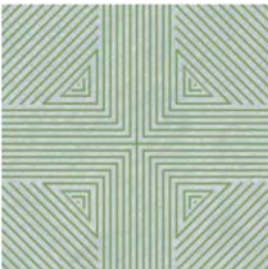
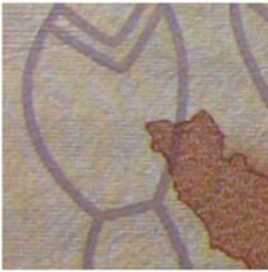




AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASININ  
MƏRKƏZİ BANKI

İŞÇİ MƏQALƏLƏRİ SİLSİLƏSİ  
№ 11/2013



VALYUTA EHTİYATLARININ İDARƏ OLUNMASI:  
YENİ YANAŞMALAR

*Aftandil Babayev*

---

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

---

# Valyuta ehtiyatlarının idarə olunması: yeni yanaşmalar

## Xülasə

Asiya böhranından sonra dünyada valyuta ehtiyatlarının əhəmiyyətli artması ehtiyatların idarə edilməsinə və onun maliyyə bazarlarına təsirinə diqqəti artırmışdır. Son 10 ildə isə dünyada ehtiyatların idarə edilməsi təcrübəsi əhəmiyyətli dərəcədə inkişaf etmiş, bu inkişaf həm də iqtisadi və institusional mühitdə baş verən dəyişiklikləri özündə əks etdirmişdir.

Məqalədə də ehtiyatların idarə olunmasına dair beynəlxalq təcrübə təhlil edilmiş, bu dəyişikliyin əsas səbəbləri göstərilmiş və post-böhran dövrünün çağırışları ümumiləşdirilmişdir. Xüsusilə maliyyə bazarlarına təsir edəcək çağırışlara önəm verilmişdir.

## Abstract

The increasing size of official foreign exchange reserves after years of continued expansion, especially since the Asian crisis, have led to rising interest for the ways of asset management and the impact of reserves on financial markets. Reserve management practices have evolved substantially over the past decade or so, reflecting changes in both the economic and the broader institutional environment.

This paper documents some of the main changes in foreign exchange reserve management practices, considers the main drivers behind them, and explores some of the challenges ahead. Special focus is given on those challenges that could have a more significant impact on financial markets.

**Açar sözlər:** mərkəzi bankçılıq, maliyyə böhranı, maliyyə sabitliyi, rezervlərin idarə edilməsi

**Key words:** central bank, financial crisis, financial stability, reserve management

**Jel classification:** E58, G01

## Giriş

Təcrübədə valyuta ehtiyatları beynəlxalq kaptial axınlarının volatilliyi, maliyyə sabitsizliyi və digər şoklardan sığortalanmaq, həmçinin xammal ixracından əldə edilən kapitalın yığılması və ehtiyatların nəsilərarası optimal bərabər bölgüsü məqsədlərinə xidmət edir. Aparılan təhlillər göstərir ki, əksər inkişaf etmiş Asiya və Latın Amerikasına ölkələri qlobal böhrana qədər əhəmiyyətli beynəlxalq valyuta ehtiyatları toplamış və bu ehtiyatlardakı artım onun kifayətlilik səviyyəsini əksər hallarda dəfələrlə üstələmişdir. Sonralar Beynəlxalq Valyuta Fondu (BVF) belə izafi ehtiyat akkumulyasiyasının qlobal monetar sistemin sabitliyinə və qlobal tarazlığa risk yaratması arqumenti ilə çıxış etməyə başladı. Lakin, qlobal maliyyə bazarlarının inkişafı kontekstində beynəlxalq ehtiyatların elə də izafi xarakter daşıması BVF-nin bu mülahizələrini inandırıcı etmədi.

Son qlobal maliyyə böhranı valyuta ehtiyatlanması siyasəti ilə bağlı bir sıra məsələləri aktuallaşdırmış, yeni çağırışlara və əksər ölkələrdə valyuta ehtiyatlanması siyasətinin yenidən nəzərdən keçirilməsinə səbəb olmuşdur. Maliyyə bazarlarının dünya maliyyə sistemində inteqrasiya etdiyi iqtisadiyyatlarda bank sektorunda valyuta likvidliyi problemi böyük təhdidlər yaratmış, bəzi ölkələrdə isə kapital qaçışı və məzənnənin ucuzlaşması valyuta bazarına müdaxiləni zəruri etmişdir.

Aparılan tədqiqatlar göstərir ki, böhran dövründə valyuta ehtiyatları pro-tsiklik idarə olunmuşdur. Xüsusilə, böhranın ilkin dövrlərində kommersiya banklarına qoyulan depozitlər geri çəkilmiş və Avrozonada və ABŞ-a məxsus istiqrazlar isə satılmışdır. Təqribi hesablamalara görə, böhran dövründə dünya üzrə 500 milyard ABŞ dollarına yaxın vəsait bank sektorundan çıxarılmışdır (BVF).

Kapital qaçışı banklararası fond bazarının çökməsi ilə eyni vaxta təsadüf etdiyindən, bank sisteminin mərkəzi banklardan likvidlik asılılığı artmışdır. Böhran dövründə valyuta ehtiyatlarının idarə olunması dərsləri göstərdi ki, iri həcmli ehtiyatlara malik iqtisadiyyatlar xarici şoklara qarşı müvazinətlərini daha effektiv qoruya bildilər. Bu hal əksər ölkələrin (Azərbaycan da öz müsbət təcrübəsi ilə belə uğurlu ölkələr sırasındadır) davranışlarında özünü aydın biruzə verdi və böhranın ilkin dövrlərindən başlayaraq mərkəzi banklar valyuta ehtiyatlarını artırmağa üstünlük verdilər. Lakin, böhran həm də onu göstərdi ki, ehtiyatlanma monetar merkantilizm, xarici valyuta satınalması ilə bağlı "kəmiyyət yumşalması" və ya "qonşudan geri qalmaq" qorxusu kimi amillər hesabına baş verə bilər. Ümumilikdə, bu amillər həm də perspektivdə ehtiyatların akkumulyasiyası tendensiyasının uzun müddət davam edəcəyini göstərir.

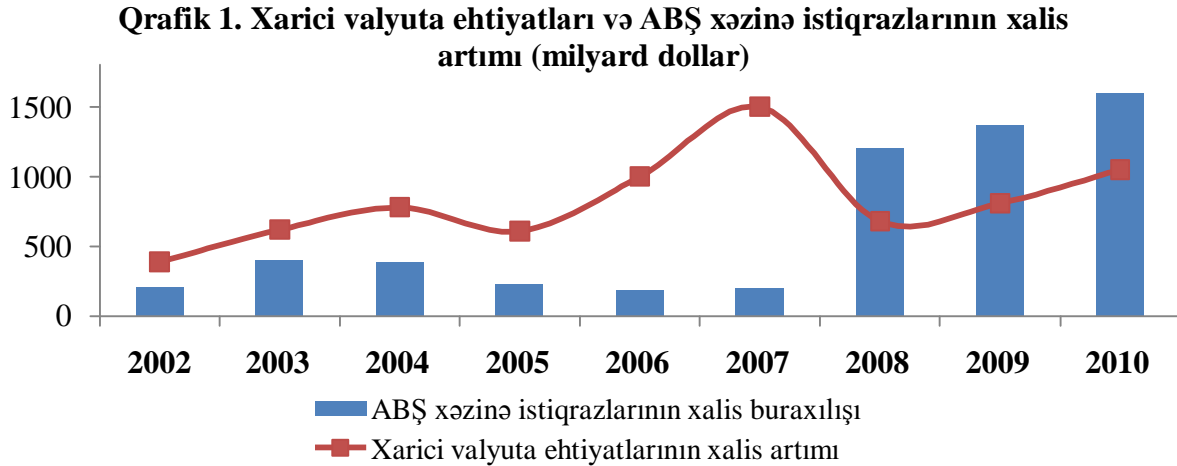
Post-böhran dövründə əksər ölkələrdə iri həcmdə ehtiyatların toplanması onların müxtəlif investisiya perspektivləri ilə bağlı sualları da aktuallaşdırdı. Məsələn, aşağı gəlirli mühitdə fəaliyyət göstərmək mərkəzi bankların gəlirlilik səviyyəsinə mənfi təsir edir. Əksər mərkəzi bankların passivləri sıfır faiz dərəcəsi ilə idarə olunsa da, onların xərclərinin böyük hissəsi təsbit edilmiş formadadır. Nəticədə mərkəzi bankların gəlirlilik mövqeyinin faiz dərəcələrinə həssaslığı artır. Bir tərəfdən risk aşağı faizdən qaynaqlanır, digər tərəfdən isə məhdud gəlirlilik mövqeyi mərkəzi bankların müstəqilliyinə təzyiqlər yaradır.

Digər yeni aktual məsələlərdən biri də yüksək gəlirli aktivlərə investisiya qoyulması ilə əlaqədardır. Belə ki, əlavə gəlirlilik əlavə investisiya riski tələb etdiyindən, bu addım bir qədər riskli görünür. Eyni zamanda mərkəzi banklar uzunmüddətli aktivlərə də investisiya qoya bilərlər ki, bu da daxili borc kapitalı bazarının inkişafını dəstəkləyə bilər.

## 1. Strateji ehtiyatların idarə edilməsi: global böhrandan əvvəlki təcrübə

### 1.1. Strateji ehtiyatların formalaşması

Asiya böhranından sonra böhrandan ən çox zərər çəkən ölkələrdə sürətli ehtiyat yığımı baş verdi. Cənub-Şərqi Asiya ilə yanaşı Latin Amerikasını böyük valyuta ehtiyatları yığmağa başladı. İnkişaf etmiş ölkələrdə isə valyuta ehtiyatlarında son dövrlər cüzi artım müşahidə edilmişdi. Bununla belə, xarici valyuta ehtiyatları hətta ənənəvi ehtiyat adekvatlığı indikatoru ilə müqayisədə daha yüksək səviyyəyə çatmışdır (Qrafik 1).



Mənbə: BVF

Bütövlükdə, ölkə təcrübələrinə əsaslanmaqla iqtisadi ədəbiyyatda valyuta ehtiyatlarının artımının üç əsas səbəbi göstərilir:

- 1. Ehtiyatlılıq səbəbi.** Belə ki, bu məqsədlə qlobal kövrəklikdən sığortalanmaq (Aizenman və Li, 2007) və kapitalın gözlənilməz qaçışına qarşı bufer ehtiyatlar yaradılır;
- 2. Pul merkantilizmi.** Məzənnə təzyiqlərinin qarşısını almaq və ixracın rəqabətə davamlılığını artırmağa imkan verir;
- 3. “Qonşulardan geri qalma” qorxusu.** Tərəfdaş ölkələrin ehtiyat göstəricilərindən geridə qalma qorxusu ehtiyatların saxlanması davranışını zəruri edir. Belə davranış həmçinin başqa səbəblərlə izah oluna bilər. Məsələn, Asiya böhranı zamanı aşağı ehtiyatlara malik ölkələr daha çox zərərli üzləşmişlər. Təcrübədə daha yüksək valyuta ehtiyatları isə ölkəyə kapital axını stimullaşdırmışdır (Cheung və Qian, 2009).

Qeyd edək ki, qonşulardan geri qalmamaq söyləri Asiya ölkələrinin ehtiyat yığımına əhəmiyyətli təsir göstərmişdir. Bu səbəb yalnız Asiya böhranından sonra meydana çıxmış və qlobal iqtisadi rifah baxımından ehtiyatların artması optimal deyildir. Buna görə də iqtisadi ədəbiyyatda beynəlxalq kapitalın hərəkəti və maliyyə inteqrasiyasının dərinləşməsindən irəli gələn risklərdən (kapitalın ölkədən axını) sığortalanmaq tövsiyyə edilir.

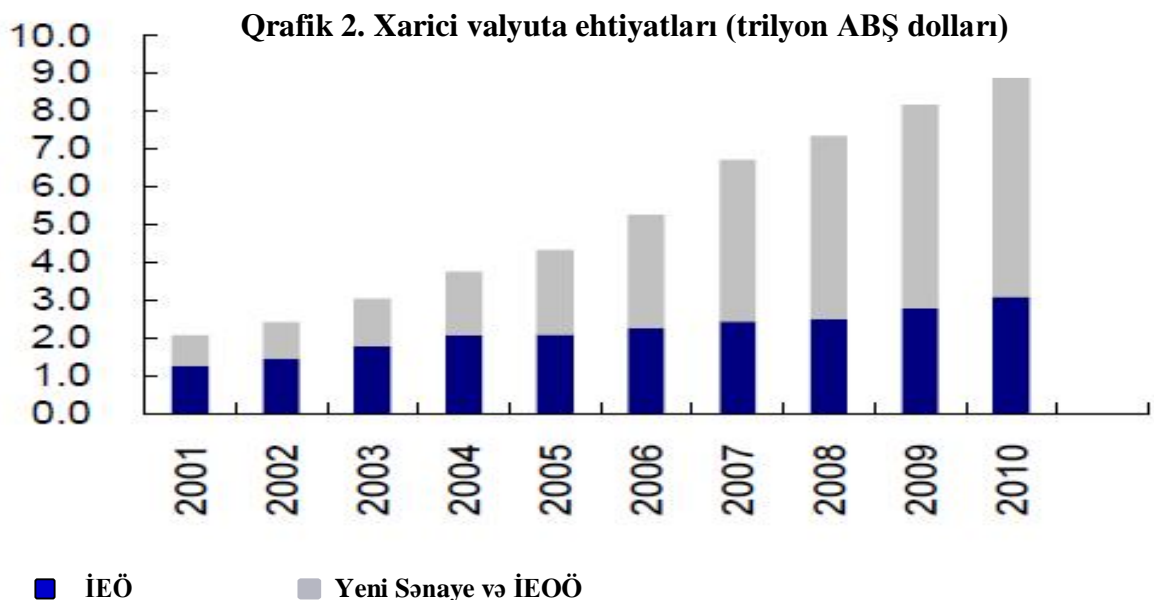
Klassik yanaşmalarda ölkəyə kapital axınının qəflətən dayanması zamanı yığılmış ehtiyatlardan istifadəyə üstünlük verilməsi məqsəduyğun hesab olunur. Eyni zamanda alternativ təsir mexanizminə əsasən, ehtiyatların yüksək səviyyədə olması ölkədən kapital axını ehtimalını azaldır və ya belə axın baş

verdikdə, ölkədən kapital qaçışının miqyası məhdudlaşır. Həmçinin ehtiyat yığıcı iqtisadiyyatın xarici mənbələrdən maliyyələşmə xərclərini də azaldır.

## 1.2. Böhrandan əvvəlki dövrdə ehtiyatların idarə edilməsi

Bir çox ölkələrdə valyuta ehtiyatları mərkəzi banklar (MB) tərəfindən idarə olunur. ABŞ, Böyük Britaniya və Yaponiya kimi ölkələrdə isə valyuta ehtiyatları formal olaraq dövlət tərəfindən idarə edilir və bu zaman son qərarı hökumət (adətən Xəzinə və ya Maliyyə Nazirliyi) verir. Bütövlükdə, ölkə təcrübələrini ümumiləşdirməklə xarici valyuta ehtiyatlarının idarə edilməsinin üç xüsusiyyətini göstərmək olar: 1) bu ehtiyatlar dövlət vəsaiti hesab olunur və dövlət həmişə onun təhlükəsizliyinə xüsusi diqqət yetirir; 2) ehtiyatlar istifadə olunandır (həm investisiya mənbəyi və həm də iqtisadi siyasətə dəstək aləti); 3) ehtiyatlar dövlətin digər maliyyə vəsaitləri ilə müqayisədə kifayət qədər böyük həcmdədir və bu səbəbdən əksər hallarda ehtiyatları saxlamaqda əsas məqsəd onların gəlirliyi ilə bağlı olmamışdır.

Son 10 ildə inkişaf etməkdə olan ölkələr (İEOÖ) və yeni sənaye ölkələri cari ticarət balansındakı profisit hesabına xarici valyuta ehtiyatlarını artırmağa başlamışlar. Statistik məlumatlara əsasən (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)) bəzi İEOÖ və yeni sənaye ölkələrində xarici valyuta ehtiyatları 2001-2010-cu illərdə 0.8 trilyon ABŞ dolları artaraq 8.5 trilyon ABŞ dollarına çatmışdır.



Mənbə: COFER

Xarici valyuta ehtiyatlarının sürətlə artdığı ölkələr öz növbəsində belə böyük həcmdə ehtiyatların idarə olunması problemi ilə üzləşmişlər. Təcrübədə valyuta ehtiyatları ABŞ və ya digər inkişaf etmiş ölkələrin (İEO) aşağı volatillik və yüksək stabilliyi ilə fərqlənən uzunmüddətli dövlət istiqrazlarının alınmasına yönəldilir. Ehtiyatların strukturunda əsasən ABŞ dolları, avro və yapon yenində olan uzunmüddətli istiqrazlar dominant rola malikdir. CEİC məlumatlarına əsasən 1999-2009-cu illərdə ABŞ, Avro zona ölkələri və Yaponiyanın 10 illik istiqrazlarının orta gəlirliyi müvafiq olaraq 4.57%, 4.4% və

1.47% olmuşdur. Dünya Bankının məlumatlarına əsasən birbaşa xarici investisiyaların (BXİ) gəlirliyi isə son 10 ildə 20%-dən çox olmuşdur.

### 1.3. Böhran dövründə ehtiyatların idarə edilməsi

Əvvəlki böhranlardan fərqli olaraq, 2008-ci ilin böhranından sonra qiymətli kağızların saxlanması meyl əhəmiyyətli artmışdır. Belə ki, 2008-ci ilin yayında ABŞ-ın xəzinə istiqrazlarına artan tələb hesabına avqust ayının sonunda istiqrazların həcmi iki dəfə artaraq ilin sonuna 500 milyard ABŞ dollarına çatmışdır.

2008-ci ilin ortalarına qədər təhlükəsizlik baxımından ehtiyatların istiqrazlara yerləşdirilməsinə üstünlük verilmiş, lakin 2009-cü ilin ortasına qədər portfelin cəmi  $\frac{1}{4}$  -nin vaxtında ödənişləri təmin edilmişdir.

“Lehman qardaşları”nın iflas olması isə onun qiymətli kağızlarına investisiya edən ABŞ-ın iri pul bazarı fondunu öz səhmlərini bir dollardan yuxarı almamaq niyyətini elan etməyə məcbur etdi. Həmin hadisə fondlardan qaçışa səbəb oldu. Bu isə Avropa və başqa qeyri-amerikan banklarını “dollar uğrunda mübarizə”yə sövq etdi. Nəticədə bu banklardan əmanət qaçışı baş verdi.

Qeyd edək ki, 2009-cü ilin iyul ayına qədər xəzinə istiqrazların həcmi 350 milyard ABŞ dolları artmış, eyni zamanda ofşor dollar depozitləri və agentlik istiqrazları müvafiq olaraq 200 milyard ABŞ dolları və 100 milyard ABŞ dolları məbləğlərində azalmışdır. 2007-ci ilin ortasından 2010-cü ilin ortasına qədər Birləşmiş Ştatların xaricində mövcud olan dollar depozitlərin həcmi iki dəfə azalmışdı və ən kəskin azalma 2008-2009-cü illərdə müşahidə olunmuşdu.

### 1.4. Azərbaycan təcrübəsi

Son 15 ildə Azərbaycanın strateji valyuta ehtiyatları 100 dəfədən çox artaraq 47 mlrd.\$-ı ötüb keçmiş və **təqribən 3 illik mal və xidmətlərin idxalına kifayət edir. Eyni zamanda strateji valyuta ehtiyatları xarici dövlət borcundan təqribən 8 dəfə çoxdur.** Hazırda ÜDM-in 70%-i həcmində strateji valyuta ehtiyatı formalaşmışdır ki, bu göstəriciyə görə Azərbaycan dünyada ilk 15-likdədir.

Ümumilikdə, strateji valyuta ehtiyatlarının yüksək tempə artımı ölkə iqtisadiyyatının mümkün xarici böhran təsirlərinə qarşı həssaslığını azaldan və güclü "makroiqtisadi bufer" formalaşdıran amildir. Bunun nəticəsi olaraq ölkənin Xalis Beynəlxalq İnvestisiya Mövqeyi əlverişlidir.

Ölkənin strateji valyuta ehtiyatlarının çoxalması, ilk növbədə, kredit reytinginin yüksəlməsinə müsbət təsir etmişdir. Belə ki, strateji valyuta ehtiyatlarının artması xarici investorlar üçün ölkənin cəlbediciliyini artırmışdır. Məlum olduğu kimi, investorlar sabit iqtisadiyyatlı ölkələrə meyilli olurlar. Həmçinin valyuta ehtiyatlarının sürətlə artması ölkənin ödəniş qabiliyyətli olması, öhdəliklərini vaxtında yerinə yetirə bilməsi deməkdir.

Dünya Bankının və Beynəlxalq Valyuta Fondunun hesabatlarında bildirilir ki, Azərbaycan hökuməti strateji valyuta ehtiyatlarının idarə olunması istiqamətində çevik siyasət yürüdür. Bu siyasət dünyada maliyyə böhranının davam etdiyi dövrdə böyük valyuta ehtiyatlarına malik ölkə üçün böhranın hər hansı təsirini tamamilə məhdudlaşdırmaq iqtidarına malikdir. Beynəlxalq maliyyə institutları

Azərbaycanda dərin makroiqtisadi təməllərin yaradıldığını, maliyyə sabitliyinin möhkəmləndirilməsi istiqamətində çevik iqtisadi addımların atıldığını, ümumilikdə, valyuta bazarının bütün seqmentlərində inkişaf templərinin müşahidə olunduğunu bəyan ediblər. Bu tendensiya valyuta ehtiyatlarının artması ilə bərabər, həm də milli valyutanın - manatın aktiv siyasət aləti kimi nüfuzunun artmasına təkan potensialı yaradır.

Valyuta ehtiyatlarının artması beynəlxalq maliyyə bazarlarında idarəetməyə verilən aktivlərin əhəmiyyətli dərəcədə yüksəlməsinə də əsas yaratmışdır. Azərbaycan hökuməti ehtiyatların bir hissəsini qlobal maliyyə menecerlərinə idarəetməyə vermişdir. Hazırda Mərkəzi Bankın valyuta ehtiyatlarının bir hissəsi, o cümlədən Dövlət Neft Fondu vəsaitlərinin bir qismi ixtisaslaşmış beynəlxalq maliyyə institutlarının vasitəsilə idarə olunur. Bu siyasətin əsas elementləri həmin vəsaitlərin maksimum gəlir gətirən bölmələrdə yerləşdirilməsindən ibarətdir. Strateji valyuta ehtiyatlarının artmasında və ölkənin maliyyə imkanlarının yaxşılaşmasında vəsaitlərin idarə olunması perspektivli və yüksək gəlir gətirən sahə hesab olunur.

Yaxın illərdə xarici təşkilatlara idarəetməyə verilən valyuta ehtiyatlarından əldə olunan gəlirlər neft sektorundan sonra aparıcı yerlərdən birini tuta bilər. Son illər ehtiyatların həm valyuta strukturunda, həm də alət strukturunda mühüm diversifikasiya tədbirləri də həyata keçirilir. Buna görə də ehtiyatların alət strukturunda daha yüksək reytingə malik dövlət və korporativ qiymətli kağızlar böyük əksəriyyət təşkil edir. Hazırda həm Mərkəzi Bankın, həm də Dövlət Neft Fondunun vəsaitləri dünyanın tanınmış maliyyə təşkilatlarında idarəetməyə verilib və nəticədə hər il əhəmiyyətli gəlir əldə olunur.

### **1.5.Valyuta ehtiyatlarının idarə edilməsində Suveren Fondların rolu**

Təcrübədə ticarət balansını uzunmüddətli profisitli olan Küveyt, Sinqapur və Çin kimi iqtisadiyyatlar üçün xarici valyuta ehtiyatlarının idarə olunmasında Suveren Fondlar (SF) mühüm rol oynayır. Belə ki, 2010-cu ilin sonunda SF-in aktivlərinin həcmi 3.95 trilyon ABŞ dollarına çatmışdır ki, bu da cəmi qlobal xarici valyuta ehtiyatlarının 47%-ni təşkil edirdi. SF-in aktivləri əsasən ixrac gəlirləri hesabına formalaşır.

SF dövlət tərəfindən idarə olunsalar da, hedj və qarşılıqlı fondlarla müqayisədə aşağı şəffaflığa malik olması ilə fərqlənir. Belə ki, SF investisiya məlumatlarının ictimaiyyətə açıqlanmasında maraqlı deyillər. Məsələn, əsas SF hesab olunan Çin İnvestisiya Korporasiyası (China Investment Corporation (CIC)) və Abu Dabi İnvestisiya İdarəetməsinin (Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)) fəaliyyəti uzun müddət qapalı olmuşdur.

Həmçinin ehtiyatların ənənəvi idarə edilməsindən, yəni fondların əsasən sabit gəlirli qiymətli kağızlara investisiya edilməsindən fərqli olaraq SF aktivlərini daha riskli sahələrə yönəldir. Məsələn, QIA (Qatar Investment Authority) aktivlərini səhm, hedj fondları, özəl qiymətli kağızlar, əmlak və s. aktivlərə yerləşdirir. Eyni zamanda SF-lar böhrandan əvvəl maliyyə institutlarına yatırılan investisiyalara da xüsusi önəm verirdi. Bu səbəbdən dövlət fondlarından fərqli olaraq, SF-in investisiya itkiləri ilə üzvləşmə ehtimalı böyük idi. Çünki SF üçün dəqiq qanun və ya tənzimləmə normativi mövcud deyildir.

Ümumiyyətlə, böhrandan əvvəl SF-in əksəriyyəti şəffaf olmadığından investisiya baryerləri ilə üzvləşirdi. Lakin, böhranın baş verməsi qlobal aləmdə SF-a münasibətin dəyişməsinə səbəb oldu və bu fondlara diqqət artdı. Xüsusilə 2008-ci ildən başlayaraq bəzi ölkələrdə yeni SF yaranmağa başladı və

nəticədə aktivlərin sürətlə artması davam etdi. Perqin (2011 SF İcmalı) məlumatlarına əsasən SF-in aktivləri 2008-ci ildə 3.05 trln ABŞ dollarından 2011-ci ildə 3.98 trln ABŞ dollarınadək artdı.

Böhrandan əvvəl SF-in əsas hədəfi maliyyə institutları olmuşdur (aktivlərin 44.6%-i). Böhran zamanı iri maliyyə korporasiyalarının iflası öz növbəsində SF-a ciddi zərər vurdu. Nəticədə böhrandan sonra ümumi SF-in aktivlərində maliyyə institutlarının payı 8%-ə düşdü və kapital daha çox daşınmaz əmlak, enerji sənayesi və istehlaka yönəldildi. Məsələn, daşınmaz əmlaka investisiya 2 dəfə artdı. Preqin (2011) statistik məlumatlarına əsasən SF vəsaitlərinin 56%-ni daşınmaz əmlaka investisiya edirlər.

Azərbaycan Respublikası Neft Fondu (ARDNF) yüksək institusional inkişaf səviyyəsinə malik bir suveren fondur. ARDNF neft gəlirlərinin gələcək nəsillər üçün toplanması funksiyasını yerinə yetirməklə yanaşı, həm də bu gəlirlərdən ölkədə infrastruktur, sosial məsələlərin həlli, habelə insan kapitalının inkişafı istiqamətlərində də effektiv istifadə olunmasını təmin edir.

Son illər ARDNF vəsaitlərin idarə edilməsi, şəffaflığın təmin edilməsi baxımından digər dövlətlərlə öz təcrübəsini bölüşdürməyə qadir olan və beynəlxalq nüfuzlu bir quruma çevrilmişdir. ARDNF-in fəaliyyətinin yüksək dərəcədə şəffaflığı beynəlxalq icma tərəfindən təsdiq olunur. Bunun bariz göstəricisi Mineral Ehtiyatların Hasilatı ilə Məşğul olan Sənaye Sahələrində Şəffaflıq Təşəbbüsünə (MHŞT) qoşulmuş ölkəmizin təmsilçisi kimi, 2009-cu ildə ARDNF-ə MHŞT mükafatının təqdim edilməsi olmuşdur.

Bir sıra dünya dövlətlərində ARDNF ilə oxşar cəhətləri olan analoji fondlar da fəaliyyət göstərirlər. Bunlardan biri Norvegiyada fəaliyyət göstərən Dövlət Pensiya Fondudur. Burada neft ixracatından əldə olunan bütün vəsaitlər toplanılır. Bu vəsaitlər Norveç mərkəzi bankının nəzdində fəaliyyət göstərən investisiyaların idarə olunması üzrə xüsusi qurum tərəfindən idarə olunur.

### **3. Strateji ehtiyatların idarə olunması: müasir yanaşmalar**

#### **3.1.Pul Siyasəti hədəfi və strateji ehtiyatların idarə olunması**

Mərkəzi Banklar xarici valyuta ehtiyatlarını müxtəlif məqsədlər üçün saxlayırlar. Xüsusilə, təsbit məzənnə və ya dəhliz rejimini həyata keçirən ölkələrdə valyuta ehtiyatları məzənnəyə günlük müdaxilələri dəstəkləmək və məzənnə hədəfini reallaşdırmaq məqsədlərinə xidmət edir. Yüksək fluktuasiyalara imkan verən valyuta dəhlizi rejimində isə böyük miqyaslı müdaxilələrə ehtiyac yalnız xarici valyuta bazarında kəskin fluktuasiyalar yarandığı zaman icra edilir. Beləliklə, həmin ölkələrdə ehtiyatların saxlanma məqsədi böhran dövründə mövcud məzənnə rejimini qoruyub saxlamaq və məzənnə rejiminin stabilliyini təmin etmək funksiyası daşıyır.

Bəzi hallarda valyutaya təsir edən müstəsna şoklar bazar qurucuları üçün elə böyük səviyyədə risk və itkiyə səbəb ola bilər ki, onlar ümumiyyətlə, bazarda qiymət formalaşdırmaqdan və ticarətdən imtina edə bilərlər. Xarici valyuta bazarında likvidliyin belə "qurulması" və bazar infrastrukturunun zəifləməsi məzənnədə daha kəskin yerdəyişməyə gətirib çıxara bilər. Beləliklə, üzən məzənnə rejiminə sahib olan ölkələrin mərkəzi bankları da fəvqəladə bazar vəziyyətini nəzərə alıb tələb olunan bazar likvidliyini və xarici valyuta bazarında ticarətin fasiləsiz fəaliyyətini təmin etmək üçün beynəlxalq ehtiyatlar toplayırlar.

Xarici valyuta ehtiyatları həm də daxili monetar siyasət alətlərinin genişlənməsinə də xidmət edir. Əksər bazarlarda mərkəzi bank tərəfindən məqbul girov kimi qəbul edilən qiymətli kağızların sayı məhduddur. Bu, xüsusilə aşağı dövlət borcuna malik ölkələrdə dövlət istiqrazlarının aşağı təklifi ilə əlaqəlidir. Həmin ölkələrdə pul siyasəti alətləri qiymətli kağızlarla deyil, xarici valyuta ilə dəstəklənir.



Başqa sözlə, mərkəzi banklar kommersiya banklarına repo əməliyyatı ilə deyil, xarici valyuta svopu ilə borc verirlər. Belə hallarda (Avstraliya, Yeni Zenlandiya, İsrail) xarici valyuta ehtiyatları monetar siyasətin implementasiyasının törəmə məhsulu olur.

Məzənnədəki kəskin dalğalanmaların qarşısını almaq üçün mərkəzi banklar xarici valyuta bazarına müdaxilə edir və yerli pul bazarında monetar əməliyyatlar aparırlar. Valyuta bazarına müdaxilələrlə bağlı empirik tədqiqatlar göstərir ki, belə əməliyyatların məzənnə üzərindəki təsiri az və müvəqqəti olur. Bunun əsas səbəbi odur ki, belə əməliyyatların miqyası bazar qüvvələri tərəfindən yaradılan təzyiqlərə tab gətirə bilmir. Tədqiqatlar göstərir ki, müdaxilə əməliyyatları perspektiv monetar siyasət əməliyyatları ilə bağlı siqnal effekti verdiyi zaman effektiv ola bilər.

Qeyd edək ki, maliyyə bazarlarının inteqrasiyası və qloballaşma yeni formalaşan bazar iqtisadiyyatlarının siyasət qurucuları qarşısında yeni çağırışları da ortaya qoyur. Xarici investorların yüksələn bazar iqtisadiyyatlarının aktivlərinə tələb yaratmaq arzusu təsbit məzənnə rejimi şəraitində fəaliyyət göstərən valyutalara kəskin təsir göstərmişdir. Son böhran təcrübəsi göstərdi ki, həmin ölkələrin xarici valyuta ehtiyatları və rezerv siyasəti maliyyə böhranında önəmli rol oynamışdır.

### **3.2.Strateji ehtiyatlar və anti-böhran siyasəti**

Bütün ölkələrdə, xüsusi ilə inkişaf etməkdə olan ölkələrdə (İEOÖ) və xarici kapital axınlarında volatillik nümayiş etdirən iqtisadiyyatlarda maliyyə böhranlarının qarşısını almaq üçün valyuta ehtiyatları təhlükəsizlik yastığı hesab edilir. Belə ki, təcrübədə kapital axınlarının məhdud olduğu şəraitdə minimum 3-4 aylıq idxalı maliyyələşdirəcək strateji ehtiyatların formalaşdırılması hədəf kimi qoyulmuşdur.

90-cı illərdən etibarən İEOÖ-ə kapital axınlarının əhəmiyyətli dərəcədə artması bu hədəfin yenidən formalaşmasına gətirib çıxardı. Belə ki, kapital axınları şəraitində cari hesablarda müşahidə olunan şokların qarşısını almaq mümkün olduğu üçün strateji ehtiyatlara ehtiyac da azalmışdır. Lakin, iqtisadçılar arasında kapital axınları hesabına bu minimum tələbin azaldılması birmənalı qarşılanmır. Xüsusilə kapitalın böyük hissəsinin özəl sektora yönəlməsi şəraitində onun həcmi üzrə gözləntilər daim qeyri-müəyyən olur.

Hətta Federal Ehtiyat Sisteminin keçmiş sədri Alan Qrinspan ehtiyatların həcmının müəyyən olunmasında xarici borc və məzənnə kimi amillərin də nəzərə alınmasını təklif edir. Aparılmış empirik tədqiqatlara görə strateji valyuta ehtiyatları dövlətin qısamüddətli borcundan yüksək olduqda, beynəlxalq böhran şəraitində ölkənin şoklardan təsirlənməsi ehtimalı azalmış olur. Digər müasir yanaşmalarda isə bu zaman ixracın həcmi, qısamüddətli borclanmanın səviyyəsi, makroiqtisadi fundamentallar, məzənnə rejimi, risklərin idarə edilməsi və maliyyə sektoruna nəzarətin keyfiyyəti kimi amillərin də nəzərə alınması təklif edilir.

## **4. Nəticə**

BVF-nun məlumatına görə, qlobal iqtisadi böhrandan sonra dünyada təhlükəsiz aktivlərin azalması prosesi davam edir və 2016-cı ilədək əlavə \$9 trln. aktivin təhlükəli aktiv sırasına daxil olacağı gözlənilir. Təhlükəsiz aktivlərin azalması dövlət sektoru ilə yanaşı, özəl sektoru da əhatə edir. Maliyyə bazarlarında

faizlər tədricən yüksəlsə də, təhlükəsiz aktivlərin gəlirlik səviyyəsi xeyli aşağı olaraq qalır. Buna səbəb həmin aktivlərə tələbin yüksək olmasıdır.

Digər tərəfdən, dünya iqtisadiyyatında qeyri-bərabər canlanma prosesi maliyyə bazarlarında da öz əksini tapır. Avropa və Amerika kimi ölkələrdə maliyyə sistemi dayanıqsızlıq məcrasına düşdüyü halda, Asiya, Okeaniya, Latın Amerikasını kimi yeni bazarlar formalaşır. Bütün bunlar aktivlərin idarə olunması strategiyasının yenidən formalaşdırılmasını tələb edir.

Təhlillər göstərir ki, qlobal böhran böyük xarici kövrəklikləri meydana çıxarmış və zəruri ehtiyatlara sahib olmaqla bağlı qayğıları artırmışdır. Böhrandan sonrakı dövrdə isə ehtiyatların kifayətliliyini göstərən indikatorlarda müəyyən korreksiyalara ehtiyac olması geniş müzakirə obyektinə çevrilmişdir. Belə ki, müasir yanaşmalara görə ehtiyatların kifayətliliyi göstəricisi suveren fondlarda olan ehtiyatlar da daxil olmaqla likvidlik mənbələrinə çıxışın asanlıqını və tezliyini də əhatə etməlidir.

Bu səbəbdən BVF-nun kredit xətti likvidliyin alternativ mənbəyi olsa da, o, valyuta ehtiyatlarına olan ehtiyacı aradan qaldıra bilməz. Belə ki, BVF-nun kredit xətti bazar etimadını dəstəkləsə də, strateji ehtiyatlar əlyətərlilik, tezlik və rahatlıq kimi üstün keyfiyyətlərə malikdir. Bununla yanaşı, kredit xəttlərinin və ikitərəfli svopların əksinə olaraq, ehtiyatlar ikili rola malikdirlər. Onlar sığorta və məzənnə volatilliyini hamarlamaq məqsədi daşdığı üçün mərkəzi bankların sərəncamında olurlar.

Beləliklə, strateji valyuta ehtiyatlarının kifayətliliyi ilə bağlı mülahizələr monetar siyasət, kapital axınlarının idarə olunması, xarici valyuta və maliyyə bazarlarındakı dəyişiklikləri də nəzərə almalıdır. Digər tərəfdən, məzənnə və kapital axınlarının volatilliyini absorbsiya etmək imkanları, ikitərəfli svoplar və çoxtərəfli xidmətlərdən istifadə ilə bağlı qeyri-müəyyənliklər, ehtiyatların mövcud səviyyəsinin yaratdığı "bazar etimadı" kimi amillər də nəzərdən qaçmamalıdır.

Qlobal böhran həm də ehtiyatların idarə olunması ilə bağlı təcrübəni də yenidən aktuallaşdırdı. İri şirkətlərin iflasından sonra ehtiyatların suveren qiymətli kağızlara axını baş verdi. Təkcə ABŞ dövlət qiymətli kağızlarının həcmi 2008-ci ilin son altı ayı ərzində ikiqat artaraq 500 milyard ABŞ dollarını ötmüşdü. Bu zaman aktivlərin nə dərəcədə riskli olması məsələsi xüsusi önəm kəsb etdi. Qeyd etmək lazımdır ki, aşağı faiz ödəyən suveren qiymətli kağızlara yönəlmə də özlüyündə bir çox risklər daşıyır.

Belə ki, qlobal böhran likvidlik tranşlarının həcmnin artırılmasının zəruri olduğunu göstərsə də, aşağı faiz dərəcələri mərkəzi bankların gəlirlilik səviyyəsində əhəmiyyətli azalmaya səbəb ola bilər. Bu isə xərclərinin əsasən təsbit xərclərdən ibarət olan mərkəzi banklar üçün riskli hesab edilir.

### **Ədəbiyyat**

1. Amato, Jeffery D. and Eli M. Remolona, 2003, "The Credit Spread Puzzle," BIS Quarterly Review 12, pp. 51–63.
2. Aizenman, J. and Marion, N. (2002) "The High Demand for International Reserves in the Far East: What Is Going on?", University of California, Santa Cruz, Working Paper
3. Borio, Claudio, Gabriele Galati, and Alexandra Heath, 2008, "FX Reserve Management: Trends and Challenges," BIS Papers, No 40.
4. Boorman J. and S. Ingwes, (2001) Issues in Reserve Adequacy Management, IMF Working Paper
5. Blinder, A. (2006). *Monetary policy today: sixteen question and about twelve answers.*

6. Ramaswamy, Srichander, 2008, “Managing International Reserves: How Does Diversification Affect Financial Costs?” *BIS Quarterly Review*, June, pp. 45–55.
7. Nugée, John, 2000, “Foreign Exchange Reserves Management,” *Handbooks in Central Banking*, No 19, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
8. Claessens, S., J. Kreuser, L. Seigel and R. J.-B. Wets, 1998. “A Tool for Strategic Asset Liability Management”, World Bank Working Paper, Research Project Ref. No. 681-23, Washington,
9. Geert Bekaert et al., (2009) “What do asset prices have to say about risk appetite and uncertainty?”, working paper, ECB, vol.1037
10. Joachim Joche et al. (2006): Foreign reserves management subject to a policy, working paper, ECB, vol. 624