiyanın hədəflənməsi (İH) rejiminin populyarlığı durmadan artırdı. Getdikcə dünyanın daha çox ölkəsi İH rejiminin tətbiqinə keçirdi. O cümlədən Azərbaycan Mərkəzi Bankı da özünün pul siyasəti strategiyasını təkmilləşdirməyin yolunu perspektivdə İH rejiminə keçməkdə görürdü.

Bəs son qlobal böhrandan sonra Azərbaycan üçün pul siyasətinin hansı rejimi optimal görünür? Bu suala Azərbaycanda pul siyasəti çərçivəsini bir daha qiymətləndirmək və son qlobal böhranın dərsləri də nəzərə alınmaqla pul siyasəti strategiyasına dair irəli sürülən fikirləri nəzərdən keçirməklə cavab vermək olar.

Ümumilikdə, İH özünü qlobal böhran dövründə digər pul siyasəti rejimləri ilə müqayisədə daha dayanıqlı bir rejim kimi təsdiq etdi. Belə ki, aparılmış tədqiqatlar göstərir ki, İH rejimini tətbiq edən ölkələrdə makroiqtisadi tarazlığın pozulması dərəcəsi daha aşağı olmuşdur. Böhrandan öncə İH rejimini tətbiq edən ölkələrin əksəriyyəti qlobal böhrandan sonra da monetar siyasət rejimini əsasən dəyişməz saxlamağı nəzərdə tuturlar.

Lakin, bununla belə qlobal böhranın dərslərini nəzərə alaraq həm qabaqcıl, həm də inkişaf etməkdə olan ölkələrdə pul siyasəti rejiminə müəyyən modifikasiyalar etmək ətrafında müzakirələr getməkdədir. Yeni dövrün ən optimal pul siyasəti rejiminə dair konsensus hələ ki, formalaşmamışdır. Bununla belə, başlıca fikirlərin pul siyasəti yeridərkən maliyyə sabitliyi hədəfinin daha çox nəzərə alınması, qiymət sabitliyi anlayışının spektrinin genişləndirilməsi ətrafında olduğunu demək mümkündür.

Bütün bunları nəzərə alaraq belə nəticəyə gəlmək olar ki, yaxın və orta müddətli perspektivdə Azərbaycanda pul siyasəti strategiyasının təkmilləşdirilməsi İH rejiminin tətbiqi şərtlərinin tədricən reallaşdırılmasından asılıdır. Bununla belə, İH rejimi çərçivəsində perspektivdə pul siyasəti alətlərinin prudensial alətlərlə inteqrasiyasının gücləndirilməsi məsələsinə də baxılması zəruridir.

1. Azərbaycanda pul siyasəti

Azərbaycanda pul siyasəti rejimi ölkənin səciyyəvi xüsusiyyətləri, o cümlədən maliyyə bazarlarının inkişaf səviyyəsi, bank sisteminin iqtisadiyyatda rolu, tədiyyə balansının strukturu, habelə fiskal siyasət nəzərə alınmaqla formalaşdırılır.

Bir çox xarici ölkələrin mərkəzi bankları kimi, Azərbaycan Mərkəzi Bankının da pul siyasətinin son məqsədini qiymətlərin sabitliyinin təmin olunması təşkil edir. Çünki, qlobal böhrandan öncəki dövrdə beynəlxalq təcrübədə dəfələrlə sübut olunmuşdur ki, mərkəzi bank tərəfindən dayanıqlı iqtisadi artımın və məşğulluğun dəstəklənməsinin ən optimal yolu qiymətlərin sabitliyinin təmin edilməsidir.

³ Məlum olduğu kimi, hədəflərdən və bu hədəfə nail olmaq yollarından asılı olaraq pul siyasəti müxtəlif strategiyalara və ya rejimlərə ayrılır. Belə ki, pul siyasətinin pul kütləsinin hədəflənməsi, valyuta məzənnəsinin hədəflənməsi, inflyasiyanın birbaşa hədəflənməsi və s. kimi rejimləri bir-birindən fərqləndirilir. Pul siyasətinin rejimi bir qayda olaraq, strateji səviyyədə olan göstəricilərin qarşılıqlı əlaqəsi əsasında müəyyənləşdirilir. Strateji səviyyədə göstərici dedikdə, mərkəzi bankın sıx nəzarəti altında olmayan və ya siyasət qərarlarının təsirində adətən bir aydan çox müddətdən sonra məruz qalan göstərici nəzərdə tutulur.

“Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı haqqında” Azərbaycan Respublikası Qanununun 4-cü maddəsinə görə “Mərkəzi Bankın fəaliyyətinin əsas məqsədi öz səlahiyyətləri daxilində qiymətlərin sabitliyinin təmin edilməsidir.” Qanunda da qeyd olunduğu kimi, Mərkəzi Bank inflyasiyaya yalnız öz səlahiyyətləri çərçivəsində təsir göstərə bilər. Bu səbəbdən Mərkəzi Bank bütövlükdə, inflyasiya səviyyəsinə yalnız onun monetar amilləri vasitəsilə təsir göstərməyə çalışır. Mərkəzi Bank özünün son hədəfi olan inflyasiyaya təsir göstərmək üçün iki göstəricini - valyuta məzənnəsinə və pul bazasını nəzarətdə saxlamağa çalışır. Bu iki göstəricinin Mərkəzi Bank tərəfindən tənzimlənməsinin təfərrüatlarını nəzərdən keçirək.

Hədəf götürülən inflyasiya səviyyəsindən asılı olaraq, tələb olunan pul kütləsinin artım həddi təyin edilir və bu göstərici pul siyasətinin tətbiqi üçün istiqamət rolunu oynayır. Pul kütləsinin inflyasiya ilə qarşılıqlı əlaqəsi nəzəri olaraq aşağıdakı bərabərliklə (Fişer bərabərliyi)⁴ ifadə olunur:

$$MV = PY \quad (1)$$

Bu bərabərliyə görə pul kütləsi - M, V dəfə dəyişərək P dəyərində olan Y məhsulların alqı-satqısında istifadə edilir.

(1) bərabərliyinə artım dərəcələri baxımından yanaşdıqda, aşağıdakıları almış oluruq:

$$\text{Pul təklifi artımı} + \text{Dövretmə sürətinin artımı} = \text{İnflyasiya} + \text{Real iqtisadi artım} \quad (2)$$

Buradan da:

$$\text{İnflyasiya} = \text{Pul təklifi artımı} - (\text{Real iqtisadi artım} - \text{dövretmə sürətinin artımı}) \quad (3)$$

Beləliklə, iqtisadi artım və pulun dövretmə sürətinin dəyişimi üzrə proqnozlar da nəzərə alınmaqla inflyasiyanın müəyyən həddinə nail olmaq üçün pul kütləsinin tələb olunan səviyyəsi müəyyənləşdirilir və hədəflənir. (3) bərabərliyi pul kütləsinin dəyişiminin gələcək qiymət dəyişiklikləri üçün əhəmiyyətli informasiya mənbəyi olduğunu göstərir.

Funksional əhatəsini (pulun funksiyalarını daşıyan bütün maliyyə aktivlərini əhatə etmə dərəcəsi) və siyasətə yararlılıq dərəcəsini nəzərə alaraq Azərbaycan Mərkəzi Bankı (AMB) aralıq məqsəd kimi milli valyutada geniş pul kütləsi olan – M2 pul aqreqatından istifadə edir. M-2 pul aqreqatının strukturu Beynəlxalq Valyuta Fondunun Monetar və Maliyyə Statistikası Məcmuəsinə uyğun olaraq formalaşdırılmışdır və kredit sisteminin milli valyutada olan bütün öhdəliklərini əhatə edir.

M2-nin tərkibinə bank sitemindən kənarada olan nağd pul, manatla tələb olunanadək əmanət və depozitlər, manatla müddətli əmanət və depozitlər, habelə bankların manatla digər öhdəlikləri (depozit sertifikatları, bank istiqrazları və s.) daxildir.

Pul təklifi ilə yanaşı AMB həm də çoxtərəfli valyuta məzənnəsi və ya Nominal Effektiv Məzənnə vasitəsilə qiymətlərə təsir göstərməyə çalışır. Aparılmış ekonometrik təhlillər Azərbaycanda pul kütləsi və Nominal Effektiv Məzənnənin uzunmüddətli dövrdə inflyasiyaya əhəmiyyətli təsir gücünə malik olduğunu təsdiq edir.

Son məqsədlə yanaşı pul kütləsi və Nominal Effektiv Məzənnənin (NEM) həm də pul siyasətinin operativ hədəfləri ilə sıx qarşılıqlı əlaqədə olması onların aralıq hədəf kimi yararlılığını təmin edir. Azərbaycanda pul siyasətinin taktiki və ya operativ hədəfləri *pul bazası* və *ABŞ*

⁴ Pul kütləsinin hədəflənməsi rejiminin tətbiqinin nəzəri əsasını pulun kəmiyyət nəzəriyyəsi təşkil edir. Bu nəzəriyyənin banilərindən biri olan Fişer (1867-1947) tərəfindən irəli sürülən bərabərlik hazırda dünyada praktikada ən çox istifadə olunan bərabərlikləndir.

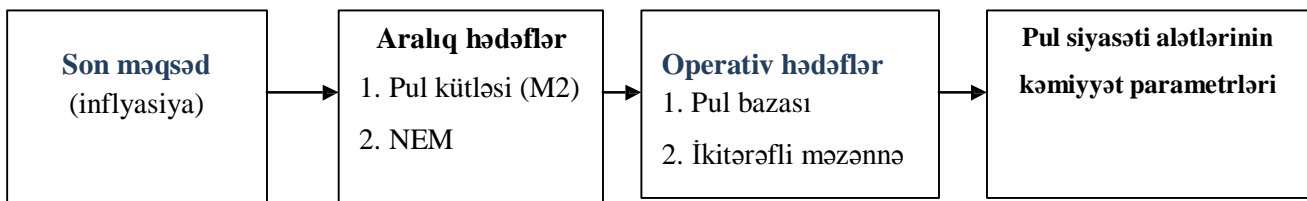
dolları/manat ikitərəfli məzənnəsidir. AMB pul bazası vasitəsilə pul kütləsinə, ABŞ dolları/manat ikitərəfli məzənnəsi vasitəsilə isə çoxtərəfli məzənnənin (və ya Nominal Effektiv Məzənnənin) dəyişiminə təsir göstərməyə çalışır.

Pul bazası dövriyyədə olan pul kütləsi ilə bank ehtiyatlarının cəminə bərabərdir. Aktivlər baxımından isə pul bazası xalis xarici aktivlərlə xalis daxili aktivlərin cəmindən ibarətdir. Pul siyasətinin operativ hədəfi olaraq məhz pul bazasından istifadə edilməsi ölkənin maliyyə bazarının xüsusiyyətləri ilə əlaqədardır.

Belə ki, sərəncamında olan pul siyasəti alətləri vasitəsilə AMB pul bazasına digər potensial operativ hədəflərlə müqayisədə (məsələn, qısamüddətli faiz dərəcələri) daha effektiv təsir göstərə bilər. Eyni zamanda statistik olaraq AMB pul bazasının gündəlik dəyişimini izləmək imkanına malikdir. İkitərəfli ABŞ dolları/manat məzənnənin önəmli hədəf kimi qiymətləndirilməsi isə ilk növbədə onunla bağlıdır ki, AMB valyuta müdaxiləsi vasitəsilə ikitərəfli məzənnəni effektiv tənzimləmək potensialına malikdir.

Eyni zamanda, Azərbaycanın dünya iqtisadiyyatına inteqrasiya səviyyəsi yüksək olduğuna görə, valyuta məzənnəsi ölkə daxilində iqtisadi subyektlərin daim diqqət mərkəzindədir. Bu səbəbdən iqtisadi subyektlər valyuta məzənnəsinin dəyişimini AMB-in pul siyasətinin niyyətləri barədə bir məlumat (siqnal) mənbəyi kimi yaxşı qəbul edirlər.

Pul bazası və məzənnə üzrə operativ hədəfdən asılı olaraq, pul siyasəti alətlərinin kəmiyyət parametrləri müəyyənləşdirilir. Azərbaycanda pul siyasətinin çərçivəsini sxematik olaraq aşağıdakı kimi təsvir etmək olar:



Pul siyasətinə dair gündəlik qərarlar pul bazasının dəyişimində və ikitərəfli məzənnədə dərhal öz əksini tapır. Pul bazasının dəyişimi isə pul multiplikatoru vasitəsilə pul kütləsinə təsir göstərir. Bu da öz növbəsində müəyyən zaman intervalı (laq) nəzərə alınmaqla inflyasiya üzrə hədəfə nail olmağa imkan verir.

Tətbiq olunan pul siyasəti çərçivəsi ötən illər ərzində ölkədə makroiqtisadi sabitliyin qorunmasında mühüm rol oynamışdır. Son illər inflyasiya idarə olunan səviyyədə olmuş, manatın məzənnəsi makroiqtisadi sabitliyin vacib lövbəri funksiyasını yerinə yetirmişdir. O cümlədən qlobal iqtisadi böhranın neqativ təsirlərinin minimuma endirilməsində AMB-in mövcud çərçivə daxilində həyata keçirdiyi pul siyasəti mühüm rol oynamışdır.

Bununla belə, qlobal və daxili iqtisadi mühitə uyğun olaraq pul siyasəti strategiyasının təkmilləşdirilməsi vacib çağırışlarından biridir.

2. Qlobal böhranın dərsləri

Qlobal iqtisadi böhran öncəsi makroiqtisadi siyasət dizaynı ilə bağlı uzun müddət özünü doğrultmuş konseptual baza formalaşmışdı və bunun nəticəsi olaraq bütün dünyada iqtisadi tsikllərdə

fluktuasialar əhəmiyyətli dərəcədə azalmış, inflyasiya səviyyəsi aşağı düşmüşdü. Dünyada pul siyasətinin son hədəfi qiymətlərin sabitliyini təmin etmək, başqa sözlə, stabil inflyasiya səviyyəsi idi.

Lakin, qlobal maliyyə böhranı makroiqtisadi siyasətin fundamentallarına yenidən baxmağın və yeni böhranların qarşısını almaq üçün siyasət çərçivələrini korrektə etməyin vacib olduğunu göstərdi (Blanchard O., 2010). Böhran təsdiq etdi ki, *hədəfin stabil inflyasiya olması vacibdir, lakin kifayət deyil*. Böhran nəticəsində dərin resessiya və məcmu buraxılışda volatillik müşahidə olundu. Səbəb isə odur ki, əgər iqtisadiyyatda aktivlərin qiymətində fundamentallara söykənməyən yüksək artım və ya kredit bumu müşahidə olunursa, o zaman baza inflyasiya sabit olsa belə, “köpüklərin” partlaması əhəmiyyətli iqtisadi ressesiyaya və volatilliyə gətirib çıxara bilər. Bu səbəbdən mərkəzi banklar aktivlərin qiymətlərini də yaxından monitorinq etməli və iqtisadiyyatda köpüklərin yaranmasına preventiv qaydada reaksiya vermək üçün alət arsenalını genişləndirməlidirlər.

Böhran öncəsi prudensial siyasətin makroiqtisadi alət olmadığı ilə bağlı mövqe formalaşmışdı. Prudensial siyasət əsasən fərdi qaydada maliyyə institutları üzərində nəzarətin təmin olunmasına yönəlmişdi. Maliyyə sistemindəki sistem riskləri, makroiqtisadi dəyişmələr lazımınca nəzərə alınmırdı. Əksər siyasət qurucularının maliyyə bazarlarının effektivliyinə olan yüksək və “ehtiyatsız” inamı maliyyə sabitliyinin realistik qiymətləndirilə bilməməsinə səbəb olmuşdu.

Bazar qüvvələrinin özünü-korrektə mexanizminə və maliyyə innovasiyalarının yüksək faydasına inanılmış, sonuncunun sistem daxili və makro təsirləri lazımınca qiymətləndirilməmişdi. Nəticədə effektiv nəzarət-tənzimləmə perimetrindən kənar qalan “kölgə bank sistemi” (shadow banking) formalaşmışdı.

Lakin, böhran prudensial siyasətin makroiqtisadi cəhətdən neytral olmamasını sübut etdi. Prudensial nəzarətin məhdud perimetrə malik olmasının nəticəsi idi ki, bir çox ölkələrdə daşınmaz əmlak bazarındakı köpüklərin partlaması dünyada dərin ressesiyanın yaşanmasına rəvac verdi. Bunun nəticəsi olaraq *kontrtsiklik* prudensial alətlərin tətbiqi miqyasının bütün sistem əhəmiyyətli institutları əhatə etməsi zərurəti yarandı.

Maliyyə tarazlığının kontrtsiklik fəlsəfədə qurulması biznes tsiklin bütün dövrlərində yüksək minimum kapital tələbinin qoyulmasını, iqtisadiyyatın ekspansiya fazasında yüksək kapital buferinin müəyyən edilməsini, *irəliyə-doğru* ehtiyatlanmanın tətbiqini, likvidlik risklərinin azaldılmasını tələb edir.

Qlobal maliyyə böhranı əksər ölkələr üçün İH rejiminin post böhran dövründə də qiymət sabitliyinin qorunması üçün saxlanması zəruriliyini göstərdi. Lakin, böhran öncəsi dizayndan fərqli olaraq, İH rejimi qiymət sabitliyi ilə yanaşı maliyyə sabitliyinin qorunması ilə bağlı hədəfləri də özünə daxil etməlidir.

Pul siyasətinin strategiyası iki istiqamətdə formalaşdırıla bilər. Birinci istiqamət - mərkəzi bankların klassik olaraq mandatında əks olunan qiymətlərin sabitliyinə nail olma potensialının yaradılmasını əhatə edir. Bu halda qiymətlərin sabitliyi dedikdə, İstehlak Qiymətləri İndeksinin 12 aylıq dəyişiminin aşağı səviyyəsi başa düşülür. İkinci istiqamət - aktivlərin qiymətlərinin pul siyasəti qərarlarının qəbulunda nəzərə alınması ilə bağlıdır. Digər tərəfdən, pul siyasətinin effektivliyinin artırılması üçün onun makroiqtisadi siyasətin digər istiqamətləri ilə koordinasiyası da vacibdir.

3. Pul siyasətinin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri

Pul siyasətinin mövcud rejimini və post-böhran dövrünün çağırışlarını nəzərə alaraq Azərbaycanda İH rejiminə keçid şərtlərinin tədrici reallaşdırılması öz aktuallığını saxlayır. İH-nə keçid strategiyası özündə aşağıdakı komponentləri birləşdirir:

- Mərkəzi Bankların əməliyyat avtonomiyası;
- İnflyasiyaya təsir mexanizminin formalaşdırılması;
- Çevik məzənnə rejiminə keçid;
- Adekvat proqnozlaşdırma sisteminin yaradılması;
- Pul siyasətinin kommunikasiyası və şəffaflığının artırılması.

Əməliyyat avtonomiyası. Mərkəzi bankların avtonomiyası iki istiqamətdə başa düşülür: hədəf müstəqilliyi və əməliyyat müstəqilliyi. Əməliyyat müstəqilliyi pul siyasəti alətlərindən (valyuta bazarına və ya pul bazasına müdaxilə) məhdudiyətsiz şəkildə istifadə edə bilməsi imkanındır.

İnflyasiyaya təsir mexanizminin formalaşdırılması. Bu proses özündə iki fəaliyyət istiqamətini ehtiva edir: i) İH-də pul siyasətinin implementasiyası çərçivəsinin təkmilləşdirilməsi ii) Transmissiya kanallarının təhlili və gücləndirilməsi.

Birinci istiqamət perspektivdə AMB tərəfindən inflyasiya hədəfinə nail olmağa imkan verən faiz dərəcəsinin səviyyəsini əməliyyat hədəfi kimi müəyyən etməyi nəzərdə tutur. Bunun üçün banklararası pul bazarının həcmnin artırılması mühüm şərtidir. Belə olan halda banklararası bazarda formalaşan faiz dərəcəsinin iqtisadiyyata transmissiyası mümkündür. Bu istiqamətdə strateji dövrdə əsas fəaliyyət istiqamətləri i) bank sistemində özəl bankların rolunun daha da yüksəlməsi ii) banklararası bazarda girov çeşidlərinin artırılması iii) təminat mexanizminin gücləndirilməsi iv) banklarda likvidliyin idarə edilməsi potensialının gücləndirilməsindən ibarətdir.

İkinci istiqamət AMB-in öz siyasətinin təsirləri barədə daha dəqiq təsəvvürə malik olmasını nəzərdə tutur. AMB pul siyasəti vasitəsilə bazarda formalaşan faiz dərəcələrinə və bank ehtiyatlarına təsir edir. Bu isə öz növbəsində məcmu tələbə bir neçə kanal vasitəsilə (*faiz dərəcəsi kanalı, sərvət kanalı, geniş kredit kanalı, bank borclanması kanalı, məzənnə kanalı və s.*) təsir göstərir.

Hazırkı dövrdə, yəni ölkənin dünya iqtisadiyyatına inteqrasiya səviyyəsinin yüksək olması şəraitində əsas transmissiya kanalı məzənnədir. Məzənnə ötürücülüüyü üzrə hesablamalardan alınmış nəticələrə əsasən Azərbaycan iqtisadiyyatında məzənnə dəyişməsinin qiymət indeksinə ötürücülüüyü yüksəkdir.

İH rejiminin effektiv tətbiqi üçün faiz dərəcəsinin transmissiya kanalı kimi işlək olması və bu kanalın işləmə mexanizminin müəyyən edilməsi mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Faiz dərəcəsinin məcmu tələbə təsirinin gücləndirilməsi üçün bank sektorunun maliyyə dərinliyinin artması mühüm şərtidir. Bu səbəbdən strateji dövrdə faiz dərəcəsinə əsas siyasət alətinə çevirmək üçün strateji fəaliyyət aşağıdakı istiqamətlərə yönəlməlidir:

- nağd pulun ümumi pul kütləsində xüsusi çəkisinin azaldılması;
- maliyyə bazarlarının, o cümlədən dövlət və korporativ qiymətli kağızlar bazarının həcmnin artması;
- dollarlaşma səviyyəsinin daha da azaldılması;
- bank sisteminin ÜDM-ə nisbətdə maliyyə dərinliyinin artması.

Çevik məzənnə rejiminə keçid strategiyası. İH rejimində fəaliyyət göstərən mərkəzi bankların tam əksəriyyəti üzən/idarə olunan məzənnə rejimində fəaliyyət göstərir. Bunun iki səbəbi vardır:

- *Çevik məzənnə rejimi monetar avtonomiyaya imkan yaradır.* Belə ki, təsbit məzənnə rejimi və yüksək kapital mobilliyi şəraitində pul kütləsini tənzimləmək çətindir. Pul kütləsini tənzimləmədən isə inflyasiya hədəfinə nail olmaq mümkün deyil. Bu baxımdan İH-nə keçid eyni zamanda çevik məzənnə rejiminə keçidlə müşayiət olunmalıdır.
- *İnflyasiya ilə paralel məzənnə üzrə də hədəfin müəyyən edilməsi ictimaiyyətdə və maliyyə bazarlarında qeyri-müəyyənliklər yaradır.* Bu halda bazar iştirakçıları üçün iki hədəfin konfliktli zamanı hansının üstün olacağı naməlum qalır. Nəticədə inflyasiya gözləntilərinə təsir gücü azalır və hər iki hədəfə nail olmamaq riski artır.

Beləliklə, çevik məzənnə rejiminə keçid yalnız iqtisadiyyatın və valyuta təklifinin diversifikasiyası, habelə valyuta bazarı infrastrukturunun dərinləşməsi şəraitində mümkündür.

Dünya təcrübəsi göstərir ki, konseptual olaraq çevik məzənnəyə keçid strategiyası aşağıdakı üç mərhələdə aparıla bilər (Duttagupta R, 2004):

- i) *Təsbit rejim → Məzənnənin məhdud çevikliyi.* Məzənnəyə çeviklik verilməsinin ilk mərhələsi kimi optimal rejim ABŞ dollarına bağlanan mərkəzi paritet olmaqla dəhliz rejimidir. Dəhliz rejiminin tətbiqi i) dollarlaşmanın yüksək olması, ii) ikitərəfli məzənnənin qiymətlərə yüksək keçiriciliyi iii) dünya bazarındakı məzənnə volatilliyinin daxili bazara birbaşa təsirinin azaldılması və iv) kommunikasiya baxımından effektiv olması baxımdan rasionaldır.
- ii) *Məzənnənin məhdud çevikliyi → Məzənnənin əhəmiyyətli çevikliyi.* Dəhliz rejimindən üzən tənzimlənən rejimə keçidin reallaşması və məzənnəyə daha geniş diapazonda üzümə şərait yaradılması. Bunu təmin etmək üçün, risk idarəetməsinə əsaslanan prudensial nəzarətin qurulması, valyuta bazarında müxtəlif maliyyə alətlərinin tətbiqinin (xüsusilə, hec alətləri) təşviq edilməsi mühüm fəaliyyət istiqamətləridir.
- iii) *Məzənnənin əhəmiyyətli çevikliyi → Üzən rejim.* Üzən rejimə keçdikdə, mərkəzi banklar məzənnə ilə bağlı hədəfini aradan qaldırırlar və valyuta bazarına müdaxilə qaydasını müəyyən edirlər.

Adekvat proqnozlaşdırma sisteminin yaradılması. İH rejiminin mühüm elementlərindən biri də adekvat proqnozlaşdırma bazasının mövcud olmasıdır. Belə ki, inflyasiyanın hədəfdən məsafəsini daim monitorinq etmək üçün inflyasiyanın hədəf dövrü ərzindəki trayektoriyasını proqnozlaşdırmaq lazımdır. Bunun üçün makroiqtisadi modelləşdirmə (köpüklər, tarazlı məzənnə modeli, istehsal fərqlinin (output gap) ölçülməsi, pula tələb modeli və s.) imkanlarının və beynəlxalq iqtisadiyyatın təsirini ölçən modellərin olması zəruridir.

Ümumilikdə, İH rejimini tətbiq edən mərkəzi banklarda proqnozlaşdırma iki səviyyədə həyata keçirilir:

1. *Qısa müddətli proqnozlaşdırma* - iqtisadiyyatın sektorları üzrə qısamüddətli modellər və makroekonometrik model əsasında proqnozlaşdırmanı özündə ehtiva edir. Bu çərçivədə proqnozlaşdırma iki istiqamətdə aparılır.

- *Sektoral proqnozlaşdırma*. İqtisadiyyatın sektorları üzrə (real, tədiyyə balansı, büdcə, monetar) zaman sıraları metodlarının tətbiqi ilə proqnozlaşdırma. Bu halda həm təkdəyişənli, həm də çoxdəyişənli proqnozlaşdırma üsullarından istifadə edilməlidir.
- *Makroiqtisadi asılılıqları nəzərə alınmaqla proqnozlaşdırma*. Bu halda makroekonometrik model sektorial proqnozların digər makroiqtisadi göstəricilərlə uyğunluğunu yoxlamaq üçün vasitədir.

2. *Uzunmüddətli proqnozlaşdırma* - daha detallı informasiyaya əsaslanır və iqtisadiyyatda ümumi tarazlığı nəzərə alaraq proqnozlar verir. Belə modellər nəzəri və empirik metodologiya baxımından daha mürəkkəb və hərtərəfi olur. Müasir dövrdə mərkəzi banklarda bu məqsəd üçün DSGE modelindən (dinamik stoxastik ümumi tarazlıq modeli) istifadə edilir.

Makroiqtisadi diaqnostikanın və tədqiqatların dərinləşdirilməsi üçün AMB aşağıdakı istiqamətlərdə iqtisadi riyazi üsulların tətbiqini nəzərdə tutur:

- Pul siyasətinin bütün transmisiya kanallarının, o cümlədən məzənnənin real iqtisadiyyata (təklifə) və qiymətlərə təsirinin etibarlı ölçülməsinə imkan verən effektiv makroiqtisadi modelin qurulması;
- Empirik makroiqtisadi tarazlıq modellərinin qurulması;
- İnflyasiya (Bayesian VAR, BVAR), məzənnə (BEER), köpüklər (SVAR), buraxılış kəsiri (bayesian kalman filter) modellərinin metodoloji keyfiyyətinin artırılması;
- DSGE modelinin işlək vəziyyətə gətirilməsi və siyasət simulyasiyalarında praktiki tətbiqi;
- Pulun qiymətini və bankların resurslarının marjinal dəyərini qiymətləndirən metodologiyanın mənimsənilməsi;
- Manatın məzənnəsinin tarazlı səviyyəsini etibarlı ölçən makroiqtisadi modelin qurulması.

Pul siyasətinin etibarlılığının artırılması üçün kommunikasiya və şəffaflığın artırılması. İH rejimi tətbiq edən ölkələrdə pul siyasətinin etibarlılığının artırılması iqtisadi agentlərin gözləntilərini idarə etmək baxımından mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Bu baxımdan AMB-in şəffaflıq indeksi üzrə bençmark kimi İH rejimi tətbiq edilən ölkələr götürülə bilər.

Qeyd edək ki, mərkəzi bankın şəffaflıq indeksi:

i) məqsədlərin şəffaflığı (məqsədləri açıq elan edən pul siyasəti bəyanatının olması, hədəfin rəqəmli ifadə olunması, koordinasiya əlaqələrinin institusional çərçivəsi);

ii) iqtisadi şəffaflıq (iqtisadi göstəricilərin ictimaiyyətə açıq olması, pul siyasəti təhlilində istifadə olunan makroiqtisadi modelin açıqlanması, mərkəzi bankın proqnozlarının nəşri);

iii) prosedur şəffaflığı (pul siyasəti çərçivəsini açıqlayan siyasət qaydasının və ya strategiyanın mövcud olması, pul siyasəti qərarlarının açıqlanması prosesinin ictimaiyyətə açıqlanması);

iv) siyasət şəffaflığı (siyasət qərarlarının açıqlanması tezliyi, qərarların izahı və gələcək dəyişmələrlə bağlı gözləntilərin qeyd edilməsi) ilə bağlı göstəricilər əsasında hesablanır.

Bundan əlavə, verilən informasiyanın əhəmiyyəti, dəqiqliyi və yenilənmə tezliyi, ictimai maraq, informasiya asimetriyasının aradan qaldırma qabiliyyəti, nəşrlərin gözləntilərə əhəmiyyətli təsiri, pul siyasəti icmalı üçün məsuliyyət və gözləntilərin davamlı monitorinqi də bu strategiyanın mühüm tərkib hissələridir.

Aktivlərin qiymətlərinin pul siyasəti qərarlarında nəzərə alınması. Son qlobal böhran bir daha göstərdi ki, aktivlərin qiymətlərinin bum və enmə tsiklləri makroiqtisadi stabillik üzərində dramatik effektdə səbəb ola bilər. Maliyyə bumu dövrlərində pul siyasətinin effektivliyini artırma bilən 3 yeni transmissiya kanalı müəyyən edilmişdir: *riskli davranış, pul siyasətinin signal effekti və kütlə davranışının qarşısının alınması kanalları.*

Riskli davranış kanalı (Borio, 2008) - aşağı faiz dərəcələri olan vaxtlarda maliyyə bazarı iştirakçılarının izafi riskə getməsinə əks etdirir. *Signal kanalı vasitəsilə* pul siyasəti alətlərinin dərəcələrində kiçik artımlar investisiya davranışlarına əhəmiyyətli təsir edə bilər. Bu modeldə pul siyasəti tədbirləri mərkəzi bankın məlumatlarına effektiv şəkildə uyğunlaşdırılmalıdır ki, bu da investorlar arasında daha yaxşı koordinasiyanı təmin edər.

Kütlə davranışı yanaşmasında - investorlar başqalarının davranışlarının trendini izləyərək köpüyü şişirtməyə meyillidirlər. Müəyyən edilmişdir ki, siyasət dərəcələrinin artırılması kütlə davranışını dayandırmaqda effektiv ola bilər və investorları müstəqil investisiya qərarları verməyə inandıra bilər.

Pul siyasəti qərarlarının aktivlərin qiymətlərinə transmissiyasının qeyd edilən kanallarının mövcud olması pul siyasəti qərarlarında bu qiymətlərin nəzərə alınmasını zəruri edir. Bu baxımdan strateji dövrdə iqtisadiyyatda aktivlərin qiymətindəki dəyişmələrin monitorinqini gücləndirmək və erkən xəbərdarlıq sistemlərinin qurulması əsas fəaliyyət isitqamətləri kimi müəyyən edilmişdir.

Aktivlərin qiymətlərində mümkün köpüklərin qarşısını almaq üçün siyasət dərəcəsi yetərsiz olduğundan, eləcə də siyasət dərəcələrindəki radikal dəyişmələrin makroiqtisadi qeyri- sabitlik yarada biləcəyindən kontrtsiklik makroprudensial alətlərdən istifadə zəruridir. Hazırda Azərbaycan Mərkəzi Bankında bu istiqamətdə zəruri işlər aparılır.

4. Nəticə

İnflyasiyanın hədəflənməsi rejiminin tətbiqi inflyasiya üzrə hədəfə nail olunmasında ən effektiv siyasət çərçivəsidir. Bu çərçivə həm də iqtisadi volatilliyin azaldılmasında mühüm rol oynayır.

Bununa belə, bu rejimə keçid tədrici olmalı, müvafiq makroiqtisadi və struktur şərait yetişdikcə onun tətbiqi imkanlarına baxılmalıdır. Məzənnə rejiminin çevikliyinə artırılması burada xüsusi rol oynayır. Lakin, bunun üçün valyuta bazarında müvafiq şərtlər yaranmalı, maliyyə bazarının inkişafı dərinləşməlidir.

İH rejimi nə qədər mükəmməl olsa belə, qlobal iqtisadi böhran göstərdi ki, maliyyə köpüklərinə qarşı effektiv mübarizə aparmaq üçün İH rejiminin çərçivəsi təkmilləşməli, onun hədəflərini daha dəqiq ifadə edən yeni indikatorlar işlənməlidir.

Ədəbiyyat

1. Batini, N. K. (2005). "Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?" . Chapter IV in International Monetary Fund, World Economic Outlook,.

2. Blanchard O., D. G. (2010). *"Rethinking Macroeconomic Policy"* . Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, vol. 42(s1), pages 199-215.
3. Borio, C. E. (2008). *Capital Regulation, Risk-Taking, and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?* BIS Working Paper 268.
4. Duttagupta R, F. G. (2004). *"From Fixed to Float: Operational Issues in Moving Towards Exchange Rate Flexibility,"*. IMF Working Paper04/126 (Washington: International Monetary Fund).
5. BIS Paper N 49 (December 2009) " Monetary policy and the measurement of inflation: prices, wages and expectations"
6. Medina, JP and C Soto (2008) "Oil Price Shocks and Monetary Policy Credibility" Mimeo, Central Bank of Chile