AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI

Əlyazması hüququnda

MONETAR SİYASƏTİN AZƏRBAYCANIN QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINA TƏSİRİNİN QİYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ

İxtisas: 5308.01-"Ümumi iqtisadiyyat"
Elm sahəsi: 53 - İqtisad elmləri

Fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi
almaq üçün təqdim edilmiş

DİSSERTASİYA

İddiaçı: _____**Fəxri Rasim oğlu Səttərov**
Elmi rəhbər: iqtisad elmləri doktoru, professor
_____ **Qənimət Əsəd oğlu Səfərov**

Bakı - 2026

MÜNDƏRİCAT

GİRİŞ..... 3

I FƏSİL. MONETAR SİYASƏTİN QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINA TƏSİRİNİN NƏZƏRİ VƏ METODOLOJİ ASPEKTLƏRİ

1.1. Monetar siyasətin formalaşması və inkişafı üzrə nəzəri-konseptual baxışlar..... 16

1.2. Qiymətli kağızlar bazarının inkişaf xüsusiyyətləri və monetar siyasətin metodoloji əsasları..... 32

1.3. Monetar siyasətin səmərəliliyi və onun qiymətli kağızlar bazarına təsirinin müəyyənləşdirilməsində beynəlxalq təcrübə..... 41

II FƏSİL. AZƏRBAYCANDA MONETAR SİYASƏT VƏ ONUN QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINA TƏSİRİNİN TƏHLİLİ VƏ QİYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ

2.1. Ölkədə monetar siyasətin müasir vəziyyətinin təhlili..... 52

2.2. Azərbaycanda monetar siyasətin əsas xüsusiyyətlərinin tədqiqi..... 61

2.3. Ölkədə monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi..... 75

III FƏSİL. AZƏRBAYCANDA MONETAR SİYASƏTİN TƏKMİLLƏŞDİRİLMƏSİ VƏ QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ İNKİŞAF PERSPEKTİVLƏRİ

3.1. Ölkədə pul siyasəti alətlərinin dövlət və korporativ qiymətli kağızlarla əlaqəsi 105

3.2. Azərbaycanda inflyasiya səviyyəsi və risklərin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin azaldılması yolları..... 111

3.3. Müasir dövrdə monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsinin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri..... 124

NƏTİCƏ..... 137

İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI..... 142

İXTİSARLARIN VƏ ŞƏRTİ İŞARƏLƏRİN SİYAHISI..... 158

GİRİŞ

Mövzunun aktuallığı və işlənmə dərəcəsi. Müasir dövrdə monetar siyasətin formalaşdırılması və inkişaf etdirilməsi dünyanın əksər ölkələri üçün aktual və mühüm məsələlərdəndir. Son onilliklərdə qloballaşma, maliyyə bazarlarının inteqrasiyası və təkrarlanan maliyyə böhranları monetar siyasətin əhəmiyyətini xeyli artırmışdır. Bu şəraitdə hər bir dövlətin milli maraqlarını nəzərə alan optimal monetar siyasət formalaşdırması vacib şərtə çevrilir. Monetar siyasət ölkənin makroiqtisadi və maliyyə sabitliyinin mühüm təminatçılarından biri kimi çıxış edir.

Pul kütləsinin idarə olunması, milli valyutanın məzənnəsinin sabitliyi və inflyasiyanın hədəflənən səviyyədə saxlanılması kimi məsələlər monetar siyasətin optimallığından və daha uğurlu təşkil olunmasından bilavasitə asılıdır.

Digər tərəfdən, ölkədə pul vəsaitlərinin hərəkəti üzrə baş verən proseslərdə maksimum səmərəli mexanizmlərin işlənərək tətbiq edilməsi, nəzarət funksiyalarının təkmilləşdirilməsi və eyni zamanda, monetar siyasətin iqtisadiyyatın stimullaşdırılmasında rolunun artırılması, yəni iqtisadiyyatın tələbatına uyğun likvidliyin və kredit axınlarının təmin edilməsi, ölkədə maliyyə vəsaitlərinin yığımı və bölüşdürülməsi proseslərinin müasir dövrün tələblərinə uyğun şəkildə təmin edilməsi məsələləri də aktual olaraq ortaya çıxır. Hər bir dövlətin monetar siyasəti, ilk növbədə ölkədə makromaliyyə sabitliyini təmin etməklə, ümumilikdə maliyyə xidmətləri bazarlarının inkişaf etdirilməsi proseslərini özündə ehtiva edir.

Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı (MB) pul-kredit siyasəti alətlərini qiymət sabitliyi məqsədinə uyğun seçir. Öz əməliyyatları üzrə faiz dərəcələrini müəyyən edir, qiymətli kağızlarla açıq bazar əməliyyatları aparır, bankları yenidən maliyyələşdirir və zərurət yarandıqda valyuta bazarına müdaxilə edir [19, maddə 4.1, 29, 30, 31]. Bu əməliyyatlar məzənnə şəraitinə, bankların likvidliyinə və maliyyə resurslarını cəlb etmə şərtlərinə təsir göstərir. Həmin şərtlər real sektorun kreditlə təmin olunması üçün əhəmiyyətlidir. Buna görə bank likvidliyinin idarə olunması və kreditləşmənin dəstəklənməsi inflyasiya hədəfi ilə uzlaşdırılır.

Kreditləşmə mexanizminin gələcək inkişafı real sektorda yeni müəssisələrin yaradılmasına və mövcud olanların yenidən qurulmasına, xarici texnologiyalardan asılılığın azaldılmasına və bu əsasda idxalın əvəzlənməsinin təmin edilməsinə yönəldilməlidir. Bunlarla bərabər, hazırkı iqtisadi transformasiyalar şəraitində ölkənin qiymətli kağızlar bazarının dinamik və tarazlı inkişafının təmin olunması vacib şərtlərdəndir. Məsələn, səhm bazarının inkişaf etdirilməsi və qiymətli kağızlar bazarının ümumilikdə fəallığının artırılması kompleks tədbirlərin görülməsini zəruri edir. Qiymətli kağızlar bazarının dayanıqlı inkişafı baxımından səhm bazarının institusional qurulması və genişləndirilməsi də mühüm əhəmiyyət daşıyır.

Azərbaycanda səhm bazarının inkişafı və onun iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun genişləndirilməsi aktual vəzifə olaraq qalır. Digər tərəfdən, ölkəmizdə fəaliyyət göstərən fond birjası və qiymətli kağızlarla bağlı fəaliyyət göstərən qurumlar və təşkilatların işinin ümumən təkmilləşdirilməsinə ehtiyac vardır. Mərkəzi Bankın strategiyasında kapital bazarlarının inkişafı və maliyyə alətlərinin şaxələndirilməsi nəzərdə tutulur [11].

Qiymətli kağızlar bazarının dərinləşdirilməsi məqsədilə bazarda şəffaflığın artırılması, maliyyə bazarlarının qlobal şəbəkələrlə inteqrasiyasının sürətləndirilməsi, beynəlxalq investorların ölkəyə cəlbinin artırılması və ümumi investisiya mühitinin cazibədarlığının yüksəldilməsi üzrə sistemli addımlar atılmalıdır. Digər tərəfdən, qanunvericilik bazasının gücləndirilməsi və ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişafının stimullaşdırılması mexanizmlərinin beynəlxalq təcrübəyə uyğun şəkildə daha mükəmməl formalarının işlənib hazırlanması və tətbiqi də vacib hesab olunur. Bu kontekstdə monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin obyektiv qiymətləndirilməsi üçün müasir analitik vasitələrin - xüsusən ekonometrik modelləşdirmə üsullarının və transmissiya kanallarının kəmiyyət təhlilinin - milli şəraitə adaptasiyasına ehtiyac vardır. Bu cür yanaşma siyasət qərarlarının real təsirinin ölçülməsinə və faiz, likvidlik, gözləntilər kanalları vasitəsilə bazara ötürülən siqnalların müəyyənləşdirilməsinə imkan yaradacaqdır.

Mərkəzi Bank likvidliyə ehtiyac yarandıqda açıq bazar əməliyyatları çərçivəsində dövlət qiymətli kağızlarının alınmasından istifadə edə bilər. Açıq bazar əməliyyatları

çərçivəsində dövlət istiqrazları, REPO/əks-REPO alətləri və Mərkəzi Bankın notları bank sistemində likvidliyin operativ idarə olunmasında və faiz dərəcələrinin nizamlanmasında həlledici rol oynayır. Bu alətlərin çevik tətbiqi pul kütləsinin idarə olunmasının və qısamüddətli siqnalların ötürülməsinin başlıca mexanizmi kimi çıxış edir və makroiqtisadi sabitliyin təmin edilməsinə sistemli töhfə verir.

2020-ci ildə COVID-19 pandemiyasının sosial-iqtisadi təsirləri qlobal miqyasda özünü göstərmişdir: əksər ölkələrdə iqtisadi aktivlik nəzərəçarpacaq dərəcədə azalmış, işsizlik artmışdır. Paralel olaraq, təchizat kanallarında pozuntular, kapital axınlarında qeyri-müəyyənlik və gözləntilərin zəifləməsi kimi risklər də güclənmişdir. Sonrakı mərhələdə 2022-ci ildə qlobal inflyasiya böhranı və geosiyasi gərginliklər monetar siyasətin çevik adaptasiyasını tələb etmişdir. Bu kontekstdə, dövlət səviyyəsində, dövlət adından mərkəzi banklar vasitəsilə həyata keçirilən pul-kredit siyasətinin real çağırışlarla uzlaşdırılması, zərurət yarandıqda alətlərin çevik kombinasiyası və operativ adaptasiyası xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Məqsəd, bir tərəfdən, bazar iştirakçılarının likvidlik tələbatını təmin etmək və maliyyə stabilliyini qorumaq, digər tərəfdən isə ümumi gözləntiləri sabitləşdirməklə kapital bazarının funksional davamlılığını gücləndirməkdir.

Monetar siyasətin səmərəliliyi və onun qiymətli kağızlar bazarına təsirinin müəyyənləşdirilməsində beynəlxalq təcrübə baxımından bir sıra məsələlər diqqəti cəlb edir. O cümlədən, Azərbaycanın milli iqtisadiyyatının davamlı inkişafı ölkədəki makroiqtisadi sabitlikdən, makroiqtisadi sabitlik isə milli valyutanın sabitliyindən və Mərkəzi Bankın reallaşdırdığı monetar siyasətdən önəmli dərəcədə asılıdır. Digər tərəfdən, son illərdə Azərbaycanda milli valyutanın kursunun sabit saxlanılması və məzənnə dəyişikliyinin iqtisadiyyata, sosial-iqtisadi inkişaf proseslərinə mənfi təsirinin qarşısının alınması üçün balanslaşdırılmış və kifayət qədər tənzimlənmiş monetar siyasət modeli formalaşdırılmışdır.

Azərbaycanda maliyyə xidmətləri bazarının, o cümlədən qiymətli kağızlar bazarının strateji inkişaf çərçivəsi dövlət sənədlərində əks olunmuşdur. AR Prezidentinin 6 dekabr 2016-cı il tarixli fərmanı ilə təsdiq edilmiş “Azərbaycan Respublikasında maliyyə xidmətlərinin inkişafına dair Strateji Yol Xəritəsi” [8]

maliyyə xidmətləri bazarının inkişafı üzrə ilkin strateji çərçivəni formalaşdırmışdır. Bu çərçivənin davamı kimi, ölkə Prezidentinin 2 fevral 2021-ci il tarixli sərəncamına əsasən təsdiq olunmuş "Azərbaycan 2030: sosial-iqtisadi inkişafa dair Milli Prioritetlər" [5] sənədi iqtisadiyyatın maksimum şaxələndirilməsi, qeyri-neft-qaz sektoru sahələrinin inkişaf etdirilməsi, təmiz ətraf mühitin qorunması və yaşıl artımın təşviqi prioritetlərini müəyyənləşdirmiş və bununla da ölkədə maliyyə sabitliyinin möhkəmləndirilməsi, monetar siyasətin təkmilləşdirilməsi və qiymətli kağızlar bazarının inkişafının sürətləndirilməsi üçün yenilənmiş strateji istiqamətləri formalaşdırmışdır.

Mərkəzi Bankın "2024-2026-cı illərdə maliyyə sektorunun inkişaf Strategiyası"nda kapital bazarının infrastrukturunun təkmilləşdirilməsi və investisiya imkanlarının genişləndirilməsi prioritet istiqamətlər kimi göstərilir. Strategiyada əhalinin kapital bazarlarında investisiyalarının həcminin 150 milyon manatdan potensial olaraq 1 milyard manata çatdırılması nəzərdə tutulur [11]. Bu hədəflər monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsinin və bazarın inkişafına dair əsaslandırılmış təkliflərin hazırlanmasının praktiki əhəmiyyətini artırır.

Eyni zamanda qeyd etmək lazımdır ki, Azərbaycan son illərdə dinamik iqtisadi inkişaf mərhələsini keçmiş, iqtisadi inkişaf modelini təkmilləşdirmiş və Mərkəzi Bankın məlumatlarına əsasən, 2026-cı ilin əvvəlinə strateji valyuta ehtiyatları (ARDNF və Mərkəzi Bank üzrə) 85.1 milyard ABŞ dollarına çatmışdır [25, s.21]. Bu göstərici ölkənin xarici dövlət borcunun həcmini təxminən 17,7 dəfə, manatla pul kütləsini (M2) isə eyni valyutada müqayisə edildikdə 3,6 dəfə üstələyir [25, s.21; 74]. Lakin yüksək valyuta ehtiyatlarının mövcudluğu maliyyə-kredit sisteminin tam dayanıqlığına zəmanət vermir. Ölkənin maliyyə bazarları, xüsusilə qiymətli kağızlar bazarı, hələ də formalaşma mərhələsindədir və qlobal şoklara qarşı həssaslığını qoruyur. Azərbaycan manatının 21 fevral və 21 dekabr 2015-ci il tarixlərində ABŞ dollarına qarşı iki devalvasiyası və onların bank sektoruna ciddi təsiri - bir sıra bankların iflası və Mərkəzi Bankın məlumatlarına əsasən bank sayının əhəmiyyətli azalması - bu həssaslığın real təzahürü kimi qiymətləndirilir. Bu səbəbdən monetar

siyasətin səmərəliliyinin artırılması və qiymətli kağızlar bazarının dayanıqlı inkişafının təmin edilməsi strateji prioritet kimi aktuallığını qoruyur.

Belə risklər fonunda Azərbaycanda bank-kredit müəssisələrinin daha səmərəli fəaliyyətini təmin etmək və bu proseslərdə şəffaflığı yüksəltmək məqsədilə Mərkəzi Bank maliyyə sabitliyinin təmin edilməsi və bank nəzarəti çərçivəsində kompleks və sistemli tədbirlər həyata keçirir. Bu tədbirlərin əsas istiqamətləri sırasında ölkə üzrə maliyyə sabitliyinin qorunması, bank-kredit əməliyyatlarında yarana biləcək risklərin hərtərəfli diaqnostikası və onların proaktiv şəkildə idarə olunması, həmçinin açıqlıq-hesabatlılıq mexanizmlərinin gücləndirilməsi xüsusi yer tutur. Bu müstəvidə monetar siyasətin optimallaşdırılması, qiymətli kağızlar bazarına təsir mexanizmlərinin gücləndirilməsi, görülən tədbirlərin nəticəliliyinin artırılması və monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına ümumi təsirinin obyektiv, ölçülə bilən göstəricilər əsasında qiymətləndirilməsi zəruri hesab olunur.

Bu kontekstdə xüsusi əhəmiyyət kəsb edən bir sıra konkret problemlər mövcuddur. Azərbaycan iqtisadiyyatında üstünlük təşkil edən dövlət müəssisələrinin (SOCAR, ASCO, AZAL kimi) qiymətli kağızlar bazarına geniş miqyasda cəlb olunmasını təmin edəcək qanunvericilik bazasının təkmilləşdirilməsi fond bazarının likvidliyinin və dərinliyinin artırılması üçün strateji əhəmiyyət daşıyır. Bununla yanaşı, bank əmanətçiləri ilə qiymətli kağızlara investisiya qoyan şəxslərin müdafiə mexanizmləri arasındakı fərqlər investorların institusional müdafiəsinin təkmilləşdirilməsi məsələsini aktuallaşdırır. İnvestorların hüquqlarının sistemli müdafiəsi mexanizmlərinin, o cümlədən investor müdafiəsi fondunun yaradılması məsələsi də fond bazarına etibarın gücləndirilməsi və geniş əhalinin investisiya fəaliyyətinə cəlb olunması baxımından aktuallıq kəsb edir. Yuxarıda göstərilən arqumentlər və açıqlanan problemlər qiymətli kağızlar bazarının müxtəlif fəaliyyət mexanizmləri üzrə daha fundamental elmi-tədqiqatların aparılmasına ciddi ehtiyac olduğunu nümayiş etdirir. Bu zərurət, eyni zamanda, tədqiqatın aktuallığını şərtləndirir və mövzunun praktiki əhəmiyyətini əsaslandırır. Başqa sözlə, monetar siyasət alətlərinin transmissiya kanallarının daha dərindən izahı və onların bazar

infrastrukturuna təsirinin sistemli ölçülməsi yeni elmi nəticələr əldə etməyə imkan verəcəkdir.

Dissertasiya işinin mövzusunun işlənmə dərəcəsinə dair mövcud ədəbiyyat göstərir ki, həm Azərbaycanda, həm də xarici ölkələrdə monetar siyasətin formalaşdırılması və inkişaf mərhələləri, bu siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsir mexanizmlərinin nəzərdən keçirilməsi və qiymətləndirilməsi, eləcə də gündəmdə olan problemlərin sistemli araşdırılması istiqamətində fundamental tədqiqatlar mövcuddur.

Mövcud elmi ədəbiyyatda monetar siyasətin transmissiya mexanizmləri, qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişaf modelləri və bu iki sahənin qarşılıqlı təsirinin qiymətləndirilməsi metodologiyaları sistemli araşdırılmışdır. Yerli və xarici müəlliflər tərəfindən aparılan tədqiqatların əsas vurğusu institusional mühitin yetkinliyi, maliyyə vasitəçiliyinin keyfiyyəti, risklərin idarə olunması alətləri və investor davranışını formalaşdıran amillər üzərində cəmlənmişdir.

Azərbaycanlı alimlərdən B.X.Ataşov, Z.F.Məmmədov, M.M.Bağırov və digərlərinin bu qeyd olunan problemlər üzrə elmi əsərləri və araşdırmaları diqqət çəkir. Xarici tədqiqatçıların araşdırmalarında monetar siyasətin və qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması və inkişaf etdirilməsinə, onların qarşılıqlı təsirinə dair nəzəri-metodoloji baxışlar yer almışdır və bir sıra əsərlər maraq doğurur. Pul-kredit nəzəriyyəsinin keynsçi, monetarist və neoklassik məktəblərinin müddəaları, habelə qiymətli kağızlar bazarının tədqiqi sahəsində C.M.Keyns, O.S.Demçenko və başqalarının elmi əsərləri öyrənilmişdir.

Müasir qlobal iqtisadi transformasiyalar şəraitində qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi, kapital resurslarının səfərbər edilməsi və maliyyə sabitliyinin qorunması üzrə yeni çağırışlar yaranmaqdadır. Bu kontekstdə monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarının inkişafına təsirinin daha dəqiq qiymətləndirilməsi və transmissiya kanallarının kəmiyyətcə ölçülməsi həm nəzəri, həm də praktiki baxımdan elmi maraq doğurur.

Qeyd olunan problemlər Azərbaycan üçün də xarakterikdir. Qiymətli kağızlar bazarının inkişafına yönəlmiş tədbirlərin ölkənin sosial-iqtisadi inkişaf prioritetləri ilə uzlaşdırılması bu sahədə tədqiqatların praktiki əhəmiyyətini artırır. Beynəlxalq

təcrübənin sistemli öyrənilməsi və milli iqtisadiyyatın xüsusiyyətlərinə uyğunlaşdırılması, eləcə də qiymətli kağızlar bazarına monetar siyasətin təsirinin obyektiv qiymətləndirilməsi üzrə fundamental tədqiqatların aparılması zəruridir.

Tədqiqatın obyekti və predmeti. Tədqiqatın obyekti Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarı və bununla bağlı fəaliyyət göstərən digər iqtisadi subyektlər, qurumlar, müəssisələr və təşkilatlardır. Tədqiqatın predmeti isə monetar siyasətin Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi və bununla əlaqədar mövcud mexanizmlərin təkmilləşdirilməsi, prioritet fəaliyyət istiqamətlərinin və qiymətli kağızlar bazarının inkişaf perspektivlərinin müəyyənləşdirilməsindən ibarətdir.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri. Dissertasiya işinin məqsədi monetar siyasətin Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi və bununla bağlı əsaslandırılmış təkliflərin hazırlanmasından ibarətdir.

Bu tədqiqat çərçivəsində qarşıya aşağıdakı vəzifələr qoyulur:

- Monetar siyasətin müasir dövrdə formalaşması və inkişafına dair nəzəri-konseptual bazanın sistemli öyrənilməsi;
- Qlobal maliyyə transformasiyaları fonunda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dinamikası və institusional quruluşunun təhlili, həmçinin bazara monetar siyasətin təsirini ölçmək üçün metodoloji yanaşmaların sistemləşdirilməsi və işçi çərçivənin müəyyənləşdirilməsi;
- Beynəlxalq təcrübədə monetar siyasətin səmərəlilik məsələlərinin araşdırılması və qiymətli kağızlar bazarına təsirin identifikasiyası üzrə öncül yanaşmaların ümumiləşdirilməsi;
- Təsir mexanizmləri prizmasından ölkənin monetar siyasətinin əsas xüsusiyyətlərinin müəyyənləşdirilməsi;
- Cari şəraitdə tətbiq olunan pul-kredit siyasətinin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin kəmiyyətcə ölçülməsi və əldə olunan nəticələrin qərəzsiz qiymətləndirilməsi;
- Müasir iqtisadi reallıqlar kontekstində Azərbaycanda həyata keçirilən monetar siyasətin istiqamətlərinin analizi və elmi əsaslarının işıqlandırılması;

- Dövlət və korporativ qiymətli kağızların maliyyə xidmətləri bazarında pul-kredit alətləri ilə qarşılıqlı əlaqələrinin tədqiqi;
- Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarında mövcud risklərin və inflyasiya proseslərinin təsir mexanizmlərinin araşdırılması və investor səviyyəsində inflyasiyadan qoruyucu maliyyə alətləri sisteminin təklif edilməsi;
- Yeni iqtisadi çağırışlar fonunda mövcud monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsir edən amillərinin ümumiləşdirilməsi, qiymətləndirilməsi və daha səmərəli fəaliyyət mexanizmlərinin formalaşdırılması imkanlarının araşdırılması.

Tədqiqat metodları. Tədqiqatda analiz, sintez, müqayisə və ümumiləşdirmə metodlarından, həmçinin zaman sıraları üzrə ekonometrik təhlildən istifadə edilmişdir. Sıraların stasionarlığı artırılmış Dickey-Fuller (ADF) testi ilə, dəyişənlər arasında uzunmüddətli əlaqə isə Engle-Granger və Yohansen testləri, eləcə də ARDL sərhəd testləri ilə yoxlanılmışdır. Əlaqələrin kəmiyyətcə qiymətləndirilməsi üçün Ən Kiçik Kvadratlar (ƏKK) metodu, qısamüddətli dəyişmələrin və uzunmüddətli əlaqəyə uyğunlaşmanın təhlili üçün Xəta Düzəltmə Modeli (XDM) tətbiq edilmişdir. Bütün ekonometrik hesablamalar EViews 14 proqramında aparılmışdır. İnformasiya mənbəyi kimi Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının və Maliyyə Nazirliyinin rəsmi statistik materiallarından, həmçinin ixtisaslaşmış elmi-tədqiqat mənbələrindən istifadə olunmuşdur.

Ekonometrik qiymətləndirmə dövlət istiqrazlarının ilkin hərracları üzrə aparılmışdır. Asılı dəyişən kimi istifadə olunan izafi tələbat hərraclarda investorların təqdim etdikləri sifarişlərin ümumi həcmi ilə elan edilmiş təklifin həcmi arasındakı fərq kimi hesablanmışdır.

Müdafiəyə çıxarılan əsas müddəalar bunlardır:

- Mərkəzi Bankın institusional rolu, bazar infrastrukturunun keyfiyyəti və qiymətli kağızlar bazarının çoxfunksiyalı quruluşu bir-biri ilə sıx bağlıdır; onların eyni vaxtda təkmilləşdirilməsi qiymətli kağızlar bazarının intensiv inkişafı üçün zəruri şərtdir;
- Monetar göstəricilərlə dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbat arasındakı əlaqənin uzunmüddətli tarazlıq və qısamüddətli dəyişmələr nəzərə alınmaqla

qiymətləndirilməsi bu əlaqənin xarakterini daha dolğun izah etməyə imkan verir. Bu yanaşmada Yohansen və Engle-Granger kointeqrasiya testlərinin ARDL sərhəd testi ilə tamamlanması və Xəta Düzəltmə Modelinin tətbiqi əldə olunan nəticələrin metodoloji baxımdan əsaslandırılmasına xidmət edir;

- Beynəlxalq təcrübədə monetar siyasətin maliyyə bazarlarına ötürülməsi ölkələrin maliyyə sisteminin quruluşundan və bazarın inkişaf səviyyəsindən asılı olaraq fərqlənir. Buna görə Azərbaycanda faiz və kredit kanallarının qiymətləndirilməsində milli bazarın institusional xüsusiyyətləri nəzərə alınmalıdır;
- 2017-2025-ci illərin aylıq məlumatları əsasında dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbatla pul bazası, dövriyyədə olan Mərkəzi Bank notları və yenidən maliyyələşdirmə həcmi arasında müsbət statistik əlaqə müəyyən edilmişdir. Əldə olunan nəticələr bu əlaqənin uzunmüddətli xarakter daşıdığını göstərir;
- Qiymətləndirilmiş Xəta Düzəltmə Modelinə görə, monetar göstəricilərlə dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbat arasındakı uzunmüddətli tarazlıqdan kənarlaşma növbəti ay ərzində təxminən 75% azalır. Bu nəticə hərraclarda izafi tələbatın uzunmüddətli tarazlığa yüksək sürətlə uyğunlaşdığını göstərir;
- Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında inflyasiyadan qoruyucu maliyyə alətlərinin üç səviyyəli arxitekturasının beş il ərzində mərhələli tətbiqi, dövlət tənzimləməsinin təkmilləşdirilməsi ilə birlikdə, bazarın inkişafı və monetar siyasətin səmərəliliyinin artırılması üçün zəruri institusional tədbirdir.

Tədqiqatın elmi yeniliyi aşağıdakılardan ibarətdir:

- 2017-2025-ci illər üzrə aylıq məlumatlar əsasında dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbatın pul bazası, dövriyyədə olan Mərkəzi Bank notları və yenidən maliyyələşdirmə həcmi ilə əlaqəsi kəmiyyətcə qiymətləndirilmişdir. Səviyyə reqressiyasında hər üç göstərici ilə müsbət statistik əlaqə müəyyən edilmişdir. Müqayisə üçün əmsallar eyni ölçü miqyasına gətirilmiş və göstəricilərin orta qiymətləri üzrə elastikliklər hesablanmışdır (2.3);
- Azərbaycanın dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbatla monetar göstəricilər arasında uzunmüddətli əlaqə Yohansen, Engle-Granger və ARDL testlərinin

nəticələri müqayisə edilməklə qiymətləndirilmişdir. ARDL çərçivəsində izafi tələbatın əvvəlki aya aid səviyyəsi və monetar göstəricilərin əvvəlki aya aid səviyyələri qrupu ayrıca yoxlanılmış, nəticələr uzunmüddətli əlaqəni dəstəkləmişdir. Xəta Düzəltmə Modeli vasitəsilə qısamüddətli dəyişmələr arasındakı əlaqələr və uzunmüddətli tarazlıqdan kənarlaşmanın azalma sürəti qiymətləndirilmişdir (2.3);

- Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının göstəriciləri və institusional çərçivəsinin təhlili əsasında korporativ borc seqmentinin inkişafı, təkrar bazarın likvidliyinin artırılması və investor müdafiəsi mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri əsaslandırılmış, pul-kredit siyasəti alətlərinin dövlət və korporativ borc seqmentləri ilə qarşılıqlı əlaqəsinin xüsusiyyətləri açıqlanmışdır (2.2; 3.1; 3.3);
- Azərbaycanın inflyasiya strukturunun xüsusiyyətləri nəzərə alınmaqla, inflyasiyadan qoruyucu maliyyə alətləri sisteminin üç səviyyəli arxitekturası təklif edilmiş və beşillik mərhələli tətbiq alqoritmi əsaslandırılmışdır. Sistem Azərbaycan bazarında tətbiqi təklif olunan aşağıdakı inflyasiyadan qoruyucu maliyyə alətlərini əhatə edir: inflyasiya səviyyəsinə bağlı dövlət istiqrazları, inflyasiyaya bağlı kuponlu korporativ istiqrazlar, xarici valyuta səbətinə bağlı korporativ istiqrazlar (məzənnə dəyişiklikləri ilə bağlı inflyasiya risklərinin azaldılmasına yönələn), vergi güzəştli inflyasiyaya həssas investisiya hesabları, inflyasiyaya bağlı sığorta məhsulları və inflyasiyaya bağlı törəmə alətlər (svop və fyuçers) üzrə birja platforması (3.2);
- Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi sisteminin təkmilləşdirilməsinə dair bazarın institusional çatışmazlıqlarının aradan qaldırılmasına yönəlmiş konseptual çərçivə əsaslandırılmış və onun əsas prinsipləri, tənzimləmə mexanizmləri və alətləri kompleks şəkildə müəyyən edilmişdir (3.3).

Tədqiqatın nəzəri və praktiki əhəmiyyəti. Tədqiqatın nəzəri əhəmiyyəti monetar siyasətin formalaşması və qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi üzrə yeni konseptual yanaşmaların ümumiləşdirilməsi və

ekonometrik metodologiyanın (ƏKK, Engle-Granger əsasında Xəta Düzəltmə Modeli və əlavə ARDL sərhəd yoxlaması) tətbiqi ilə müəyyənləşir. Bu yanaşma Azərbaycan iqtisadiyyatı üzrə monetar siyasət alətlərinin transmissiya mexanizmlərinin kəmiyyətcə öyrənilməsinə töhfə verir. Tədqiqatın praktiki əhəmiyyəti aşağıdakı istiqamətlərlə müəyyən edilir: əldə olunmuş ekonometrik nəticələr Mərkəzi Bank tərəfindən pul-kredit alətlərinin tətbiqinə dair qərarların əsaslandırılmasında; təklif edilmiş "Dövlət tənzimlənməsi sisteminin Konsepsiyası" qiymətli kağızlar bazarının inkişaf siyasətinin formalaşdırılmasında; investor müdafiəsi mexanizmlərinin və institusional asimmetriyanın aradan qaldırılmasına dair təkliflər qanunvericilik təşəbbüslərinin hazırlanmasında istifadə edilə bilər. Eyni zamanda tədqiqatın elmi-nəzəri materiallarından ali məktəblərdə "Monetar siyasət", "Qiymətli kağızlar bazarı" və "Maliyyə bazarları" üzrə dərsliklərin, dərs vəsaitlərinin və mühazirələrin hazırlanmasında istifadə imkanları vardır.

Aprobasiyası və tətbiqi. Tədqiqatın mövzusu Azərbaycan Dövlət Neft və Sənaye Universitetində elmi-tədqiqat işlərinin istiqamətinə adekvat olaraq müzakirə olunmuş və Universitetin Elmi Şurasında təsdiq edilmişdir.

Dissertasiya işinin mövzusu üzrə iddiaçının 13 elmi əsəri dərc olunmuşdur. Bunlardan 7-si elmi jurnallarda, 6-sı isə elmi konfransların materiallarında nəşr edilmişdir. Jurnal məqalələrindən 1-i, konfrans materiallarında dərc olunmuş əsərlərindən isə 4-ü xaricdə nəşr edilmişdir. Jurnal məqalələri Ali Attestasiya Komissiyasının tövsiyə etdiyi yerli və xarici elmi jurnallarda dərc olunmuşdur.

Tədqiqatın əsas müddəaları “Международная научно-практическая конференция «Современные исследования: теория, практика, результаты»” konfransının materiallarında “Оценка влияния монетарной политики на рынок ценных бумаг Азербайджана в современных условиях” (Москва, РФ, 2023) [67]; “Gənc tədqiqatçıların VII respublika elmi konfransı”nın materiallarında “Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf yolları” (Bakı, 2024); “«Yaşıl dünya naminə Həmrəylik ili» və COP29 çərçivəsində Ümummilli lider Heydər Əliyevin anadan olmasının 101 illiyinə həsr olunmuş Doktorantların və Gənc Tədqiqatçıların Respublika Elmi Konfransı”nın materiallarında “İnflyasiya

səviyyəsinin və risklərin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi" (Bakı, 2024); "IV Международная научно-практическая конференция «Устойчивое развитие общества: новые научные подходы и исследования»" konfransının materiallarında "Важные аспекты монетарной политики в Азербайджане в контексте развития рынка ценных бумаг" (Москва, РФ, 2024) və "Международная научно-практическая конференция «Мировая глобализация: Фундаментальные и прикладные аспекты»" konfransının materiallarında "Актуальные вопросы денежно-кредитной политики Азербайджана и пути ее совершенствования" (Москва, РФ, 2025) adlı elmi işlərdə dərc olunmuşdur. İddiaçının "Влияние волатильности нефтяных доходов на монетарную политику и рынок государственных облигаций Азербайджана" adlı məqaləsi 5 avqust 2026-cı ildə Novosibirsk şəhərində keçirilmiş "Актуальные вопросы экономических наук и современного менеджмента" adlı CIX beynəlxalq elmi-praktik konfransın materiallarında dərc olunmuşdur (2026, № 8(92), s. 13-22).

Bundan əlavə, iddiaçının "Монетарная политика как инструмент обеспечения экономической безопасности Азербайджана" (2022), "Анализ и перспективы развития рынка корпоративных ценных бумаг в Азербайджане" (2023) [63], "Azərbaycanda monetar siyasətin müasir vəziyyətinin təhlili" (2023), "Перспективы развития рынка ценных бумаг в Азербайджане" (2023), "Monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsinin nəzəri-metodoloji aspektləri" (2023), "Monetar siyasət kontekstində qiymətli kağızlar bazarının səmərəli təşkili üzrə dünya təcrübəsi" (2024) və "Основные направления совершенствования рынка ценных бумаг в Азербайджане" (Москва, 2024) adlı məqalələri dərc edilmişdir.

Dissertasiya işinin yerinə yetirildiyi təşkilatın adı. Dissertasiya işi Azərbaycan Dövlət Neft və Sənaye Universitetinin "Sənayenin iqtisadiyyatı" kafedrasında yerinə yetirilmişdir.

Dissertasiyanın struktur bölmələrinin ayrılıqda həcmi qeyd olunmaqla dissertasiyanın işarə ilə ümumi həcmi. Giriş 23775 işarə, I fəsil 67553 işarə, II fəsil 58668 işarə, III fəsil 57181 işarə, nəticə 9317 işarə olmaqla əsas mətnin həcmi 216494

işarədir. Həcm boşluqlar, cədvəllər, şəkillər, qrafiklər, onların başlıqları və mənbə qeydləri, istifadə olunmuş ədəbiyyat və ixtisarlar siyahısı istisna edilməklə hesablanmışdır.

I FƏSİL. MONETAR SİYASƏTİN QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINA TƏSİRİNİN NƏZƏRİ VƏ METODOLOJİ ASPEKTLƏRİ

1.1. Monetar siyasətin formalaşması və inkişafı üzrə nəzəri-konseptual baxışlar

İqtisadiyyatın səmərəli şəkildə təşkil olunması, onun fəaliyyət mexanizmlərinin məhsuldar formada inkişaf etməsi, ölkədə makroiqtisadi və makromaliyyə sabitliyinin təmin olunması proseslərində dövlət tərəfindən həyata keçirilən iqtisadi siyasətin və onun mühüm tərkib elementlərindən olan monetar siyasətin optimallığı vacib şərtlərdəndir. Bunlarla yanaşı, monetar siyasətin təkmilləşdirilməsi və onun dövrün inkişaf trendləri kontekstində nəzərdən keçirilməsi, zəruri tədbirlərin görülməsi müstəsna əhəmiyyət kəsb edir. Belə ki, milli valyutanın sabitliyinin qorunmasında, tədiyyə balansının optimallığının təmin edilməsində, dövriyyədə olan pul kütləsinin səmərəli şəkildə tənzimlənməsində, ölkədə ümumi olaraq pul-maliyyə siyasətinin tarazlı olaraq aparılmasında monetar siyasətin müstəsna rolu və funksiyaları mövcuddur. Bu siyasət vasitəsilə həm də ölkədə qiymətlərin sabitləşdirilməsi və məşğulluğun gücləndirilməsi tədbirlərini genişləndirmək mümkündür.

Monetar siyasət iqtisadi proseslərin mühüm dövlət tənzimlənməsi alətlərindən biri kimi çıxış edir. Xüsusilə, inflyasiyanın səviyyəsinin sabit olaraq qalmasında və əvvəldə qeyd etdiyimiz kimi pul kütləsinin həcminin nizamlanmasında bu siyasətin xüsusi əhəmiyyəti diqqət çəkir. Fikrimizcə, qeyd olunan amillər monetar siyasətin təkmilləşdirilməsinin mahiyyəti və aspektlərinin öyrənilməsinin aktuallığını ön plana çıxarır. Bundan əlavə, monetar siyasətin mahiyyəti məqsədlərin, vəzifələrin və onlara nail olmaq mexanizminin müəyyən edilməsindən keçir. İqtisadiyyatın davamlı inkişafının təmin olunmasında ölkələrin mərkəzi banklarının apardıqları monetar siyasətin mühüm rolu vardır.

Azərbaycan iqtisad elmində monetar siyasətin və qiymətli kağızlar bazarının (QKB) rolunun araşdırılmasına dair bir sıra əsaslı yanaşmalar mövcuddur. M.M. Bağırov Mərkəzi Bankın institusional rolunu ön plana çıxararaq qeyd edir ki, mərkəzi banklar bank sisteminin əsas tənzimləyici həlqəsi olaraq iqtisadiyyatın dinamik və davamlı inkişafı üçün mühüm əməliyyatlar həyata keçirirlər [31, s.10]. Bu yanaşmanı

tamamlayaraq, B.X. Ataşov və G.R. Rəsulova qiymətli kağızlar və digər maliyyə alətləri üzrə mülkiyyət hüquqlarının qeydiyyatı xidmətlərinin səviyyəsinin yüksəldilməsini, habelə korporativ idarəetmənin təkmilləşdirilməsini maliyyə bazarının inkişafı üçün vacib istiqamətlər kimi göstərirlər [4, s.9-10]. Professor Z.F.Məmmədov klassik yanaşmaya əsaslanaraq qiymətli kağızlar bazarının dörd ümumbazar funksiyasını - kommersiya, qiymət, informasiya və tənzimləyici funksiyaları təsnif etmişdir [38, s. 37]. Qeyd olunan yanaşmaların ümumi məntiqi göstərir ki, Mərkəzi Bankın institusional rolu, bazar infrastrukturunun keyfiyyəti və qiymətli kağızlar bazarının çoxfunksiyalı quruluşu - bu üç element bir-biri ilə sıx bağlıdır və hər üçünün eyni vaxtda təkmilləşdirilməsi Azərbaycanda QKB-nin intensiv inkişafına nail olmaq üçün zəruri şərtdir.

Bununla belə, digər dövlət qurumları da öz səlahiyyətləri daxilində monetar siyasətin digər iqtisadi siyasət istiqamətləri ilə uzlaşdırılmasında iştirak edirlər.

İlk növbədə qeyd edək ki, dövlətin monetar siyasətinin hazırlanması və reallaşdırılmasında MB-nin rolu kifayət qədər önəmlidir. Məhz monetar siyasətin prioritetləri bu qurum tərəfindən müəyyənləşdirilir, müvafiq alətlər isə tətbiq edilir.

Qeyd etmək lazımdır ki, pul-kredit bazarında pul kütləsinin idarə olunması və bu proseslərə nəzarətin həyata keçirilməsi Mərkəzi Bankın əsas səlahiyyətləri sırasındadır. Bu kontekstdə, ilk növbədə, bank-kredit sisteminin aparıcı subyektləri olan kommersiya banklarının likvidliyinin qorunması mühüm əhəmiyyət daşıyır və bununla bağlı dövlət siyasətinin müvafiq mexanizmlərinin davamlı şəkildə təkmilləşdirilməsi zəruridir. Eyni zamanda, ölkə iqtisadiyyatının müxtəlif sektorlarına monetar siyasət alətlərinin təsiri nəzərə alınmalı, bu istiqamətdə məqsədyönlü, o cümlədən preventiv xarakterli tədbirlərin həyata keçirilməsi təmin olunmalıdır.

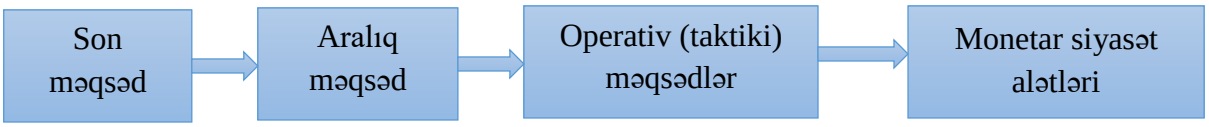
Pul-kredit siyasətinin əsas məqsədləri mərkəzi bankın mandatından asılıdır. Qiymət sabitliyinin qorunması bu məqsədlər arasında mühüm yer tutur. Monetar sabitlik məşğulluq, istehsal və uzunmüddətli iqtisadi artım üçün əlverişli şərait yarada bilər, lakin əmək bazarındakı struktur uyğunsuzluqların aradan qaldırılması və məhsuldarlığın yüksəldilməsi digər iqtisadi siyasət tədbirlərini də tələb edir. Eyni zamanda, E.N. Vəliyev monetar siyasətin məqsədini qeyri-inflyasiyalı iqtisadi artıma

nail olmaq üçün pul kütləsi və pulun dəyərinin tənzimlənməsinə yönəlmiş təsirli alətlərdən istifadə ilə əlaqələndirir [51, s.44]. Bunlarla bərabər, hesab edirik ki, monetar siyasətin məhsuldar alətləri vasitəsilə iqtisadiyyatın mövcud inkişaf resurslarından məhsuldar istifadə edilməsi imkanları da dəyərləndirilməlidir. Eyni zamanda, yeni maliyyə resurslarının formalaşdırılması və ixracyönlü, yüksək potensiallı fəaliyyət sahələrinə kredit yönəldilməsi əsas istiqamətlərdən sayılmalıdır.

Bu amillərdən yanaşsaq, monetar siyasət daha çox iki anlayış formasında seçilir. Birinci halda monetar siyasət kreditləşdirmənin genişləndirilməsinə və maliyyə resurslarının ucuzlaşmasına yönəlir. İkinci halda isə bunun əksinə, yəni kredit resurslarının iqtisadiyyatda məhdudlaşdırılması və nəticədə bahalı pul siyasətinin həyata keçirilməsi başa düşülür. Qeyd edək ki, ölkədə iqtisadi proseslər zəifləyəndə və işsizlik səviyyəsi artanda mühüm zəruri tənzimləyici tədbirlərdən biri kimi dövlət ucuz pul siyasətini həyata keçirir. Belə siyasət şəraitində iqtisadiyyatın yeni iş yerləri yarada bilən sahələrinə əsaslı kapital qoyuluşları və investisiyalar yönəldilir. Paralel olaraq kreditə çıxış şərtləri yumşaldılır, sahibkarlıq subyektləri üçün maliyyə resurslarına əlçatanlıq artırılır və əlverişli investisiya mühiti formalaşdırılır. Nəticədə iqtisadi artım sürətlənir, əhalinin gəlirləri yüksəlir, işsizliyin azaldılması üçün münbit zəmin yaranır. Sərt monetar rejimin başlıca hədəfi qiymət təzyiqlərini cilovlamaq və iqtisadiyyatda likvidlik həcmini tələb olunan səviyyəyə qədər sıxışdırmaqdan ibarətdir. Bunun üçün MB tərəfindən uçot dərəcəsinin yüksəldilməsi ilə yanaşı, digər tənzimləyici alətlərdən də istifadə olunur. Məsələn, qiymətli kağızların satışının genişləndirilməsi, kredit təşkilatlarının fəaliyyətində məcburi ehtiyat normasının tənzimlənməsi, daha doğrusu artırılması tədbirləri diqqət çəkir. Monetar siyasət qərarlarının istehsala və inflyasiyaya təsiri müəyyən gecikmə ilə üzə çıxır [97].

Vurğulamaq lazımdır ki, müasir dövrdə monetar siyasətin səmərəliliyinin təmin olunması əsas etibarı ilə onun qarşısına qoyulan vəzifələrin sistemli və ardıcıl şəkildə reallaşdırılmasından bilavasitə asılıdır. Belə ki, monetar siyasətin həlledici obyektləri sırasında pul təklifi və, şübhəsiz, ilk növbədə pula tələb önəmli yer tutur. Digər tərəfdən məlumdur ki, MB tərəfindən ölkə iqtisadiyyatında dövriyyədə olan pulun miqdarı tənzimlənir və pul təklifi üzrə proseslər də bu qurumun nəzarəti altında olur. Jan

Tinbergenin iqtisadi siyasət nəzəriyyəsində müstəqil hədəflərə çatmaq üçün yetərli sayda müstəqil alətin mövcudluğu əsas şərtlərdən biri kimi göstərilir [126, fəsil IV-V]. Monetar siyasətin məqsəd və alətlərinin iyerarxik əlaqəsi isə sxem 1.1.1-də ümumiləşdirilmişdir [45, s.125].

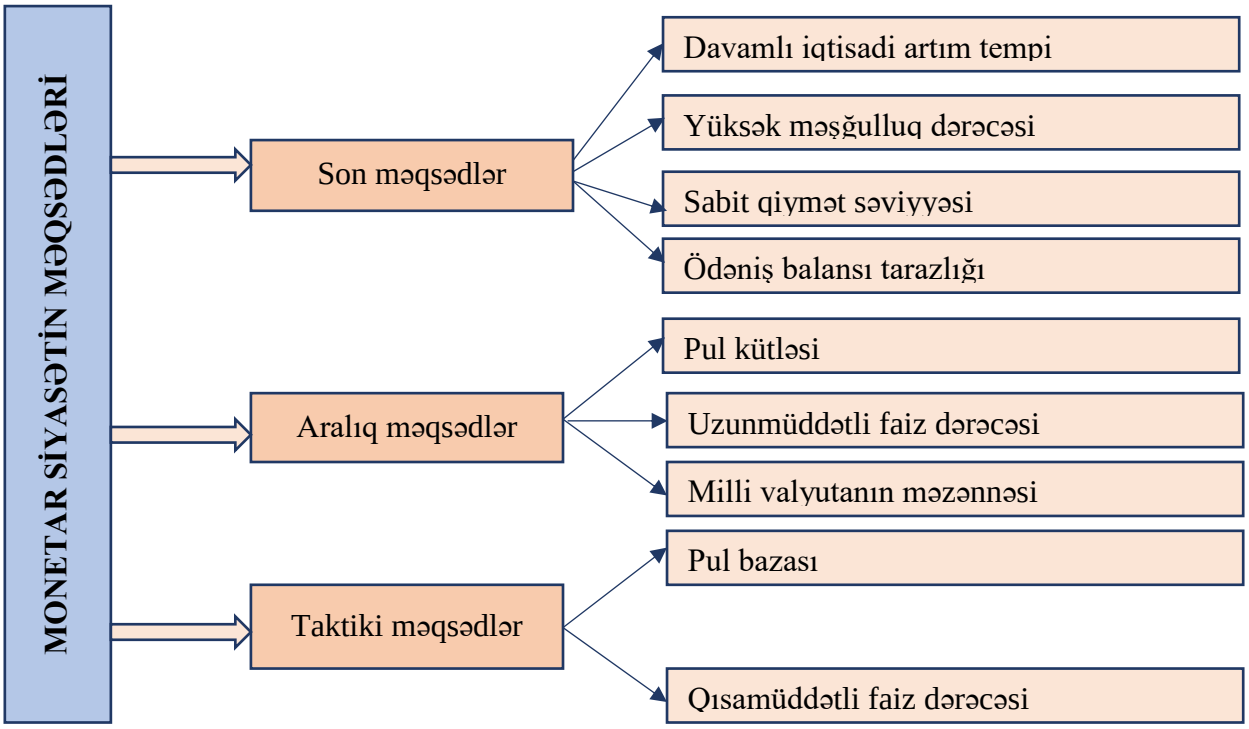


Sxem 1.1.1. Monetar siyasətin məqsədlərinin iyerarxiyası (mənbə: müəllifin [45, s.125]-də təqdim etdiyi sxem əsasında).

Sxemdə təqdim olunan məqsədlər vahid struktur çərçivəsində inteqrasiya olunma potensialına malikdir. Aralarındakı qarşılıqlı asılılıq yüksəkdir və iyerarxik tabeçilik baxımından bir-birini tamamlayan əlaqələr mövcuddur. Monetar siyasətin optimal olaraq reallaşdırılması, son nəticədə iqtisadiyyatın tarazlı və intensiv inkişafına əlavə stimullar verir. Bu halda iqtisadi tənzimlənmənin daha yüksək səviyyədə aparılması və ölkədə makroiqtisadi sabitliyin təmin edilməsi üçün əlavə tədbirlərin görülməsindən ötrü zəmin yaradılması mümkünləşir. Öz növbəsində, monetar siyasət vasitəsi ilə ölkədə valyuta siyasətinin istiqamətlərinin müəyyən edilməsi və onun müqabilində valyuta məzənnəsinin sabitliyinə nail olunması da diqqət mərkəzində saxlanılır.

İqtisadi siyasətin ümumi məqsədlərinə ÜDM-in artımı, maliyyə, valyuta və qiymət sabitliyi daxildir. Monetar siyasətin bu məqsədlərə töhfəsi mərkəzi bankın mandatı və tətbiq etdiyi rejimlə müəyyənləşir. Aşağıda sadalanan sosial məqsədlər isə ümumi sosial-iqtisadi siyasətə aiddir və monetar sabitlik onların reallaşdırılmasına dolayı dəstək verir. Həmçinin, əhalinin sosial rifahının yaxşılaşdırılması istiqamətində bir sıra məsələlərin prioritet olaraq diqqətdə saxlanılması zəruridir. Bu məsələlərə aşağıdakılar aid edilə bilər: 1) əhalinin həyat səviyyəsinin müasir dövrün tələblərinə uyğunlaşdırılması; 2) layiqli iş yerlərinin yaradılması və məşğulluq problemlərinin həllinə yönəlmiş konkret tədbirlərin həyata keçirilməsi; 3) xidmət sektorunun müxtəlif sahələrində keyfiyyət amilinin ön plana çəkilməsi və göstərilən xidmətlərə geniş əlyetərliliyin təmin olunması və s.

Şəkil 1.1.1-də isə monetar siyasətin məqsədləri daha əyani şəkildə sxematik olaraq verilmişdir.



Şəkil 1.1.1. Monetar siyasətin məqsədləri.
Məqsədlərin səviyyələr üzrə təsnifatı M.S. Khanın (2003, bölmə 2) yanaşması əsasında ümumiləşdirilmişdir [108, bölmə 2].
Qeyd: Aralıq və taktiki hədəflər tətbiq edilən monetar rejimə uyğun seçilir.

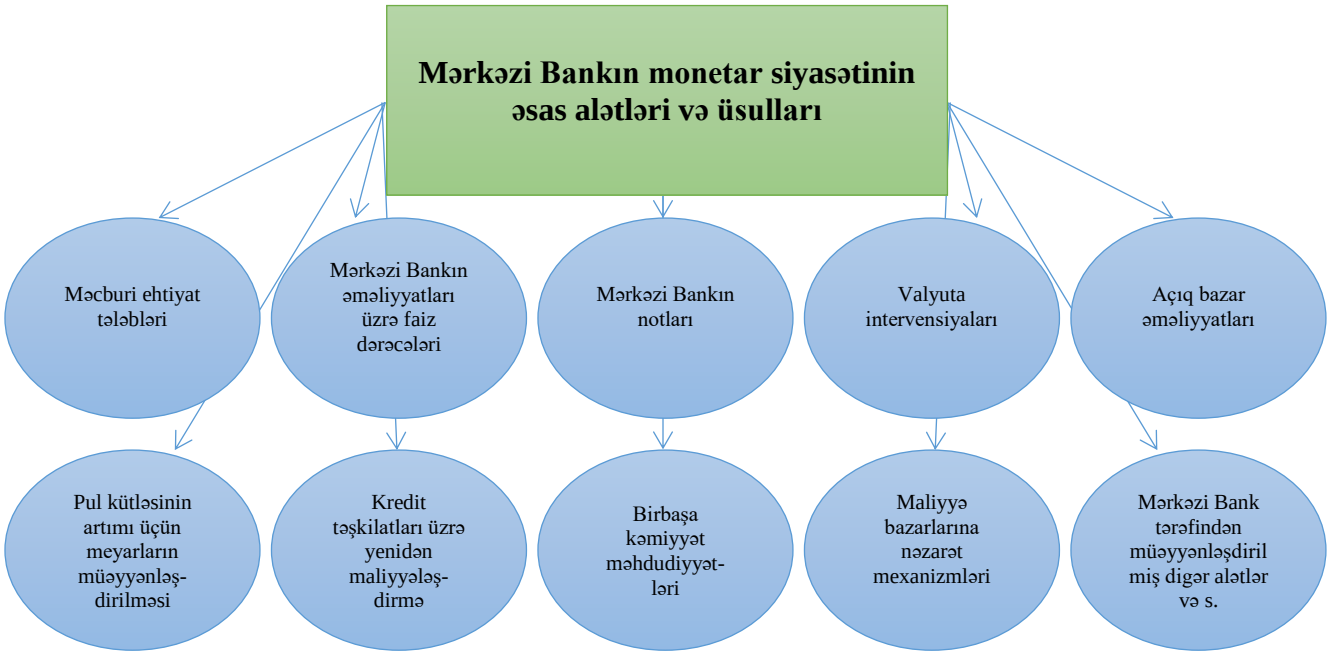
Qeyd edək ki, ölkədə makroiqtisadi sabitliyin gücləndirilməsi və bununla bağlı tədbirlərin səmərəliliyinin artırılmasında monetar siyasətin mühüm əhəmiyyəti vardır. Fikrimizcə, iqtisadiyyatın effektiv idarə olunmasını genişləndirən addımların atılması və makroiqtisadi sabitlik üçün dayanıqlı əsasın yaradılması məqsədilə Mərkəzi Bankın funksional müdaxiləsi və koordinasiyaedici rolu bir sıra məsələlərdə açar əhəmiyyət daşıyır. Məsələn, ümumilikdə maliyyə xidmətləri bazarının şaxələndirilməsi və fəallığının artırılması olduqca vacibdir. Digər tərəfdən, ölkənin bank sisteminin daha səmərəli fəaliyyət göstərməsi və müxtəlif müştəri qrupları üçün vacib olan xidmətlər paketinin təqdim edilməsi tələb olunur. Bunlarla bərabər, qiymətli kağızlar bazarının inkişafının intensivləşdirilməsi və işlək sığorta xidmətlərinin tətbiq edilməsi tələb olunur.

Pul-kredit siyasətinin tədbirlərinin sistemli və koordinasiyalı icrası bank sektorunun sabitliyini, kredit vasitəçiliyinin keyfiyyətini və iqtisadi artımın davamlılığını birbaşa şərtləndirir. Azərbaycanın pul-kredit siyasətində bu prinsip əsas tənzimləyici çərçivə kimi formalaşmış, qərarların icrasında institusional koordinasiya

təmin edilmişdir. Mərkəzi Bank qiymət sabitliyi məqsədinə nail olmaq və likvidliyi idarə etmək üçün faiz dəhlizi mexanizmindən, açıq bazar əməliyyatlarından və məcburi ehtiyat tələblərindən istifadə edir [24, s.31-33].

Beynəlxalq praktikada pul-kredit siyasətinin alətləri adətən üç əsas blokda qruplaşdırılır: 1) məcburi ehtiyat normasına dair qərarlar və əlaqədar tənzimləyici tədbirlər; 2) faiz siyasətinin hazırlanması və həyata keçirilməsi (əsas dərəcə, faiz dəhlizi və s.); 3) açıq bazar əməliyyatları və bu əməliyyatların şəffaflığının təmin edilməsi və s. Bunlarla yanaşı, MB bankların fəaliyyətinə həm pul siyasəti, həm də prudensial tənzimləmə vasitələri ilə təsir göstərə bilər. Bu çərçivədə aşağıdakı tədbirlər fərqləndirilir: kredit portfelinin strukturunun təkmilləşdirilməsi və məhdudiyyətlərin tətbiq edilməsi, depozitlərin cəlb olunması ilə bağlı tənzimləyici tədbirlərin görülməsi və əvvəldə qeyd etdiyimiz kimi bankların məcburi ehtiyat normalarının tənzimlənməsi və s.

Ümumilikdə, Mərkəzi Bankın monetar siyasətinin əsas alətləri və üsulları şəkil 1.1.2-də əks olunmuşdur:



Şəkil 1.1.2. Mərkəzi Bankın monetar siyasətinin əsas alətləri və üsulları (mənbə: [19, maddə 5, 29-33; 45] əsasında müəllif tərəfindən ümumiləşdirilmişdir). Qeyd: sxemdə pul kütləsinin artımı üzrə meyarlar siyasət hədəfini, maliyyə bazarlarına nəzarət isə ayrıca tənzimləmə-nəzarət funksiyasını göstərir.

Monetar siyasət alətlərinin seçilməsində onların təsir mexanizmi və maliyyə bazarlarının inkişaf səviyyəsi nəzərə alınmalıdır [108, bölmə 2]. Paralel olaraq, praktikada istifadə tezliyi baxımından məcburi ehtiyat normaları ilə bağlı alətlər, monetar siyasəti həyata keçirən qurumların vasitələri arasında xüsusi yer tutur. Kommersiya bankları məcburi ehtiyatları müəyyən edilmiş hesablama bazası və normalar üzrə formalaşdırır, onları Mərkəzi Bankdakı müxbir hesablarında saxlayırlar [22, bənd 1.2.2-1.2.3, 3.1].

Tarixən ehtiyat tələblərinə bankların likvidliyini dəstəkləyən vasitə kimi baxılmışdır [102]. Müasir pul siyasətində məcburi ehtiyatlar pul kütləsinə və bank sisteminin likvidliyinə təsir göstərmək üçün tətbiq olunur [22, bənd 1.2.1]. Onlar bank kapitalını və əmanətlərin sığortalanması mexanizmini əvəz etmir.

Sadələşdirilmiş depozit multiplikatoru modelində, digər şərtlər sabit qaldıqda, məcburi ehtiyat normasının təsiri aşağıdakı kimi izah olunur. Birincisi, ehtiyat normasının artırılması bankların izafi ehtiyatlarını azaldır və nəticədə pul kütləsinin yaranması prosesində depozit multiplikatorunun dəyəri aşağı düşür. Norma dəyişdikcə multiplikator da adekvat dəyişikliklərə məruz qalır. İkincisi, ehtiyat normasının azaldılması əks tendensiyanı formalaşdırır: bank sistemində sərbəst resurslar artır və dövriyyədə olan pul kütləsinin həcmi multiplikativ şəkildə genişlənir. Belə olduqda kreditləşdirmə üçün əlavə maliyyə vəsaitləri formalaşır və banklara verilən müvafiq resursların həcminin artması üçün zəmin yaranır [88, s.3]. Ümumilikdə, tətbiq edilən bu alətlər həm maliyyə xidmətləri bazarına, həm də iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinə geniş miqyasda təsir edir. Xüsusən, bank sektorunun fəaliyyət trayektoriyasına pul-kredit siyasətinin təsiri həlledici xarakter daşıyır və qərarların qəbulu zamanı mütləq nəzərə alınmalıdır.

Bir tərəfdən tənzimləmə nəticəsində kommersiya banklarının qanunvericiliyə və mövcud maliyyə xidmətləri bazarındakı rəqabətə uyğun şəkildə fəaliyyət göstərmələri təmin olunur, onların ehtiyatının yetərli səviyyədə formalaşdırılması tədbirləri görülür. Məcburi ehtiyatların saxlanılması bankın iflas riskini aradan qaldıran ayrıca təminat mexanizmi kimi şərh edilməməlidir. Bu modeldə məcburi ehtiyat normasının dəyişməsi pul kütləsinə multiplikator vasitəsilə təsir göstərir. Praktikada nəticə kredit

tələbindən, bankların risk qiymətləndirməsindən və digər məhdudiyyətlərdən də asılıdır [111].

Bankların maliyyələşmə şərtləri kredit resurslarının dəyərinə və kreditləşdirmə imkanlarına təsir göstərir. MB-nin uçot dərəcəsi pul siyasətinin istiqaməti barədə siqnal verir, bankların Mərkəzi Bankdan cəlb etdikləri vəsaitlərin faktiki dəyəri isə müvafiq əməliyyatların şərtlərindən asılıdır [24, s.31-33]. Faizlərin yüksəlməsi kreditləşdirməni məhdudlaşdıra, azalması isə onu dəstəkləyə bilər. Bu təsirin miqyası kredit tələbi, bankların likvidliyi və risk qiymətləndirməsi ilə müəyyənləşir [111]. Bu halda bankların əlavə resurs cəlb etməsi kreditləşdirməni dəstəkləyə bilər. Lakin pul bazasının artması geniş pul kütləsinin eyni nisbətdə və avtomatik artması demək deyildir [111].

Funksional fəaliyyət prinsipləri və səlahiyyət çərçivələri nəzərə alınmaqla, Mərkəzi Bank üçün monetar siyasətin icrasında başlıca vəzifələrdən biri pul kütləsinin idarə olunması və artım hədəflərinin formalaşdırılmasıdır. Əməliyyat hədəfinin seçimi monetar rejimdən asılıdır: pul bazası və ya qısamüddətli banklararası faiz dərəcəsi bu məqsədlə istifadə oluna bilər. M2 isə geniş pul aqreqatı kimi izlənir [108, bölmə 2]. Pul bazasının parametrik tənzimlənməsi (faiz dəhlizi, açıq bazar əməliyyatları və digər alətlərlə əlaqələndirilərək) müəyyən gecikmə ilə inflyasiya dinamikasına təsir göstərməyə, bank sisteminin likvidliyini tənzimləməyə və pul-kredit ötürmə kanallarını aktiv saxlamağa imkan verir. Nəticə etibarilə, Mərkəzi Bank müəyyən etdiyi orta və uzunmüddətli hədəflərin ardıcıl reallaşdırılmasını təmin edir.

Monetar siyasət alətləri bank sisteminin likvidliyinə və iqtisadiyyatda maliyyələşmə şərtlərinə təsir göstərir. Pul bazası nağd pul və bankların Mərkəzi Bankdakı ehtiyatlarını əhatə edir. Onun artımının əmanətlərə və geniş pul kütləsinə təsiri bankların və müştərilərin davranışından asılıdır [111]. Qeyd edək ki, pula tələb və təklifin dəyişməsinin səbəblərindən asılı olaraq reallaşdırılan monetar siyasətin üsulları da öz növbəsində dəyişir.

Seçilən monetar alətin nəticəsi makroiqtisadi şəraitdən və maliyyə sisteminin quruluşundan asılıdır. Buna görə məqsəd və alət arasında əlaqə qurularkən inflyasiya gözləntiləri, məzənnə rejimi, kapital axınları və bazarın inkişaf səviyyəsi birlikdə

qiymətləndirilməlidir. Bu yanaşma siyasət qərarlarının hansı kanallarla iqtisadiyyata ötürüldüyünü və nəticələrin nə vaxt yarana biləcəyini izah etməyə kömək edir.
Qərarların həyata keçirilməsində hədəflərin aydınlığı, etibarlı statistik məlumatlar və görülən tədbirlərin ictimaiyyətə izahı xüsusi əhəmiyyət daşıyır. M.S. Khan bu şərtləri monetar siyasətin qurulması və inflyasiya hədəflənməsinin tətbiqi ilə əlaqələndirir [108]. Bu baxımdan, alətlərin seçilməsi ilə yanaşı, onların tətbiqini təmin edən institusional şərait də nəzərə alınmalıdır.

İqtisadiyyatın real sektorunu maliyyə resursları ilə təmin etmək vəzifəsi ilə əlaqədar olaraq, monetar siyasətin səmərəliliyinin artırılmasında bankların rolu strateji əhəmiyyət kəsb edir. Bankların real istehsala təsir imkanları ondan irəli gəlir ki, pul siyasətinin dəyişməsi bank faiz dərəcələrinə təsir göstərir. Bankların likvidliyinin idarə olunmasının effektiv mexanizmi olarsa, onlar ölkənin monetar siyasətinin daha uğurlu reallaşdırılmasına ciddi töhfə verə bilərlər [60, s.48].

Dövlətin iqtisadi gücü ilk növbədə iqtisadi artım tempindən asılıdır. Bu trayektoriya həm daxili (endogen), həm də xarici (ekzogen) amillərin təsiri altında formalaşır. Gələcək üçün iqtisadi siyasət hazırlanarkən həmin amillər mütləq şəkildə sistemli qiymətləndirilməli, qərarların əsasına yerləşdirilməlidir. Strateji məqsədlər aydındır: əhalinin rifahının yüksəldilməsi və məşğulluğun yüksək səviyyədə saxlanılması. Bu hədəflərə yalnız sabit və dayanıqlı iqtisadi artım mühitində nail olmaq mümkündür.

Hər bir dövlət iqtisadi siyasətində, o cümlədən pul-kredit və maliyyə siyasətində, bir sıra əsas funksiyaların reallaşdırılmasını hədəfləyir. Bu funksiyalara dayanıqlı və effektiv işləməyə şərait yaradan maliyyə mexanizmləri, fasiləsiz pul dövriyyəsi, eləcə də güclü vergi bazasının qurulması və vergilərin planlaşdırılmış həcmdə toplanması daxildir. Bununla yanaşı, dövlət üçün optimallaşdırılmış maliyyə-kredit sisteminin yaradılması zəruridir. Maliyyə sektorunun inkişaf siyasətinin başlıca vəzifələrindən biri maliyyə xidmətləri bazarının inkişafının sürətləndirilməsi və bank sektorunun səmərəli fəaliyyətinin təminidir. Eyni zamanda, ölkənin beynəlxalq iqtisadi münasibətlərdə mövqeyinin möhkəmləndirilməsi, ixtisaslaşmanın dərinləşdirilməsi, rəqabət qabiliyyətinin artırılması və müasir tələblərə uyğun monetar siyasət modelinin

tətbiqi xüsusi aktuallıq kəsb edir. Ümumilikdə monetar siyasət davamlı sosial-iqtisadi inkişafın əsas alətlərindən biri kimi qiymətləndirilir. Bu kontekstdə Mərkəzi Bankın üzərinə mühüm vəzifələr düşür və siyasətin səmərəli icrası prioritet sayılır. Dünya təcrübəsi göstərir ki, monetar alətlərdən düzgün istifadə iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinin balanslı və sabit inkişafına şərait yaradır və strateji hədəflərə çatmaq, eləcə də səmərəli idarəetmə mexanizmləri formalaşdırmaq baxımından xüsusi rol oynayır.

Bir məsələni də qeyd etmək istərdik ki, müasir monetar siyasət tədqiqatçılar tərəfindən ən çox müzakirə edilən istiqamətlərdən biridir. Bu onunla bağlıdır ki, monetar siyasətin nəticələri bazar iqtisadiyyatının bütün iştirakçılarının maraqlarına təsir edir. Borc vəsaitlərindən istifadə edən istehsalçılar üçün faizlərin yüksəlməsi maliyyələşmə xərclərini artıra, kreditə çıxışı çətinləşdirə və istehsalın genişləndirilməsini məhdudlaşdıra bilər [97]. Maliyyələşmə xərclərinin artması qiymətlərə yüksəldici təsir göstərə bilsə də, monetar sərtləşmənin məcmu tələbi zəiflədən təsiri inflyasiya təzyiqini azalda bilər [73, s.3-4; 97].

Monetar siyasət anlayışının tərifinə baxışlar da kifayət qədər fərqlidir. Əvvəla, onu qeyd edək ki, iqtisadçılar monetar siyasət anlayışının mahiyyəti ilə bağlı vahid konsensusa malik deyillər. Pulun klassik kəmiyyət nəzəriyyəsində real istehsal və pulun dövriyyə sürəti sabit qəbul edildikdə, pul kütləsi ilə qiymət səviyyəsi arasında mütənasib əlaqə nəzərdə tutulur [99, fəsil II]. Monetar siyasətin təsir mexanizmlərinə dair müzakirələrdə keynsçi və monetarist yanaşmalar mühüm yer tutur. İlk növbədə onlar bu fikirdə idilər ki, pul sferasının mövcud vəziyyətinin aparılan monetar siyasətin təsiri altında dəyişməsi gözləniləndir və bunlar iqtisadi proseslərə öz təsirini göstərəcəkdir. Amma analoji təsir dairəsi fərqli qiymətləndirilə bilər. Bunlar isə özünü bazarda mövcud olan tələb və təkliflərdə ifadə edir. Keyns pula tələbi likvidliyə üstünlük verilməsi yanaşması çərçivəsində izah edirdi [107, fəsil XIII]. Faiz dərəcələrinin proqnozlaşdırılan dəyəri bazar iştirakçısının nağd pul və qiymətli kağızlar arasında seçiminə mütləq şəkildə təsir göstərəcəkdir, bununla da baxılan amillərin hər hansı birinə üstünlük verilməsi qaçılmaz proses kimi qiymətləndirilir. Bu yanaşmada faiz dərəcələrinin dəyişməsi ilə pula tələb arasındakı əlaqəyə xüsusi diqqət yetirilir. Gözləntilərin və likvidliyə üstünlüyün dəyişməsi monetar siyasətin təsirinin

əvvəlcədən qiymətləndirilməsini çətinləşdirə bilər [107, fəsil XII-XIII]. Belə ki, iqtisadi fəaliyyət subyektlərinin bazar davranışları normal faiz dərəcələrinə münasibəti formalaşdırır və nəticədə monetar siyasəti həyata keçirən qurumlar faiz dərəcələrinə təsir göstərmək məqsədilə real pul təklifini hansı səviyyədə dəyişməli olduqlarını dəqiq müəyyənləşdirə bilmirlər. Monetar təsirin zəiflədiyi şəraitdə fiskal tədbirlərin rolu arta bilər. Keynsin yanaşmasında faiz dərəcəsi pula tələb və pul təklifinin qarşılıqlı təsiri ilə izah olunur [107, fəsil XIII].

M. Fridman kəmiyyət nəzəriyyəsini ilk növbədə pula tələb nəzəriyyəsi kimi şərh edir. Onun yanaşmasında pula tələb sərvətin həcmi, pulun və alternativ aktivlərin gəlirliliyi, habelə sərvət sahiblərinin məqsəd və üstünlükləri ilə əlaqələndirilir [71]. Pul sərvətin saxlanma formalarından biridir. İqtisadi subyektlər pul saxlamaqla əldə etdikləri faydanı istiqraz və digər aktivlərin gözlənilən gəlirliliyi ilə müqayisə edirlər. Buna görə pula tələbin izahında təkcə cari gəlir deyil, sərvətin tərkibi və gələcək gəlirlərə dair gözləntilər də nəzərə alınır [71].

Bunlarla yanaşı, monetaristlərlə keynsçilərin fikirlərində müəyyən ziddiyyətlər diqqət çəkir, məsələn dövlətin iqtisadi proseslərə müdaxilə dərəcəsinə onların baxışları daha çox ziddiyyət təşkil edir. Monetarist yanaşmada pul təklifinin sabit qaydalar əsasında tənzimlənməsi iqtisadi sabitliyin mühüm şərti hesab olunur. Monetar siyasətdə kəskin və tez-tez baş verən dəyişikliklərin iqtisadi dalğalanmaları gücləndirə biləcəyi vurğulanır [100]. Keynsçilər isə belə düşünürlər ki, xarakterinə görə bazar münasibətləri qeyri-sabit bir sistemi özündə ehtiva edir və bu halda dövlət müdaxilə etməklə həmin prosesləri tənzimləyə bilər. Həmin dövrdə M. Fridmanın irəli sürdüyü "pul qaydası" tənzimləmənin praktiki nümunəsi kimi diqqət çəkir. Fridman pul təklifinin əvvəlcədən elan edilmiş sabit templə artırılmasını müdafiə edir və nağd pul ilə kommersiya banklarındakı bütün depozitlərin cəmi üçün illik 3-5 faizlik artımı təklif edirdi [100, s.16]. Bu interval bütün ölkələr və dövrlər üçün universal inflyasiya həddi kimi qəbul edilməməlidir. Monetaristlər bazar şəraitində baş verən proseslərdən asılı olmayan sabit tənzimləmə qaydalarının tərəfdarı kimi çıxış edir, inflyasiyanın məhdudlaşdırılmasını və qaydaya əsaslanan monetar siyasətin tətbiqini müdafiə edirdilər. Bu yanaşma uzunmüddətli dövrdə iqtisadi artım tempinə uyğun pul təklifinin

formalaşmasına şərait yaradır və nəticə etibarilə sabit iqtisadi inkişaf üçün əlverişli mühit təmin edir.

Monetarizm yanaşmasının ilkin nəticələri pul tələbatına dair aparılan empirik tədqiqatların təhlillərinə söykənmiş, 1970-ci illərdə isə bir çox ölkələrin pul siyasəti praktikasına təsiri güclənmişdir [82]. Bu istiqamətin formalaşması və inkişafında M. Fridman, K. Brunner, A. Meltser və A. Şvarts kimi tədqiqatçıların elmi töhfələri xüsusi qeyd olunmalıdır [110, s.11]. Başqa yanaşmaya görə monetar siyasət, pul dövriyyəsi sahəsində Mərkəzi Bank tərəfindən bir-biri ilə əlaqələndirilmiş tədbirlər toplusu şəklində təşkil olunan idarəetmədir. Bu mexanizm bazar şəraitini və təkrar istehsal prosesini tənzimləməklə istehsal səviyyəsini təmin etməyə çalışır və paralel olaraq qiymətlərin sabit saxlanması ilə məşğulluğun maksimuma yaxın səviyyəsinin qorunmasını hədəfləyir.

ABŞ-da monetar siyasət Federal Ehtiyat Sistemi tərəfindən həyata keçirilir. Siyasətin əsas istiqamətinə dair qərarlar Federal Açıq Bazar Komitəsində qəbul olunur [85]. Qeyri-ənənəvi alətlərdən olan kəmiyyət yumşaldılması (quantitative easing) uzunmüddətli faiz dərəcələrini aşağı salmaq və maliyyə şərtlərini yumşaltmaq məqsədilə aktivlərin genişmiqyaslı alışını nəzərdə tutur [129].

Monetar siyasət anlayışı iki səviyyədə şərh olunur: geniş mənada bu siyasət, tənzimləmə alətlərindən istifadə etməklə pul və bank sistemlərinə yönəlik təsirlər yaradan və uzunmüddətli, sabit iqtisadi artımı hədəfləyən vahid dövlət sosial-iqtisadi kursunun komponenti kimi qəbul edilir. Y.M. Safronov və O.V. Yakubovun istinad etdikləri Ç. C. Vulfelin yanaşmasına görə, monetar siyasət pul dövriyyəsi sahəsində iqtisadi dalğalanmaları yumşaldan tədbirlər vasitəsilə qiymətlərin sabitləşdirilməsinə və bunun əsasında gələcək iqtisadi artımın dəstəklənməsinə yönəlir [68, s.248]. Monetar siyasət iqtisadi artımın və məşğulluğun dəstəklənməsi, qiymət sabitliyinin qorunması və real məzənnənin sabitləşdirilməsi kimi məqsədlərə yönələ bilər. Bu məqsədlər arasında ziddiyyətlər yarana bilər [108, bölmə 2]. Mərkəzi Bankın sərgilədiyi monetar siyasət özündə uçot siyasəti və məzənnə mexanizmlərinin optimal tətbiqini birləşdirir. Eyni zamanda, aparılan siyasət təsir miqyasına görə pul təklifi ilə bağlı qərar və tədbirlərin məcmusu kimi xarakterizə oluna bilər. Y.M. Safronov və

O.V. Yakubov isə monetar siyasəti yalnız pul təklifinə təsir edən qərarlarla izah etməyi yetərli hesab etmirlər və onun digər sosial-iqtisadi siyasət istiqamətləri ilə uzlaşdırılmasını vacib sayırlar [68, s.248]. Ümumiləşdirilmiş şəkildə, bu siyasət Mərkəzi Bankın öz səlahiyyətləri daxilində həyata keçirdiyi və digər iqtisadi siyasət istiqamətləri ilə uzlaşdırdığı tədbirlər toplusundan ibarət olub pul-kredit münasibətlərinin səmərəli təşkili üçün nəzərdə tutulmuş mexanizmlər və alətlər məcmusunu əhatə edir. Burada əsas məsələ məqsədlərin alətlərlə uzlaşdırılmasıdır. Pul kütləsi və faizlərə dair qərarlar monetar rejimə və mərkəzi bankın səlahiyyətlərinə uyğun qəbul olunur [108]. Nəticə etibarilə, monetar siyasət pul kütləsinin həcmi və strukturu ilə yanaşı, faiz dərəcələrinin çevik tənzimlənməsi vasitəsilə iqtisadi proseslərə təsir göstərən başlıca mexanizmləri bir araya gətirir.

Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı haqqında Qanuna əsasən, Mərkəzi Bankın məqsəd və funksiyalarına aşağıdakılar daxildir: (1) qanunla müəyyən edilmiş səlahiyyətlər daxilində qiymətlərin sabitliyinin təmin edilməsi və pul siyasətinin həyata keçirilməsi; (2) uçot dərəcəsinin və Mərkəzi Bankın öz əməliyyatları üzrə faiz dərəcələrinin müəyyənləşdirilməsi; (3) maliyyə bazarlarının tənzimlənməsi və onlara nəzarət, istehlakçıların və investorların hüquqlarının qorunması; (4) məzənnə siyasətinin həyata keçirilməsi, manatın xarici valyutalara nisbətdə rəsmi məzənnəsinin müəyyən edilməsi və elan olunması [19, maddə 4.1, 5.1.1, 5.1.3, 5.1.6, 5.1.8, 31.1]. Bu istiqamətlər pul siyasəti ilə yanaşı, Mərkəzi Bankın maliyyə sabitliyi və nəzarət funksiyalarını da əhatə edir. Ümumiləşdirilmiş şəkildə, tədqiqatlarda göstərilir ki, monetar siyasətin sistemli qiymətləndirilməsi üçün onun əsas elementləri (siyasətin subyektləri və obyektləri, məqsəd və vəzifələri, tətbiq mexanizmi, metod və vasitələr) kompleks yanaşma çərçivəsində nəzərdən keçirilməlidir.

Yaponiya, Böyük Britaniya və ABŞ-da mərkəzi banklar pul siyasəti alətlərinin tətbiqinə dair qərarları öz səlahiyyətləri çərçivəsində müstəqil qəbul edirlər [78; 77; 85]. Hökumətin rolu ölkələr üzrə fərqlənir. Məsələn, Böyük Britaniyada inflyasiya hədəfini hökumət müəyyən edir [77]. Almaniyada monetar siyasət Avropa Mərkəzi Bankı və avrozonanın milli mərkəzi banklarından ibarət Avrosistem çərçivəsində həyata keçirilir [94]. Azərbaycanda Mərkəzi Bank pul siyasətini həyata keçirir,

Maliyyə Nazirliyi isə dövlət maliyyəsinin idarə olunmasına cavabdehdir. Bu qurumlar öz səlahiyyətləri daxilində qarşılıqlı əlaqədə fəaliyyət göstərirlər [19, maddə 5-6, 15.3; 7, bənd 5.3.1].

Dövlətin monetar siyasətinin obyektinə gəlincə, bu, müəyyən makroiqtisadi məqsədlərə nail olmaq üçün dövriyyədəki pul kütləsidir ki, onun da səmərəli idarə olunması zəruri şərtdir.

Tətbiqi baxımdan monetar siyasət çoxşaxəli funksiyalara malikdir. Tənzimləmə istiqaməti çərçivəsində pul-kredit alətləri iqtisadi artımın sürətinə, inflyasiya səviyyəsinə, qiymətlərin sabitliyinə və valyuta məzənnələrinin formalaşmasına təsir göstərir. Bu təsirin praktiki mexanizmi pul kütləsinin idarə olunması və faiz siyasətinin tənzimlənməsi ilə reallaşır ki, nəticədə biznes aktivliyi və investisiya axınları dəstəklənir. Mərkəzi Bank müvafiq alətlər vasitəsilə bank sistemini likvidliklə təmin etməklə maliyyə sabitliyini dəstəkləyə, şokların təsirini yumşalda və böhran risklərini azalda bilər [19, maddə 29-33, 53-4]. Nəzarət komponenti kreditləşmə səviyyəsinə, borcların strukturuna və risk qruplarına dair tənzimləmə-nəzarət tədbirlərini əhatə edir. Məqsəd borclanmanın həddindən artıq genişlənməsini məhdudlaşdırmaq, maliyyə vasitəçiliyində risklərin yığılmasının qarşısını almaq və beləliklə, bütövlükdə maliyyə sisteminin dayanıqlığını qorumaqdır.

MB valyuta bazarına müdaxilə zamanı məzənnəni tənzimləmək və kəskin dalğalanmaları yumşaltmaq məqsədilə beynəlxalq valyuta ehtiyatlarından istifadə edə bilər [19, maddə 30.1.3, 42]. E.N. Vəliyev monetar siyasətin məqsədləri sırasında qiymətlərin və pul vahidinin sabitliyinin qorunmasını, habelə inflyasiyanın aşağı salınmasını qeyd edir [51, s.44]. Əlavə olaraq qeyd edək ki, monetar siyasət makroiqtisadiyyatın idarə edilməsi vasitəsidir, ölkələrin bu siyasətinin konkret məqsədləri var.

Yanaşmalar fərqlənsə də, müasir pul-kredit siyasətinin missiyası ümumi xətt üzrə formalaşır: qiymət sabitliyinin təmin edilməsi, maliyyə sisteminin dayanıqlığının qorunması, valyuta məzənnəsinin balanslaşdırılması, iqtisadi artımın davamlı tempinin dəstəklənməsi və makroiqtisadi gözləntilərin idarə olunması. Bu hədəflər orta və uzunmüddətli dövrdə realizə olunur, sistemli proqnozlaşdırma və qarşılıqlı

uzlaşdırılmış bazar əsaslı və inzibati alətlər vasitəsilə təmin edilir [108, bölmə 2]. Bu baxımdan pul-kredit siyasəti ilə uzlaşdırılan ümumi iqtisadi siyasətin strateji istiqamətləri resursların səmərəli səfərbərliyi və təsərrüfat dövriyyəsinə yönəldilməsi, istehsal münasibətlərinin modernləşdirilməsi, xarici ticarət və tədiyyə balansında dayanıqlı tarazlığın qorunması, ixrac potensialının genişləndirilməsi və ticarət strukturunun şaxələndirilməsi, həmçinin sosial-iqtisadi prioritetləri təmin edən davamlı tədbirlərin icrasıdır.

Monetar siyasətin məqsəd və hədəfləri üç səviyyədə nəzərdən keçirilə bilər: son (strateji) məqsədlər, aralıq hədəflər və operativ (taktiki) hədəflər [108, bölmə 2]. Strateji məqsədlər müstəvisində diqqət mərkəzində iqtisadiyyatın davamlı artım tempinin təmin edilməsi, qiymət sabitliyinin qorunması, əvvəl qeyd olunduğu kimi, məşğulluq problemlərinin həlli istiqamətində effektiv addımların atılması və ödəniş balansının tarazlaşdırılması dayanır. Aralıq məqsədlər baxımından əsas prioritetlər milli valyutanın məzənnəsinin tənzimlənməsi, faiz dərəcələrinin adekvatlığının təmin olunması və pul kütləsinin idarə edilməsi ilə bağlıdır. Bu mərhələdə seçilən parametrlər strateji hədəflərə doğru hərəkəti təmin edən "nəzarət nöqtələri" rolunu oynayır. Taktiki (əməliyyat) məqsədlər gündəlik likvidlik idarəetməsi ilə əlaqəli göstəricilər üzrə müəyyən edilir. Seçilmiş monetar rejimdən asılı olaraq qısamüddətli banklararası faiz dərəcəsi və ya pul bazası belə göstərici kimi istifadə oluna bilər [108, bölmə 2].

Bunlarla yanaşı, hesab edirik ki, dövlətin apardığı monetar və iqtisadi siyasətin hədəflərinə çatmaqda sistemli və kompleks yanaşma təmin olunmalıdır. Lakin belə çətinliklərin aradan qaldırılması üçün təkcə monetar alətlərə güvənmək yetərli deyil. Fikrimizcə, geniş spektrli və çoxşaxəli yanaşma formalaşdırılmalı, müxtəlif istiqamətlər üzrə koordinasiyalı tədbirlər irəli sürülməlidir. İlk növbədə dövlətin monetar siyasətinin tətbiq mexanizmləri və praktiki fəaliyyət alətləri maksimum təkmilləşdirilməlidir. Bundan başqa bazar subyektlərinin fəaliyyətinin stimullaşdırılması və iqtisadi fəallığın artırılması, iqtisadiyyat sahələrinin səmərəli fəaliyyət göstərməsi üçün maliyyə mexanizmlərinin işləkliyinə və rəqabətqabiliyyətli olmasına ciddi zərurət qalmaqdadır. Bunlarla bərabər həm də qiymət və inflyasiya amilləri də daim diqqət mərkəzində olmalıdır. Mərkəzi Bank monetar siyasəti

təkmilləşdirərkən ölkə iqtisadiyyatının strukturunu, onun resurs potensialını, vergiqoyma bazasının adekvatlığını, texnologiyaların inkişafını və yeni iqtisadiyyat sahələrinin formalaşdırılması perspektivlərini mütləq şəkildə nəzərə almalıdır. Maliyyə xidmətləri bazarında olan risklərin sistemli şəkildə öyrənilməsi və aşkarlanması, adekvat tədbirlərin görülməsi müstəsna əhəmiyyət kəsb edir. İqtisadi artımın sürətləndirilməsi və xidmət sektorunda həcmlə yanaşı keyfiyyətin yüksəldilməsi üçün rəqəmsal pul-kredit həllərinin işlənməsi və inteqrasiya olunmuş xidmət paketinin tətbiqi mühüm şərtdir. Bununla paralel, normativ-hüquqi bazanın mütəmadi yenilənməsi, zəruri yeni qanunların qəbul edilməsi və icra mexanizmlərinin dəqiqləşdirilməsi, eləcə də dövlət qurumlarının, xüsusilə maliyyə-kredit və vergi orqanlarının, fəaliyyətinin modernləşdirilməsi üzrə ardıcıl addımlar zəruridir. Bu çərçivədə tədiyyə balansının əsas göstəricilərinin daimi monitorinqi, vaxtında tənzimləyici müdaxilələr, maliyyə və ticarət axınlarının səmərəli idarəsi və bazar iştirakçılarının maraqlarının balanslaşdırılması prioritet təşkil edir. Belə tədbirlər rəqabət mühitini qoruyur, şəffaflığı artırır və sistemin dayanıqlığını möhkəmləndirir.

Monetar siyasət iqtisadiyyata bütövlükdə və maliyyə sektoruna təsiri baxımından nəzərdən keçirilə bilər. Birinci yanaşma onu cəmiyyətin bütöv iqtisadi sferasında təsir göstərən və dövlətin iqtisadi siyasəti ilə əlaqəli şəkildə fəaliyyət göstərən təşkilati-maliyyə mexanizmləri sistemi kimi dəyərləndirir. Məqsəd qiymət sabitliyini qorumaq və artım üçün əlverişli şərtlər formalaşdırmaqdır. İkinci yanaşma tənzimləmənin ünvanını birbaşa maliyyə sferasında görür və nəticələri maliyyə vasitəçiliyi, likvidlik və gözləntilər kanalları üzərindən izah edir. Hər iki xəttin ümumi məntiqi ondan ibarətdir ki, düzgün tənzimlənmiş monetar alətlər təkrar istehsalı və məşğulluğu dəstəkləyir, xarici iqtisadi əlaqələrdə sabitliyə töhfə verir və beləcə makroiqtisadi tarazlığı möhkəmləndirir. Bununla belə, büdcə tarazlığı əsasən fiskal siyasətin səlahiyyətindədir. Tədiyyə balansına və xarici ticarət saldosuna təsir isə daha çox məzənnə və faiz kanalları vasitəsilə dolayı yolla formalaşır. İnkişaf strategiyasını seçərkən Mərkəzi Bank daxili və xarici amilləri nəzərə almalı, milli xüsusiyyətlərə uyğun optimal çərçivə müəyyənləşdirməlidir. Bu, xüsusən də QKB-nin gəlirlilik əyrisi və likvidliyinə ötürülən siqnalların proqnozlaşdırıla bilməsi baxımından önəmlidir.

Müasir empirik tədqiqatlarda monetar siyasətin maliyyə bazarlarına ötürülmə mexanizmlərinin kəmiyyətcə qiymətləndirilməsinə xüsusi diqqət yetirilir. F.Mişkin [112] monetar siyasətin aktivlərin qiymətləri kanalı vasitəsilə real iqtisadiyyata təsirini nəzəri cəhətdən əsaslandırmış, B.Bernanke və M.Gertler [79] isə kredit kanalı yanaşmasını inkişaf etdirərək bank kreditləşməsi və borcalanların balansları vasitəsilə monetar təsirin ötürülməsini izah etmişlər. Bu nəzəri baza iqtisadi transformasiya mərhələsində olan ölkələr, o cümlədən Azərbaycan üçün də mühüm metodoloji çərçivə təşkil edir. II fəslin 2.3-cü paraqrafında monetar göstəricilərlə dövlət istiqrazlarının ilkin hərraclarında izafi tələb göstəricisi arasındakı əlaqə empirik şəkildə qiymətləndirilir. Ayrı-ayrı transmissiya kanallarının təsiri isə ayrıca identifikasiya edilmir.

Monetar transmissiyanın faiz kanalı bazar faizlərinin dəyişməsi vasitəsilə borclanma xərclərinə və investisiya qərarlarına təsir göstərir. Kredit kanalı bankların kredit təklifi və borcalanların balans vəziyyəti ilə bağlıdır. Məzənnə kanalı valyuta məzənnəsinin dəyişməsi vasitəsilə idxal qiymətlərinə və xalis ixraca təsir edir. Gözləntilər kanalı gələcək inflyasiya və faiz dərəcələri barədə təsəvvürlərin cari maliyyə və investisiya qərarlarına təsiri ilə əlaqədardır. Bu kanalların təsiri maliyyə sisteminin quruluşundan və bazarın inkişaf səviyyəsindən asılıdır [79; 112; 97].

QKB-nin inkişaf xüsusiyyətləri və monetar siyasətin ona təsirinin araşdırılması son nəticədə QKB-də mövcud mexanizmlərin təkmilləşdirilməsinə əlavə stimullar verə bilər. Bunlar nəzərə alınmaqla, növbəti paraqrafda bu istiqamətdə metodoloji yanaşmaları müəyyənləşdirəcəyik.

1.2. Qiymətli kağızlar bazarının inkişaf xüsusiyyətləri və monetar siyasətin metodoloji əsasları

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı emitentlərin vəsait cəlb etməsi və investorların yığımlarını yerləşdirməsi üçün əlverişli şəraitin formalaşması ilə bağlıdır. Prosesin təhlilində bazarın təşkilati quruluşu ilə monetar şərait birgə nəzərdən keçirilməlidir. Bazarın qaydaları və infrastrukturu əməliyyatların aparılmasını təmin

edir, pul siyasəti isə faiz dərəcələri və likvidlik vasitəsilə maliyyələşmə şərtlərinə təsir göstərir. Buna görə metodoloji yanaşma bazar iştirakçılarının qərarlarını, maliyyə alətlərini və siyasət siqnallarının ötürülməsini əlaqəli şəkildə izah etməlidir. Beynəlxalq təcrübənin tətbiqində bu əlaqələrin milli bazardakı xüsusiyyətləri nəzərə alınmalıdır [39, s.36; 108].

Eyni zamanda, maliyyə xidmətləri bazarının dərinləşdirilməsi, uyğun infrastrukturun yaradılması, normativ-hüquqi mexanizmlərin işləkliyinin təmin edilməsi və rəqabət mühitinin sağlamlaşdırılması mühüm vəzifələr hesab olunur [39, s.36-37]. Bu baxımdan, maliyyə xidmətləri bazarı (o cümlədən QKB) kifayət qədər hərəkətli olmalı, alıcı və satıcılar arasındakı münasibətlər inkişaf etməli, aktiv ticarət və iştirak genişliyi təmin edilməlidir. Müxtəlif şirkətlərin bu sahədə daha geniş şəbəkədə ixtisaslaşması, səhmlər və istiqrazlarla alqı-satqıların stimullaşdırılması tədbirlərinə xüsusi ehtiyac vardır. Bu bazarda peşəkar iştirakçılar fəaliyyət göstərir və bazar əməliyyatları müvafiq qaydalar əsasında tənzimlənir [72, s.106].

Maliyyə sistemində pul və kapital bazarları ilə yanaşı qiymətli kağızlar, valyuta, qiymətli metallar və sığorta xidmətləri bazarları fərqləndirilir. Bu bölgü müxtəlif meyarlara əsaslandığından qiymətli kağızlar bazarı həm pul, həm də kapital bazarı ilə kəsişə bilər. Digər tərəfdən, QKB büdcə maliyyələşdirilməsi və bank kreditləri ilə yanaşı alternativ maliyyələşdirmə mənbəyi kimi də qiymətləndirilməlidir [50, s.180]. Biz də bu fikirdəyik ki, QKB-lər vasitəsilə müxtəlif perspektivli layihələrin maliyyə təminatı mexanizmini formalaşdırmaq və reallaşdırmaq mümkündür. Amma bunun üçün ölkədə QKB-nin inkişafının intensivləşdirilməsi və bazar iştirakçılarının fəallığının artırılması, bu bazarın rəqabət mühitinin maksimum sağlamlaşdırılması və gücləndirilməsi tələb olunur. Bunlarla yanaşı, qlobal maliyyə bazarlarının, o cümlədən QKB ilə bağlı əməliyyatların və inkişaf tendensiyalarının xüsusiyyətlərindən yanaşmaqla, ölkədə bu istiqamətlərdə daha təsirli tədbirlərin görülməsi və mexanizmlərin hazırlanaraq tətbiq edilməsi vacibdir.

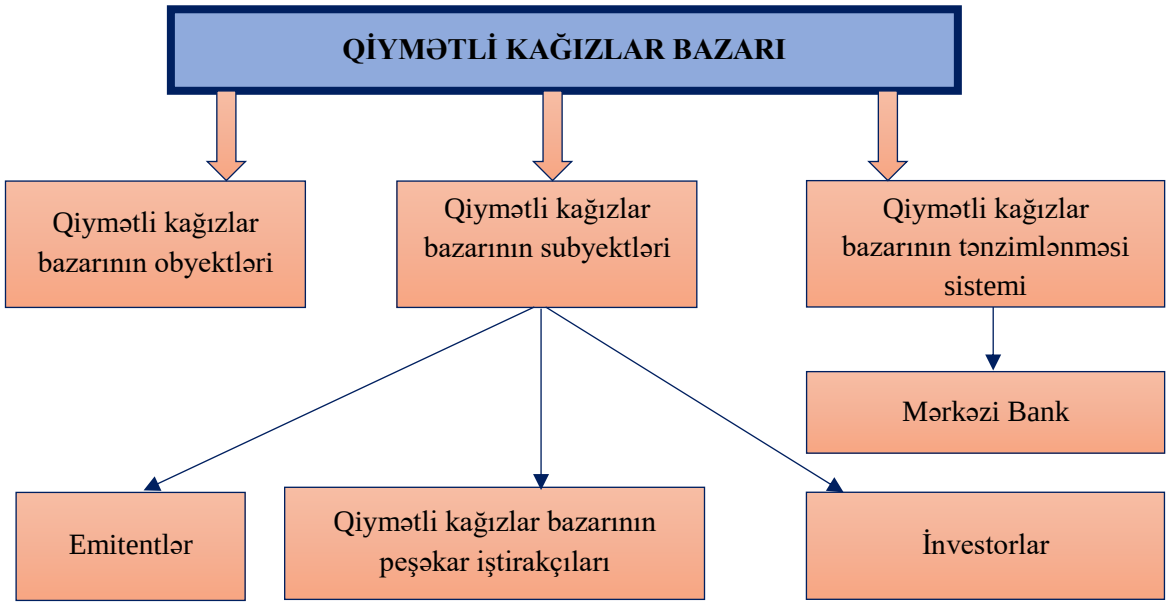
Hazırkı dövrdə bank, müştəri və maliyyə institutu əlaqələrinin yenilənməsi, qiymətli kağızlara tələbi gücləndirmək məqsədilə investorların maarifləndirilməsinin artırılması, bazar infrastrukturunun formalaşdırılması və qanunvericiliyə uyğun olaraq

hesabların açılması və listinq prosedurlarının, habelə yalnız aşağı riskli hallarda müştəri uyğunluğu (KYC) tədbirlərinin sadələşdirilməsi strateji prioritet sayılmalıdır. Bu baxımdan, əmanətlərin etibarlılığının artırılması və əhalidən daha çox vəsaitlərin banklara cəlb edilməsi, yığım prosesinin səmərəli təşkili müstəsna əhəmiyyət kəsb edir. QKB-lər öz çoxfunksiyalı xüsusiyyətləri hesabına maliyyə xidmətləri bazarında mövcud olan sərbəst pul resurslarının toplanılmasında və onların yenidən bölüşdürülməsində mühüm funksiyaları öz üzərlərinə götürə bilərlər [39, s.36]. İlkin yerləşdirmədə investorların ödədiyi vəsait emitentə daxil olur. Bu yolla yığımlar müəssisələrin fəaliyyətinin və investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsinə yönəldilə bilir [39, s.36].

Emitentlər səhm və istiqrazların buraxılışı yolu ilə kapital cəlb edir, investorlar isə gəlir əldə etmək məqsədilə həmin alətlərə vəsait yönəldirlər. İlkin yerləşdirmə ilə yanaşı, bazarda bu kağızların sonrakı alqı-satqısı da təşkil olunur. Mərkəzi Bank qiymətli kağızlarla əməliyyatlar aparmaqla və öz notlarını buraxmaqla likvidliyi tənzimləyir. Bundan əlavə, QKB-lər eyni zamanda müxtəlif layihələrin icra edilməsində və dövlət büdcəsi kəsirinin maliyyələşdirilməsində də alternativ maliyyə mənbəyi kimi çıxış edir [19; 39, s.36, 38-39]. Fikrimizcə, qiymətli kağızlar çevik maliyyə aləti kimi diqqət çəkməkdədirlər və onların bəzi növləri ödəniş və kredit münasibətlərində istifadə oluna bilər.

Ədəbiyyatda müxtəlif meyarlar üzrə qısamüddətli likvid qiymətli kağızlar bazarı, pay kapitalı vasitəsilə maliyyələşdirməyə xidmət edən mülkiyyət hüquqları bazarı və borc maliyyələşdirilməsinə xidmət edən borc öhdəlikləri bazarı fərqləndirilir [53, s.95].

Nəzəri-metodoloji baxımdan tədqiqat materialları əsasında QKB-nin strukturu şəkil 1.2.1-dəki kimi verilmişdir.



Şəkil 1.2.1. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının strukturunun sadələşdirilmiş təsviri (müəllif tərəfindən tərtib olunmuşdur; normativ əsas: [37]).
Qeyd: Sxemdə bazarın obyektləri dedikdə qiymətli kağızlar və törəmə maliyyə alətləri nəzərdə tutulur.

Qeyd edək ki, QKB-lər vasitəsilə milli iqtisadiyyatın inkişafının intensivləşdirilməsi və xüsusilə uzunmüddətli dövr üçün perspektivli layihələrin reallaşdırılması istiqamətində tədbirlər görmək mümkündür. Burada əsas məqsəd davamlı və etibarlı maliyyə təminatı mexanizminin formalaşdırılması və maliyyə xidmətləri bazarı iştirakçılarına təqdim olunmasıdır [55]. Bunlarla yanaşı, beynəlxalq təcrübədə forvard, fyuçers və opsion kimi törəmə maliyyə alətlərindən də istifadə olunur [53, s.96]. Qeyd etmək lazımdır ki, Azərbaycanda həmin alətlərin tətbiq imkanlarının genişləndirilməsi və bu seqmentin inkişaf etdirilməsi milli qiymətli kağızlar bazarının dərinləşdirilməsi üçün əhəmiyyətli perspektivlər açа bilər. Hesab edirik ki, analoji tədbirlərin görülməsi və maliyyə xidmətləri bazarında QKB-lərin qeyd olunan törəmə maliyyə alətlərinin daha geniş şəkildə tətbiq edilməsi ölkə iqtisadiyyatının inkişafına əlavə stimullar verə bilər.

QKB-nin iqtisadi funksiyaları ilə bağlı ədəbiyyatda bir neçə təsnifat təklif edilir. Əsas funksiyalar sırasında qısamüddətli sərbəst pul vəsaitlərinin toplanmasına dəstək, kapital və likvidlik axınlarının tənzimlənməsi, mülkiyyət münasibətlərinin yenidən bölgüsünün təminatı, həmçinin suveren borca xidmət və digər əlaqəli mexanizmlər göstərilir. Vurğulamaq lazımdır ki, QKB-nin əsas vəzifələri sırasında daha çox

iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinin inkişaf etdirilməsi üçün tələb olunan investisiya resurslarının sektorlararası bölüşdürülməsi imkanlarının olması, həmçinin ölkəyə daha çox xarici investisiyaların cəlb edilməsi, eyni zamanda daxili investorların fəallığının yüksəldilməsi prioritetləri diqqət çəkir [39; 55].

Xüsusi olaraq qeyd etmək istərdik ki, qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsində monetar siyasətin müstəsna rolu vardır. Belə ki, pul dövriyyəsinin tənzimlənməsi və səmərəli təşkili vasitəsilə ölkənin iqtisadi inkişaf proseslərinin intensivləşdirilməsi, makroiqtisadi və makromaliyyə sabitliyinin təmin olunması üçün əlavə imkanlar formalaşır. Bu baxımdan, monetar siyasət pul dövriyyəsinə və kredit şərtlərinə təsir göstərən tədbirlər sistemini əhatə edir [19; 97]. Monetar siyasətin işləkliyi və qanunvericilik bazasının, fəaliyyət mexanizmlərinin səmərəli olması iqtisadi sistemin dayanıqlılığına və intensiv inkişafına müsbət təsir göstərir. Bundan əlavə, dövlətin makroiqtisadi və makromaliyyə hədəfləri baxımından qarşıya qoyulmuş məqsədlərə çatmaqda monetar siyasət müxtəlif və vacib funksiyaları yerinə yetirir. Ölkənin Mərkəzi Bankı qiymət sabitliyini təmin etmək məqsədilə dövlətin əsas iqtisadi siyasət vasitələrindən biri kimi monetar siyasətdən istifadə edir [19, maddə 4.1]. Eyni zamanda, milli valyutanın sabitliyinin təmin olunması, ona yönəlik daxili və xarici amillərin maksimum neytrallaşdırılması, onların mənfi təsirlərinin minimuma endirilməsi baxımından da monetar siyasətin rolu böyükdür.

Digər mühüm bir məsələ monetar siyasətin dövriyyədə olan pul kütləsinin tənzimlənməsi və bununla bağlı təsirli tədbirlərin görülməsindən ibarətdir. Belə ki, monetar siyasət vasitəsilə pul kütləsinə səmərəli şəkildə təsir etməklə, inflyasiya təzyiqlərini məhdudlaşdırmaq mümkündür və qarşıda yarana biləcək inflyasiya problemlərinə preventiv müdaxilə etmək olur. Həmçinin, iqtisadi artım mənbələrinin formalaşması, investisiya və maliyyələşmə şəraitinə təsir göstərilməsi baxımından da monetar siyasətin önəmli funksiyalarına diqqət yetirmək istərdik. Məsələn, uzunmüddətli dövr üçün iqtisadi artımın təmin edilməsi və ümumilikdə ölkədə makroiqtisadi dayanıqlığın gücləndirilməsi tədbirlərində monetar siyasətin təsiri xüsusi diqqət mərkəzində saxlanılır. İstehlakçılar üçün həssas olan qiymət artımı risklərinin cilovlanması və sabit qiymət mühitinin saxlanılması kontekstində pul-kredit

siyasətinin əvəzsiz əhəmiyyəti var. Bazar münasibətlərində qiymətlərin koordinasiyaedici rolu nəzərə alındıqda, monetar siyasətin qiymət səviyyəsinə təsir kanalları (faiz, likvidlik, gözləntilər) xüsusi çəkiyə malikdir. Bununla yanaşı, iqtisadi mexanizmlərin modernləşdirilməsi və maliyyə xidmətləri bazarının genişləndirilməsi istiqamətində monetar siyasət əsas dayaq rolunu oynayır: Mərkəzi Bankın alətləri (faiz dəhlizi, açıq bazar əməliyyatları, repo əməliyyatları və notların buraxılması) likvidliyə və maliyyələşmə şərtlərinə təsir göstərir. Bu təsirin investisiya və innovasiya layihələrinin maliyyələşdirilməsinə, istehsalın və ixracın dinamikasına ötürülməsi siyasətin istiqamətindən və transmissiya kanallarının işləkliyindən asılıdır [19; 97]. Alət dəstinin təkmilləşdirilməsi, faiz siyasətinin maraqlı tərəflər üçün optimal qurulması və kreditə çıxışın asanlaşdırılması nəticəsində iqtisadi proseslərin təşkili daha səmərəli olur və dayanıqlı inkişaf üçün möhkəm institusional əsas formalaşır.

Müasir şəraitdə hesab edirik ki, ölkə ÜDM-in strukturunun diversifikasiyası və artım tempinin sabitləşdirilməsində Mərkəzi Bankın həyata keçirdiyi tədbirlər, o cümlədən monetar siyasət və qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinin tənzimlənməsi istiqamətində reallaşdırılan kompleks tədbirlər mühüm rol oynayır. Xüsusilə, kredit-bank sisteminin daha səmərəli fəaliyyəti iqtisadi sabitliyin əsas mənbələrindən biri və inkişafın təkanverici qüvvəsi kimi qiymətləndirilə bilər.

Bu kontekstdə monetar siyasət konsepsiyasının qlobal çağırışlara uyğunlaşdırılması, müasir tələblərin nəzərə alınması, çevik, çoxfunksiyalı və məhsuldar monetar siyasət mexanizmlərinin hazırlanaraq tətbiq edilməsi zəruri görünür. Bu baxımdan, monetar siyasətin həyata keçirilməsi ilə bağlı konseptual yanaşmalara xüsusi diqqət yetirilməlidir. Bu yanaşmalar hökumətin pul siyasəti qərarlarında iştirak dərəcəsinə və Mərkəzi Bankın qərarvermə müstəqilliyinə görə fərqlənir.

Birinci konseptual yanaşmanın tərəfdarları hesab edirlər ki, monetar siyasətdə prioritetlərin müəyyənləşdirilməsi, icrası və nəzarətin təşkili üzrə başlıca səlahiyyət və məsuliyyət hökuməti təmsil edən dövlət qurumlarında cəmlənməlidir. Bu baxış bucağı elmi ədəbiyyatda adətən belə təsvir olunur: hökumət dövriyyədəki pulun həcmini və pul təklifinə təsir edən kredit-valyuta alətlərindən istifadənin monitorinqini və təhlilini

vahid tədbirlər kompleksi şəklində həyata keçirir və bu kompleks konkret makroiqtisadi məqsədlərə çatmağa hesablanır. İkinci yanaşma fərqli vurğunu Mərkəzi Bankın üzərinə gətirir: burada monetar siyasətin hazırlanması və həyata keçirilməsində müstəsna səlahiyyət daşıyan əsas institut məhz Mərkəzi Bankdır. O, pul sferasında siyasətin operativ icrasına cavabdehdir və qərarvermədə institusional müstəqillik prinsipinə istinad edir. Praktik müstəvidə hökumət və Mərkəzi Bank arasında səlahiyyət bölgüsü ölkənin qanunvericiliyi ilə müəyyən edilir. Hədəflərin müəyyənləşdirilməsi və alətlərin seçilməsi üzrə səlahiyyətlər fərqli qaydada bölüşdürülə bilər [19; 77]. Mərkəzi Bankın qərarvermə müstəqilliyi pul siyasətinin digər iqtisadi siyasət istiqamətləri ilə koordinasiyasını istisna etmir [19, maddə 6, 15.3; 13].

Monetar siyasət, dövlətin iqtisadi strategiyasının tərkib hissəsi kimi, pul dövriyyəsi və pul təklifi üzərində təsir imkanı yaradan alətlərin məqsədli və ardıcıl tətbiqini ifadə edir. Bu alətlərə faiz dəhlizinin parametrlərinin müəyyənləşdirilməsi, likvidliyin idarə olunması, açıq bazar əməliyyatları, məcburi ehtiyat normaları və zəruri hallarda məzənnə mexanizmləri daxildir. Pul siyasətini Mərkəzi Bank həyata keçirir, onun qərarlarının təsiri isə maliyyə institutları vasitəsilə iqtisadiyyata ötürülür. Strategiyanın əsas hədəfi qiymət sabitliyini qorumaqdır.

Şəkil 1.2.2-də müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarının və monetar siyasətin səmərəli təşkilinin metodoloji prinsipləri, tənzimləmə mexanizmləri, metodları, üsulları və mühüm xüsusiyyətlərinin blok-sxemi təqdim edilmişdir və hesab olunur ki, bununla bağlı polemikaların daha da dərinləşdirilməsinə, ölkəmizdə qiymətli kağızlar bazarının inkişafı ilə əlaqədar tənzimləmə mexanizmlərinin adekvatlığına, həmçinin monetar siyasətin maksimum səmərəli təşkil olunması problemlərinə xüsusi diqqət yetirilməlidir.



Şəkil 1.2.2. Müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarının və monetar siyasətin səmərəli təşkilinin metodoloji prinsipləri, tənzimləmə mexanizmləri, metodları, üsulları və mühüm xüsusiyyətlərinin blok-sxemi (müəllif tərəfindən hazırlanmışdır; nəzəri və normativ əsaslar: [19; 37; 39; 47; 55; 97; 108; 29])

Nəzəri təhlil əsasında qeyd etmək olar ki, monetar siyasət sosial-iqtisadi inkişaf proseslərinin idarə edilməsinə mühüm töhfə verir. Onun effektivliyini yüksəltmək üçün QKB-də sabit şərtlərin yaradılması vacibdir, lakin bu, hədəflənən nəticələrin yalnız bir hissəsidir: dayanıqlı bazar mühiti inkişaf gündəliyindəki prioritetlərin ardıcıl reallaşmasına da dəstək olur. İnkişaf etmiş ölkələrdə QKB real sektor üçün

uzunmüddətli kapitalın səfərbər edilməsinə şərait yaradır, maliyyə vasitəçiliyinin keyfiyyətini artırır və vəsaitlərin daha məhsuldar sahələrə yönləndirilməsini asanlaşdırır. Beləliklə, bazar mexanizmləri iqtisadi artım üçün əlverişli şərait formalaşdırır və makroiqtisadi sabitliyin möhkəmləndirilməsinə yönələn tədbirlərin təsirini gücləndirir.

V.E. Krolivetskayanın yanaşmasına görə, monetar siyasətin hədəflərinə çatmağın başlıca şərti ölkədə davamlı iqtisadi artımın təmin olunmasıdır. Bu artım isə mahiyyət etibarilə əhalinin tələbatının mümkün qədər tam ödənilməsinə yönəlmiş proses kimi dəyərləndirilir. İqtisadi artım tempinə istehsalın texniki cəhətdən yenidən təchiz edilməsi və əmək məhsuldarlığının yüksəldilməsi ilə yanaşı, ölkə iqtisadiyyatının maliyyə dərinliyi göstəriciləri ilə müəyyən edilən maliyyə resursları ilə təminat səviyyəsi önəmli dərəcədə təsir göstərir [58, s.171].

Monetar siyasətin qurulmasında uzunmüddətli məqsədlərlə gündəlik əməliyyat qərarları əlaqələndirilir. Məqsədlərə uyğun alətlərin seçilməsi ilə yanaşı, onların hansı iqtisadi şəraitdə, hansı ardıcıllıqla və hansı gözlənilən nəticələr üçün tətbiq olunacağı da müəyyən edilir. Bu yanaşma planlaşdırma, qərarların icrası və nəticələrin qiymətləndirilməsi arasında aydın ardıcıllıq yaradır [108]. Siyasətin planlaşdırma müddəti onun məqsədləri və tətbiq olunan rejim nəzərə alınmaqla müəyyənləşdirilir: məqsəd iqtisadiyyatın prioritetlərinə çatmaq üçün daha səmərəli fəaliyyət mexanizmlərindən istifadə etmək, bazar prinsiplərinə söykənən və qlobal çağırışları nəzərə alan iqtisadi strategiyaları hazırlayıb ardıcıl həyata keçirməkdir.

Ölkə iqtisadiyyatının inkişafı və maliyyə mexanizmlərinin adekvatlığının təmin olunması məqsədilə təsirli tədbirlərin həyata keçirilməsi və dövlətin monetar siyasətinin davamlı təkmilləşdirilməsi zəruridir. Qiymətli kağızlar bazarı baxımından faiz kanalı borclanma xərclərinə və istiqrazların gəlirliliyinə, kredit kanalı emitentlərin bank maliyyələşməsinə çıxışına, məzənnə kanalı valyuta riskinə, gözləntilər kanalı isə gələcək inflyasiya və faizlər barədə təsəvvürlər vasitəsilə aktivlərin qiymətləndirilməsinə təsir göstərir [112; 97]. Bankların likvidliyi və kreditlə qiymətli kağızlar arasında portfel seçimi də hərrac tələbinə təsir göstərə bilər.

Monetar göstəricilərlə qiymətli kağızlar bazarının göstəriciləri arasındakı uzunmüddətli əlaqələrin araşdırılmasında Engle və Grangerin kointeqrasiya yanaşmasından, kointeqrasiya şərtləri ödəndikdə isə qısamüddətli dinamikanın təhlilində xəta düzəltmə modelindən istifadə oluna bilər [92]. Dissertasiyanın 2.3-cü paraqrafında 201792025-ci illər üzrə dövlət istiqrazlarının ilkin hərraclarında izafi tələbatın pul bazası, Mərkəzi Bankın notları və yenidən maliyyələşdirmə həcmi ilə əlaqəsi qiymətləndirilmişdir. İzafi tələbat hərrac iştirakçılarının sifarişlərinin ümumi həcmi ilə elan edilmiş təklifin həcmi arasındakı fərq kimi hesablanır. Uzunmüddətli əlaqənin qiymətləndirilməsi əlavə olaraq ARDL sərhəd testləri ilə yoxlanılmışdır.

Ümumiləşdirərək qeyd etmək istərdik ki, ölkəmizdə monetar siyasətin təkmilləşdirilməsində və onun qiymətli kağızlar bazarına təsirinin obyektiv olaraq qiymətləndirilməsində beynəlxalq təcrübənin müsbət təsiri ola bilər. Buna görə də növbəti paraqrafda monetar siyasətin səmərəliliyi və onun qiymətli kağızlar bazarına təsirinin müəyyənləşdirilməsində beynəlxalq təcrübənin tədqiqinə yer verilmişdir.

1.3. Monetar siyasətin səmərəliliyi və onun qiymətli kağızlar bazarına təsirinin müəyyənləşdirilməsində beynəlxalq təcrübə

Monetar siyasətin səmərəliliyi və onun qiymətli kağızlar bazarına təsirinin müəyyənləşdirilməsində dünya ölkələrinin təcrübəsi maraq doğurur. Məlumdur ki, kapitalın hərəkəti və açıqlığı, QKB-nin inkişaf etdirilməsi mexanizmlərinin mürəkkəbliyi baxımından ABŞ dünyanın ən inkişaf etmiş maliyyə bazarlarına malik ölkələrindən biri kimi diqqət çəkir. Ümumiyyətlə, inkişaf etmiş ölkələrin kapital bazarları kifayət qədər dinamikdir və dünyanın maliyyə mərkəzləri də məhz bu ölkələrdə formalaşmışdır. Dünyanın önəmli fond birjaları məhz ABŞ, Böyük Britaniya, Almaniya, Yaponiya və s. bu kimi inkişaf etmiş ölkələrdə daha çox diqqət çəkməkdədir.

Düzdür, son onilliklərdə Çin bu istiqamətdə öz fəallığını əhəmiyyətli səviyyədə artırmışdır. Şərqi Asiya ölkələrində, o cümlədən Cənubi Koreyada kapitalın hərəkətinin formalaşdırılması və QKB-nin daha sürətli inkişafının təmin olunması və

səmərəli təşkili istiqamətində böyük uğurlar əldə edilməkdədir. Bunlarla belə, hələ də öz gücünə, əhəmiyyətinə və manevr qabiliyyətinə görə dünyanın önəmli maliyyə mərkəzləri iqtisadi cəhətdən inkişaf etmiş ölkələr, ABŞ başda olmaqla məhz bu qəbildən olan ölkələrdə qalmaqdadır.

Mövcud mərhələdə pul-kredit siyasətinin əsas məqsədləri mərkəzi bankların qanunvericiliklə müəyyən edilmiş mandatından asılıdır. Qiymət sabitliyinin qorunması bu məqsədlər arasında mühüm yer tutur [108]. Böhran dövrlərində mərkəzi banklar faiz dərəcələrini və açıq bazar əməliyyatlarını dəyişən maliyyə şəraitinə uyğunlaşdırırlar. Bu tədbirlər borclanma xərcləri və bank likvidliyi vasitəsilə qiymətli kağızlara tələbə və iqtisadi fəallığa təsir göstərə bilir. Monetar alətlərin seçimi şokun xarakterindən və pul siyasətinin məqsədlərindən asılı olduğuna görə ayrı-ayrı ölkələrin təcrübəsi bu iqtisadi şərtlər nəzərə alınmaqla müqayisə edilməlidir [85; 97].

Son illərdə iqtisadi artımın sürətləndirilməsi məsələləri xüsusi önəm daşımışdır. 2020-ci ildə COVID-19 pandemiyasının yaratdığı iqtisadi şok, 2022-ci ildəki inflyasiya böhranı və geosiyasi gərginliklər monetar siyasətin rolu və alətlərinin təkmilləşdirilməsinə olan tələbi əhəmiyyətli dərəcədə artırmışdır. Monetar siyasət artımın sürətləndirilməsi məqsədinə nail olmağa kömək edə bilər. Pul kütləsində monetar siyasət alətlərinin təsiri ilə yaranan dəyişikliklər iqtisadiyyatın stimullaşdırılmasına, habelə inflyasiya proseslərinə də təsir göstərə bilər [108, bölmə 2]. Bir sıra ölkələrdə monetar siyasət inflyasiyanın hədəflənməsi yolu ilə reallaşdırılır.

İnflyasiya hədəflərinə çatmaq üçün Mərkəzi Bank kommersiya bankları ilə əməliyyatlarda faiz dərəcələrini uyğun səviyyədə formalaşdırır və tənzimləyir. Bu, faiz siyasətinin əsas məzmununu təşkil edir. İnflyasiya iqtisadi subyektlər üçün mühüm risk amillərindən biridir. Qiymət hərəkətləri istehlak, investisiya və maliyyələşdirmə barədə qərarları hər gün yönləndirir. Pul təklifinin kəskin artması məcmu tələbi genişləndirərək inflyasiya təzyiqini gücləndirə bilər. QKB-də monetar təsir faiz dərəcələri və likvidlik şəraiti ilə ötürülür. Bu dəyişikliklər investorların gələcək gəlirlilik gözləntilərinə, qiymətli kağızlara tələbə və onların qiymətlərinə təsir edir [97].

Əgər dünya təcrübəsindən yanaşsaq, qiymətli kağızlar bazarına öz təsiri ilə daha çox diqqət çəkən monetar siyasət alətlərinin və mexanizmlərinin təsir trayektoriyasının qiymətləndirilməsi və adekvat tədbirlərin görülməsi vacibdir. Məsələn, ABŞ-da, Yaponiya və Çində, eləcə də Almaniyanın daxil olduğu avrozonada monetar siyasət metodlarının yüksək səviyyədə və məhsuldar olması maksimum prioritetlik təşkil edir. Bu proseslərdə innovativ yanaşmaların tətbiqi mühüm əhəmiyyət daşıyır. Rəqəmsal texnologiyaların və süni intellekt alətlərinin monetar siyasətin təhlilində istifadə imkanlarının öyrənilməsi də perspektiv istiqamətlərdəndir. Dünya miqyasında monetar siyasətin təsirinin həm bank-maliyyə sisteminə, həm də beynəlxalq maliyyə və valyuta meydançalarına (o cümlədən QKB-yə) daha effektli keçidi hələ də əsas gündəm mövzusudur. Bu məqsədlə ardıcıllıq üzərində qurulan vahid metodoloji çərçivənin tətbiqi mühüm əhəmiyyət daşıyır. Bu çərçivədə REPO əməliyyatlarının səmərəliliyinin artırılması, məcburi ehtiyat normalarına dair tələblərin zəruri hallarda sərtləşdirilməsi, yenidən maliyyələşdirmə və kredit hərraclarının təşkilatçılığının təkmilləşdirilməsi, habelə valyuta əməliyyatları və alqı-satqısı üzrə prosedurların modernləşdirilməsi vacib hesab olunur. Belə addımlar transmissiya kanallarını gücləndirə, likvidlik idarəçiliyinin operativliyini yüksəldə və bazar mexanizmlərinin dayanıqlığını möhkəmləndirə bilər.

Dünya təcrübəsi monetar siyasətin effektivliyinin onun şəffaflığından asılılığını göstərir. Şəffaflıq monetar siyasətin məqsədləri, onun institusional, hüquqi və iqtisadi əsasları, bu sahədə səmərəli qərarlar qəbulu və onların əsaslandırılması, həmin siyasətlə bağlı məlumatların və müxtəlif agentliklərin hesabatlılığı şərtlərinin aydın şəkildə ictimaiyyətə təqdim edildiyi mühit kimi müəyyənləşdirilir [43]. Digər tərəfdən, dövlət borcunun və büdcə kəsirinin artması monetar siyasətin həyata keçirildiyi makroiqtisadi şəraitə təsir göstərə bilər. Aparılan təhlil göstərir ki, mövcud şəraitdə iqtisadi-maliyyə sabitliyinin qorunması və ümumilikdə iqtisadi təhlükəsizliyin möhkəmləndirilməsi üçün daha universal və çoxşaxəli pul-kredit siyasəti çərçivəsinin formalaşdırılması zəruridir. Belə çərçivə transmissiya kanallarını birləşdirən, prudensial tənzimləmə ilə uzlaşdırılan və dəyişkən makroşərtlərə operativ uyğunlaşa

bilən idarəetməni nəzərdə tutur. Maliyyə sabitliyinin gücləndirilməsi ilə paralel şəkildə bank sisteminin likvidlik mövqelərinin dayanıqlığı artırılmalıdır.

Monetizasiya əmsalı iqtisadiyyatın pul resursları ilə təminatını xarakterizə edən göstəricilərdən biridir və M2 pul aqreqatının illik nominal ÜDM-ə faiz nisbəti kimi hesablanır. Safronov və Çornobayın 2022-ci ildə dərc olunmuş məqaləsində 2021-ci il üzrə ölkələrarası müqayisə təqdim edilir. Müəlliflər ABŞ və Avropa İttifaqı ölkələri üçün təxminən 60-100%, Hindistan, Çin və Yaponiya üçün isə 100-250% diapazonlarını göstərirlər [69, s.7335]. Ölkələrarası müqayisədə pul aqreqatının tərkibi, müşahidə dövrü və inflyasiya şəraiti nəzərə alınmalıdır.

Bir çox dünya ölkələrində bununla bağlı siyasətin təkmilləşdirilməsi və daha səmərəli fəaliyyət mexanizmlərinin hazırlanması diqqət çəkir. Məsələn, ABŞ-da və bir qrup Qərbi Avropa dövlətlərində açıq bazar əməliyyatlarına üstünlük verirlər, eyni zamanda diskont siyasətini təkmilləşdirməklə, maliyyə xidmətləri bazarının və ölkənin bank-kredit sisteminin fəaliyyətinin daha səmərəli təşkilinə əlavə imkanlar formalaşdırırlar. Məlumdur ki, ABŞ-da bu baxımdan daha çevik və qeyri-standart xarakterə malik monetar siyasət alətləri mövcuddur və onlara rast gəlmək mümkündür. Təsadüfi deyildir ki, ABŞ-ın Federal Ehtiyat Sistemi tərəfindən hazırlanan və reallaşdırılan monetar siyasət alətlərinin təsiri təkcə ABŞ-da yox, qlobal səviyyədə özünü göstərir [121]. Əlavə olaraq qeyd edək ki, bu qəbildən olan alətlərin səmərəliliyi ilk növbədə ölkədə gözlənilən və narahatçılıq doğuran inflyasiyanın cilovlanması, ona qarşı preventiv tədbirlərin görülməsi və son nəticədə inflyasiyanın mənfi nəticələrinin aradan qaldırılmasına ciddi əsasların yaradılması ilə əlaqəlidir. Məsələn, ABŞ təcrübəsində məşğulluqla bağlı göstəricilər monetar siyasətdə ciddi şəkildə qiymətləndirilir. Bu baxımdan "Tam məşğulluq və balanslaşdırılmış artım aktı" adlı sənədin 1978-ci ildə qəbul edilməsi və ABŞ konqresi tərəfindən təsdiqlənməsi təcrübəsi maraq doğurur. Həmin dövrdə FES Konqresə pul və kredit aqreqatlarının artım diapazonları barədə məlumat təqdim edirdi. Bu diapazonların açıqlanması üzrə qanuni tələb 2000-ci ildə qüvvədən düşmüşdür. Monetar siyasət haqqında Konqresə yarımillik hesabat təqdim edilməsi isə davam edir [80; 85]. FES-in Konqresə təqdim etdiyi hesabatlarında pul siyasəti qərarları iqtisadi vəziyyət və gələcək inkişaf

perspektivləri ilə əlaqəli izah olunur. Bu məlumatlar görülən tədbirlərin məqsədini, iqtisadi əsaslarını, gözlənilən nəticələrini izləməyə imkan verir. Hesabatlılıq siyasətin qiymətləndirilməsinə, aydın kommunikasiya isə bazar iştirakçılarının gələcək faizlər və inflyasiya barədə gözləntilərinin formalaşmasına xidmət edir [85; 129]. Qeyd etmək lazımdır ki, ABŞ-ın inflyasiya ilə mübarizə sahəsində təcrübəsi antiinflyasiya tədbirlərinin reallaşdırılmasında faydalı ola bilər.

FES-in ənənəvi monetar alətlərinə açıq bazar əməliyyatları, məcburi ehtiyat normaları və uçot dərəcəsi daxildir. FES tərəfindən dövlət qiymətli kağızlarının alınması bank sisteminin ehtiyatlarını artırır, satılması isə azaldır. Məcburi ehtiyat normaları bankların likvidlik şəraitinə, uçot dərəcəsi isə mərkəzi bankdan borclanmanın dəyərinə təsir göstərir. Bu alətlərin kreditləşməyə və pul kütləsinə təsiri bankların və müştərilərin davranışından da asılıdır [111; 81].

FES 26 mart 2020-ci ildən məcburi ehtiyat normalarını sıfıra endirmişdir [84]. Müasir əməliyyat çərçivəsində federal fondlar üzrə faiz dərəcəsinin hədəf intervalında saxlanılması üçün ehtiyat qalıqları üzrə ödənilən faiz dərəcəsindən və birgecəlik əks-repo əməliyyatları üzrə faiz dərəcəsindən istifadə olunur. FES-in əsas məqsədləri maksimum məşğulluq və qiymət sabitliyidir [85].

Monetar siyasət dünyanın bir çox ölkələrində, o cümlədən Avropa ölkələrində iqtisadi transformasiya proseslərində mühüm rol oynamışdır. Avrozonada vahid monetar siyasətin başlıca məqsədi qiymət sabitliyinin qorunmasıdır [96]. Müxtəlif ölkələrin təcrübəsində pul aqreqatlarının, nominal məzənnənin və inflyasiyanın hədəflənməsi monetar siyasətin alternativ rejimləri kimi tətbiq edilmişdir [108, bölmə 5]. Birinci halda pul aqreqatları, ikinci halda milli valyutanın nominal məzənnəsi üzrə hədəflər müəyyənləşdirilir, üçüncü halda isə inflyasiya hədəfi əsas götürülür.

Avrozonada monetar siyasət əməliyyatları Avrosistem tərəfindən həyata keçirilir [94]. Açıq bazar əməliyyatlarında istifadə oluna bilən alətlərə aşağıdakılar daxildir: 1) repo və təminatlı kredit əməliyyatları; 2) qiymətli kağızların birbaşa alqı-satqısı;
3) likvidliyin cəlb edilməsi üçün Avropa Mərkəzi Bankının borc sertifikatlarının buraxılması; 4) spot əməliyyatı ilə yanaşı əks istiqamətli forvard əməliyyatını nəzərdə tutan valyuta svopları; 5) müddətli depozitlərin cəlb edilməsi. Standart və sürətli

tenderlər, eləcə də ikitərəfli prosedurlar bu əməliyyatların həyata keçirilməsi üsullarıdır [96].

Müəyyən dövrlər ərzində ABŞ, Avropa ölkələrinin və Çinin monetar siyasəti bir-birindən fərqlənmiş, müxtəlif iqtisadi ilkin şərtlərə malik olmuş və qarşılarına fərqli məqsədlər qoymuşdur. Belə ki, kəmiyyət yumşaltılma siyasətindən sonra ABŞ FES-i sərt monetar siyasətini yürütmüşdür. Avropa ölkələrində isə monetar siyasət sahəsində iqtisadi mühit fərqli idi. 2008-ci il böhranından sonra Avropada qeyri-ənənəvi monetar tədbirlərin tətbiqi genişləndi. Avropa Mərkəzi Bankı genişləndirilmiş aktiv alışı proqramını 2015-ci ilin yanvarında elan etdi [93]. 2022-2025-ci illər dövrü qlobal monetar siyasətdə növbəti mühüm mərhələ kimi xarakterizə olunur. COVID-19 pandemiyasından sonra yaranan tədarük zənciri pozuntuları və Rusiya-Ukrayna münaqişəsinin enerji qiymətlərinə təsiri inflyasiyanın kəskin yüksəlməsinə səbəb olmuşdur. ABŞ-da istehlak qiymətləri indeksinin illik artımı 2022-ci ilin iyununda 9.1%-ə çatmış, bu isə 1981-ci ilin noyabrından bəri ən yüksək illik artım olmuşdur [127]. İnflyasiyanın yüksəlməsi fonunda ABŞ Federal Ehtiyat Sistemi 2022-ci ilin martından 2023-cü ilin iyuluna qədər 11 dəfə faiz artımı qərarı qəbul etmiş, federal fondlar üzrə faiz dərəcəsinin hədəf intervalını 0-0.25%-dən 5.25-5.50%-ə qaldırmışdır [83]. Avropa Mərkəzi Bankı da oxşar siyasət həyata keçirmiş, 2022-ci ilin iyulundan 2023-cü ilin sentyabrına qədər depozit faiz dərəcəsini −0.50%-dən 4.00%-ə qaldırmışdır. Bu, 2008-ci il qlobal maliyyə böhranından sonrakı ən yüksək səviyyə olmuşdur [95]. İnflyasiyanın tədricən azalması fonunda ABŞ FES 2024-cü ilin sentyabrında, Avropa Mərkəzi Bankı isə həmin ilin iyununda faiz dərəcələrini azaltmağa başlamışdır [83; 95]. 2025-ci ilin sonunda ABŞ-da federal fondlar üzrə faiz dərəcəsinin hədəf intervalı 3.50-3.75%, Avropa Mərkəzi Bankının depozit faiz dərəcəsi isə 2.00% olmuşdur [83; 95]. Bu dövrün təcrübəsi monetar transmissiya mexanizmlərinin sürəti, inflyasiya gözləntilərinin idarə edilməsi və mərkəzi bankların reputasiyasının sabitliyi məsələlərinin əhəmiyyətini bir daha təsdiq etmişdir.

Çin Xalq Bankının Monetar Siyasət Komitəsinin 2024-cü ilin ikinci rübü üzrə iclasına dair məlumatda real iqtisadiyyatın dəstəklənməsi üçün faiz dərəcələri, məcburi ehtiyat normaları və mərkəzi bankın kredit alətlərindən birgə istifadə edildiyi göstərilir.

Həmin məlumatda faizlərin bazar prinsipləri əsasında formalaşması mexanizminin təkmilləşdirilməsi də qeyd olunur [119]. Aparıcı iqtisadiyyatların monetar siyasətindəki dəyişikliklər digər ölkələrin maliyyə şəraitinə və monetar qərarlarına da təsir göstərə bilər [121].

Xarici iqtisadi şoklar Azərbaycanın valyuta bazarına da təsir göstərmişdir. 2015-ci ildə manatın iki dəfə devalvasiyası neft qiymətlərinin azalması və əsas ticarət tərəfdaşlarında iqtisadi zəifləmə fonunda valyuta bazarına və valyuta ehtiyatlarına təzyiqin güclənməsi şəraitində baş vermişdir [103]. Xarici ölkələrin təcrübəsində qiymətli kağızlarla açıq bazar əməliyyatları monetar siyasətin həyata keçirilməsində mühüm rol oynayır [81; 96]. Monetar siyasətin QKB-yə təsiri faiz, kredit, məzənnə və gözləntilər kanallarının işləkliyindən də asılıdır [97].

Beynəlxalq praktikada QKB-yə dövlət müdaxiləsinin formaları və həcmi bazarın inkişaf səviyyəsindən və institusional quruluşundan asılı olaraq fərqlənir. Dövlət müdaxiləsinin əsas məqsədləri bunlardır: 1) QKB-nin dayanıqlı fəaliyyəti üçün qanunvericilik (normativ-hüquqi) çərçivəsinin formalaşdırılması; 2) iştirakçılar üçün tələblərin və davranış standartlarının müəyyənləşdirilməsi; 3) bütün bazar subyektlərinin hüquq və mənafelərinin müdafiəsinin təmin edilməsi; 4) institusional infrastrukturun (birja, klirinq-hesablaşma, depozitar və s.) səmərəli işləməsi üçün zəruri şəraitin yaradılması və s.

QKB emitentlərə investisiya layihələri üçün vəsait cəlb etmək, investorlara isə maliyyə alətlərinin riskini və gəlirliliyini müqayisə edərək kapitalı müxtəlif istiqamətlərdə yerləşdirmək imkanı yaradır [39, s.36].

Bu bazar vasitəsilə müxtəlif bazarlara vəsait cəlb olunur və təbii ki, orada gedən proseslər çox vaxt ölkənin iqtisadi vəziyyətini əks etdirir. QKB-nin inkişafı nöqteyi-nəzərindən ABŞ, Çin, Yaponiya, Birləşmiş Krallıq, Fransa, Almaniya və Kanada daha çox uğurlu ölkələrdir. Şərqi Avropa ölkələrində QKB-nin müxtəlif səviyyələrdə inkişaf etməsinə baxmayaraq, regionun ayrı-ayrı ölkələrində müxtəlif inkişaf problemləri müşahidə oluna bilər. QKB-nin inkişafını məhdudlaşdıra bilən əsas problemlərə aşağıdakılar aiddir: 1) investor axınının zəifliyi (kapital təklifinin məhdudluğu); 2) investisiya üçün maliyyə alətlərinin məhdudluğu və emitentlərin bazardan kapital

cəlbinə zəif marağı; 3) əməliyyat infrastrukturunun natamamlığı - ticarət, hesablaşma, klirinq və depozitar sistemlərinin yetərincə inkişaf etməməsi; 4) məlumatlandırmanın aşağı səviyyəsi - potensial iştirakçıların bazarın imkanları barədə kifayət qədər məlumatlı olmaması və s.

Keçid iqtisadiyyatlı ölkələrdə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dərəcəsi əhəmiyyətli dərəcədə fərqlənir. Sadalanan çatışmazlıqlar hər yerdə eyni ölçüdə olmasa da, müxtəlif miqyasda özünü göstərir. Baltikyanı ölkələrdə (Estoniya, Latviya, Litva) ticarət, klirinq və depozitar infrastrukturu nisbətən yetkin səviyyəyə çatmışdır. Tallinn, Riqa və Vilnüs birjaları Nasdaq qrupuna daxil olan Nasdaq Baltic çərçivəsində ortaq bazar infrastrukturu əsasında fəaliyyət göstərir. Bu inteqrasiya transsərhəd ticarəti və bazara çıxışı asanlaşdırmaqla kapitalın cəlbi imkanlarını genişləndirə bilər [114].

Regional müqayisə üçün Türkiyə, Qazaxıstan və Gürcüstan Azərbaycanla ticarət əlaqələri nəzərə alınmaqla seçilmişdir. Türkiyə Mərkəzi Bankı yüksək inflyasiya şəraitində 2023-cü ilin iyunundan 2024-cü ilin martınadək monetar sərtləşdirmə həyata keçirmiş, əsas faiz dərəcəsini 8.5%-dən 50%-ə qaldırmış və qiymət sabitliyinə qayıdış hədəfini qarşıya qoymuşdur [89; 90]. Qazaxıstan Milli Bankı isə inflyasiya təzyiqləri fonunda baza faizini 2024-cü ilin noyabrında 15.25%-ə, 2025-ci ilin oktyabrında isə 18%-ə qaldırmışdır [61; 62]. Bu təcrübələrin Azərbaycan üçün qiymətləndirilməsində ölkələrin iqtisadi strukturu, inflyasiya şəraiti və məzənnə rejimi arasındakı fərqlər nəzərə alınmalıdır.

Gürcüstan təcrübəsində inflyasiyanın hədəflənməsi üzən məzənnə rejimi ilə birlikdə tətbiq olunur, faiz qərarlarında isə makroiqtisadi proqnozlar nəzərə alınır [115]. Qazaxıstanda da inflyasiyanın hədəflənməsi üzən məzənnə rejimi ilə uzlaşdırılır [116]. Azərbaycanda isə Mərkəzi Bankın 2025-ci il üçün pul siyasətinin əsas istiqamətləri barədə bəyanatında məzənnə kanalının başlıca rol oynayacağının gözlənildiyi qeyd edilir [13]. Bu fərqlər nəzərə alınmadan yalnız nominal faiz dərəcələrinin səviyyəsinə əsasən monetar siyasətin səmərəliliyini müqayisə etmək düzgün olmaz. Fikrimizcə, Azərbaycan üçün regional təcrübədən istifadə zamanı monetar qərarların aydın izahı, likvidliyin idarə edilməsi və faiz siqnallarının qiymətli kağızlar bazarına ötürülməsi şəraiti əsas müqayisə istiqamətləri kimi götürülə bilər.

QKB-nin tənzimlənməsi və nəzarəti sistemini təkmilləşdirməklə yuxarıda göstərilən problemlər həll oluna bilər. Hər bir ölkədə QKB-nin təkmilləşdirilməsinin əsas hədəfi dövlət tənzimləməsinə açıq, dünya bazarlarına inteqrasiya olunmuş, yüksək likvid, şəffaf və səmərəli bazar infrastrukturunun formalaşması üçün şərait yaratmaqdır.

Çində uzunmüddətli yüksək iqtisadi artım fonunda, ölkənin kapital bazarının yaranma və inkişaf mərhələlərinin öyrənilməsi ayrı bir tədqiqat predmeti kimi diqqət çəkir. Müasir Şanxay Fond Birjası 1990-cı ilin dekabrında rəsmi fəaliyyətə başlamışdır [124]. Şençjen Fond Birjasının fəaliyyəti də 1990-cı ilin dekabrında başlanmışdır [125]. Sonrakı mərhələdə, 2009-cu ildə Şençjen Fond Birjasında gənc və innovativ şirkətlərin kapitala çıxışını dəstəkləyən ChiNext platforması işə salındı [125]. Z. Dubininanın 2017-ci il təhlilində Şanxay və Şençjen birjaları əsas ticarət meydançaları kimi nəzərdən keçirilir, tənzimləmə mexanizmi isə dövlət nəzarəti ilə özünütənzimləmə institutlarının birlikdə fəaliyyətinə əsaslanan sistem kimi təsvir olunur. Müəllif bu sistemin xüsusiyyətlərini dövlətə məxsus emitentlərin bazar payının və dövriyyəsinin yüksək olması ilə əlaqələndirir. Həmin təhlildə birjalar, bazar iştirakçılarının peşə assosiasiyaları və depozitar-klirinq infrastrukturu özünütənzimləmə seqmentinə aid edilir, bu qurumların strateji istiqamətlərin müəyyənləşdirilməsində rolunun məhdud olduğu göstərilir [56, s.41-42].

F. Axundov Azərbaycanın dövlət qiymətli kağızlar bazarına dair araşdırmasında xarici investorların cəlb edilməsinin əhəmiyyətini qeyd edir. Müəllif QKB-nin fəaliyyətinin stimullaşdırılması üçün bazar riskləri barədə məlumatların açıqlanmasını və ticarətin etik prinsiplərinin hazırlanmasını, investorların maarifləndirilməsi, investisiya və korporativ idarəetmə mədəniyyətinin formalaşdırılması üzrə dövlət proqramlarının həyata keçirilməsini, təbii inhisar subyektlərinin səhmdarlaşdırılmasını təklif edir [2, s.12-13]. Monetar siyasət faiz dərəcələri və likvidlik şəraiti vasitəsilə QKB-yə təsir göstərir [97]. Bazarın hüquqi tənzimlənməsi və iştirakçılara nəzarət isə ayrıca funksiyalardır.

QKB-nin hüquqi tənzimlənməsi emitentlərin, investorların və peşəkar iştirakçıların hüquq və vəzifələrini müəyyənləşdirir. Qiymətli kağızların buraxılışı və

ticarəti üçün qaydalar əməliyyatların hüquqi əsasını təşkil edir. Emitentlərin maliyyə vəziyyəti barədə məlumatların açıqlanması investorların qərar verməsi üçün vacibdir. İnsayd məlumatdan qanunsuz istifadənin və manipulyasiyanın qarşısının alınması isə bazar iştirakçılarının mənafelərinin qorunmasına xidmət edir. Bu tələblərin icrasına nəzarət bazarın nizamlı, şəffaf fəaliyyəti ilə əlaqəlidir [37, maddə 3, 75, 78].

Analoji tənzimləmənin qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinə birbaşa təsiri vardır. Belə ki, bu bazarın mühüm iştirakçıları olan müxtəlif kredit-maliyyə təşkilatları, investisiya holdinqləri, kredit reytinqi agentlikləri, fond birjaları və s. subyektlərin fəaliyyətinin tənzimlənməsi prosesləri həyata keçirilir. Digər tərəfdən, müstəsna əhəmiyyət kəsb edən tədbirlərdən biri kimi depozitarın fəaliyyətinin səmərəliliyinin təmin olunmasında və bununla bağlı proseslərin tənzimlənməsində qiymətli kağızlar bazarının hüquqi mexanizmlərinin rolu kifayət qədər böyükdür.

Tarixi təcrübədə qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsində dövlət orqanlarının aparıcı rol oynadığı və özünütənzimləməyə daha geniş yer verildiyi yanaşmaları fərqləndirmək olar. Böyük Britaniyada 1997-ci ildə elan edilmiş islahatlardan əvvəl səlahiyyətlər Qiymətli Kağızlar və İnvestisiyalar Şurası (SIB) ilə özünütənzimləyən təşkilatlar arasında bölüşdürülürdü [76, s.246]. Bu tarixi yanaşmanı müasir nəzarət quruluşu ilə eyniləşdirmək olmaz: 2013-cü ildən fəaliyyət göstərən Financial Conduct Authority (FCA) maliyyə şirkətləri və bazarları üzrə tənzimləmə və nəzarət funksiyalarını həyata keçirir [98]. Nəticə etibarilə, ölkədə qəbul edilən model təkcə dövlətin iştirak səviyyəsini deyil, həm də qiymətli kağızlar bazarı üzrə tənzimləyici orqanların strukturunu və qarşılıqlı əlaqə mexanizmlərini müəyyənləşdirir.

Bu və ya digər modelin seçimi QKB-nin formalaşma tarixi və ölkənin hüquqi-institusional xüsusiyyətləri ilə bağlıdır. Ölkələr üzrə müqayisədə dövlət orqanları ilə özünütənzimləyən təşkilatlar arasında səlahiyyət bölgüsü ayrıca nəzərə alınmalıdır.

Beynəlxalq təcrübədə monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin kəmiyyətcə qiymətləndirilməsi müasir ekonometrik metodoloji çərçivə əsasında aparılır. Mişra və Montiel [113] öz təsnifatlarına görə aşağı gəlirli ölkələr üzrə empirik ədəbiyyatı ümumiləşdirərək monetar transmissiyanın güclü və etibarlı işləməsinə dair

sübutların məhdud olduğunu göstərirlər. Kointeqrasiya şərtləri ödəndikdə xəta düzəltmə modeli dəyişənlər arasındakı uzunmüddətli əlaqələri və qısamüddətli uyğunlaşmanı eyni çərçivədə qiymətləndirməyə imkan verir [92]. Dissertasiyanın 2.3-cü paraqrafında ekonometrik təhlil dövlət istiqrazlarının ilkin hərraclarında izafi tələbatla seçilmiş monetar göstəricilər arasındakı əlaqənin qiymətləndirilməsinə yönəlmişdir.

Monetar siyasətin səmərəliliyinin artırılması və qiymətli kağızlar bazarına təsirinin gücləndirilməsi üçün Avropa və Şərqi Asiya ölkələrinin, eləcə də Türkiyə, Qazaxıstan və Gürcüstanın təcrübəsinin Azərbaycanın monetar rejiminə və bazar quruluşuna uyğun elementlərindən istifadə imkanları qiymətləndirilməlidir.

II FƏSİL. AZƏRBAYCANDA MONETAR SİYASƏT VƏ ONUN QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINA TƏSİRİNİN TƏHLİLİ VƏ QİYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ

2.1. Ölkədə monetar siyasətin müasir vəziyyətinin təhlili

Son illərdə iqtisadiyyatın idarəetmə alətlərinin təkmilləşdirilməsi və milli inkişaf modelinin qlobal meyarlara uyğunlaşdırılması daha dinamik müstəviyə keçib. Makroiqtisadi sabitliyi saxlamaq və maliyyə xidmətləri bazarını davamlı şəkildə böyütmək üçün ölkədə institusional və normativ tədbirlər ardıcıllıqla və uzlaşdırılmış şəkildə icra olunur. Oxşar prinsip monetar siyasət üçün də keçərlidir. Bu müddətdə onun səmərəliliyinin yüksəldilməsinə yönəlmiş addımlar xüsusi əhəmiyyət daşıyır.

Hesab edirik ki, ölkəmizin valyuta və maliyyə siyasəti, bu siyasət istiqamətləri çərçivəsində maliyyə xidmətləri bazarının inkişafı, maliyyə alətlərinin işləkliyinin təmin olunması və investisiya cəlbediciliyinin artırılması üzrə görülən tədbirlər monetar siyasətin formalaşdırılmasına və təkmilləşdirilməsinə müsbət təsir göstərmişdir.

Qlobal iqtisadi dalğalanmaların təsiri şəraitində, dövlətin və Mərkəzi Bankın əlaqələndirilmiş siyasəti sayəsində keçid dövründən etibarən bazar institutlarının genişləndirilməsi və iqtisadiyyatın gələcək vəd edən istiqamətlərinə, başlıca olaraq qeyri-neft-qaz sahələrinə, xarici sərmayələrin cəlbini sürətləndirməyə yönəlmiş mürəkkəb tədbirlər paketi davamlı olaraq prioritetdə saxlanmışdır. Bu çərçivə iqtisadi strukturun modernləşməsinə və investisiya mənbələrinin şaxələndirilməsinə yönəlmiş fəaliyyətin davamlı xarakter almasına xidmət etmişdir. Milli valyutanın məzənnəsinin sabitliyinin qorunması, bank nəzarətinin təkmilləşdirilməsi, bank risklərinin azaldılması və maliyyə sabitliyinin gücləndirilməsi istiqamətində tədbirlər görülür. Pul kütləsinin idarə olunmasında inflyasiya təzyiqlərinin məhdudlaşdırılması da nəzərə alınır. Hazırda ölkəmizdə monetar siyasət modelinin maksimum səmərəli təşkili və onun manevrlik qabiliyyətinin artırılması məqsədilə sistemli tədbirlər görülür. Milli valyutanın məzənnəsinin sabit saxlanılması və ölkə iqtisadiyyatının real əlavə dəyər yaradan sahələrinin maliyyələşdirilməsi mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi,

postkonflikt ərazilərin sürətlə bərpa edilməsi üçün işlək maliyyə və sığorta mexanizmlərinin hazırlanması və tətbiq olunması, əlavə dəyər mənbələrinin şaxələndirilməsi və ümumilikdə makroiqtisadi sabitliyin gücləndirilməsi tədbirləri görülür.

Pul-kredit siyasəti kreditləşməyə, pul dövriyyəsinə, milli valyutanın məzənnəsinə, inflyasiyaya, ÜDM-in artımına və məşğulluğa təsir göstərərək ölkədə makroiqtisadi şəraitin formalaşmasında mühüm rol oynayır. Pul-kredit siyasətinin qərarları bank sektoru ilə yanaşı real iqtisadiyyata da təsir göstərir. Bu təsirin gücü və müddəti transmissiya kanallarının xüsusiyyətlərindən asılıdır [42, s.104]. Ölkənin maliyyə sisteminin dayanıqlığı, eləcə də pul-kredit infrastrukturu və institutlarının sabit fəaliyyəti böyük ölçüdə neft və qazın ixrac qiymətlərinin dinamikasından asılıdır. Xam neft qiymətlərindəki oynaq hərəkətlər pul-kredit siyasətinin həm quruluşunu, həm də tətbiq mexanizmlərini ciddi şəkildə şərtləndirir. Dünya bazarında neftin qiymətinin azalması valyuta daxilolmalarına, büdcə gəlirlərinə və daxili tələbə təsir göstərir. Buna görə pul-kredit siyasətinin parametrləri inflyasiya proqnozu, məzənnə sabitliyi və iqtisadi fəallıq nəzərə alınmaqla müəyyənləşdirilməlidir.

Pul-kredit siyasətinin təsir imkanları iqtisadiyyatın strukturundan və real sektorla maliyyə sektoru arasındakı əlaqələrdən asılıdır [70]. Bu baxımdan, monetar siyasətin üstünlükləri və tətbiq imkanları nəzərə alınaraq, onun Azərbaycan iqtisadiyyatının inkişafına təsirinin sistemli öyrənilməsi və mövcud vəziyyətin obyektiv analizi elmi zərurət kimi qiymətləndirilməlidir [45, s. 123-128].

Mərkəzi Bankın (MB) həyata keçirdiyi monetar siyasət ölkədə makroiqtisadi sabitliyin təmin olunmasına xidmət edir. MB-nin rəsmi yanaşmasına əsasən, bu siyasət dövlətin iqtisadi kursunun tərkib hissəsi olub rifahın yaxşılaşdırılmasına xidmət edir. Mərkəzi Bankın pul siyasətinin əsas məqsədi qiymət sabitliyinin təmin edilməsi, yəni inflyasiyanın aşağı və sabit səviyyədə saxlanılmasıdır [19; 13].

Mərkəzi Bankın məlumatlarına əsasən, 2025-ci ilin sonuna Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının inflyasiya hədəfi 4±2% səviyyəsində müəyyənləşdirilmiş, uçot dərəcəsi isə tədricən azaldılaraq 6,75% təşkil etmişdir (10 dekabr 2025-ci il qərarı). Faiz dəhlizinin aşağı həddi 5,75%, yuxarı həddi 7,75%

səviyyəsində təsbit edilmişdir. 2025-ci ilin dekabrında illik inflyasiya 5,2% təşkil etmiş və hədəf intervalında qalmışdır, orta illik inflyasiya isə 5,6% olmuşdur [27; 13]. Monetar siyasətin effektiv tətbiqində mühüm yenilik 2023-cü ilin mayında Mərkəzi Bank tərəfindən təminatsız banklararası pul bazarında etalon faiz dərəcəsi olaraq AZIR (Azerbaijan Interbank Rate) indeksinin tətbiqi olmuşdur. 2025-ci ilin mayında Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankının (EBRD) texniki dəstəyi ilə AZIR-in hesablanması metodologiyası yenilənmişdir [16].

Ölkəmizdə monetar siyasətin müasir vəziyyətinin obyektiv dərk edilməsi məqsədilə bir sıra təhlilləri diqqətə çatdırmağa çalışmışıq. Cədvəl 2.1.1-də Azərbaycan Respublikasında 2010-2025-ci illərdə pul icmalının dinamikası verilmişdir.

Cədvəl 2.1.1

Azərbaycan Respublikasında 2010-2025-ci illərdə pul icmalının dinamikası, milyon manat (dövrün sonuna)

Tarix	Xalis Xarici Aktivlər	Xalis Daxili Aktivlər	İqtisadiyyata tələblər	Geniş pul kütləsi	Geniş pul kütləsi, manatla
2010	4638,3	5889,2	9388,1	10527,5	8297,5
2011	7849,9	6053,3	11814,2	13903,2	10997,2
2012	8283,1	8492,2	15603,1	16775,3	13806,4
2013	9975,5	9313,9	16582,1	19289,4	16434,8
2014	10477,6	11088,7	20041,9	21566,4	17435,8
2015	10680,6	10606,3	24627,2	21286,9	8678,3
2016	7591,6	13298,0	17661,8	20889,6	11546,3
2017	15051,3	7720,8	11363,2	22772,1	12466,4
2018	14951,3	9109,1	13057,8	24060,4	14643,6
2019	16923,4	11942,9	15036,4	28866,3	18238,6
2020	18435,9	10749,9	14933,9	29185,8	20305,5
2021	20171,0	14475,6	17432,9	34646,6	23874,9
2022	25030,8	17794,1	20472,8	42824,9	29565,6
2023	25216,5	19856,9	23505,8	45073,5	35371,8
2024	26603,8	19891,1	27234,3	46494,8	36652,0
2025	25844,2	24016,1	29592,5	49860,3	40393,7

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının "Statistik bülleten" (dekabr 2025) və pul-kredit statistikası üzrə tarixi məlumatları əsasında müəllif tərəfindən hazırlanmışdır [27; 23].

Cədvəl 2.1.1-dən göründüyü kimi, 2010-2025-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında monetar göstəricilər əhəmiyyətli dinamika nümayiş etdirmişdir. Xalis xarici aktivlər baxılan dövrdə təxminən 5,57 dəfə artaraq 2025-ci ilin sonuna 25844,2 milyon manat təşkil etmişdir. Xalis daxili aktivlərin həcmi isə 4 dəfədən çox artaraq 24016,1 milyon manat səviyyəsinə çatmışdır. İqtisadiyyata tələblərin həcmi 9388,1

milyon manatdan 29592,5 milyon manata (3,15 dəfə) yüksəlmişdir. Geniş pul kütləsi isə 4,74 dəfə artaraq 49860,3 milyon manat təşkil etmişdir. Xüsusilə qeyd etmək lazımdır ki, manatla geniş pul kütləsinin daha sürətli artımı (4,87 dəfə, 40393,7 milyon manat) milli valyutanın monetar sistemdə rolunun möhkəmlənməsini əks etdirir. Bununla yanaşı, 2015-ci ildə baş vermiş iki devalvasiya fonunda manatla geniş pul kütləsi kəskin azalmışdır (17435,8-dən 8678,3 milyon manata, yəni 50%-dən çox). Sonrakı illərdə isə bu göstəricinin artımı müşahidə edilmişdir.

Azərbaycanda pul aqreqatları və pul bazasının dinamikası cədvəl 2.1.2-də verilmişdir.

Cədvəl 2.1.2. Azərbaycanda pul aqreqatları və pul bazasının dinamikası, milyon manatla, 2010-2025-ci illər

İllər	M1	M2	M3	Pul bazası, cəmi	Dövriyyədə olan nağd pullar	Dövriyyədə olan nağd pulların kütləsinin pul bazasına nisbəti, faizlə
2010	6838,4	8297,5	10527,5	6520,9	5793,2	88,8
2011	8796,0	10997,2	13903,2	8489,4	7658,5	90,2
2012	11122,1	13806,4	16775,3	10660,3	9777,5	91,7
2013	12736,9	16434,8	19289,4	11793,1	11033,3	93,6
2014	12830,4	17435,8	21566,4	11866,9	10845,9	91,4
2015	6897,2	8678,3	21286,9	7560,7	5416,8	71,6
2016	8960,3	11546,3	20889,6	9232,8	6960,8	75,4
2017	10544,2	12466,4	22772,1	9872,6	8140,2	82,5
2018	12274,6	14643,6	24060,4	10318,4	8364,1	81,1
2019	15397,9	18238,6	28866,3	13125,3	10405,5	79,3
2020	17864,6	20305,5	29185,8	15052,9	11839,7	78,7
2021	20572,5	23874,9	34646,6	19761,4	12310,0	62,3
2022	25365,8	29565,6	42824,9	20900,3	14714,4	70,4
2023	29678,6	35371,8	45073,5	23884,6	17318,2	72,5
2024	29647,2	36652,0	46494,8	23717,9	17449,1	73,6
2025	32182,7	40393,7	49860,3	24718,1	19563,4	79,1

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının "Statistik bülleten" (dekabr 2025) və pul-kredit statistikası üzrə tarixi məlumatları əsasında müəllif tərəfindən hazırlanmışdır [27; 23].

Cədvəl 2.1.2-dən göründüyü kimi, 2010-2025-ci illərdə Azərbaycanda bütün pul aqreqatları və pul bazası bütövlükdə artım dinamikası nümayiş etdirmişdir. M1 aqreqatı 4,71 dəfə (6838,4 milyon manatdan 32182,7 milyon manata), M2 aqreqatı 4,87 dəfə (8297,5 milyon manatdan 40393,7 milyon manata) artmışdır. 2015-ci ildə baş vermiş iki devalvasiya fonunda M1 və M2 aqreqatlarının kəskin azalması müşahidə edilmişdir (M1: 12830,4-dən 6897,2 milyon manata; M2: 17435,8-dən 8678,3 milyon manata). Sonrakı illərdə isə, ayrı-ayrı azalmalar istisna olmaqla, bərpa meyli müşahidə edilmişdir. 2016-cı ildə M3 aqreqatı 2015-ci illə müqayisədə cüzi azalma (1,9%)

göstərmiş, lakin sonrakı illərdə davamlı artım müşahidə edilmişdir. Dövriyyədə olan nağd pulların həcmi də əhəmiyyətli artım nümayiş etdirmişdir: 2010-cu ildəki 5793,2 milyon manatdan 2025-ci ilin sonuna 19563,4 milyon manata (3,38 dəfə) çatmışdır. Pul bazası isə 6520,9 milyon manatdan 24718,1 milyon manata (3,79 dəfə) yüksəlmişdir. Nağd pulların pul bazasına nisbəti 2010-cu ildəki 88,8%-dən 2025-ci ildə 79,1%-ə qədər azalmış, bu isə pul bazasının strukturunda nağd pulun xüsusi çəkisinin azaldığını göstərir [27; 23].

Məlumdur ki, ölkənin makromaliyyə sabitliyi, qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etməsi və monetar siyasətin bu proseslərə müsbət təsirinin artırılması kapital axınının sürətləndirilməsini, maliyyə xidmətləri bazarının genişləndirilməsini, maliyyə-kredit xidmətlərinin əlçatanlığının və cəlbediciliyinin artırılmasını şərtləndirir. Ölkə iqtisadiyyatının, ilk növbədə real iqtisadiyyat sahələrinin, daimi maliyyələşmə tələbatının qarşılanması məqsədilə maliyyə xidmətləri bazarı iştirakçılarının lazımi kredit vəsaitlərini fasiləsiz yönəltməsi prioritet sayılmalıdır.

Cədvəl 2.1.3-də Azərbaycan Respublikasında 2010-2025-ci illərdə iqtisadiyyata kredit qoyuluşlarının kredit təşkilatları üzrə strukturu verilmişdir.

Cədvəl 2.1.3

Azərbaycan Respublikasında 2010-2025-ci illərdə iqtisadiyyata kredit qoyuluşlarının kredit təşkilatları üzrə strukturu (dövrün sonuna), milyon manat

Tarix	Cəmi kredit qoyuluşları	Dövlət bankları		Özəl banklar		Qeyri-bank kredit təşkilatları	
		mln. manat	xüsusi çəkisi, %	mln. manat	xüsusi çəkisi, %	mln. manat	xüsusi çəkisi, %
2010	9163,4	3901,9	42,6	5069,9	55,3	191,6	2,1
2011	9850,3	3300,0	33,5	6298,8	63,9	251,5	2,6
2012	12243,7	4137,1	33,8	7785,5	63,6	321,1	2,6
2013	15422,9	5300,4	34,4	9689,4	62,8	433,1	2,8
2014	18542,6	6143,8	33,1	11873,6	64,0	525,2	2,8
2015	21730,4	7289,3	33,6	13875,2	63,8	566,0	2,6
2016	16444,6	5749,2	35,0	10222,0	62,2	473,4	2,9
2017	11757,8	1916,2	16,3	9421,4	80,1	420,2	3,6
2018	13020,3	2098,4	16,1	10529,8	80,9	392,0	3,0
2019	15298,2	2561,5	16,7	12339,4	80,7	397,2	2,6
2020	14530,4	2776,5	19,1	11380,5	78,3	373,4	2,6
2021	17119,8	3333,0	19,5	13326,1	77,8	460,7	2,7
2022	20184,0	3852,3	19,1	15742,1	78,0	589,6	2,9
2023	23979,1	5496,2	22,9	17686,8	73,8	796,2	3,3
2024	29288,2	7150,7	24,4	20327,0	69,4	1810,6	6,2
2025	31946,7	7867,3	24,6	22195,7	69,5	1883,7	5,9

Qeyd: Mərkəzi Bankın izahına görə, 2020-ci ildə kredit qoyuluşlarında azalma lisenziyası ləğv edilmiş banklarla əlaqədardır [27]. Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının "Statistik bülleten" (dekabr 2025) və pul-kredit statistikası üzrə tarixi məlumatları əsasında müəllif tərəfindən hazırlanmışdır [27; 23].

Cədvəl 2.1.3-dən göründüyü kimi, ölkə iqtisadiyyatına kredit qoyuluşlarının həcmi 2010-2025-ci illərdə 3,49 dəfə artaraq 9163,4 milyon manatdan 31946,7 milyon manata çatmışdır. 2025-ci ilin sonuna kredit qoyuluşunun strukturunda özəl bankların xüsusi çəkisi 69,5% (22195,7 milyon manat), dövlət banklarının payı 24,6% (7867,3 milyon manat) və qeyri-bank kredit təşkilatlarının payı 5,9% (1883,7 milyon manat) təşkil etmişdir. 2015-ci ildə baş vermiş iki devalvasiya və sonrakı bank sektoru böhranı fonunda 2015-2017-ci illərdə kredit qoyuluşları kəskin azalmış (21730,4 milyon manatdan 11757,8 milyon manata, 45,9% azalma), eyni zamanda dövlət banklarının payı 33,6%-dən 16,3%-ə (17,3 faiz bəndi) enmişdir. Sonrakı illərdə, 2020-ci ildəki azalma istisna olmaqla, kredit qoyuluşlarının həcmində artım müşahidə edilmişdir. Xüsusilə qeyd etmək lazımdır ki, 2023-2024-cü illərdə qeyri-bank kredit təşkilatlarının kredit qoyuluşlarının həcminin 796,2 milyon manatdan 1810,6 milyon manata (2,27 dəfə), ümumi kredit qoyuluşlarında payının isə 3,3%-dən 6,2%-ə yüksəlməsi maliyyə bazarının diversifikasiya prosesini və alternativ maliyyələşdirmə mənbələrinin inkişafını əks etdirir. Bu dinamika təhlil olunan dövrdə kredit qoyuluşlarının ümumi həcminin artmasını və kredit təşkilatları üzrə strukturunun dəyişməsini göstərir.

Qeyd edək ki, müasir mərhələdə ölkənin monetar siyasətinin reallaşdırılmasının əsas istiqamətlərinin təhlili baxımından aşağıdakı istiqamətlər diqqət çəkir:

1. İnflyasiya hədəfinin müəyyənləşdirilməsi. Maliyyə bazarı iştirakçılarının öz fəaliyyətlərini planlaşdırması üçün ölkənin Mərkəzi Bankı inflyasiya hədəfini müəyyənləşdirir və onu ictimaiyyətə açıqlayır. Hazırkı dövrdə inflyasiya proseslərinin nəzarətdə saxlanması, inflyasiyaya təsiredici faktorların müəyyənləşdirilib öyrənilməsi və onların nəticələrinin aradan qaldırılması ölkə səviyyəsində mühüm vəzifə kimi qiymətləndirilir. Bu istiqamətdə Mərkəzi Bank tərəfindən həyata keçirilən tədbirlər sırasında monetar siyasətin yenilənməsi və təkmilləşdirilməsi xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Beynəlxalq Valyuta Fondunun 2025-ci il hesabatında qeyd olunur ki, elan edilmiş

üzən məzənnə rejiminə baxmayaraq, manatın ABŞ dollarına məzənnəsi 2017-ci ilin aprelindən faktiki olaraq 1 ABŞ dolları üçün 1,70 manat səviyyəsində sabit saxlanılmışdır. Həmin hesabatda hibrid inflyasiya hədəfləməsi rejiminə mümkün keçid üçün hazırlığın davam etdirilməsi tövsiyə olunur [104]. Azərbaycan Respublikasının Dövlət Neft Fondu valyuta satışlarını Mərkəzi Bankın təşkil etdiyi hərraclar vasitəsilə həyata keçirir [13].

2. Eyni zamanda, məzənnənin tənzimlənməsi monetar siyasətin əsas alətlərindən biri kimi inflyasiya təzyiqlərinin məhdudlaşdırılmasında mühüm vasitə sayılır. Əgər inflyasiya dərəcəsi kəskin dəyişərsə, bu hal iqtisadi idarəetmədə, pul-investisiya axınlarının səmərəliliyində ciddi problemlərə gətirib çıxara bilər. Bundan əlavə, inflyasiyanın hədəf intervalında saxlanılması Mərkəzi Bankın pul siyasətinin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsində mühüm meyarlardan biridir [13].

3. Monetar siyasətlə bağlı qəbul edilən qərarların dərin makroiqtisadi təhlillərə əsaslanması vacibdir. Bu prosesdə tənzimləmənin təsir etdiyi bütün sahələr üzrə əks-təsir mexanizmlərinin və müdaxilə alətlərinin işlənib hazırlanması tələb olunur. Başqa sözlə, monetar siyasətin formalaşdırılması və təkmilləşdirilməsi müxtəlif daxili və xarici təsir amillərinin kompleks öyrənilməsi və qiymətləndirilməsi əsasında həyata keçirilməlidir [42, s.104]. Bu çərçivədə Mərkəzi Bank milli iqtisadiyyatın və maliyyə xidmətləri bazarının inkişafını təmin edərkən, makroiqtisadi göstəricilərə dair qısamüddətli və uzunmüddətli proqnozlar hazırlamalı, maliyyə sabitliyinə təsir edən amilləri nəzərə almalı və adekvat tədbirlər müəyyənləşdirməlidir. Əsas tədbirlərdən biri inflyasiya risklərinin vaxtında müəyyənləşdirilməsi və onların idarə olunmasıdır.

4. Monetar siyasətin effektiv icrası üçün informasiya açıqlığı və adekvatlığı da xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. İnformasiya bazar iştirakçıları üçün əlçatan olmalı, onların təhdidlərə və konyunktur dəyişikliklərinə vaxtında reaksiya verməsinə imkan yaratmalıdır.

5. Kredit-pul bazarında neytral faiz dərəcəsinin nəzərə alınması da mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Neytral real faiz dərəcəsi istehsalın potensial səviyyəsinə və sabit inflyasiyaya uyğun gələn faiz dərəcəsi kimi qiymətləndirilir. Bu göstərici monetar siyasətin istiqamətinin qiymətləndirilməsində istinad kimi istifadə oluna bilər. Bu

halda investisiya cəlbediciliyi amilləri və risklərin səviyyəsi daim diqqət mərkəzində saxlanılır.

Mövcud qlobal transformasiyalar fonunda iqtisadi inkişaf və maliyyə idarəçiliyi yeni yanaşmalar və mexanizmlər tələb edir. Monetar siyasətin fəaliyyət üsullarının təkmilləşdirilməsi qaçılmaz prosesdir. Bu istiqamətdə təsirlərin kompleks qiymətləndirilməsi və zəruri tədbirlərin görülməsi vacibdir. Birbaşa inzibati tənzimləmənin nəzəri nümunələri kimi aşağıdakı məhdudiyyətlər göstərilə bilər:

1) depozitlər və bank kreditləri üzrə faiz dərəcələrinin müəyyən həddə tənzimlənməsi;
2) kredit subyektləri üçün sərt şərtlərin, məsələn kredit limitlərinin müəyyənləşdirilməsi;
3) bankların kredit əməliyyatlarının və cəlb olunan əmanətlərin məhdudlaşdırılması.

Maliyyə xidmətləri bazarında məqsədyönlü kredit qurumlarının yaradılması isə institusional tədbir kimi ayrıca nəzərdən keçirilməlidir. Bu tədbirlərin və tətbiq olunan monetar siyasət mexanizmlərinin nəticəsində müəyyən müddət ərzində proqnozlaşdırılan nəticələrə nail olmaq mümkündür. Bundan əlavə, birbaşa monetar siyasət üsullarından istifadə edərək də qarşıya qoyulan tapşırıqların yerinə yetirilməsi mümkündür. Lakin birbaşa müdaxilələrin mənfi tərəfləri də vardır. Belə ki, maliyyə-pul münasibətləri subyektlərinin fəaliyyətinə həddən artıq müdaxilə onların səmərəliliyinə mənfi təsir göstərə bilər. Həmçinin bu müdaxilələr bankların fəaliyyət strategiyaları ilə uzlaşmaya və sağlam rəqabət mühitinin pozulmasına səbəb ola bilər. Ən ciddi mənfi nəticələrdən biri isə pul kütləsinin azaldılması üçün görülən tədbirlərin real iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində problemlər yaratmasıdır.

Fikrimizcə, iqtisadiyyatın və maliyyə xidmətləri bazarının tənzimlənməsi, milli valyutanın sabitliyinin qorunması proseslərində bir sıra məsələlər nəzərə alınmalıdır. Kredit həcminə və faizlərə inzibati limitlərin qoyulması bankların vəsait yerləşdirmək imkanlarını və maliyyə vasitəçiliyinin şərtlərini dəyişə bilər. Buna görə tədbirlərin tətbiqində qiymət sabitliyi ilə yanaşı, müəssisələrin kreditə çıxışı və borclanma xərcləri

də nəzərə alınmalıdır. Bu baxımdan, alətlərin seçimi bankların vasitəçilik funksiyasını və bazarda rəqabəti qorumaqla siyasət məqsədlərinə çatmağa xidmət etməlidir [108].

Cari dövrdə monetar siyasətin təkmilləşdirilməsində birbaşa üsulların mənfi təsirlərini minimuma endirmək üçün daha çox dolayı mexanizmlərə üstünlük verilir [65, s.215]. Dolayı alətlər bazar mexanizmləri vasitəsilə təsir göstərərək birbaşa inzibati müdaxiləyə ehtiyacı azalda bilər. Bu isə bir tərəfdən dövlətin təkmilləşdirilmiş monetar siyasətini həyata keçirməyə, digər tərəfdən bazar iştirakçıları arasında rəqabət mühitinin qorunmasına kömək edə bilər. Bununla belə, dolayı alətlərin tətbiqi də makroiqtisadi və makromaliyyə sabitliyi üçün riskləri tam aradan qaldırmır.

Mərkəzi Bank 2022-ci ilin sentyabrından yeni pul siyasəti alətlərini tətbiq edir [17]. Bu çərçivədə bank sisteminin likvidliyi və qısamüddətli faiz dərəcələri faiz dəhlizi, açıq bazar əməliyyatları və yenidən maliyyələşdirmə alətləri vasitəsilə tənzimlənir. Mərkəzi Bankın 2025-ci il açıqlamasında AZIR indeksindən pul siyasətinin yardımçı əməliyyat hədəfi kimi istifadə olunacağı bildirilmişdir [16]. Pul bazası və M2 isə monetar şəraitin təhlilində nəzərə alınan göstəricilərdir. İnflyasiyanın hədəfdən kənarlaşmaları və proqnozları nəzərə alınmaqla alətlərin parametrlərinə düzəlişlər edilir [13]. Bu çərçivə qiymət sabitliyinə yönəlir və məşğulluğa, habelə tədiyə balansına təsir göstərə bilər. Eyni zamanda dövlət istiqrazları üzrə istinad gəlirlilik səviyyələri korporativ qiymətli kağızların kupon və spred qərarlarına, yerləşdirmələrin şərtlərinə və bazar likvidliyinə təsir göstərə bilər. Mərkəzi Bank ölkə pul sisteminin əsas tənzimləyici və koordinasiyaedici institutu kimi bu prosesi həyata keçirir və nəticələr əsasında zəruri düzəlişlər edir.

Bank sektoru monetar siyasət qərarlarının iqtisadiyyata ötürülməsində mühüm vasitəçi rolunu oynayır. Bankların cəlb etdiyi vəsaitin dəyəri dəyişdikdə kreditlərin faizləri və verilmə şərtləri də dəyişə bilər. Ötürülmə kreditin həcmi və müddətində də əks oluna bilər. Bu əlaqənin təhlilində bankın likvidliyi və kapitalı ilə yanaşı, borcalanın maliyyə vəziyyəti nəzərə alınır [79; 97]. Belə yanaşma pul siyasətinin real sektorla əlaqəsini bankların maliyyələşdirmə qərarları üzərindən izah etməyə imkan verir.

Bankların vəsait yerləşdirmək imkanları kredit portfeli və qiymətli kağızlara investisiyalar birlikdə nəzərə alınmaqla qiymətləndirilməlidir. Kredit üzrə qərarda borcalanın gəlirləri, borcu ödəmək qabiliyyəti və təminatı, istiqraz üzrə qərarda isə gəlirlilik, müddət və likvidlik əsas götürülür. Bank kapitalı və cəlb olunan resursların dəyəri bu qərarlar üçün maliyyə şəraitini formalaşdırır [79; 97]. Bu baxımdan bank sisteminin inkişafında kapital dayanıqlığının, risklərin qiymətləndirilməsinin və xidmət keyfiyyətinin yüksəldilməsi əhəmiyyətlidir. Maliyyə xidmətlərinin çeşidinin genişləndirilməsi və müştərilər üçün əlçatanlığının artırılması da bu istiqaməti tamamlayır. Bankların fəaliyyətinə bu cür yanaşılması real sektorun maliyyələşdirilməsi ilə qiymətli kağızlar bazarındakı iştirakını əlaqəli nəzərdən keçirməyə imkan verir.

Maliyyə sektorunun strateji inkişaf istiqamətləri baxımından qeyd etmək lazımdır ki, Mərkəzi Bank tərəfindən təsdiq edilmiş "2024-2026-cı illərdə maliyyə sektorunun inkişaf Strategiyası" çərçivəsində kapital bazarlarının qeyri-neft ÜDM-də payının 10%-dən 14%-ə çatdırılması, əhalinin kapital bazarlarında investisiyalarının 150 milyon manatdan 1 milyard manata qədər artırılması və effektiv nəzarət çərçivəsinin formalaşdırılması strateji hədəflər kimi müəyyən edilmişdir [11]. Qeyd edilən strateji hədəflər monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin sistemli təhlilinin zəruriliyini daha da aktuallaşdırır. Bundan əlavə, COP29 ərəfəsində Mərkəzi Bankın İdarə Heyəti tərəfindən "Yaşıl Taksonomiya" təsdiq edilmiş, bu isə "yaşıl keçid"ə dayanıqlı maliyyələşmə vasitəsilə dəstək verilməsi üçün zəmin yaratmışdır [14].

Ölkəmizin pul-kredit siyasətinin təhlili və müasir reallıqlar göstərir ki, Azərbaycanda monetar siyasətin başlıca xüsusiyyətlərinin sistemli araşdırılması və bu siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin müəyyənləşdirilməsi aktual tədqiqat mövzusu kimi ön plana çıxır. Növbəti paraqrafda qeyd olunan məsələlərin araşdırılması hədəflənir.

2.2. Azərbaycanda monetar siyasətin əsas xüsusiyyətlərinin tədqiqi

Azərbaycanda monetar siyasət ölkənin makroiqtisadi və makromaliyyə sabitliyinin təmin edilməsi, qiymət sabitliyi üzərindən real sektorun dayanıqlı

inkişafına şərait yaradılması kimi prioritetlərə söykənir. Bu siyasətin strateji məntiqi pul təklifinə, faiz dərəcələrinə və likvidliyə hədəflənmiş mexanizmlər vasitəsilə iqtisadi fəallığın qısamüddətli dalğalarını yumşaltmaq, orta müddətdə isə inflyasiyanın hədəf intervalında saxlanmasını təmin etməkdir [64]. Monetar siyasətin alətləri: açıq bazar əməliyyatları, faiz dərəcələrinin hədəflənməsi, məcburi ehtiyat normaları, Mərkəzi Bankın notları və REPO/əks-REPO mexanizmləri - bu siyasətin həyata keçirilməsinə xidmət edir və qiymətli kağızlar bazarı ilə sıx qarşılıqlı təsirdə fəaliyyət göstərir. Dissertasiya işinin əvvəlki hissələrində də vurğulandığı kimi, bu mexanizmlər bank likvidliyinin operativ idarə olunmasına, pul kütləsinin çevik tənzimlənməsinə və nəticə etibarilə qiymətli kağızların cəlbediciliyinə birbaşa təsir göstərir.

Dövlətin iqtisadiyyata tənzimləyici müdaxiləsinin fundamental məqsədi, mövcud inkişaf şərtləri nəzərə alınmaqla, dayanıqlı artım trayektoriyası üzərində makroiqtisadi sabitliyi təmin etməkdir. Eyni istiqamət, vahid milli iqtisadi siyasətin tərkib hissəsi olan pul-kredit siyasəti vasitəsilə də həyata keçirilir. Monetar siyasətin reallaşdırılması ölkədə QKB-yə də öz təsirini göstərir. Odur ki, Azərbaycanda monetar siyasətin QKB-yə təsirinin qiymətləndirilməsi ən önəmli vəzifələr sırasındadır. Mahiyyət baxımından QKB dedikdə qiymətli kağızların buraxılması və dövriyyəsi ilə bağlı iqtisadi münasibətlərin məcmusu, yəni qiymətli kağızların alqı-satqısının aparıldığı bazar başa düşülür [39, s.36].

İnflyasiyanın hədəflənməsi rejimində məqsəd inflyasiyanı müəyyən edilmiş hədəf intervalında saxlamaqdır. Əvvəlcə inflyasiya hədəfi müəyyənləşdirilir, sonra inflyasiya proqnozları və iqtisadi şərait nəzərə alınmaqla pul siyasəti alətlərinin parametrləri seçilir. Qərarlar qəbul edilərkən bu alətlərin təsirinin müəyyən müddətdən sonra üzə çıxması da nəzərə alınır. Bu çərçivə monetar siyasətə çeviklik və şəffaflıq verir, inflyasiya meylini cilovlayır, qərarların gözləntilər kanalı ilə ötürülməsini gücləndirir. Bu rejimdə mərkəzi bankın əsas faiz dərəcəsi başlıca tənzimləmə alətlərindən biridir. Faiz dərəcəsinin azalması kreditləşməni və tələbi stimullaşdıra, artması isə borclanma xərclərini yüksəldərək tələbi və inflyasiya təzyiqlərini zəiflədə bilər. Azərbaycan üzrə 2025-ci il qiymətləndirməsində isə hibrid inflyasiya hədəflənməsinə mümkün keçid üçün ilkin şərtlərin yaradılması nəzərdə tutulur [104].

Mərkəzi Bankın 2025-ci il üçün bəyanatında illik inflyasiyanın 4±2% hədəf intervalında saxlanılması nəzərdə tutulur [13]. Bu, uçot dərəcəsinin və faiz dəhlizinin parametrləri üzrə qərarların verilməsində əsas dayaq rolunu oynayır. Faiz dəhlizi üzrə qərarlar inflyasiya proqnozları və risk balansı nəzərə alınmaqla qəbul olunur [13; 104].

Banklararası təminatsız pul bazarında istinad faiz dərəcəsi olan AZIR indeksidir. 15 may 2025-ci ildən tətbiq olunan metodologiyaya əsasən, AZIR (Azerbaijan Interbank Rate) banklararası təminatsız bazarda bir iş günü müddətinə bağlanmış uyğun əqdlər üzrə hesablanır. Faizlərə görə sıralanmış ticarət həcminin aşağı və yuxarı 10%-lik hissələri çıxarıldıqdan sonra qalan əqdlərin məbləğlə çəkilmiş orta faiz dərəcəsi müəyyən edilir. Əqdlər yetərli olmadıqda ehtiyat hesablama qaydaları tətbiq olunur. 30, 90 və 180 günlük toplanan faizli AZIR isə ayrı-ayrı müddətli əqdlərin ortası deyil, gündəlik AZIR dərəcələrinin mürəkkəb faiz əsasında hesablanmış göstəricisidir [16]. Bu indeks bazar faizləri ilə faiz dəhlizi arasındakı əlaqəni izləməyə imkan verir və bankların faiz dərəcələrini müəyyənləşdirməsində istinad göstəricisi kimi istifadə oluna bilər.

Likvidliyin idarə edilməsində açıq bazar əməliyyatları, Mərkəzi Bankın notları və depozit alətləri mühüm rol oynayır. Mərkəzi Bankın 2022-ci ilin sentyabrından tətbiq etdiyi əməliyyat çərçivəsində REPO hərracları sterilizasiya, əks-REPO əməliyyatları isə likvidliyin verilməsi məqsədi daşıyır [26]. Notlar və depozit alətləri artıq likvidliyin tənzimlənməsinə və qısamüddətli bazar faizlərinin faiz dəhlizi daxilində formalaşmasına xidmət edir [13]. Bu əməliyyatlar bank likvidliyi və qısamüddətli faizlər vasitəsilə qiymətli kağızlar bazarındakı maliyyələşmə şərtlərinə təsir göstərə bilər.

Azərbaycan iqtisadiyyatının valyuta gəlirləri strukturunu nəzərə aldıqda, Azərbaycan Respublikasının Dövlət Neft Fondu (ARDNF) ilə Mərkəzi Bank arasında həyata keçirilən koordinasiyalı əməliyyatlar, xüsusən valyuta resurslarının idarə edilməsi, məzənnə və likvidlik üzrə uyğunlaşdırma, ölkədə makromaliyyə sabitliyinin ayrılmaz tərkib hissəsidir. ARDNF dövlət büdcəsinə transfertlər həyata keçirir, investisiya portfelini qlobal maliyyə bazarlarında müxtəlif aktiv sinifləri üzrə idarə edir və valyuta hərraclarında iştirak etməklə daxili valyuta bazarının tarazlanmasına töhfə

verir. Mərkəzi Bankın təşkil etdiyi hərraclarda ARDNF-nin xarici valyuta satışı daxili valyuta təklifinin formalaşmasında iştirak edir. Bu satışların manat likvidliyinə təsiri büdcə xərclərinin və hökumət hesablarının dinamikası ilə birlikdə qiymətləndirilməlidir. Mərkəzi Bank sterilizasiya əməliyyatlarının həcmini bank sisteminin likvidlik mövqeyinə uyğun müəyyənləşdirir [13]. Bu mexanizm monetar siyasətin qiymət sabitliyi mandatı ilə valyuta bazarının tarazlığı arasında koordinasiyanı artırır.

Mərkəzi Bankın 2025-ci il üçün bəyanatında ARDNF-in valyuta satışları üzrə hərracların davam etdirilməsi, dövlətin valyuta tələbi və təklifindən asılı olaraq isə Mərkəzi Bankın valyuta alışı və satışı həyata keçirə bilməsi nəzərdə tutulur [13]. Valyuta bazarındakı tələb və təklif neft gəlirləri, idxal ödənişləri və fiskal axınlarla əlaqəli şəkildə qiymətləndirilməlidir. Bu proseslər fonunda Mərkəzi Bank bank sisteminin likvidlik mövqeyini nəzərə almaqla monetar alətlərin kəmiyyət parametrlərini müəyyənləşdirir.

ARDNF-nin əsas fəaliyyət istiqamətləri - gəlirlərin toplanması, dünya bazarlarında diversifikasiya olunmuş portfelin idarə edilməsi, büdcəyə transfertlər və valyuta hərraclarında iştirak - Azərbaycan iqtisadiyyatında dövri maliyyə axınlarının sabitləşdirilməsində fiskal və monetar siyasətin əlaqələndirilməsini dəstəkləyir. Bu əlaqələndirmə xüsusilə idxal qiyməti mənşəli inflyasiya şokları zamanı mühüm əhəmiyyət kəsb edir: valyuta bazarının taraz saxlanması qiymət sabitliyinə dolayı dəstək verir, monetar siyasət isə daxili tələbi faiz kanalı ilə tənzimləyir. Bu qarşılıqlı əlaqələr fiskal və monetar siyasətin koordinasiyasını zəruri edir. Həmin koordinasiyanın əhəmiyyəti Mərkəzi Bankın 2025-ci il üçün bəyanatında da vurğulanır [13].

Bütün bu alətlərin qiymətli kağızlar bazarına təsiri ayrı-ayrı kanallar üzrə müşahidə olunur. Uçot dərəcəsi və AZIR qısamüddətli faizlərin formalaşmasında rol oynayır, dövlət istiqrazları və Mərkəzi Bankın notları üzrə gəlirlilik investorların inflyasiya gözləntiləri və likvidliyə üstünlük verməsi ilə əlaqəlidir. REPO bazarının inkişafı bankların likvidlik vəsaitlərini bölüşdürməsinə şərait yaradır, depozit hərracları isə artıq likvidliyin sterilizasiyasına xidmət edir. Dissertasiyanın §2.3-də

təqdim olunan ƏKK üsulu ilə qurulmuş modeldə dövlət istiqrazlarının ilkin hərraclarında izafi tələbatla pul bazası, dövriyyədə olan Mərkəzi Bankın notları və yenidən maliyyələşdirmə həcmi arasında müsbət statistik əlaqələr qiymətləndirilmişdir.

QKB, maliyyə bazarının elementi kimi iqtisadiyyatın müxtəlif sahələri və sektorları üçün alternativ maliyyə mənbələrini formalaşdırır. QKB-nin həll etdiyi problemlərdən asılı olaraq ilkin və təkrar QKB fərqləndirilir. İlkin QKB, qiymətli kağızların ilkin yerləşdirilməsi və buraxılışının həyata keçirildiyi yerdir. İlkin bazarın başlıca məqsədləri maliyyə bazarında fəallığı artırmaq və müvəqqəti sərbəst vəsaitlərin səfərbərliyini təmin etməkdən ibarətdir. Bu seqmentin əsas subyektləri emitentlər və investorlardır [37, maddə 1.0.5, 1.0.10]. Aktiv iştirakçılar sırasına banklar, sığorta şirkətləri, investisiya fondları, eləcə də maliyyə şirkətləri və vasitəçi qurumlar (firma və agentliklər) daxildir.

İlkin bazarda qiymətli kağızların yerləşdirilməsi emitentlərin maliyyə vəsaitləri cəlb etməsinə imkan verir. Bu yolla əhalinin və təşkilatların müvəqqəti sərbəst vəsaitləri müəssisələrin fəaliyyətinin genişləndirilməsinə və investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsinə yönəldilə bilər [37, maddə 8.1; 39, s.36].

İlkin bazarda yerləşdirmələrin həcmi təkrar bazarın inkişafına təsir göstərir. Təkrar bazardakı ticarət fəallığı isə qiymətli kağızların likvidliyindən və investorların alqı-satqı qərarlarından da asılıdır. Təkrar bazar əvvəllər buraxılmış qiymətli kağızların alqı-satqısının aparıldığı bazardır. Təkrar bazarın əsas məqsədi qiymətli kağızların likvidliyini, yəni bazar qiymətinə yaxın qiymətə tez satıla bilməsini təmin etməkdir.

Göründüyü kimi, QKB-nin ölkə iqtisadiyyatında rolu əhəmiyyətlidir, çünki o, bütün iştirakçıların maraqlarını əlaqələndirir və müxtəlif amillərlə müəyyənləşdirilir: 1) büdcə kəsirinin örtülməsi; 2) istehsalın inkişafı üçün sərbəst vəsaitlərin cəlb edilməsi; 3) kapitalın bir sənayedən digərinə hərəkəti; 4) kapitalın hərəkət azadlığının və qiymətli kağızların likvidliyinin təmin edilməsi; 5) iqtisadiyyatın vəziyyətinin QKB-nin göstəriciləri əsasında qiymətləndirilməsi və s.

Cədvəl 2.2.1-də dövlət istiqrazlarının və Mərkəzi Bankın notlarının ilin sonuna nominal üzrə dövriyyədə olan həcmi, habelə bu iki alətin cəmi həcmindəki payları göstərilmişdir.

Cədvəl 2.2.1. Azərbaycanda dövlət istiqrazlarının və Mərkəzi Bankın notlarının ilin sonuna nominal üzrə dövriyyədə olan həcmi və strukturu, 2010-2025-ci illər

İllər	Nominal üzrə dövriyyədə olan həcm (mln. manat)			Cəmi həcmdə payı, %	
	Cəmi	Dövlət istiqrazları	Mərkəzi Bankın notları	Dövlət istiqrazları	Mərkəzi Bankın notları
2010	309,7	269,7	40,0	87,1	12,9
2011	250,6	159,4	91,2	63,6	36,4
2012	324,6	204,6	120,0	63,0	37,0
2013	181,4	161,4	20,0	89,0	11,0
2014	227,3	200,3	27,0	88,1	11,9
2015	122,6	122,6	0,0	100,0	0,0
2016	387,1	277,4	109,6	71,7	28,3
2017	1665,4	739,8	925,6	44,4	55,6
2018	1989,2	980,9	1008,3	49,3	50,7
2019	1841,3	1141,3	700,0	62,0	38,0
2020	2362,2	1712,2	650,0	72,5	27,5
2021	2700,2	2500,2	200,0	92,6	7,4
2022	5500,1	4161,5	1338,6	75,7	24,3
2023	7697,5	6377,4	1320,1	82,8	17,2
2024	9561,4	9353,2	208,2	97,8	2,2
2025	9346,1	8975,3	370,8	96,0	4,0

Mənbə: Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı, "Qiymətli kağızlar bazarı üzrə əsas göstəricilər", cədvəl 3.5 [20; 27]. Qeyd: Göstəricilər ilin sonuna dövriyyədə olan qiymətli kağızların nominal dəyərini əks etdirir. İl ərzində bağlanmış əqdlərin sayı və məbləği Cədvəl 2.2.2-də ayrıca göstərilir.

Cədvəl 2.2.1-dən göründüyü kimi, 2010-2025-ci illərdə Azərbaycanda dövlət istiqrazlarının və Mərkəzi Bankın notlarının ilin sonuna nominal üzrə cəmi qalığı əhəmiyyətli dərəcədə artmışdır. Əgər 2010-cu ildə bu göstərici 309,7 milyon manat təşkil edirdisə, 2025-ci ilin sonuna 30,18 dəfə artaraq 9346,1 milyon manata çatmışdır. 2025-ci ilin sonuna bu qalığın 8975,3 milyon manatı (96,0%) dövlət istiqrazlarının, 370,8 milyon manatı (4,0%) isə Mərkəzi Bankın notlarının payına düşür.

2015-ci ildə baş vermiş iki devalvasiya fonunda cədvəldə göstərilən nominal üzrə cəmi qalıq 122,6 milyon manata enmiş, ilin sonuna Mərkəzi Bankın notları üzrə qalıq sıfır olmuşdur. Bu göstərici hesabat tarixində dövriyyədə olan notların qalıq həcmini ifadə edir. 2017-ci ildə notlar üzrə qalıq 925,6 milyon manat, 2018-ci ildə isə 1008,3 milyon manat olmuş və sonuncu ildə onların cəmi həcmdə payı 50,7% təşkil etmişdir. Cəmi qalıq ayrı-ayrı illərdə azalsa da, 2024-cü ildə təhlil olunan illər üzrə ən yüksək

səviyyəyə, 9561,4 milyon manata çatmış, 2025-ci ildə isə 2,3% azalaraq 9346,1 milyon manat olmuşdur.

Xüsusilə qeyd etmək lazımdır ki, 2023-cü ildən 2024-cü ilə keçiddə cədvəldə göstərilən qalıqların strukturunda dəyişiklik baş vermişdir: Mərkəzi Bank notlarının dövriyyədəki həcmi 1320,1 milyon manatdan 208,2 milyon manata (84,2% azalma) düşmüşdür. Eyni zamanda, dövlət istiqrazlarının qalığı 6377,4 milyon manatdan 9353,2 milyon manata yüksəlmişdir. Hər iki dəyişiklik nəticəsində dövlət istiqrazlarının bu iki alətin cəmi qalığında payı 82,8%-dən 97,8%-ə çatmışdır. Mərkəzi Bankın 2025-ci il üçün bəyanatında 2024-cü ildə sterilizasiya əməliyyatlarının azalması hökumət hesablarındakı dəyişikliklərin bank likvidliyinə təsiri ilə əlaqələndirilir. Həmin sənəddə müxtəlif müddətli not hərraclarının davam etdirilməsi də nəzərdə tutulur [13]. AZIR banklararası pul bazarında faiz şəraitini əks etdirən istinad göstəricisidir [16]. 2025-ci ildə notların həcmi 370,8 milyon manata qədər bərpa olunmuşdursa da, ümumi strukturda onların payı yalnız 4,0% səviyyəsində saxlanılmışdır.

Təhlil olunan dövrdə dövlət istiqrazlarının rolu əhəmiyyətli dərəcədə güclənmişdir: onların mütləq həcmi 269,7 milyon manatdan (2010) 8975,3 milyon manata (2025) qədər, yəni 33,28 dəfə artmışdır. Bu artım daxili dövlət istiqrazları bazarında dövriyyədə olan nominal həcmin genişləndiyini göstərir. Dövlət istiqrazlarının gəlirlilik əyrisi korporativ borc alətlərinin qiymətlənməsində istinad rolunu oynaya bilər.

Cədvəl 2.2.2-də 2020-2025-ci illər üzrə Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının əsas göstəriciləri təhlil olunub.

Cədvəl 2.2.2 Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının əsas göstəriciləri, 2020-2025-ci illər üzrə

Bazarın seqmentləri	Əqdlərin sayı						Məbləğ (mln. man)					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Korporativ qiymətli kağızlar, o cümlədən:	**3237**	**6076**	**4400**	**3961**	**61058**	**22801**	**3356,5**	**2395,1**	**2189,7**	**2279,1**	**3686,7**	**3133,2**
İlkin bazar	330	1277	566	488	50381	3834	1435,6	2164,4	1007,9	1326,9	2193,9	1864,5
Təkrar bazar	2907	4799	3834	3473	10677	18967	1920,9	230,7	1181,9	952,2	1492,7	1268,7
Dövlət qiymətli kağızları, o cümlədən:	**1737**	**2206**	**2506**	**2807**	**2725**	**1242**	**8622,9**	**7287,8**	**8312,8**	**8405,6**	**7864,4**	**10682,1**
İlkin bazar	1161	1425	1590	1804	1381	489	7610,5	6188,6	7304,0	6900,4	6457,1	6172,4
Təkrar bazar	576	781	916	1003	1344	753	1012,3	1099,3	1008,8	1505,2	1407,3	4509,7
Repo/əks-repo	1322	4284	4112	6777	8489	6873	2150,2	7196,3	5060,5	17384,5	60922,2	50633,1
Qiymətli kağızlar bazarı, o cümlədən:	**6296**	**12566**	**11018**	**13545**	**72272**	**30916**	**14129,5**	**16879,3**	**15563,0**	**28069,2**	**72473,3**	**64448,4**
İlkin bazar	1491	2702	2156	2292	51762	4323	9046,1	8353,0	8311,9	8227,4	8651	8036,9
Təkrar bazar	4805	9864	8862	11253	20510	26593	5083,4	8526,3	7251,2	19841,8	63822,3	56411,5

Mənbə: Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankının 2020-2025-ci illər üzrə qiymətli kağızlar bazarının illik icmal göstəriciləri əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir [21]. Qeyd: Cədvəldə il ərzində bağlanmış əqdlərin sayı və məbləği göstərilir. Cədvəl 2.2.1 isə ilin sonuna nominal üzrə qalıqları əks etdirir. Dövlət qiymətli kağızları dövlət istiqrazlarını və Mərkəzi Bankın notlarını əhatə edir. Repo/əks-repo əməliyyatları ayrıca təqdim olunur. Cədvəldə Mərkəzi Bankın qiymətli kağızlar bazarı üzrə icmal göstəriciləri verilmişdir. Bakı Fond Birjasının bülletenində isə birjada bağlanmış əqdlərin həcmi göstərilir [32; 21].

Cədvəl 2.2.2-yə əsasən, qiymətli kağızlar bazarında əqdlərin ümumi məbləği 2020-ci ildə 14 129,5 milyon manatdan 2025-ci ildə 64 448,4 milyon manata, əqdlərin sayı isə 6 296-dan 30 916-ya yüksəlmişdir. Bu göstəricilər müvafiq olaraq 4,56 və 4,91 dəfə artımı ifadə edir [21]. Bununla belə, 2025-ci ildə ümumi məbləğ 2024-cü illə müqayisədə 11,1% azalmışdır. Göstəricilər bazarın miqyasını və əməliyyat fəallığını təsvir edir. Cədvəl 2.2.1-dəki ilin sonuna qalıqlar isə dövriyyədə olan dövlət istiqrazlarının və Mərkəzi Bank notlarının həcmini və strukturunu göstərir.

Korporativ qiymətli kağızlar üzrə əqdlərin sayı 2023-cü ildə 3 961-dən 2024-cü ildə 61 058-ə, ilkin bazarda isə 488-dən 50 381-ə yüksəlmişdir. Həmin dövrdə Azərbaycan Beynəlxalq Bankının (ABB) 11 iyun-24 sentyabr 2024-cü il tarixlərində

həyata keçirdiyi kütləvi səhm yerləşdirilməsi nəticəsində səhmdarlarının sayı 1 794-dən 35 105-ə çatmışdır [1]. Bu hadisə fərdi investorların bazara çıxışının genişlənməsinə konkret nümunədir. Vergi Məcəlləsinin 13 may 2022-ci il tarixli dəyişikliklə əlavə edilmiş 102.1.22-2-ci maddəsi isə müəyyən edilmiş şərtlərə cavab verən səhmlər və istiqrazlar üzrə fiziki şəxslərin dividend, diskont və faiz gəlirlərinə 1 fevral 2023-cü ildən beşillik güzəşt nəzərdə tutur [30].

2024-cü ildə ilkin səhm bazarında 49 350 əqd üzrə 131,2 milyon manatlıq əməliyyat aparılmış, orta əqd məbləği təxminən 2 659 manat olmuşdur. 2025-ci ildə əqdlərin sayı 38-ə enmiş, məbləğ isə 328,2 milyon manata yüksəlmişdir. Bu fərq əqdlərin sayının və məbləğinin ayrı-ayrılıqda qiymətləndirilməsinin vacibliyini göstərir. Korporativ istiqrazlar üzrə əqdlərin sayı 1 919-dan 5 875-ə artsa da, onların məbləği 3 313,2 milyon manatdan 2 651,8 milyon manata enmişdir. Ümumilikdə korporativ qiymətli kağızlar üzrə əqdlərin məbləği 2023-cü ildə 2 279,1 milyon manat, 2024-cü ildə 3 686,7 milyon manat, 2025-ci ildə isə 3 133,2 milyon manat olmuşdur. Son göstərici 2024-cü illə müqayisədə 15,0% azalma ifadə edir. Bu dəyişikliklər korporativ qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatların həcmi ilə yanaşı, bazarın strukturunun da təhlilini zəruri edir [21].

Dövlət qiymətli kağızları üzrə 2025-ci ildə əqdlərin sayı 2024-cü illə müqayisədə 54,4% azalaraq 1 242-yə enmiş, məbləğ isə 35,8% artaraq 10 682,1 milyon manata çatmışdır. Bu məbləğin 9 288,2 milyon manatı dövlət istiqrazları, 1 393,9 milyon manatı Mərkəzi Bankın notları ilə əməliyyatların payına düşmüşdür. Əqdlərin sayı dövlət istiqrazları və Mərkəzi Bankın notları üzrə bağlanmış alqı-satqı əməliyyatlarının sayını göstərir. Repo/əks-repo əməliyyatlarının məbləği 2024-cü ildə 60 922,2 milyon manatdan 2025-ci ildə 50 633,1 milyon manata enmiş və sonuncu ildə ümumi bazar dövriyyəsinin 78,6%-ni təşkil etmişdir. Burada repo/əks-repo üzrə bazar iştirakçıları arasında bağlanmış əqdlərin ümumi məbləği göstərilir [21].

Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının son illərdəki inkişafında iki əlamətdar hadisə xüsusilə vurğulanmağa dəyər. 2025-ci ilin yanvarında SOCAR-ın yeni "yaşıl" təyinatlı istiqrazlarına abunə yazılışına başlanmışdır: buraxılışın həcmi 200 milyon ABŞ dolları, müddət 5 il, illik kupon dərəcəsi isə 6% təşkil etmişdir [48]. Bu buraxılış

Azərbaycanın kapital bazarında "yaşıl" layihələrin korporativ borc alətləri vasitəsilə maliyyələşdirilməsinə nümunədir. 1 oktyabr 2025-ci ildə Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankı (EBRD) Azərbaycanda ilk manatla ifadə olunan istiqrazlarını 50 milyon manat həcmində Bakı Fond Birjasında yerləşdirmişdir. Birillik istiqrazın dəyişən kuponu AZIR-ə bağlıdır. Bu buraxılış indeksin beynəlxalq maliyyə institutunun yerli bazardakı borc alətində tətbiqinə konkret nümunədir [15]. Qeyd olunan buraxılışlar Mərkəzi Bankın "2024-2026-cı illərdə maliyyə sektorunun inkişaf Strategiyası"nda maliyyə alətlərinin şaxələndirilməsi və kapital bazarlarının inkişafı üzrə müəyyən edilmiş istiqamətlərlə uzlaşır [11].

2025-ci ilin göstəriciləri bazarın ümumi dövriyyəsində repo əməliyyatlarının üstünlük təşkil etdiyini, dövlət və korporativ qiymətli kağızlar üzrə əməliyyat həcmlərinin isə fərqli istiqamətlərdə dəyişdiyini göstərir. Bazarın inkişaf səviyyəsi ümumi ticarət həcmi ilə yanaşı, korporativ emissiyalar, investor bazasının genişliyi və təkrar bazarın likvidliyi ilə də qiymətləndirilməlidir. Odur ki, Azərbaycanda QKB-nin inkişafı prioritet makroiqtisadi vəzifələrdən biri olmalıdır, çünki bu bazar müəssisələrə investisiya cəlb edilməsi və maliyyələşmə mənbələrinin şaxələndirilməsi üçün mühüm kanaldır.

QKB-nin inkişafı müəssisələrə iri layihələrin maliyyələşdirilməsinə xüsusi və borc vəsaitlərini cəlb etmək üçün geniş imkanlar yaradır. Müəssisələr belə şəraitdə xüsusi və borc vəsaitlərinin optimal nisbətini seçmək imkanı əldə edirlər. Habelə, qiymətli kağızların qiyməti onların emitenti və ümumi bazar haqqında məlumat əsasında formalaşır. Bu halda QKB-nin inkişafı resursların daha səmərəli bölüşdürülməsinə və səmərəli investisiya qərarlarının qəbuluna gətirib çıxarır.

İnformasiyanın açıqlanması baxımından bu amil QKB-nin bank sektoruna nisbətən üstün cəhətlərindən biri kimi qiymətləndirilə bilər. Belə ki, müəssisələrin QKB-də məlumatların açıqlanması zərurəti bu məlumatların yayılmasına və daha yaxşı investisiya qərarlarının qəbuluna səbəb olur [49, s.9].

QKB-nin inkişafının ölkə iqtisadiyyatına müsbət təsirlərini nəzərə alaraq, onun dövlət tənzimlənməsini zəruri hesab edirik. Qiymətli kağızlar bazarı maliyyə-kredit sisteminin tərkib hissəsi kimi dövlət tənzimlənməsinin obyektidir. Tənzimləmənin

başlıca məqsədlərindən biri investorların maraqlarını emitentlərin və ya vasitəçilərin qanunsuz hərəkətlərindən qorumaqdır. Müvafiq olaraq, QKB-nin inkişafı üçün ölkə iqtisadiyyatının spesifik şəraitinə, milli maraq və ənənələrə uyğun, pul-kredit siyasəti ilə uzlaşdırılmış fəal və məqsədyönlü tənzimləmə siyasəti lazımdır.

QKB-nin dövlət tənzimlənməsi bazar iştirakçılarının fəaliyyətinə dair tələbləri və bu tələblərə nəzarəti əhatə edir. Lisenziyalaşdırma peşəkar fəaliyyətə buraxılma şərtlərini müəyyənləşdirir, məlumatların açıqlanması isə investorun emitent və qiymətli kağız barədə məlumat əldə etməsinə xidmət edir. Əqdlərin monitorinqi, iştirakçıların maliyyə hesabatları və bazarda davranış qaydaları nəzarətin informasiya əsasını yaradır. Bu mexanizmlər investor hüquqlarının qorunmasını və bazar əməliyyatlarının şəffaflığını dəstəkləyir [37, maddə 30, 45, 75, 83]. Bu vəzifələrin icrası tənzimləyici qurumun qanunla müəyyənləşdirilmiş səlahiyyətləri çərçivəsində təşkil olunur. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 28 noyabr 2019-cu il tarixli Sərəncamı ilə Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatası ləğv edilmiş, onun maliyyə xidmətləri bazarında tənzimləmə və nəzarət üzrə səlahiyyətləri Mərkəzi Banka verilmişdir [6].

Tətbiq olunan alətlərin xarakterindən asılı olaraq QKB-nin dövlət tənzimlənməsi iki əsas formaya bölünür: 1) birbaşa (inzibati): qanunvericilik bazasının formalaşdırılması, qeydiyyat və reyestr əməliyyatları, lisenziyalaşdırma və sertifikatlaşdırma prosedurları, bazar intizamına nəzarət, iştirakçılar üçün şəffaflıq və məlumat açıqlama tələblərinin tənzimlənməsi; 2) dolayı (iqtisadi): pul-kredit siyasəti, vergi tənzimlənməsi, büdcə-fiskal alətlər və dövlət əmlakının idarə edilməsi mexanizmləri [57, s.202-203]. Sistemli yanaşma Mərkəzi Bankın aidiyyəti dövlət qurumları ilə fəaliyyətinin uzlaşdırılmasını və tənzimləmənin effektivliyinin kəmiyyətcə qiymətləndirilməsini tələb edir. Bu məqsədlə dövriyyə əmsalı, bazar dərinliyi, qiymət spredləri, birjada listinqdə olan şirkətlərin bazar kapitallaşmasının ÜDM-ə nisbəti və hesablaşma müddətləri kimi göstəricilərin mütəmadi izlənilməsi və tənzimləyici qaydaların bu göstəricilər nəzərə alınmaqla təkmilləşdirilməsi məqsədəuyğundur.

A.M.Hacıyeva 2018-ci il tədqiqatında dövlət qiymətli kağızları üzrə zəmanət sisteminin formalaşdırılmasının özəl şirkətlərin kreditləşməsində həmin kağızlardan girov kimi istifadəyə imkan yarada biləcəyini qeyd edir [35, s.14]. Bu yanaşma QKB ilə kredit bazarı arasındakı əlaqələrin inkişafı baxımından nəzərdən keçirilə bilər.

QKB-nin inkişafı üçün onun infrastrukturunun səmərəli şəkildə formalaşdırılması mühüm əhəmiyyət daşıyır. Bu infrastrukturun əsas tərkib hissələrinə birja ticarətinin təşkili, klirinq və hesablaşma sistemləri, eləcə də depozitar xidmətləri daxildir [39, s.37]. Emitentlərin hesabatlarının ictimaiyyətə açıqlanması isə investorların məlumatla təmin olunmasına xidmət edir [37, maddə 75.1].

Dünya iqtisadiyyatının və ayrı-ayrı ölkələrin daxili iqtisadiyyatlarının indiki inkişafı şəraitində QKB-lərin strukturlarında köklü dəyişikliklər müşahidə olunur. Azərbaycan da onların təcrübəsindən istifadə etsə, bu sahədə müsbət nəticələr əldə edə bilər. Monetar siyasət alətlərinin QKB ilə əlaqəsinin inkişafı bazar infrastrukturunun və hüquqi tənzimləmənin təkmilləşdirilməsi ilə birlikdə nəzərdən keçirilməlidir. Bu baxımdan, Azərbaycanda QKB üzrə normativ-hüquqi bazanın investorların müdafiəsi, məlumatların açıqlanması və yeni maliyyə alətlərinin tətbiqi istiqamətlərində təkmilləşdirilməsi məqsədəuyğundur.

QKB-də ticarətin təşkili üzrə fəaliyyətin hüquqi tənzimlənməsi şəffaflıq və operativliyin təmin olunmasında, eləcə də bazar iştirakçılarının maraqlarının qorunmasında əsas əhəmiyyət daşıyır. Azərbaycanda bu sahə maliyyə sisteminin sabitliyini və inkişafını dəstəkləmək məqsədilə qəbul edilmiş qanunvericilik aktları və qaydalarla müəyyən edilmiş normativ-hüquqi çərçivədə tənzimlənir. Əgər bu sahədə ticarət qaydalarına riayət olunmasına nəzarət yetərincə olmazsa, bu, investorların maraqlarının pozulmasına səbəb ola bilər, qeyri-sabitlik yaradar və QKB-nin inkişafına mənfi təsir göstərər. Bakı Fond Birjasının 2025-ci il üzrə bülletenində dövlət və korporativ qiymətli kağızlarla əməliyyatlar, həmçinin repo əməliyyatları üzrə göstəricilər təqdim olunur. Qeyd edək ki, Bakı Fond Birjası ölkəmizdə yeganə fond birjası kimi fəaliyyət göstərir. 2025-ci ilin yekununda Bakı Fond Birjasında bütün maliyyə alətləri üzrə bağlanmış əqdlərin ümumi həcmi 63,82 mlrd manat təşkil etmişdir ki, bu da əvvəlki illə müqayisədə 10,3% azdır (2024-cü ildə bu göstərici 71,16

mlrd manat olmuşdur) [32; 12]. Dövriyyənin 79,3%-i və ya 50,63 mlrd manatı REPO əməliyyatlarının, 10,68 mlrd manatı dövlət istiqrazları ilə Mərkəzi Bank notlarının cəmi dövriyyəsinin (illik +35,8%), 2,51 mlrd manatı isə ipoteka istiqrazları daxil olmaqla korporativ qiymətli kağızların payına düşmüşdür. BFB-nin 2025-ci il bülletenində dövlət istiqrazları üzrə 4,82 mlrd manat ilkin bazar və 4,47 mlrd manat təkrar bazar dövriyyəsi göstərilir [32, s.7-8].

Bundan əlavə, Milli Depozit Mərkəzinin fəaliyyətini də qeyd etmək istərdik. Bu qurum maliyyə bazarlarına nəzarət orqanı tərəfindən təsis olunmuş qeyri-kommersiya hüquqi şəxs kimi fəaliyyət göstərir. Başlıca funksiyası isə qiymətli kağızların saxlanılması, bu kağızlar üzərində mülkiyyət və digər hüquqların uçotunun aparılması, həmçinin qiymətli kağızlarla əlaqəli əqdlərin qeydiyyatını aparan depozitar sisteminin fəaliyyətinin təşkil olunması və əlaqələndirilməsinin təmin edilməsidir. Milli Depozit Mərkəzi depozitar fəaliyyəti ilə yanaşı, klirinq, Milli Nömrələyici Agentlik, reyestrsaxlayıcı, sərəncamçı və ödəniş agenti funksiyalarını həyata keçirir. Bu xidmətlər qiymətli kağızlar üzrə hüquqların uçotunu və ticarətdən sonrakı hesablaşmaları təmin etməklə bazar infrastrukturunun fəaliyyətini dəstəkləyir [40].

Qiymətli kağızların dövriyyəsini və peşəkar iştirakçıların fəaliyyətini tənzimləyən hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsi bazarda şəffaflığın və səmərəliliyin artırılmasına xidmət edir. Bu kontekstdə qanunvericiliyə riayətə nəzarət mexanizmlərinin gücləndirilməsi, açıqlıq standartlarının yüksəldilməsi və investorlar üçün məlumatın əlçatanlığının genişləndirilməsi, həmçinin investor hüquqlarının pozulmasına qarşı sanksiyaların sərtləşdirilməsi xüsusi əhəmiyyət daşıyır. Məhz bu yanaşma investor maraqlarının daha effektiv müdafiəsini təmin edəcək və QKB-yə olan inam səviyyəsini yüksəltməyə imkan verəcəkdir.

Tənzimləyici orqanların ardıcıl nəzarəti və bazar iştirakçılarının qanunvericiliyə riayət etməsi sayəsində investorlar əməliyyatların etibarlılığı və şəffaflığı barədə əmin ola bilirlər. Şirkətlər və regionlar isə öz inkişaf layihələri üçün investisiyaların cəlb olunmasına daha çox güvənirlər. Eyni zamanda, Mərkəzi Bankın maliyyə xidmətləri bazarında tənzimləyici və nəzarətedici rolunun gücləndirilməsi məqsədəuyğundur. Bu,

tənzimləyici tədbirlərin bazar iştirakçılarının fəaliyyəti ilə uzlaşdırılmasına və maliyyə sabitliyinin möhkəmlənməsinə xidmət edir.

Hesab edirik ki, milli QKB-nin yeni keyfiyyət pilləsinə yüksəlməsi və maliyyə və real sektorlar arasında resurs axınlarında rolunun möhkəmlənməsi məqsədyönlü pul-kredit siyasətinin institusional, hüquqi və fiskal tədbirlərlə uzlaşdırılmasını tələb edir. Azərbaycanda QKB-nin inkişaf etdirilməsi üçün görülməsi vacib olan tədbirlərdən bir neçəsini qeyd etmək istərdik: 1. Hüquqi-normativ bazanın təkmilləşdirilməsi: "Qiymətli kağızlar bazarı haqqında" Qanunun beynəlxalq IOSCO prinsiplərinə uyğunlaşdırılması, "yaşıl" maliyyə alətləri, sukuk və dayanıqlı investisiya istiqrazları üçün xüsusi tənzimləmə çərçivəsinin formalaşdırılması. 2. İnvestor müdafiəsi mexanizmlərinin gücləndirilməsi: kompensasiya fondunun yaradılması, emitentlərin məlumat açıqlama standartlarının sərtləşdirilməsi və G20/OECD korporativ idarəetmə prinsiplərinin tətbiqi [118]. 3. İnstitusional investor bazasının genişləndirilməsi: pensiya fondlarının, sığorta şirkətlərinin və kollektiv investisiya fondlarının kapital bazarında fəal iştirakı üçün fiskal və tənzimləmə stimullarının yaradılması. Bu istiqamət Mərkəzi Bankın Strategiya 2024-2026 hədəflərinin reallaşdırılması üçün kritik əhəmiyyət kəsb edir. 4. Bazar nəzarətinin modernləşdirilməsi: BFB-də avtomatlaşdırılmış monitorinq sistemlərinin tətbiqi, manipulyativ əməliyyatların aşkar edilməsi üçün süni intellekt əsaslı alətlərin inteqrasiyası. 5. Beynəlxalq inteqrasiyanın dərinləşdirilməsi: yerli birjada ticarət olunan qiymətli kağızların regional birjalarda da ticarətə buraxılması üçün əməkdaşlığın genişləndirilməsi, xarici investorlar üçün vergi və valyuta rejimlərinin sadələşdirilməsi, AZIR-in beynəlxalq səviyyədə istinad faiz dərəcəsi kimi tanınmasının dəstəklənməsi.

Planlaşdırılan tədbirlərin ardıcıl icrası ölkənin uzunmüddətli inkişafı üçün dayanıqlı əsas formalaşdıra və QKB-nin həm milli, həm də qlobal iqtisadiyyatda rolunu gücləndirə bilər. Lakin bu nəticələrin dayanıqlığı struktur dəyişikliklərindən, neft qiymətlərindən asılılığın azaldılmasından və səmərəli pul-kredit siyasətindən asılıdır. Növbəti paraqrafda dövlət istiqrazlarının ilkin hərraclarında izafi tələbatın pul bazası, Mərkəzi Bankın dövriyyədə olan notları və yenidən maliyyələşdirmə həcmi ilə əlaqəsi ekonometrik üsullarla qiymətləndirilir.

2.3. Ölkədə monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi

Bu paraqrafda pul bazası, Mərkəzi Bankın notları və yenidən maliyyələşdirmənin həcmi ilə dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbat arasındakı əlaqə qiymətləndirilir. Məqsəd monetar şəraitlə istiqrazlara tələbatın necə əlaqələndiyini və bu əlaqənin aylıq dəyişmələrlə uzunmüddətli münasibətdə hansı xüsusiyyətlərə malik olduğunu müəyyən etməkdir. Təhlil dövlət istiqrazlarının ilkin hərraclarında formalaşan ümumi izafi tələbatı əhatə edir.

Tədqiqatın nəzəri əsası monetar siyasətin likvidlik və kredit kanalları vasitəsilə maliyyə bazarına ötürülməsi yanaşmasına söykənir [79; 112]. Bankların sərəncamındakı vəsaitin həcmi və yerləşdirilməsi şərtləri dəyişdikdə onların dövlət istiqrazlarına sifarişləri də dəyişə bilər. Bu iqtisadi əlaqə seçilmiş aylıq göstəricilər əsasında yoxlanılır.

Göstəricilərin seçilməsi və məlumat bazası

Asılı dəyişən dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbatdır (EXCESS_DEMAND). Göstərici təqdim edilmiş sifarişlərin ümumi məbləği ilə elan edilmiş təklifin məbləği arasındakı fərq kimi hesablanır:

$$\text{İzafi tələbat}_t = \text{Sifarişlərin ümumi həcmi}_t - \text{Elan edilmiş təklifin həcmi}_t \quad (2.3.1)$$

Burada t müvafiq təqvim ayını göstərir. Müsbət qiymət sifarişlərin təklifi üstələdiyini, mənfi qiymət isə təklifin sifarişlərdən çox olduğunu bildirir. Beləliklə, göstərici hərracda sifarişlərin ümumi məbləğinin elan edilmiş təklifdən nə qədər fərqləndiyini göstərir.

Pul bazası (MONETARY_BASE) bank sisteminin likvidlik şəraitini xarakterizə edən göstərici kimi seçilmişdir. O, nağd pul və bankların Mərkəzi Bankdakı ehtiyatları ilə bağlıdır. Modeldə geniş pul aqreqatları olan M1 və M2 əvəzinə pul bazasından istifadə monetar əməliyyatlara daha yaxın olan likvidlik göstəricisini nəzərə almağa imkan verir.

Mərkəzi Bankın notları üzrə dövriyyədə olan notların qalığı götürülmüşdür (CBA_NOTES_OUTSTANDING). Notlar likvidliyin cəlb edilməsində istifadə olunur və investorlar üçün dövlət istiqrazları ilə yanaşı alternativ yerləşdirmə alətidir. Buna görə onların hərraclardakı tələbatla əlaqəsi həm likvidlik şəraiti, həm də investorların portfel seçimi baxımından əhəmiyyətlidir.

Yenidən maliyyələşdirmə göstəricisi Mərkəzi Bankın banklara verdiyi müvafiq vəsaitlərin qalığını ifadə edir (REFINANCING_AMOUNT). Bu vəsaitlər bankların likvidlik imkanları və aktivlərinin maliyyələşdirilməsi ilə bağlıdır. Model həmin imkanlarla dövlət istiqrazlarına sifarişlər arasındakı əlaqəni qiymətləndirməyə xidmət edir.

Məlumatlar Mərkəzi Bankın rəsmi statistik bazasından və Maliyyə Nazirliyinin hərrac nəticələrindən götürülmüşdür. Dövr 2017-ci ilin fevralından 2025-ci ilin dekabrınadək 107 təqvim ayını əhatə edir. Başlanğıc tarix dəyişənlər üzrə ardıcıl və müqayisəolunan aylıq məlumatların mövcudluğu ilə müəyyən edilmişdir. Məlumat bazasında 2025-ci ilin yanvar-avqust ayları üzrə izafi tələbat göstəricisi olmadığından səviyyə reqressiyasında 99 müşahidə istifadə olunur.

Mövcud olmayan qiymətlər sıfırla əvəz edilməmişdir. Aylıq təqvim saxlanılmış, fərqlər və gecikmələr ardıcıl təqvim ayları üzrə hesablanmışdır. Buna görə bir aylıq dəyişmənin və ya gecikmənin hesablanması üçün əvvəlki ayın qiyməti olmadıqda həmin müşahidə müvafiq qiymətləndirməyə daxil edilmir. Əsas dinamik modeldə 97, daha uzun gecikməsi olan əlavə modeldə isə 95 müşahidə qalır.

Bütün ekonometrik hesablamalar EViews 14 proqramında aparılmışdır. Cədvəllərdə proqram çıxışı ilə uyğunluq üçün onluq ayırıcı kimi nöqtə saxlanılmışdır.

Stasionarlığın yoxlanılması

Zaman sıralarında iki göstəricinin eyni istiqamətdə dəyişməsi bəzən onların iqtisadi əlaqəsindən deyil, hər ikisində davamlı meylin olmasından irəli gəlir. Bu səbəbdən reqressiyadan əvvəl sıraların stasionarlığı yoxlanılır. Stasionar sırada orta səviyyə ətrafındakı dəyişmələr zaman keçdikcə sistemli şəkildə genişlənmir.

Səviyyədə stasionar olmayan, birinci fərqi stasionar olan sıra I(1), səviyyədə stasionar olan sıra isə I(0) kimi işarə edilir.

Yoxlama üçün artırılmış Dickey-Fuller testi, yəni ADF testi tətbiq edilmişdir [91]. Testin sıfır fərziyyəsi sırada vahid kökün olmasıdır. Əsas variantda sabit üzv daxil edilmiş, laq sayı maksimum 11 daxilində modifikasiya edilmiş Akaike meyarı (MAIC) ilə seçilmişdir [117]. Laq əvvəlki ayların dəyişməsini nəzərə alır. Əlavə yoxlamada izafi tələbat üçün Schwarz meyarından (SIC) istifadə edilmişdir. Qərarlar, ayrıca qeyd olunmadıqda, 5% əhəmiyyətlilik səviyyəsinə əsaslanır. ADF testlərinin nəticələri 2.3.1-2.3.9-cu cədvəllərdə təqdim olunur.

Cədvəl 2.3.1. İzafi tələbatın səviyyəsi üzrə ADF testi

Null Hypothesis: EXCESS_DEMAND has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.377999	0.1508
Test critical values:	1% level	-3.503879	
	5% level	-2.893589	
	10% level	-2.583931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXCESS_DEMAND)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M06 2024M12
Included observations: 91 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXCESS_DEMAND(-1)	-0.298286	0.125436	-2.377999	0.0196
D(EXCESS_DEMAND(-1))	-0.322405	0.138211	-2.332703	0.0220
D(EXCESS_DEMAND(-2))	-0.198217	0.129282	-1.533217	0.1289
D(EXCESS_DEMAND(-3))	-0.091463	0.110400	-0.828469	0.4097
C	71.23525	37.03125	1.923652	0.0577

R-squared	0.280389	Mean dependent var	-3.250998
Adjusted R-squared	0.246918	S.D. dependent var	209.7862
S.E. of regression	182.0531	Akaike info criterion	13.29985
Sum squared resid	2850326.	Schwarz criterion	13.43781
Log likelihood	-600.1432	Hannan-Quinn criter.	13.35551
F-statistic	8.377234	Durbin-Watson stat	1.959781
Prob(F-statistic)	0.000009		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.2. İzafi tələbatın birinci fərqi üzrə ADF testi

Null Hypothesis: D(EXCESS_DEMAND) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-14.46612	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.500669	
	5% level	-2.892200	
	10% level	-2.583192	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXCESS_DEMAND,2)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M04 2025M12
Included observations: 95 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXCESS_DEMAND(-1))	-1.388384	0.095975	-14.46612	0.0000
C	-4.120587	19.53184	-0.210968	0.8334

R-squared	0.692327	Mean dependent var	-1.616869
Adjusted R-squared	0.689018	S.D. dependent var	341.3661
S.E. of regression	190.3653	Akaike info criterion	13.35659
Sum squared resid	3370223.	Schwarz criterion	13.41036
Log likelihood	-632.4383	Hannan-Quinn criter.	13.37832
F-statistic	209.2685	Durbin-Watson stat	2.219861
Prob(F-statistic)	0.000000		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.3. Pul bazasının səviyyəsi üzrə ADF testi

Null Hypothesis: MONETARY_BASE has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 5 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.892773	0.9950
Test critical values:	1% level	-3.505595	
	5% level	-2.894332	
	10% level	-2.584325	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MONETARY_BASE)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M08 2024M12
Included observations: 89 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MONETARY_BASE(-1)	0.016862	0.018888	0.892773	0.3746
D(MONETARY_BASE(-1))	-0.613324	0.110475	-5.551697	0.0000
D(MONETARY_BASE(-2))	-0.388835	0.122576	-3.172209	0.0021
D(MONETARY_BASE(-3))	-0.331822	0.124767	-2.659539	0.0094
D(MONETARY_BASE(-4))	-0.356196	0.122091	-2.917473	0.0046
D(MONETARY_BASE(-5))	-0.221125	0.108839	-2.031683	0.0454
C	188.0052	259.2526	0.725182	0.4704

R-squared	0.291818	Mean dependent var	141.3895
Adjusted R-squared	0.240000	S.D. dependent var	801.2001
S.E. of regression	698.4701	Akaike info criterion	16.01105
Sum squared resid	40004561	Schwarz criterion	16.20678
Log likelihood	-705.4916	Hannan-Quinn criter.	16.08994
F-statistic	5.631577	Durbin-Watson stat	2.073980
Prob(F-statistic)	0.000062		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.4. Pul bazasının birinci fərqi üzrə ADF testi

Null Hypothesis: D(MONETARY_BASE) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-14.86030	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.500669	
	5% level	-2.892200	
	10% level	-2.583192	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MONETARY_BASE,2)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M04 2025M12
Included observations: 95 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MONETARY_BASE(-1))	-1.406997	0.094682	-14.86030	0.0000
C	215.6226	74.73223	2.885270	0.0049

R-squared	0.703660	Mean dependent var	5.651907
Adjusted R-squared	0.700473	S.D. dependent var	1306.915
S.E. of regression	715.2620	Akaike info criterion	16.00400
Sum squared resid	47578771	Schwarz criterion	16.05777
Log likelihood	-758.1901	Hannan-Quinn criter.	16.02573
F-statistic	220.8286	Durbin-Watson stat	2.165135
Prob(F-statistic)	0.000000		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.5. Notların səviyyəsi üzrə ADF testi

Null Hypothesis: CBA_NOTES_OUTSTANDING has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.499917	0.1188
Test critical values:	1% level	-3.503879	
	5% level	-2.893589	
	10% level	-2.583931	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CBA_NOTES_OUTSTANDING)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M06 2024M12
Included observations: 91 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CBA_NOTES_OUTSTANDING(-1)	-0.124695	0.049880	-2.499917	0.0143
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING(-1))	0.209379	0.099949	2.094871	0.0391
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING(-2))	0.187751	0.101900	1.842507	0.0688
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING(-3))	-0.255086	0.103647	-2.461107	0.0158
C	102.3279	42.98030	2.380810	0.0195

R-squared	0.189753	Mean dependent var	0.914286
Adjusted R-squared	0.152068	S.D. dependent var	158.5335
S.E. of regression	145.9828	Akaike info criterion	12.85823
Sum squared resid	1832744.	Schwarz criterion	12.99619
Log likelihood	-580.0496	Hannan-Quinn criter.	12.91389
F-statistic	5.035132	Durbin-Watson stat	1.950361
Prob(F-statistic)	0.001077		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.6. Notların birinci fərqi üzrə ADF testi

Null Hypothesis: D(CBA_NOTES_OUTSTANDING) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.559459	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.502238	
	5% level	-2.892879	
	10% level	-2.583553	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CBA_NOTES_OUTSTANDING,2)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M05 2025M12
Included observations: 93 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING(-1))	-0.761033	0.136890	-5.559459	0.0000
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING(-1),2)	-0.092040	0.105522	-0.872237	0.3854
C	-0.134962	16.20623	-0.008328	0.9934

R-squared	0.423170	Mean dependent var	-1.137441
Adjusted R-squared	0.410352	S.D. dependent var	203.4909
S.E. of regression	156.2577	Akaike info criterion	12.97262
Sum squared resid	2197483.	Schwarz criterion	13.05431
Log likelihood	-600.2267	Hannan-Quinn criter.	13.00560
F-statistic	33.01260	Durbin-Watson stat	1.961419
Prob(F-statistic)	0.000000		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.7. Yenidən maliyyələşdirmənin səviyyəsi üzrə ADF testi

Null Hypothesis: REFINANCING_AMOUNT has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.786315	0.0640
Test critical values:	1% level	-3.500669	
	5% level	-2.892200	
	10% level	-2.583192	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(REFINANCING_AMOUNT)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M04 2025M12
Included observations: 95 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REFINANCING_AMOUNT(-1)	-0.060810	0.021824	-2.786315	0.0065
D(REFINANCING_AMOUNT(-1))	0.268950	0.096152	2.797124	0.0063
C	42.86834	18.35456	2.335569	0.0217

R-squared	0.152291	Mean dependent var	-9.507604
Adjusted R-squared	0.133863	S.D. dependent var	44.43026
S.E. of regression	41.34968	Akaike info criterion	10.31308
Sum squared resid	157301.3	Schwarz criterion	10.39372
Log likelihood	-486.8711	Hannan-Quinn criter.	10.34566
F-statistic	8.263926	Durbin-Watson stat	2.027414
Prob(F-statistic)	0.000500		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.8. Yenidən maliyyələşdirmənin birinci fərqi üzrə ADF testi

Null Hypothesis: D(REFINANCING_AMOUNT) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.303421	0.0176
Test critical values:	1% level	-3.505595	
	5% level	-2.894332	
	10% level	-2.584325	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(REFINANCING_AMOUNT,2)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M08 2024M12
Included observations: 89 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(REFINANCING_AMOUNT(-1))	-0.522510	0.158172	-3.303421	0.0014
D(REFINANCING_AMOUNT(-1),2)	-0.267626	0.150630	-1.776715	0.0793
D(REFINANCING_AMOUNT(-2),2)	-0.273403	0.129136	-2.117170	0.0372
D(REFINANCING_AMOUNT(-3),2)	-0.239061	0.111652	-2.141123	0.0352
D(REFINANCING_AMOUNT(-4),2)	-0.179600	0.090329	-1.988283	0.0501
C	-2.161536	4.076892	-0.530192	0.5974

R-squared	0.414497	Mean dependent var	0.188443
Adjusted R-squared	0.379226	S.D. dependent var	46.59252
S.E. of regression	36.70988	Akaike info criterion	10.10900
Sum squared resid	111852.1	Schwarz criterion	10.27678
Log likelihood	-443.8507	Hannan-Quinn criter.	10.17663
F-statistic	11.75171	Durbin-Watson stat	1.985530
Prob(F-statistic)	0.000000		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.9. İzafi tələbatın səviyyəsi üzrə əlavə ADF testi, SIC

Null Hypothesis: EXCESS_DEMAND has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.324141	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.499167	
	5% level	-2.891550	
	10% level	-2.582846	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXCESS_DEMAND)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M03 2025M12
Included observations: 97 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXCESS_DEMAND(-1)	-0.481697	0.090474	-5.324141	0.0000
C	114.3744	28.75369	3.977731	0.0001

R-squared	0.229812	Mean dependent var	-4.070686
Adjusted R-squared	0.221705	S.D. dependent var	203.3702
S.E. of regression	179.4154	Akaike info criterion	13.23769
Sum squared resid	3058038.	Schwarz criterion	13.29077
Log likelihood	-640.0278	Hannan-Quinn criter.	13.25915
F-statistic	28.34648	Durbin-Watson stat	2.182404
Prob(F-statistic)	0.000001		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

MAIC nəticələrinə əsasən, dörd sıranın səviyyəsi üzrə vahid kök fərziyyəsi rədd edilmir, birinci fərqlərdə isə rədd edilir. Bu nəticə həmin variantda sıraların I(1) kimi nəzərdən keçirilməsinə əsas verir. İzafi tələbat üzrə SIC nəticəsi fərqlidir: bu variant sıranın səviyyədə stasionar olduğunu göstərir. Deməli, izafi tələbatın inteqrasiya dərəcəsinə dair nəticə laq seçiminə həssasdır.

Bu fərq uzunmüddətli əlaqəni bir testlə qiymətləndirməməyi tələb edir. Əvvəlcə Engle-Granger və Yohansen testləri müqayisə edilir, sonra I(0) və I(1) göstəricilərini bir modeldə nəzərə almağa imkan verən ARDL yanaşması tətbiq olunur. Birinci fərqlər üzrə nəticələr bu təhlildə I(2) sıra əlaməti göstərmir.

Səviyyələr üzrə əlaqənin ilkin qiymətləndirilməsi

İlkin əlaqə ən kiçik kvadratlar (ƏKK) üsulu ilə aşağıdakı tənlik əsasında qiymətləndirilmişdir:

$$\text{İzafi tələbat}_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Pul bazası}_t + \beta_2 \cdot \text{Dövriyyədə olan notlar}_t + \beta_3 \cdot \text{Yenidən maliyyələşdirmə}_t + u_t \quad (2.3.2)$$

Burada β_0 sabit üzv, β_1, β_2 və β_3 müvafiq əmsallar, u_t isə modeldə izah olunmayan hissədir. Hər bir əmsal digər iki göstərici nəzərə alınmaqla müvafiq dəyişənlə izafi tələbat arasındakı əlaqəni ifadə edir. Reqressiyanın qalığı sonrakı mərhələdə uzunmüddətli münasibətdən kənarlaşmanın ölçülməsi üçün istifadə olunur [92]. Səviyyə reqressiyasının nəticələri 2.3.10-cu cədvəldə verilmişdir.

Cədvəl 2.3.10. Səviyyələr üzrə ƏKK reqressiyası

Dependent Variable: EXCESS_DEMAND
Method: Least Squares

Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 99

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-584.6744	120.1744	-4.865215	0.0000
MONETARY_BASE	0.019038	0.004005	4.753906	0.0000
CBA_NOTES_OUTSTANDING	0.296389	0.048890	6.062327	0.0000
REFINANCING_AMOUNT	0.411009	0.089613	4.586479	0.0000

R-squared	0.405423	Mean dependent var	240.6942
Adjusted R-squared	0.386647	S.D. dependent var	205.7635
S.E. of regression	161.1476	Akaike info criterion	13.04208
Sum squared resid	2467012.	Schwarz criterion	13.14694
Log likelihood	-641.5831	Hannan-Quinn criter.	13.08451
F-statistic	21.59246	Durbin-Watson stat	1.615922
Prob(F-statistic)	0.000000		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Üç monetar göstəricinin hər biri izafi tələbatla müsbət əlaqə nümayiş etdirir. Pul bazası və yenidən maliyyələşdirmə üzrə nəticələr bank sistemindəki likvidlik imkanları ilə dövlət istiqrazlarına sifarişlər arasında müsbət əlaqə haqqında tədqiqat fərziyyəsini dəstəkləyir. Model səviyyələr üzrə izafi tələbatın müşahidə olunan dəyişkənliyinin təxminən 40.5%-ni izah edir.

Notlar üzrə müsbət əmsal göstərir ki, digər iki göstərici nəzərə alındıqda, dövriyyədəki notların daha böyük həcmi dövlət istiqrazlarına daha yüksək izafi tələbatla əlaqələnir. Müəllifin iqtisadi izahına görə, bu nəticə bankların ümumi likvidlik şəraiti və vəsaitlərini müxtəlif maliyyə alətləri arasında bölüşdürməsi ilə uzlaşır. Notlar vasitəsilə likvidliyin cəlb edilməsi ilə istiqraz hərraclarındakı tələbatın əlaqəsi bu ümumi şərait daxilində qiymətləndirilir.

Əmsalların müqayisəsi üçün standartlaşdırılmış qiymətlər və orta qiymətlərdə hesablanan elastikliklər də nəzərdən keçirilmişdir. Standartlaşdırma dəyişənləri öz standart kənarlaşmaları ilə ölçərək müqayisəolunan miqyasa gətirir. Elastiklik isə göstəricilərin orta səviyyəsində izahedici dəyişənin 1% fərqlənməsinə uyğun olaraq izafi tələbatın neçə faiz fərqləndiyini ifadə edir. Bu göstəricilər səviyyə reqressiyasının müxtəlif ölçülərdə şərhinə xidmət edir. Standartlaşdırılmış əmsallar və elastikliklər 2.3.11-ci, VIF göstəriciləri isə 2.3.12-ci cədvəldə verilmişdir.

Cədvəl 2.3.11. Standartlaşdırılmış əmsallar və orta qiymətlərdə elastikliklər

Scaled Coefficients

Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 99

Variable	Coefficient	Standardized Coefficient	Elasticity at Means
C	-584.6744	NA	-2.429117
MONETARY_BASE	0.019038	0.417441	1.088217
CBA_NOTES_OUT...	0.296389	0.512752	0.948502
REFINANCING_AM...	0.411009	0.419431	1.392399

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.12. Mərkəzləşdirilmiş VIF göstəriciləri

Variance Inflation Factors

Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 99

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	14441.89	55.05686	NA
MONETARY_BASE	1.60E-05	12.80505	1.231982
CBA_NOTES_OUT...	0.002390	6.549511	1.143011
REFINANCING_AM...	0.008031	21.69197	1.336218

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Standartlaşdırılmış qiymət notlar üzrə, orta qiymətlərdə elastiklik isə yenidən maliyyələşdirmə üzrə daha böyükdür. Beləliklə, müqayisə seçilən ölçüdən asılıdır. Bu rəqəmlərdən monetar alətlərin vahid təsir sıralaması çıxarılmır. VIF göstəricilərinin birə yaxın olması isə izahedici dəyişənlər arasında güclü xətti asılılığın əmsalların qiymətləndirilməsini çətinləşdirən əsas problem olmadığını göstərir.

Uzunmüddətli əlaqənin yoxlanılması

Kointeqrasiya səviyyədə stasionar olmayan sıraların müəyyən birləşməsinin stasionar olmasıdır. İqtisadi mənada göstəricilər ayrı-ayrılıqda dəyişsələr də, onların müəyyən uzunmüddətli münasibət ətrafında hərəkət etməsini ifadə edir. Buna görə səviyyə reqressiyasındakı müsbət əlaqənin davamlı münasibət olub-olmadığı ayrıca yoxlanılır.

Engle-Granger testi səviyyə reqressiyasının qalıqlarını yoxlayır [92]. Qalıqda vahid kök fərziyyəsi rədd edilirsə, bu, uyğun ilkin şərtlər daxilində uzunmüddətli əlaqəni dəstəkləyir. Qiymətləndirilmiş qalıqlar üçün xüsusi Engle-Granger p-dəyərləri istifadə olunur [109]. İzafi tələbat asılı dəyişən saxlanılmaqla beş sabit laq və SIC ilə avtomatik laq seçimi müqayisə edilmişdir.

Yohansen testi isə dəyişənləri bir sistem daxilində nəzərdən keçirərək kointeqrasiya münasibətlərinin sayını qiymətləndirir [106]. Sabit üzvlü, kointeqrasiya münasibətinə ayrıca trend daxil edilməyən Case 3 variantı seçilmişdir. Birinci fərqlər üçün 1-1 və 1-2 laq intervalları müqayisə olunmuşdur. Bu müqayisə nəticənin əvvəlki aylardan neçə gecikmənin daxil edilməsinə həssaslığını göstərir. Engle-Granger

testinin nəticələri 2.3.13-2.3.14-cü, Yohansen testinin nəticələri isə 2.3.15-2.3.16-cı cədvəllərdə təqdim olunur.

Cədvəl 2.3.13. Engle-Granger testi, beş sabit laq

Series: EXCESS_DEMAND MONETARY_BASE CBA_NOTES_OUTSTANDING REFINANCING_AMOUNT
Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 99
Null hypothesis: Series are not cointegrated
Cointegrating equation deterministics: C
Fixed lag specification (lag=5)

Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
EXCESS_DEMAND	-2.979059	0.4385	-43.89381	0.0016
MONETARY_BASE	-0.309737	0.9982	-0.715248	0.9985
CBA_NOTES_O...	-2.396263	0.7269	-17.48643	0.3609
REFINANCING_...	-1.825465	0.9115	-8.149223	0.8678

*MacKinnon (1996) p-values.

Intermediate Results:

	EXCESS_...	MONETA...	CBA_NO...	REFINA...
Rho - 1	-0.698851	-0.019968	-0.276474	-0.140884
Rho S.E.	0.234588	0.064466	0.115377	0.077177
Residual variance	27912.33	3790477.	48425.72	9229.176
Long-run residual variance	13901.23	614006.8	24456.26	3898.429
Number of lags	5	5	5	5
Number of observations	89	89	89	89
Number of stochastic trends**	4	4	4	4

**Number of stochastic trends in asymptotic distribution

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.14. Engle-Granger testi, SIC ilə laq seçimi

Series: EXCESS_DEMAND MONETARY_BASE CBA_NOTES_OUTSTANDING REFINANCING_AMOUNT
Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 99
Null hypothesis: Series are not cointegrated
Cointegrating equation deterministics: C
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=11)

Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
EXCESS_DEMAND	-8.001224	0.0000	-79.24199	0.0000
MONETARY_BASE	-0.820169	0.9929	-2.649465	0.9924
CBA_NOTES_O...	-4.328093	0.0380	-32.80327	0.0244
REFINANCING_...	-3.711985	0.1438	-21.85219	0.1928

*MacKinnon (1996) p-values.

Intermediate Results:

	EXCESS_...	MONETA...	CBA_NO...	REFINA...
Rho - 1	-0.816928	-0.049935	-0.338178	-0.225280
Rho S.E.	0.102100	0.060883	0.078136	0.060690
Residual variance	24660.93	3768969.	45753.03	9491.947
Long-run residual variance	24660.93	1226780.	45753.03	9491.947
Number of lags	0	2	0	0
Number of observations	97	93	97	97
Number of stochastic trends**	4	4	4	4

**Number of stochastic trends in asymptotic distribution

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.15. Yohansen testi, Case 3, 1-1 laq intervalı

Date: 09/28/26 Time: 14:54
Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 107
Lags interval (in first differences): 1 to 1
Endogenous variables: EXCESS_DEMAND MONETARY_BASE CBA_NOTES...
Deterministic assumptions: Case 3 (Johansen-Hendry-Juselius): Cointegrating relationship includes a constant. Short-run dynamics include a constant.

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.** Critical Value
None *	0.301097	49.83248	47.85613	0.0322
At most 1	0.112713	15.79938	29.79707	0.7263
At most 2	0.044892	4.438679	15.49471	0.8651
At most 3	0.000792	0.075294	3.841465	0.7838

Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Max-eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.** Critical Value
None *	0.301097	34.03310	27.58434	0.0065
At most 1	0.112713	11.36070	21.13162	0.6113
At most 2	0.044892	4.363385	14.26460	0.8191
At most 3	0.000792	0.075294	3.841465	0.7838

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Qeyd: Başlıqda 107 təqvim mövqeyi göstərilir. Bu say səviyyə reqressiyasındakı 99 məlumatlı ayla eyniləşdirilmir. Laqlı qiymətləndirmələrdə istifadə olunan müşahidə sayı gecikmə quruluşundan asılıdır.

Cədvəl 2.3.16. Yohansen testi, Case 3, 1-2 laq intervalı

Date: 09/28/26 Time: 14:41
Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 107
Lags interval (in first differences): 1 to 2
Endogenous variables: EXCESS_DEMAND MONETARY_BASE CBA_NOTES...
Deterministic assumptions: Case 3 (Johansen-Hendry-Juselius): Cointegrating relationship includes a constant. Short-run dynamics include a constant.

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.** Critical Value
None	0.240618	42.56852	47.85613	0.1434
At most 1	0.111383	16.97029	29.79707	0.6422
At most 2	0.062281	5.987997	15.49471	0.6970
At most 3	8.25E-05	0.007675	3.841465	0.9297

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Max-eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.** Critical Value
None	0.240618	25.59824	27.58434	0.0878
At most 1	0.111383	10.98229	21.13162	0.6491
At most 2	0.062281	5.980322	14.26460	0.6157
At most 3	8.25E-05	0.007675	3.841465	0.9297

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Engle-Granger testinin SIC variantı və Yohansen testinin 1-1 variantı uzunmüddətli əlaqəni dəstəkləyir. Beş sabit laqlı Engle-Granger testində iki statistika eyni nəticəni vermir, Yohansenin 1-2 variantında isə əlaqə 5% səviyyəsində təsdiqlənmir. Buna görə yekun qiymətləndirmə yalnız əlverişli bir testə deyil, bu müqayisəyə və əlavə ARDL nəticələrinə əsaslanır.

Laq seçiminin ayrıca yoxlanmasında ümumi 90 müşahidə üzrə AIC və FPE meyarları səviyyələrdə iki, Schwarz və Hannan-Quinn meyarları isə bir laq seçmişdir. Bu, Yohansen üçün birinci fərqlərin 1-1 intervalının nəzərdən keçirilməsini əsaslandırır. Bununla yanaşı, VAR qalıqlarının LM yoxlamasında 12-ci laq üzrə p təxminən 0.045 olmuşdur. Daha uzun intervallar üzrə birgə yoxlamalar da yekdil nəticə

verməmişdir. Ona görə Yohansen nəticəsi əlavə dəlil kimi götürülür. Əsas xəta düzəltmə tənliyinin qalıqları aşağıda ayrıca yoxlanılır. VAR modeli üzrə laq seçimi meyarları 2.3.17-ci, qalıqların avtokorrelyasiya yoxlaması isə 2.3.18-ci cədvəldə verilmişdir.

Cədvəl 2.3.17. VAR modeli üzrə laq seçimi meyarları

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: EXCESS_DEMAND MONETARY_BASE CBA_NOTES_O...
Exogenous variables: C

Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 90

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2696.767	NA	1.37e+21	60.01704	60.12814	60.06184
1	-2342.284	669.5791	7.39e+17	52.49519	53.05070*	52.71921*
2	-2320.462	39.27932*	6.51e+17*	52.36582*	53.36574	52.76905
3	-2309.861	18.13932	7.38e+17	52.48580	53.93013	53.06824
4	-2301.029	14.32697	8.74e+17	52.64509	54.53384	53.40675
5	-2292.526	13.03774	1.05e+18	52.81170	55.14485	53.75256

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.18. VAR qalıqlarının avtokorrelyasiya yoxlaması

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Sample: 2017M02 2025M12
Included observations: 95

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	18.02025	16	0.3227	1.135186	(16, 242.0)	0.3231
2	23.75028	16	0.0951	1.513707	(16, 242.0)	0.0953
3	14.32856	16	0.5743	0.895889	(16, 242.0)	0.5746
4	11.59680	16	0.7712	0.721085	(16, 242.0)	0.7715
5	10.33706	16	0.8484	0.641119	(16, 242.0)	0.8486
6	14.72917	16	0.5446	0.921685	(16, 242.0)	0.5449
7	12.32561	16	0.7213	0.767534	(16, 242.0)	0.7215
8	25.50492	16	0.0614	1.631371	(16, 242.0)	0.0616
9	25.70956	16	0.0583	1.645148	(16, 242.0)	0.0584
10	11.41712	16	0.7830	0.709655	(16, 242.0)	0.7832
11	15.32054	16	0.5013	0.959841	(16, 242.0)	0.5016
12	26.72041	16	0.0447	1.713367	(16, 242.0)	0.0448

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	18.02025	16	0.3227	1.135186	(16, 242.0)	0.3231
2	32.73410	32	0.4308	1.026863	(32, 278.2)	0.4323
3	57.50338	48	0.1637	1.219358	(48, 275.5)	0.1667
4	71.01083	64	0.2556	1.122635	(64, 264.6)	0.2633
5	83.61667	80	0.3691	1.048558	(80, 250.9)	0.3847
6	103.6377	96	0.2793	1.087226	(96, 236.2)	0.3034
7	113.7902	112	0.4351	1.006859	(112, 221.0)	0.4763
8	139.9300	128	0.2221	1.098096	(128, 205.5)	0.2739
9	167.0591	144	0.0916	1.183029	(144, 189.9)	0.1391
10	185.6968	160	0.0803	1.178171	(160, 174.1)	0.1446
11	211.0466	176	0.0366	1.226835	(176, 158.3)	0.0949
12	219.0399	192	0.0879	1.124364	(192, 142.4)	0.2302

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

ARDL yanaşması ilə əlavə qiymətləndirmə

ARDL modeli izafi tələbatın həm öz keçmiş qiymətləri, həm də monetar göstəricilərin cari və keçmiş qiymətləri ilə əlaqəsini bir tənlikdə nəzərə alır. Bu yanaşma I(0) və I(1) göstəricilərinin birlikdə təhlilinə imkan verir, lakin I(2) sıralar üçün nəzərdə tutulmur [120]. İzafi tələbatın stasionarlığı üzrə iki fərqli nəticə alındığına görə ARDL bu tədqiqatda uzunmüddətli əlaqənin əlavə yoxlanması üçün seçilmişdir.

Sabit üzvlü, ayrıca trendsiz Case 3 üzrə ARDL(1,1,1,1) və ARDL(2,1,1,1) modelləri qiymətləndirilmişdir. Birinci rəqəm izafi tələbatın, sonrakı üç rəqəm isə müvafiq olaraq pul bazası, notlar və yenidən maliyyələşdirmənin gecikmə sayını göstərir. Laqlar sabit götürülmüş, ikinci modeldə izafi tələbatın əlavə gecikməsinin nəticəni dəyişib-dəyişmədiyi yoxlanılmışdır. Hər iki modelə 2017-ci və 2022-ci ilin noyabr ayları üçün impuls dəyişənləri daxil edilmişdir.

İmpuls dəyişəni göstərilən ayda 1, qalan aylarda 0 qiymətini alır. Həmin aylar ilkin səviyyə reqressiyasının qalıqlarında böyük kənarlaşmalar müşahidə edildikdən sonra seçilmişdir. Məqsəd bu birdəfəlik fərqlərin ümumi əlaqənin qiymətləndirilməsinə qarışmasını azaltmaqdır. Seçim məlumatlara baxıldıqdan sonra edildiyindən impulslar əvvəlcədən müəyyən edilmiş siyasət hadisəsinin ayrıca təsiri kimi təqdim olunmur. ARDL(1,1,1,1) və ARDL(2,1,1,1) modellərinin qiymətləndirmə nəticələri müvafiq olaraq 2.3.19 və 2.3.20-ci cədvəllərdə verilmişdir.

Cədvəl 2.3.19. ARDL(1,1,1,1) modelinin qiymətləndirilməsi

Dəyişən	**Əmsal**	**Standart xəta**	**p**
İzafi tələbat (−1)	0.248282	0.092295	0.0086
Pul bazası	0.027468	0.018829	0.1482
Pul bazası (−1)	−0.014690	0.019040	0.4425
Notlar	0.136637	0.100663	0.1782
Notlar (−1)	0.076669	0.104597	0.4655
Yenidən maliyyələşdirmə	0.451731	0.344858	0.1937
Yenidən maliyyələşdirmə (−1)	−0.137937	0.332999	0.6797
Sabit üzv	−429.2842	120.2698	0.0006
D_NOV2017	533.8788	142.2897	0.0003
D_NOV2022	648.1356	146.2396	<0.0001

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Qeyd: N = 97, R^2 = 0.587344, düzəliş edilmiş R^2 = 0.544656, AIC = 12.81423, Schwarz = 13.07966. Sabit laqlar, məhdudlaşdırılmamış sabit üzv (Case 3), ayrıca trend yoxdur. p-dəyərləri model seçiminin əlavə qeyri-müəyyənliyini nəzərə almır.

Cədvəl 2.3.20. ARDL(2,1,1,1) modelinin qiymətləndirilməsi

Dəyişən	Əmsal	Standart xəta	p
İzafi tələbat (−1)	0.234550	0.095140	0.0157
İzafi tələbat (−2)	0.056757	0.094696	0.5505
Pul bazası	0.027400	0.019091	0.1549
Pul bazası (−1)	−0.015811	0.019370	0.4167
Notlar	0.133837	0.102480	0.1951
Notlar (−1)	0.069080	0.108568	0.5263
Yenidən maliyyələşdirmə	0.452261	0.353778	0.2046
Yenidən maliyyələşdirmə (−1)	−0.139904	0.337816	0.6798
Sabit üzv	−414.2554	131.1713	0.0022
D_NOV2017	529.6219	144.3644	0.0004
D_NOV2022	659.6190	149.2573	<0.0001

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Qeyd: N = 95, R^2 = 0.587987, düzəliş edilmiş R^2 = 0.538938, AIC = 12.85239, Schwarz = 13.14810. Sabit laqlar, məhdudlaşdırılmamış sabit üzv (Case 3), ayrıca trend yoxdur. p-dəyərləri model seçiminin əlavə qeyri-müəyyənliyini nəzərə almır.

Səviyyələr üzrə əlaqə üç yoxlama ilə qiymətləndirilir. F testi gecikmiş səviyyələrin birlikdə əhəmiyyətini, t testi izafi tələbatın gecikmiş səviyyəsini, əlavə F_x testi isə üç monetar göstəricinin gecikmiş səviyyələrinin birgə əhəmiyyətini yoxlayır [120; 123]. Üçüncü yoxlama əlaqə barədə nəticənin yalnız izafi tələbatın stasionarlığından yaranması ehtimalını ayırd etməyə kömək edir. Buna görə F_x üçün adi Wald p-dəyəri deyil, bu yoxlamaya aid xüsusi kritik sərhəd əsas götürülür. Bu üç yoxlamanın nəticələri 2.3.21-ci cədvəldə təqdim olunur.

Cədvəl 2.3.21. ARDL üzrə səviyyələr arasında əlaqənin yoxlanılması

Model və ya sərhəd	N	F	t	F_x
ARDL(1,1,1,1)	97	16.75411	−8.144715	7.902097
ARDL(2,1,1,1)	95	8.514296	−5.752079	5.455656
5% üzrə I(1) sərhədi	-	4.35	−3.78	4.65
1% üzrə I(1) sərhədi	-	5.61	−4.37	6.33

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Qeyd: Case 3, üç izahedici səviyyə dəyişəni. F və t üçün sərhədlər [120], F_x üçün [123] əsasında verilir. F və F_x sərhəddən böyük, t isə müvafiq sərhəddən daha mənfi olduqda əlaqə lehinə nəticə alınır. Statistikalar EViews 14 çıxışlarından götürülmüşdür.

ARDL(1,1,1,1) üzrə hər üç meyar 1%-lik sərhədi keçir. İzafi tələbatın ikinci gecikməsi əlavə edildikdə də üç meyarın birgə nəticəsi 5% səviyyəsində saxlanılır. Beləliklə, iki spesifikasiya monetar göstəricilərlə izafi tələbat arasında səviyyələr üzrə əlaqəni dəstəkləyir. Bu nəticə Engle-Granger və Yohansen testlərində müşahidə olunan laq həssaslığı nəzərə alınmaqla uzunmüddətli şərh üçün əlavə əsas yaradır. Hər iki ARDL modelinin uzunmüddətli əmsalları 2.3.22-ci cədvəldə verilmişdir.

Cədvəl 2.3.22. ARDL modellərinin uzunmüddətli əmsalları

Göstərici	**ARDL(1,1,1,1) Əmsal**	**p**	**ARDL(2,1,1,1) Əmsal**	**p**
Pul bazası	0.016998	0.0007	0.016353	0.0026
Dövriyyədə olan notlar	0.283758	<0.0001	0.286325	<0.0001
Yenidən maliyyələşdirmə	0.417435	0.0003	0.440750	0.0006

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Qeyd: Uzunmüddətli əmsallar EViews 14 proqramının normallaşdırılmış səviyyə münasibəti üzrə çıxışından götürülmüşdür.

Hər iki ARDL modelində üç göstəricinin uzunmüddətli əmsalları müsbətdir və 1% səviyyəsində statistik əhəmiyyətlidir. İzafi tələbatın əlavə gecikməsi daxil edildikdə əmsalların işarəsi və ümumi ölçüsü saxlanılır. Bu uyğunluq səviyyə reqressiyasında müəyyən edilən müsbət əlaqənin seçilən iki dinamik quruluşda da müşahidə olunduğunu göstərir.

İqtisadi baxımdan əsas nəticə odur ki, istiqraz hərraclarındakı izafi tələbat bank sisteminin likvidlik şəraiti və Mərkəzi Bankla əməliyyatları ilə birlikdə qiymətləndirilməlidir. Monetar göstəricilərin daha yüksək səviyyələri modeldə daha yüksək izafi tələbatla əlaqələnir. Müəllif bu nəticəni likvidliyin idarə olunması və portfel seçimi barədə fərziyyələrlə əlaqələndirir. Reqressiyalar əlaqənin istiqamətini və ölçüsünü qiymətləndirir. Ayrı-ayrı siyasət qərarlarının səbəb təsirini müəyyən edən ayrıca təcrübə və ya identifikasiya sxemi qurulmamışdır.

Qısamüddətli dəyişmələr və tarazlığa uyğunlaşma

Uzunmüddətli münasibət göstəricilərin hər ay tam uyğun dəyişməsi demək deyil. Hərrac şərtləri və bazar iştirakçılarının qərarları nəticəsində müvəqqəti kənarlaşmalar yarana bilər. Xəta düzəltmə modeli (XDM, ECM) bu kənarlaşmanın sonrakı aylıq

dəyişmə ilə necə əlaqələndiyini ölçür [92]. Buna görə modelə cari aylıq fərqlərlə yanaşı əvvəlki ayın tarazlıqdan kənarlaşması da daxil edilir:

$$\Delta\text{İzafi tələbat}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta\text{Pul bazası}_t + \alpha_2 \cdot \Delta\text{Dövriyyədə olan notlar}_t + \alpha_3 \cdot \Delta\text{Yenidən maliyyələşdirmə}_t + \gamma\text{EC}_{t-1} + \delta_1 \cdot \text{D_NOV2017}_t + \delta_2 \cdot \text{D_NOV2022}_t + \varepsilon_t \quad (2.3.3)$$

Burada Δ ardıcıl təqvim ayları arasındakı dəyişməni bildirir. EC_{t-1} (EViews-də ECM_RESID(−1)) 2.3.2 tənliyinin bir ay gecikdirilmiş qalığıdır. D_NOV2017 və D_NOV2022 müvafiq olaraq 2017-ci və 2022-ci ilin noyabr ayları üçün yuxarıda izah olunan impuls dəyişənləridir. γ əmsalı əvvəlki kənarlaşmanın sonrakı aylıq dəyişməyə necə daxil olduğunu göstərir. Mənfi əmsal dəyişmənin əvvəlki kənarlaşmanı azaltmaq istiqamətində getdiyini ifadə edir. Xəta düzəltmə modelinin qiymətləndirmə nəticələri 2.3.23-cü cədvəldə təqdim olunur.

Cədvəl 2.3.23. Xəta düzəltmə modelinin nəticələri

Dependent Variable: D(EXCESS_DEMAND)
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2017M03 2025M12
Included observations: 97 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-14.35857	14.68384	-0.977849	0.3308
ECM_RESID(-1)	-0.753041	0.090859	-8.288052	0.0000
D(MONETARY_BASE)	0.028123	0.018455	1.523826	0.1311
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING)	0.152214	0.095128	1.600102	0.1131
D(REFINANCING_AMOUNT)	0.422386	0.325851	1.296255	0.1982
D_NOV2017	540.7578	139.4312	3.878313	0.0002
D_NOV2022	636.7442	142.6147	4.464787	0.0000

R-squared	0.570671	Mean dependent var	-4.070686
Adjusted R-squared	0.542049	S.D. dependent var	203.3702
S.E. of regression	137.6249	Akaike info criterion	12.75637
Sum squared resid	1704654.	Schwarz criterion	12.94217
Log likelihood	-611.6839	Hannan-Quinn criter.	12.83150
F-statistic	19.93824	Durbin-Watson stat	1.883218
Prob(F-statistic)	0.000000		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Əsas nəticə gecikmiş qalıq əmsalının mənfi və statistik əhəmiyyətli olmasıdır. Uzunmüddətli münasibət qəbul edildikdə, −0.753 qiyməti əvvəlki ay yaranmış kənarlaşmanın təxminən dörddə üçünün növbəti ayda aradan qalxmasına uyğun gəlir.

Məsələn, yeni təsirlər dəyişməz qaldıqda, uzunmüddətli münasibətdən 100 vahid müsbət kənarlaşma sonrakı aylıq dəyişməyə təxminən 75 vahid azalma istiqamətində daxil olur. Bu, bir ayda tam tarazlıq deyil, model üzrə sürətli uyğunlaşma deməkdir.

ARDL(1,1,1,1) modelində düzəliş əmsalının −0.751718 olması da oxşar uyğunlaşma sürəti göstərir. İki qiymətin yaxınlığı nəticəni tamamlayır, baxmayaraq ki, əsas XDM və ARDL uzunmüddətli münasibəti fərqli qaydada qiymətləndirir. Bu sürət məhz tədqiq edilən hərrac göstəricisinin modeldəki münasibətə uyğunlaşmasına aiddir.

Üç monetar göstəricinin cari aylıq dəyişməsi üzrə əmsallar müsbət olsa da, onların heç biri 5% səviyyəsində statistik əhəmiyyətli deyil. Deməli, mövcud qiymətləndirmə hər bir göstəricinin həmin ay ərzindəki ayrıca əlaqəsinin ölçüsünü kifayət qədər dəqiqliklə müəyyən etmir. Buna qarşılıq, əvvəlki kənarlaşmaya uyğunlaşma aydın görünür. Beləliklə, aylıq dəyişmələrin və uzunmüddətli münasibətin nəticələri bir-birindən fərqləndirilməlidir.

Noyabr impulslarının müsbət əmsalları həmin aylarda izafi tələbatın dəyişməsinin modelin digər hissəsinin nəzərdə tutduğundan yüksək olduğunu göstərir. Mərkəzi Bankın açıqlamasında 2022-ci ilin sentyabrından yeni alətlərin tətbiqi və notlarla dövlət qiymətli kağızlarının gəlirliliklərində reaksiya qeyd olunur [17]. Bu məlumat dövrün iqtisadi kontekstini izah edir. Noyabr impulsunun əmsalı isə həmin islahatın ayrıca ölçülmüş təsiri deyil, seçilmiş aya aid kənarlaşmadır.

Model izafi tələbatın aylıq dəyişməsində müşahidə olunan variasiyanın təxminən 57.1%-ni izah edir. Səviyyə reqressiyası izafi tələbatın özünü, bu model isə onun aylıq dəyişməsini qiymətləndirdiyindən iki R^2 göstəricisi birbaşa üstünlük meyarı kimi müqayisə edilmir.

Modelin diaqnostik yoxlanılması

Diaqnostik testlər modelin izah etmədiyi hissədə sistemli xüsusiyyətlərin qalıb-qalmadığını yoxlayır. Ramsey RESET tənliyin seçilmiş formasını, Breusch-Godfrey qalıqların aylar üzrə asılılığını, White onların dəyişkənliyinin sabitliyini, Jarque-Bera isə paylanmanın normal olub-olmadığını qiymətləndirir [122; 86; 101; 128; 105]. Əsas XDM üzrə Ramsey RESET, Breusch-Godfrey və White testlərinin nəticələri 2.3.24-

2.3.27-ci cədvəllərdə, Jarque-Bera testinin nəticəsi və qalıqların paylanması isə 2.3.1-ci qrafikdə təqdim olunur.

Cədvəl 2.3.24. Əsas XDM üzrə Ramsey RESET testi

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: D(EXCESS_DEMAND) C ECM_RESID(-1) D(MONETARY_BASE) D(CBA_NOTES_OUTSTANDING) D(REFINANCING_AMOUNT) D_NOV2017 D_NOV2022

	Value	df	Probability
t-statistic	1.515540	89	0.1332
F-statistic	2.296861	(1, 89)	0.1332
Likelihood ratio	2.471564	1	0.1159

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	42885.96	1	42885.96
Restricted SSR	1704654.	90	18940.60
Unrestricted SSR	1661768.	89	18671.55

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	-611.6839
Unrestricted LogL	-610.4481

Unrestricted Test Equation:
Dependent Variable: D(EXCESS_DEMAND)
Method: Least Squares

Sample: 2017M03 2025M12
Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.368440	16.91210	-0.080915	0.9357
ECM_RESID(-1)	-0.649745	0.113064	-5.746679	0.0000
D(MONETARY_BASE)	0.025959	0.018379	1.412369	0.1613
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING)	0.149616	0.094466	1.583811	0.1168
D(REFINANCING_AMOUNT)	0.406437	0.323699	1.255599	0.2125
D_NOV2017	887.0345	267.1514	3.320344	0.0013
D_NOV2022	1056.479	311.0521	3.396468	0.0010
FITTED^2	-0.000897	0.000592	-1.515540	0.1332

R-squared	0.581472	Mean dependent var	-4.070686
Adjusted R-squared	0.548554	S.D. dependent var	203.3702
S.E. of regression	136.6439	Akaike info criterion	12.75151
Sum squared resid	1661768.	Schwarz criterion	12.96385
Log likelihood	-610.4481	Hannan-Quinn criter.	12.83737
F-statistic	17.66430	Durbin-Watson stat	2.000143
Prob(F-statistic)	0.000000		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

RESET yoxlaması tənliyə qiymətləndirilmiş asılı dəyişənin kvadratının əlavə olunmasını tələb edən statistik dəlil vermir. Bu nəticə yoxlanmış istiqamət üzrə seçilmiş dinamik tənliyin formasını dəstəkləyir.

Avtokorrelyasiya qalıqların bir aydakı qiymətinin əvvəlki ayların qalıqları ilə əlaqəli olmasıdır. Belə əlaqə modeldə nəzərə alınmamış dinamikanın qaldığına işarə edə bilər. Breusch-Godfrey testlərinin hər ikisində p-dəyəri 0.05-dən böyükdür. Buna görə iki və 24 laqa qədər yoxlamalarda qalıqların avtokorrelyasiyasına dair statistik dəlil aşkar edilmir. Bu nəticə əsas XDM-ə aiddir. Yohansenə aid VAR sisteminin qalıq yoxlaması ilə qarışdırılmır.

Cədvəl 2.3.25. Əsas XDM üzrə Breusch-Godfrey testi, iki laq

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.928884	Prob. F(2,88)	0.3988
Obs*R-squared	2.005430	Prob. Chi-Square(2)	0.3669

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares

Sample: 2017M03 2025M12
Included observations: 97
Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.007378	14.71917	-0.068440	0.9456
ECM_RESID(-1)	-0.155533	0.167047	-0.931075	0.3544
D(MONETARY_BASE)	8.68E-05	0.018470	0.004697	0.9963
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING)	0.003764	0.095264	0.039515	0.9686
D(REFINANCING_AMOUNT)	-0.074379	0.331637	-0.224277	0.8231
D_NOV2017	-4.753559	139.6285	-0.034044	0.9729
D_NOV2022	-9.916316	143.4288	-0.069138	0.9450
RESID(-1)	0.198654	0.197127	1.007747	0.3163
RESID(-2)	0.130732	0.115599	1.130911	0.2612

R-squared	0.020675	Mean dependent var	0.000000
Adjusted R-squared	-0.068355	S.D. dependent var	133.2547
S.E. of regression	137.7337	Akaike info criterion	12.77671
Sum squared resid	1669411.	Schwarz criterion	13.01561
Log likelihood	-610.6707	Hannan-Quinn criter.	12.87331
F-statistic	0.232221	Durbin-Watson stat	1.990171
Prob(F-statistic)	0.983914		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Cədvəl 2.3.26. Əsas XDM üzrə Breusch-Godfrey testi, 24 laq

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 24 lags

F-statistic	1.264768	Prob. F(24,66)	0.2244
Obs*R-squared	30.55781	Prob. Chi-Square(24)	0.1669

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares

Sample: 2017M03 2025M12
Included observations: 97
Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.931241	15.04696	0.327724	0.7442
ECM_RESID(-1)	-0.255379	0.179307	-1.424257	0.1591
D(MONETARY_BASE)	-0.010652	0.021241	-0.501453	0.6177
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING)	0.013307	0.107808	0.123431	0.9021
D(REFINANCING_AMOUNT)	0.138713	0.349354	0.397055	0.6926
D_NOV2017	-30.30901	136.2131	-0.222512	0.8246
D_NOV2022	173.3049	173.8172	0.997052	0.3224
RESID(-1)	0.258050	0.220526	1.170158	0.2461
RESID(-2)	0.116062	0.132011	0.879187	0.3825
RESID(-3)	-0.009567	0.120692	-0.079265	0.9371
RESID(-4)	0.127296	0.121593	1.046902	0.2990
RESID(-5)	-0.105416	0.125019	-0.843203	0.4022
RESID(-6)	0.083548	0.128542	0.649967	0.5180
RESID(-7)	-0.089131	0.134430	-0.663026	0.5096
RESID(-8)	-0.016434	0.133108	-0.123463	0.9021
RESID(-9)	-0.096958	0.146263	-0.662900	0.5097
RESID(-10)	-0.002965	0.142538	-0.020800	0.9835
RESID(-11)	0.073684	0.142931	0.515521	0.6079
RESID(-12)	-0.088574	0.156865	-0.564649	0.5742
RESID(-13)	-0.257236	0.177036	-1.453020	0.1510
RESID(-14)	-0.218105	0.166153	-1.312670	0.1938
RESID(-15)	0.131070	0.173662	0.754746	0.4531
RESID(-16)	0.109022	0.175590	0.620889	0.5368
RESID(-17)	-0.107067	0.193826	-0.552389	0.5825
RESID(-18)	-0.124075	0.212039	-0.585151	0.5604
RESID(-19)	0.184490	0.192718	0.957303	0.3419
RESID(-20)	-0.421530	0.181187	-2.326483	0.0231
RESID(-21)	0.220983	0.168398	1.312263	0.1940
RESID(-22)	0.328893	0.159650	2.060083	0.0433
RESID(-23)	0.386103	0.165139	2.338050	0.0224
RESID(-24)	-0.286157	0.204399	-1.399992	0.1662

R-squared	0.315029	Mean dependent var	0.000000
Adjusted R-squared	0.003678	S.D. dependent var	133.2547
S.E. of regression	133.0094	Akaike info criterion	12.87284
Sum squared resid	1167639.	Schwarz criterion	13.69568
Log likelihood	-593.3325	Hannan-Quinn criter.	13.20555
F-statistic	1.011814	Durbin-Watson stat	2.043375
Prob(F-statistic)	0.469475		

Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

White testində qalıqların dispersiyasının sabitliyi fərziyyəsi rədd edilmir. Bu nəticə yoxlanan spesifikasiyada heteroskedastikliyə dair statistik dəlil aşkar edilmədiyini göstərir.

Cədvəl 2.3.27. Əsas XDM üzrə White heteroskedastiklik testi

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.555602	Prob. F(16,80)	0.9072
Obs*R-squared	9.700734	Prob. Chi-Square(16)	0.8818
Scaled explained SS	21.07959	Prob. Chi-Square(16)	0.1755

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares

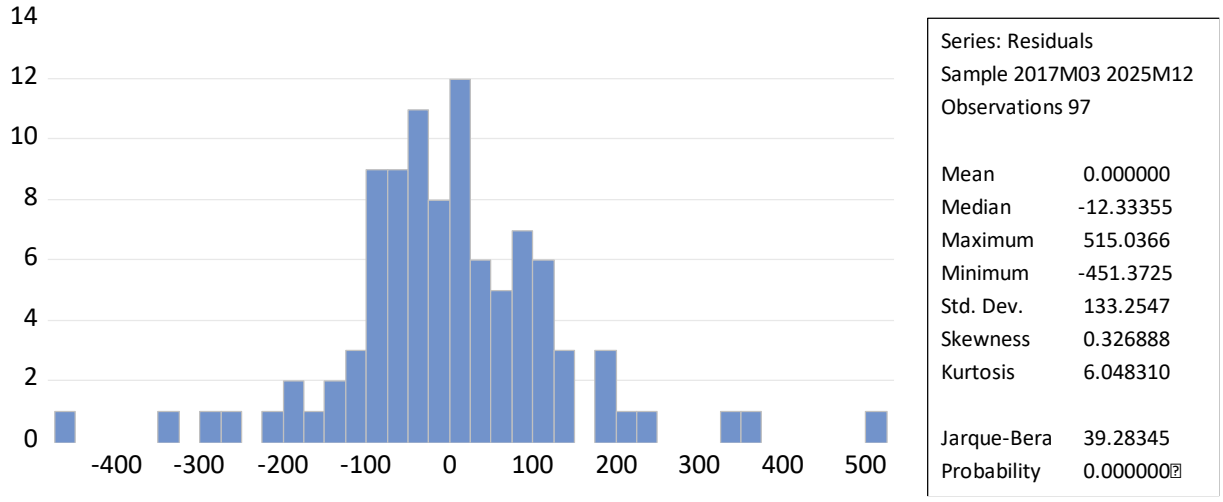
Sample: 2017M03 2025M12
Included observations: 97
Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15387.46	6376.026	2.413331	0.0181
ECM_RESID(-1)^2	0.143534	0.108870	1.318402	0.1911
ECM_RESID(-1)*D(MONETARY_BASE)	0.009067	0.053963	0.168027	0.8670
ECM_RESID(-1)*D(CBA_NOTES_OUT...	-0.423220	0.235609	-1.796284	0.0762
ECM_RESID(-1)*D(REFINANCING_AM...	-0.164927	1.499934	-0.109956	0.9127
ECM_RESID(-1)*D_NOV2017	129.9387	358.5435	0.362407	0.7180
ECM_RESID(-1)*D_NOV2022	38.99778	664.6701	0.058672	0.9534
ECM_RESID(-1)	4.161639	35.04577	0.118749	0.9058
D(MONETARY_BASE)^2	0.002291	0.002601	0.880951	0.3810
D(MONETARY_BASE)*D(CBA_NOTES...	0.027887	0.056428	0.494194	0.6225
D(MONETARY_BASE)*D(REFINANCIN...	0.146713	0.390710	0.375504	0.7083
D(MONETARY_BASE)	-2.803056	7.326388	-0.382597	0.7030
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING)^2	-0.006895	0.108137	-0.063766	0.9493
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING)*D(R...	0.468096	0.794767	0.588973	0.5575
D(CBA_NOTES_OUTSTANDING)	-44.99873	30.87755	-1.457328	0.1489
D(REFINANCING_AMOUNT)^2	-0.316529	0.644813	-0.490885	0.6249
D(REFINANCING_AMOUNT)	-36.32226	160.9884	-0.225620	0.8221

R-squared	0.100008	Mean dependent var	17573.75
Adjusted R-squared	-0.079991	S.D. dependent var	39690.61
S.E. of regression	41247.52	Akaike info criterion	24.25040
Sum squared resid	1.36E+11	Schwarz criterion	24.70164
Log likelihood	-1159.144	Hannan-Quinn criter.	24.43286
F-statistic	0.555602	Durbin-Watson stat	1.924192
Prob(F-statistic)	0.907199		

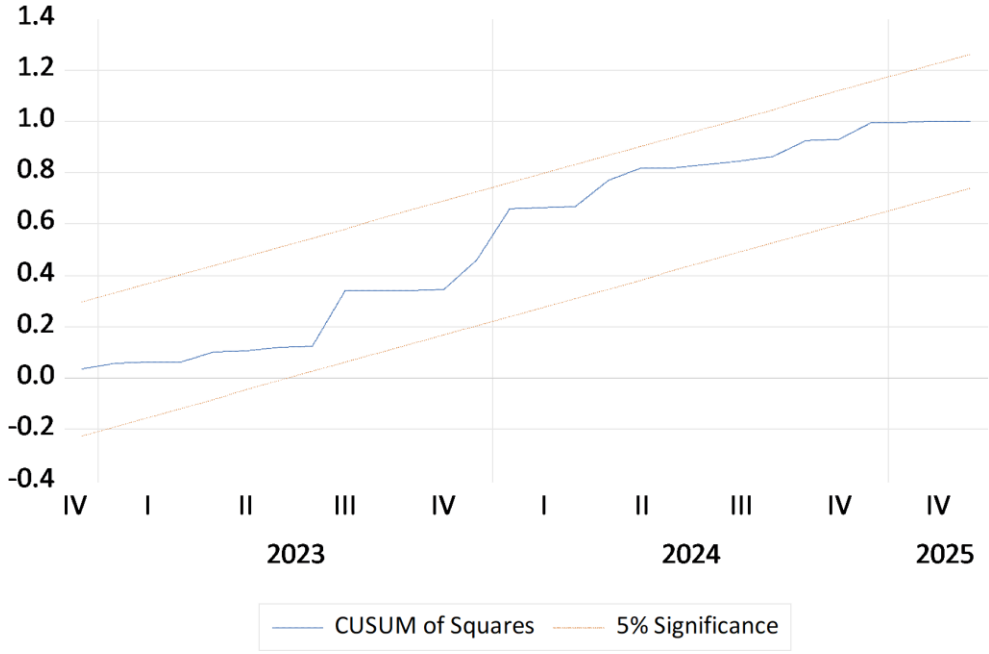
Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Jarque-Bera testi qalıqların normal paylanmadığını göstərir. Bu hal əmsalların hesablanmasını ləğv etmir, lakin kiçik seçmədə normal paylanmaya əsaslanan dəqiq t və F nəticələrini əsas götürməyə imkan vermir. Ona görə statistik əhəmiyyətlilik iqtisadi məna, digər diaqnostik nəticələr və alternativ spesifikasiya ilə birlikdə qiymətləndirilir.



Qrafik 2.3.1. Əsas XDM qalıqlarının paylanması və Jarque-Bera testi
Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Sabitlik CUSUM of Squares testi ilə də yoxlanılmışdır (qrafik 2.3.2) [87]. Qrafikdə göstərici 2022-ci ilin dekabrından 2025-ci ilin dekabrınadək təqdim olunan intervalda 5%-lik sərhədlər daxilində qalır. İmpuls dəyişənləri olan modeldə ardıcıl qiymətləndirmə üçün zəruri məlumat yalnız bu mərhələdən təmin olunur. Deməli, sabitlik barədə nəticə qrafikdə göstərilən intervala aiddir.



Qrafik 2.3.2. Əsas XDM üzrə CUSUM of Squares sabitlik yoxlaması
Mənbə: müəllifin EViews 14 hesablamaları.

Nəticələrin iqtisadi mənası

Təhlil dövlət istiqrazlarının ilkin hərraclarında izafi tələbatın monetar şəraitlə əlaqəsini göstərir. Səviyyə reqressiyasında müəyyən olunan müsbət əlaqələr hər iki ARDL modelində də saxlanılır. Bu nəticə dövlət istiqrazları bazarını bank sisteminin

likvidliyindən və Mərkəzi Bankla əməliyyatlarından ayrı qiymətləndirməyin kifayət etmədiyini əsaslandırır.

Qısamüddətli modelin əsas nəticəsi əvvəlki kənarlaşmanın sonrakı ayda azalmasıdır. Təxminən 75%-lik uyğunlaşma əmsalı hərraclardakı izafi tələbatın model üzrə uzunmüddətli münasibətə sürətlə yaxınlaşdığını göstərir. Eyni zamanda, ayrı-ayrı monetar göstəricilərin cari aylıq dəyişmələri üçün statistik əhəmiyyət əldə olunmamışdır. Buna görə tədqiqatın empirik nəticəsi uzunmüddətli müsbət əlaqə və kənarlaşmanın düzəlməsi üzərində qurulur.

Bu nəticələrin tətbiq sahəsi dövlət istiqrazlarının ilkin hərracları və modelə daxil edilmiş göstəricilərdir. Neft qiymətləri, məzənnə və büdcə axınları ayrıca dəyişən kimi daxil edilməmişdir. ARDL nəticələri göstəricilərin modeldə izahedici dəyişən kimi götürülməsinə dair şərtlər və standart asimptotik sərhədlər daxilində şərh olunur. Həmin sərhədlər mövcud təqvim boşluğu və məlumatlara baxıldıqdan sonra seçilən impulslar üçün ayrıca hesablanmamışdır. Bu çərçivə, testlərin laq həssaslığı və normal paylanma nəticəsi uzunmüddətli əlaqə haqqında qiymətləndirmənin şərtlərini müəyyən edir.

Praktik baxımdan əldə olunan nəticələr dövlət istiqrazlarının buraxılış təqvimi ilə monetar likvidlik əməliyyatlarının əlaqəli nəzərdən keçirilməsinin əhəmiyyətini artırır. Hərrac tələbatının qiymətləndirilməsində pul bazası, notlar və yenidən maliyyələşdirmə barədə məlumatların birlikdə izlənməsi məqsədəuyğundur. Bu empirik əsas üçüncü fəsildə bazarın inkişafı və monetar alətlərlə əlaqələndirilməsi üzrə irəli sürülən təklifləri tamamlayır.

III FƏSİL. AZƏRBAYCANDA MONETAR SİYASƏTİN TƏKMİLLƏŞDİRİLMƏSİ VƏ QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ İNKİŞAF PERSPEKTİVLƏRİ

3.1. Ölkədə pul siyasəti alətlərinin dövlət və korporativ qiymətli kağızlarla əlaqəsi

Hazırkı şəraitdə Azərbaycanda pul-kredit siyasəti alətlərinin dövlət və korporativ qiymətli kağızlarla qarşılıqlı əlaqəsinin sistemli araşdırılması, bunun əsasında zəruri tənzimləyici addımların atılması və təkmilləşdirici mexanizmlərin tətbiqi məsələləri aktualdır. Maliyyə sabitliyinin və maliyyə-kredit sisteminin inkişafının əhəmiyyəti əvvəlki tədqiqatlarda da vurğulanmışdır [33, s.28].

Belə ki, ölkənin strateji valyuta ehtiyatları 2025-ci ilin sonuna 85,1 milyard ABŞ dolları təşkil etmişdir [75]. Maliyyə təşkilatlarının iş mexanizmləri modernləşdirilmiş, nəzarət-tənzimləmə rejimi daha sərt tətbiq edilmiş, maliyyə sabitliyinin yaranması məqsədilə prudensial alətlər tətbiq edilmiş, həmçinin erkən xəbərdarlıq və risk idarəetməsi sistemləri təkmilləşdirilmişdir. Buna baxmayaraq, monetar siyasət alətlərinin daha səmərəli tətbiqi və onların həm dövlət, həm də korporativ qiymətli kağızlara təsirinin vahid analitik çərçivədə qiymətləndirilməsi mühüm tədqiqat prioritetidir.

QKB-nin effektiv fəaliyyətinin əsasını birja əməliyyatlarının institusional çərçivəsi, hesablaşma-klirinq sisteminin etibarlılığı və bazar iştirakçıları arasında məlumat axınlarının şaxələndirilməsi təşkil edir. Bu mexanizmlərin işlək rejimi qanunvericilik bazası və tənzimləyici qaydalarla təmin edilir. Eyni zamanda, konseptual yanaşmaların və strategiyaların tətbiqi, eləcə də qabaqcıl beynəlxalq təcrübədən faydalanmaq vacibdir. Praktik baxımdan pul siyasəti alətləri (faiz dərəcələri, Mərkəzi Bankın notları, REPO əməliyyatları) dövlət istiqrazlarının hərrac şərtlərinə və qiymətlənməsinə təsir göstərir. Dövlət istiqrazlarının gəlirlilik əyrisi, yəni müxtəlif ödəniş müddətləri üzrə gəlirlilik dərəcələri arasındakı əlaqə korporativ istiqrazların qiymətlənməsi üçün müqayisə əsası yaradır.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafı əməliyyat mexanizmlərinin davamlı təkmilləşdirilməsini tələb edir. İnvestor dairəsinin genişləndirilməsi, risklərin

idarə olunması və dövlət tənzimlənməsi ilə özünütənzimləmənin uzlaşdırılması bu baxımdan mühüm əhəmiyyət daşıyır. Mövcud hüquqi və institusional çərçivənin inkişafı ilə yanaşı, dövlət istiqrazlarının buraxılış təqvimi ilə Mərkəzi Bankın likvidlik əməliyyatları arasında əlaqələndirmənin gücləndirilməsi məqsədəuyğundur. Dövlət istiqrazlarının müxtəlif müddətlər üzrə gəlirlilik göstəricilərindən istifadə korporativ emitentlərə borclanma şərtlərini müqayisə etməyə və yeni buraxılışları planlaşdırmağa kömək edə bilər.

Dövlət tənzimlənməsinin əsas vəzifələrinə bazar qaydalarının müəyyənləşdirilməsi, investor hüquqlarının müdafiəsi və iştirakçıların fəaliyyətinə nəzarət daxildir [37]. Tənzimləmə mexanizmi birbaşa və dolayı təsir üsullarını birləşdirir. Bu mexanizmin qiymətləndirilməsində hərraclarda kəsmə qiymətinə uyğun gəlirlilik dərəcəsi, tələb-təklif nisbəti və təkrar bazarda alış-satış qiymət fərqi izlənilməlidir. Həmin göstəricilərin dəyişməsi monetar şəraitlə yanaşı, bazarın likvidliyindən və emitentin riskindən də asılıdır.

Dövlət tənzimləməsinin metod və alətlərinə diqqət artırılmalıdır. Buraxılış (dövriyyəyə buraxma) mexanizmləri tətbiq edilərkən keyfiyyət (açıqlama, investor bazasının strukturu, listinq tələbləri) və kəmiyyət (yerləşdirmə həcmi, tələb-təklif nisbəti, kəsmə qiymətinə uyğun gəlirlilik dərəcəsi) göstəriciləri nəzərə alınmalıdır. Ümumilikdə, tənzimləmədə subyektlərin dairəsi, alətlərin seçimi, əsas prinsiplər, səlahiyyətli qurumların koordinasiyası və qanunvericilik bazasının adekvatlığı diqqət mərkəzində saxlanılmalıdır. Bu göstəricilərin faiz dəhlizi və Mərkəzi Bankın likvidlik əməliyyatları ilə birlikdə təhlili pul bazarındakı dəyişikliklərin istiqrazların yerləşdirilməsi şərtlərində necə əks olunduğunu izləməyə imkan verir. Dövlət istiqrazlarının gəlirlilik səviyyəsi korporativ emitentlər üçün faiz ödənişlərinin və buraxılış müddətinin seçilməsində müqayisə göstəricisi kimi istifadə oluna bilər.

"Qiymətli kağızlar bazarı haqqında" Qanun (15 may 2015) ölkədə qiymətli kağızlar sahəsində tənzimləmənin əsas hüquqi əsası kimi çıxış edir. Sənəd peşəkar iştirakçılar üçün vahid qayda və tələblərin hazırlanmasını, lisenziyalaşdırma və lisenziyalar üzrə nəzarət mexanizmlərini, eləcə də qiymətli kağız sahiblərinin hüquqlarının müdafiəsi və bu hüquqlara riayətə nəzarətin sistemləşdirilməsini təmin

edir. Qanunvericilik çərçivəsinin nəticəliliyi bazarın klirinq-hesablaşma, depozitar və ticarət infrastrukturunun inkişaf səviyyəsi ilə birbaşa bağlantılıdır [37].

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarına nəzarət qanunvericiliklə müəyyən edilmiş səlahiyyətlər çərçivəsində həyata keçirilir [19; 37]. İlkin bazarda emissiyanın qeydiyyatı və yerləşdirmə qaydaları, təkrar bazarda isə ticarət və məlumatların açıqlanması tələbləri əhəmiyyət daşıyır. Peşəkar iştirakçıların lisenziyalaşdırılması və onların fəaliyyətinə nəzarət yalnız təkrar bazarla məhdudlaşmır. Tənzimləmə, ticarətin təşkili və emitentin maliyyələşmə qərarları fərqli funksiyalar kimi nəzərə alınmalıdır.

QKB-nin inkişafı üçün nəzarət və investor müdafiəsi mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi prioritet istiqamətlərdən biridir. Problemlərin həlli nəzarətin gücləndirilməsi ilə yanaşı, mövcud normativ-hüquqi bazanın modernləşməsi və bazarın cari trendləri və tələbləri nəzərə alınmaqla uyğun normativlərin tətbiqi yolu ilə mümkündür. Bazarda investor inamının möhkəmləndirilməsi qanunazidd əməllərə qarşı sanksiyaların sərtləşdirilməsi və investor müdafiəsi fondu kimi institusional alətlərin tətbiqi vasitəsilə təmin edilə bilər. Eyni zamanda, fərdi investorların bazara cəlb olunması və əməliyyat həcmlərinin artırılması Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı tərəfindən həyata keçirilən maliyyə savadlılığı təşəbbüslərinin daha geniş əhali kateqoriyalarını əhatə etməsini tələb edir.

QKB-nin dayanıqlı inkişafını təmin edən aparıcı amillərdən biri korporativ idarəetmənin beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılmasıdır. Korporativ idarəetmənin təkmilləşdirilməsinin əhəmiyyəti əvvəlki tədqiqatlarda qeyd olunmuşdur [36, s.27]. Bu istiqamət Mərkəzi Bankın 2024-2026-cı illər üzrə strategiyasında da nəzərdə tutulur [11].

Pul-kredit siyasəti korporativ qiymətli kağızlar bazarına faiz dərəcələri, likvidlik və investor gözləntiləri vasitəsilə təsir göstərir. Mərkəzi Bankın qərarları qısamüddətli pul bazarı faizlərinə, gələcək faizlər barədə gözləntilər isə daha uzunmüddətli borclanma şərtlərinə təsir edir [97]. Korporativ istiqrazların gəlirliliyini qiymətləndirərkən eyni valyutada və müqayisə olunan ödəniş müddətində dövlət istiqrazlarının gəlirliliyi əsas götürülə bilər. Bu iki gəlirlilik arasındakı fərq spred

adlanır. Həmin fərq emitentin ödəniş qabiliyyəti, istiqrazın likvidliyi və buraxılış şərtləri ilə bağlı riskləri əks etdirir.

Faiz dərəcələrinin dəyişməsi artıq dövriyyədə olan istiqrazlara və yeni buraxılışlara fərqli şəkildə təsir edir. Sabit kuponlu istiqrazda faiz ödənişi dəyişmir. Digər şərtlər sabit qaldıqda, bazarda tələb olunan gəlirlilik yüksəldikdə belə istiqrazın qiyməti azalır, gəlirlilik aşağı düşdükdə isə qiyməti yüksəlir. Yeni buraxılışlarda emitent faiz ödənişlərini və yerləşdirmə qiymətini bazardakı borclanma şərtlərinə uyğun seçir. Beləliklə, faiz artımı yeni borclanmanı bahalaşdıra, faiz azalması isə maliyyələşmə xərclərini yüngülləşdirə bilər.

Səhmlər bazarında faiz dəyişiklikləri müəssisələrin maliyyələşmə xərclərinə, gözlənilən gəlirlərinə və investorların gələcək ödənişlərə verdiyi cari dəyərə təsir edir [112]. Korporativ qiymətli kağızlara tələbin formalaşmasında bank depozitləri və dövlət istiqrazları kimi alternativ alətlərin gəlirliliyi də nəzərə alınır. Buna görə müəssisələr istiqraz və səhm buraxılışı barədə qərar verərkən öz maliyyə ehtiyacları ilə yanaşı, investorların alternativ gəlir imkanlarını da qiymətləndirirlər.

Pul siyasəti qərarlarının iqtisadi əsaslarının aydın izah edilməsi investorların gələcək faizlər barədə gözləntilərini formalaşdırmasına kömək edir [97]. Emitent üçün bunun praktiki əhəmiyyəti buraxılış vaxtını, müddətini və faiz ödənişlərini daha əsaslı planlaşdırmaqdır. Korporativ bazarda bu imkanların reallaşması emitent haqqında məlumatların açıqlığı və qiymətli kağızın təkrar bazarda alınıb-satıla bilməsi ilə tamamlanır.

Azərbaycanın korporativ qiymətli kağızlar bazarında bu əlaqələri qiymətləndirmək üçün ilkin yerləşdirmələr, təkrar bazar əməliyyatları və buraxılışların valyuta tərkibi birlikdə nəzərdən keçirilməlidir. İlkin bazar müəssisələrin yeni maliyyə vəsaiti cəlb etməsini, təkrar bazar isə investorların əldə etdikləri qiymətli kağızları satmaq imkanlarını səciyyələndirir. Bu fərqləndirmə korporativ emissiyaların davamlılığı, bazar likvidliyi və investor bazasının genişləndirilməsi üzrə tədbirlərin seçilməsinə xidmət edir.

Mərkəzi Bankın məlumatlarına əsasən, korporativ istiqrazlar üzrə əqdlərin ümumi məbləği 2024-cü ildə 3 313,2 milyon manatdan 2025-ci ildə 2 651,8 milyon manata

enmişdir. Bununla yanaşı, manatla korporativ istiqrazların ilkin bazarında məbləğ 1 577,4 milyon manatdan 994,7 milyon manata azalmış, təkrar bazarında isə 799,7 milyon manatdan 846,5 milyon manata yüksəlmişdir [21]. Bu fərq göstərir ki, yeni maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsi ilə əvvəllər buraxılmış istiqrazların alqı-satqısında fərqli dinamika müşahidə edilmişdir.

Xarici valyutada korporativ istiqrazların ilkin bazarında əqdlərin manat ekvivalenti həmin dövrdə 485,3 milyon manatdan 541,6 milyon manata yüksəlmişdir [21]. Manat və xarici valyuta üzrə bu fərqli dinamika borclanma qərarlarında valyuta seçiminin də nəzərə alınmasını tələb edir. Manatla buraxılışlarda yerli faiz və likvidlik şəraiti, xarici valyutada buraxılışlarda isə həmin valyuta üzrə faizlər və emitentin valyuta gəlirləri əhəmiyyət daşıyır. Buna görə korporativ maliyyələşmənin təhlilində valyuta tərkibi ayrıca izlənilməlidir.

İlkin səhm bazarında əqdlərin sayı 2024-cü ildə 49 350-dən 2025-ci ildə 38-ə enmiş, məbləğ isə 131,2 milyon manatdan 328,2 milyon manata yüksəlmişdir [21]. Beləliklə, 2025-ci ildə daha az sayda, lakin orta məbləği daha böyük olan əqdlər bağlanmışdır. Səhm bazarının inkişafının qiymətləndirilməsində cəlb edilmiş vəsaitlə yanaşı, investor iştirakının genişliyi və yerləşdirmələrin davamlılığı da izlənilməlidir.

2025-ci ildə ümumi bazar dövriyyəsinin 78,6%-i repo və əks-repo əməliyyatlarının payına düşmüşdür [21]. Bu əməliyyatlar qiymətli kağızlardan təminat kimi istifadə etməklə qısamüddətli maliyyələşməni dəstəkləyir. Korporativ istiqrazların təkrar bazar likvidliyini qiymətləndirmək üçün isə birbaşa alqı-satqı əqdlərinin həcmi və tezliyi, eləcə də mövcud olduqda alış və satış qiymətləri arasındakı fərq əsas götürülməlidir.

Bu təhlil korporativ buraxılışların davamlılığını, təkrar bazarda ticarət imkanlarını və investor müdafiəsini bir-birini tamamlayan inkişaf istiqamətləri kimi önə çıxarır. İnvestor müdafiəsi üzrə mövcud təşəbbüslərə Mərkəzi Bankın 2024-cü il hesabatında göstərilən investorların sığortalanmasına dair qanun layihəsi də daxildir [12]. Bu istiqamətdə institusional təkliflər 3.3-cü paraqrafda təqdim olunur.

AZIR-ə bağlı dəyişkən kuponlu istiqrazlar pul bazarı faizləri ilə korporativ borclanma şərtləri arasında birbaşa əlaqə yaratmaq imkanı verir. Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankının 2025-ci ildə Azərbaycanda yerləşdirdiyi manat istiqrazlarında AZIR-in tətbiqi bu göstəricidən yerli bazarda istifadə təcrübəsini nümayiş etdirir [15]. Bu təcrübə əsasında manatla gəlir əldə edən və faiz ödənişlərindəki dəyişmələri qarşılamaq imkanına malik korporativ emitentlər üçün AZIR-ə bağlı istiqraz buraxılışlarının qiymətləndirilməsi təklif olunur. Belə buraxılışlarda kuponun hesablanmasında istifadə edilən AZIR göstəricisi, ona əlavə olunan faiz marjası və yenidən hesablanma dövrü emissiya şərtlərində aydın göstərilməlidir. Kuponun yenidən hesablanması zamanı AZIR-in yüksəlməsi investorun kupon gəlirini və emitentin faiz xərcini artırır, aşağı düşməsi isə azaldır. Buna görə buraxılışın həcmi və müddəti seçilərkən emitentin pul axınları müxtəlif faiz ssenariləri üzrə qiymətləndirilməlidir.

Pul-kredit siyasəti alətlərinin dövlət və korporativ qiymətli kağızlarla əlaqəsinin sistemli inkişafı Mərkəzi Bank tərəfindən təsdiq edilmiş "2024-2026-cı illərdə maliyyə sektorunun inkişaf Strategiyası" çərçivəsində reallaşdırılır. Strategiya kapital bazarlarının qeyri-neft ÜDM-ə nisbətən payının 10%-dən 14%-ə yüksəldilməsini, əhalinin kapital bazarlarındakı investisiyalarının həcminin 150 milyon manatdan potensial olaraq 1 milyard manata çatdırılmasını, eləcə də institusional investor bazasının genişləndirilməsini hədəfləyir [11]. Bu hədəflərə nail olunması üçün faiz dəhlizi və likvidlik əməliyyatlarının qiymətli kağızlar bazarı ilə əlaqəsinin gücləndirilməsi, AZIR-in istinad göstəricisi kimi tətbiq imkanlarının genişləndirilməsi, kapital bazarına vergi-tənzimləmə stimullarının davam etdirilməsi və beynəlxalq inteqrasiya proseslərinin (Tabadul Ticarət Mərkəzinə qoşulma təşəbbüsü [41], regional birjalarla əməkdaşlıq) sürətləndirilməsi zəruridir.

Dövlət və korporativ qiymətli kağızların investor üçün cəlbediciliyi nominal gəlirlə yanaşı, həmin gəlirin alıcılıq qabiliyyətindən də asılıdır. Buna görə növbəti paraqrafda inflyasiya riskinin qiymətləndirilməsi və investorların real gəlirlərinin qorunması mexanizmləri araşdırılır.

3.2. Azərbaycanda inflyasiya səviyyəsi və risklərin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin azaldılması yolları

Azərbaycanda inflyasiya və məzənnə dəyişikliklərinin maliyyə bazarına təsirinin nəzərə alınması vacibdir. 2015-ci ilin devalvasiyaları valyuta riskinin əhəmiyyətini göstərmişdir. Sonrakı dövrdə sabitləşmə tədbirləri həyata keçirilsə də, 2016-2017-ci illərdə orta illik inflyasiya ikirəqəmli olmuşdur. Bu təcrübə qiymətli kağızlar üzrə ödənişlərin alıcılıq qabiliyyətinin və valyuta riskinin birlikdə qiymətləndirilməsinin əhəmiyyətini göstərir.

Qiymətli kağızlar bazarının dayanıqlı inkişafı üçün emitentlərin, investorların və peşəkar vasitəçilərin üzləşdiyi risklər ayrıca qiymətləndirilməlidir. Emitent vəsaiti səhm və ya borc alətləri vasitəsilə cəlb edə bilər. İnvestorun hüquqları isə əldə etdiyi qiymətli kağızın növündən asılıdır. Bazar iştirakçılarının maraqlarının qorunması, məlumatların açıqlanması və sağlam rəqabət mühiti bu baxımdan mühüm şərtlərdir.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafı maliyyələşmə mənbələrinin şaxələndirilməsinə və yığımların investisiyalara yönəldilməsinə şərait yaradır. Cari trendlər fonunda qiymətli kağızlar bazarının genişləndirilməsi çərçivəsində investisiya resursları ilə pul vəsaitlərinin rasional bölüşdürülməsi və müxtəlif sahələr üçün dayanıqlı maliyyələşmə alətlərinin işə salınması prioritet sayılır. Bu məqsəd həm inflyasiya dövrlərində risklərin neytrallaşdırılması, həm də bazar iştirakçıları üçün proqnozlaşdırıla bilən maliyyələşmə şərtlərinin yaradılması ilə sıx bağlıdır. Bu çərçivədə aşağıdakı məsələlərin və vəzifələrin diqqət mərkəzində saxlanılması məqsədəuyğundur:

1) bazarın strukturunun təkmilləşdirilməsi (məs., ilkin və təkrar bazar mexanizmlərinin gücləndirilməsi, likvidlik dərinliyinin artırılması);

2) fəaliyyət proseslərinin tənzimlənməsi və iştirakçılar arasında münasibətlərin səmərəli təşkilinə dəstək verən qaydaların aktuallaşdırılması;

3) innovativ və rəqəmsal infrastrukturun (məlumat açıqlığı platformaları, elektron ticarət və hesablaşma sistemləri) təkmilləşdirilməsi;

4) qlobal çağırışlar şəraitində bazar mexanizmlərinin dövrün tələblərinə uyğunlaşdırılması (o cümlədən inflyasiya riskinə həssaslıq dərəcəsinin azaldılması üçün vasitələr);
5) yüksək ixtisaslı kadrların hazırlanması və bazar mütəxəssislərinin peşə bilik və bacarıqlarının artırılması;
6) beynəlxalq inteqrasiyanın intensivləşdirilməsi (təcrübə mübadiləsi, bazara çıxış kanallarının genişləndirilməsi) və s.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafını dəstəkləmək üçün mövcud strategiya və tədbirləri tamamlayan məqsədli dövlət proqramının hazırlanması təklif olunur. Proqramda investorların məlumatlandırılması, təkrar bazar ticarətinin genişləndirilməsi və inflyasiya riskindən qorunma imkanlarının artırılması əsas istiqamətlər kimi müəyyən edilə bilər. Rəqəmsal texnologiyalar və süni intellekt vasitələrindən bazar məlumatlarının təhlilində, risklərin izlənməsində və müxtəlif iqtisadi ssenarilərin qiymətləndirilməsində istifadə nəzərdə tutulmalıdır. İnflyasiyaya bağlı və dəyişkən kuponlu buraxılışların tətbiq imkanları, yerləşdirmə vaxtının seçilməsi və investor tələbinin qiymətləndirilməsi proqramın praktiki hissəsini təşkil edə bilər.

Müasir dövrdə Azərbaycanda QKB-nin zəif inkişafının müxtəlif səbəbləri vardır ki, onlar da milli maliyyə bazarının bu sektorunun beynəlxalq bazarlarla səmərəli inteqrasiyasına mane olur. Milli QKB-nin beynəlxalq QKB-yə optimal inteqrasiyasını təmin etmək məqsədilə, ilk öncə, ölkəmizdəki həmin bazarın beynəlxalq tələblərə cavab verən səviyyədə tənzimlənməsinə diqqət artırılmalıdır [35, s.13]. Ümumiyyətlə, QKB-nin inkişafı müxtəlif amillərlə bağlıdır ki, həmin amillər də mənfi və müsbət təsir istiqamətlərinə malikdir. İqtisadiyyatda uzunmüddətli dalğalanmaları və meylləri düzgün dərk edib proqnozlaşdırmaq, eləcə də əsaslandırılmış iqtisadi-maliyyə siyasəti qurmaq üçün QKB-yə təsir göstərən xarici və daxili amilləri fərqləndirmək zəruridir.
1) Neftin dünya qiymətləri: beynəlxalq bazarda qiymətin kəskin enişi adətən investisiya axınlarını zəiflədir, dövlət maliyyə nəticələrini pisləşdirir və nəticə etibarilə əhali gəlirlərinin azalmasına səbəb olur. İnkişaf etməkdə olan neft ixracatçıları dünya neft qiymətlərinin trayektoriyasına güclü şəkildə bağlıdır. Qiymətlərin artımı ixrac

gəlirlərini yüksəldir, bunun nəticəsində fiskal imkanlar genişlənir, kapital axını sürətlənir və ölkənin iqtisadi durumunda ümumi yaxşılaşma müşahidə olunur. Neftin qiymətinin azalması ixracatçı ölkələrdə fiskal və xarici ticarət imkanlarını məhdudlaşdıra bilər. İqtisadi artıma təsir ehtiyatlardan və siyasət reaksiyasından da asılıdır. 2) Ölkənin və QKB-nin müqayisəli rəqabət qabiliyyəti. Rəqabətli QKB-nin formalaşması, onun dəyişkənliyini azaltmaq və nəticədə daha çox xarici investorları cəlb etmək üçün ölkənin müsbət imici ən mühüm əsasdır. 3) Əhalinin davranışı. Əhalinin maliyyə davranışı və riskə münasibəti investor bazasının formalaşmasına təsir edən amillər sırasındadır [52]. 4) Risklərin səviyyəsi. QKB son dərəcə yüksək dinamikliyə və artan böhran risklərinə görə ən çox tənzimlənən bazarlardan biridir. QKB-nin tənzimlənməsi həmin bazar iştirakçılarının fəaliyyətinin sərhədlərinin, iştirakçılarına, qiymətli kağızlara və bazar əməliyyatlarına qoyulan tələblərin müəyyənləşdirilməsindən ibarətdir. QKB-nin tənzimlənməsi və nəzarəti sistemi bazarın tənzimlənməsinin subyektləri, üsulları və obyektləri arasında əlaqələrin nizama salınması ilə təmsil oluna bilər.

Qiymətli kağızlar bazarında risklərin idarə olunması pul siyasəti, dövlət borcunun idarə edilməsi və bazar infrastrukturunun fəaliyyəti ilə əlaqəli şəkildə təşkil edilməlidir. Faiz dəhlizi və likvidlik əməliyyatları pul bazarındakı şəraitə təsir edir. Hərrac təqviminin planlaşdırılması, diler fəaliyyətinin inkişafı və repo əməliyyatlarında təminatdan istifadə imkanlarının genişləndirilməsi isə qiymətli kağızların yerləşdirilməsini və təkrar bazar ticarətini dəstəkləyə bilər.

Korporativ seqmentdə risklərin idarə olunması üçün inflyasiyaya bağlı istiqrazların, faiz göstəricisinə bağlı dəyişkən kuponların və əvvəlcədən müəyyən edilmiş geri alış və ya konversiya şərtlərinin tətbiq imkanlarının qiymətləndirilməsi təklif olunur. Geri alış emitentin istiqrazı müəyyən tarixlərdə və razılaşdırılmış qaydada geri almasını, konversiya isə onun buraxılış şərtlərində göstərilən başqa qiymətli kağıza dəyişdirilməsini nəzərdə tutur. Bu hüquqların kimə məxsus olduğu, istifadə vaxtı və hesablaşma qaydası əvvəlcədən açıqlanmalıdır. İnflyasiyaya bağlı ödənişlər qiymət artımına, faiz göstəricisinə bağlı kuponlar isə pul bazarı faizlərinin

dəyişməsinə uyğunlaşdırılır. Emitentin ödəniş imkanları və investorun gəliri inflyasiya, faiz və məzənnə üzrə müxtəlif ssenarilərdə qiymətləndirilməlidir.

Qiymətli kağızlar bazarında kredit, faiz, likvidlik, valyuta, əməliyyat və inflyasiya riskləri fərqləndirilir [3]. Portfel nəzəriyyəsində risklər sistematik (bazar) və qeyri-sistematik (spesifik) risklər kimi də qruplaşdırılır. Sistematik risk ümumi bazar amilləri ilə bağlıdır və diversifikasiya vasitəsilə tam aradan qaldırılmır. Konkret emitent və ya aktivlə bağlı spesifik risk isə diversifikasiya yolu ilə azaldıla bilər [54]. Sistem riski isə maliyyə sisteminin əsas funksiyalarının pozulması və çətinliklərin iştirakçılar arasında yayılması ilə bağlıdır.

Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında valyuta və inflyasiya riskləri nəzərə alınmalıdır. 2015-ci ilin devalvasiyaları məzənnə riskinin, 2022-ci ilin qiymət artımı isə inflyasiya riskinin əhəmiyyətini göstərir. 2022-ci ildə orta illik inflyasiya 13,9%, sentyabrda əvvəlki ilin eyni ayına nisbətən inflyasiya isə 15,6% olmuşdur [17]. Nominal ödənişlər qiymət artımını kompensasiya etmədikdə investorun real gəliri azalır.

Kredit riski emitentin öz öhdəliklərini, kupon ödənişləri və əsas borcun qaytarılmasını, vaxtında və tam həcmdə yerinə yetirməməsi ehtimalı kimi müəyyən edilir. Bu riskin ən kəskin təzahürü defolt hesab olunur [59, s.285]. 2015-ci il devalvasiyasından sonra Azərbaycan bank sektorunda baş verən iflaslar dalğası emitentlərin maliyyə dayanıqlığının diqqətli izlənməsinin vacibliyini bir daha vurğulamışdır. Likvidlik riski isə xüsusi əhəmiyyət kəsb edir, çünki investorlar lazım gəldikdə qiymətli kağızları tez bir zamanda realizə etmək imkanını qiymətləndirirlər. Likvidliyi məhdud olan korporativ buraxılışlarda bu risk ayrıca nəzərə alınmalıdır. Əməliyyat riski daxili proseslərdə, informasiya sistemlərində və insan fəaliyyətində yaranan çatışmazlıqlar, habelə xarici hadisələr nəticəsində itkilərlə, kommersiya riski isə müəssisənin satış və gəlirlərinin gözləntilərdən fərqlənməsi ilə əlaqəlidir.

Kapital bazarı dərinləşdikcə investorların müxtəlif qiymətli kağızlara münasibəti və risk qavrayışı da dəyişir. Risk dərəcəsini müəyyən edən amillər sırasında siyasət, cəmiyyət, iqtisadiyyat, ekoloji mühit və kriminal faktorlar ilə yanaşı, inflyasiya gözləntiləri, faizlərin hərəkət trayektoriyası və valyuta məzənnəsinin dəyişkənliyi də

mühüm rol oynayır. Regional fond bazarı kəsiyində risk, fərdi qiymətli kağızlara yatırımlardan əldə olunacaq gəlirin qeyri-müəyyənlik ölçüsü kimi dəyərləndirilir. Gəlirliliyin qarantiya daşımadığını nəzərə alaraq, risk anlayışı region səviyyəsində investisiya fəaliyyətinin məqsədəuyğunluğunun qiymətləndirilməsi ilə sıx bağlıdır. Bu qiymətləndirmə şərtləri içində inflyasiya riskinin kapital dəyərinə təsiri xüsusi yer tutur.

Qiymətli kağızların qiymət dəyişiklikləri investorların portfellərinə, maliyyələşmə şərtlərinin dəyişməsi isə emitentlərin qərarlarına təsir edə bilər. Risklərin peşəkar idarə edilməsi mümkün itkilərin məhdudlaşdırılmasına xidmət edir, lakin bütün riskləri aradan qaldırmır.

Faiz dəyişmələri istiqrazların qiymətinə, emitentin maliyyə vəziyyəti isə vəd edilən ödənişlərə təsir göstərir. Riskin təhlili portfelin gəlirlilik, müddət və likvidlik xüsusiyyətlərini birlikdə qiymətləndirməklə investisiya qərarının əsaslandırılmasına xidmət edir [54, s.2]. İnvestor istiqraz seçərkən kuponla yanaşı ödəniş tarixlərini, emitentin borc yükünü və pul axınlarını nəzərə almalıdır. Vaxtından əvvəl satış ehtimalı olduqda bazarda alıcının tapılması və mümkün satış qiyməti ayrıca əhəmiyyət daşıyır. İnflyasiya isə gələcək ödənişlərin alıcılıq qabiliyyətini dəyişir. Beləliklə, investisiya qərarı gözlənilən gəlirin onun əldə edilmə müddəti və mümkün itkilərlə birlikdə müqayisəsinə əsaslanır.

Riskin təhlili üsulu investisiya strategiyasına uyğun seçilməlidir. Risk təhlilində aktiv strategiya üçün bazar proqnozlarına, passiv strategiya üçün isə xərclərin və cari gəlirliliyin qiymətləndirilməsinə üstünlük verilir [54, s.2]. Aktiv yanaşmada qiymət və faiz dəyişiklikləri alqı-satqı qərarlarının yenilənməsi üçün izlənilir. Passiv yanaşmada uzunmüddətli yerləşdirmənin xərcləri, gəlir axını və portfelin tərkibi əsas götürülür. Hər iki halda konkret alətin ödəmə müddəti, likvidlik şəraiti və emitentin öhdəliklərini yerinə yetirmək imkanları nəzərə alınmalıdır. Dissertasiyanın mövzusu baxımından əsas məsələ inflyasiyanın investisiyanın real gəlirinə təsiridir. Buna görə qorunma alətinin seçimi investorun saxlama müddəti və gözlədiyi ödənişlərlə əlaqələndirilir. Risk təhlili bu ödənişlərin alıcılıq qabiliyyətinin qorunması üçün uyğun vasitələrin seçilməsinə də xidmət etməlidir.

İnflyasiya riskinin qiymətləndirilməsində investorun aldığı nominal gəlir eyni dövrdə qiymət səviyyəsinin dəyişməsi ilə müqayisə edilməlidir. Borc alətləri üzrə kupon ödənişləri, əsas məbləğin qaytarılma vaxtı və satış qiyməti, səhmlər üzrə isə dividendlər və bazar qiymətinin dəyişməsi nəzərə alınır. Bundan sonra inflyasiyanın, faizlərin və məzənnənin müxtəlif səviyyələrində portfelin real dəyərinin necə dəyişəcəyi hesablanır. Bu ardıcıllıq qoruyucu alətin seçimini investorun konkret gəlir və risk ehtiyacları ilə əlaqələndirir.

Mərkəzi Bankın qiymət sabitliyinə yönəlmiş siyasəti ölkə üzrə inflyasiyanın aşağı və sabit səviyyədə saxlanılmasına xidmət edir. İnvestor üçün isə əsas məsələ qiymətli kağızdan əldə etdiyi gəlirin alıcılıq qabiliyyətidir. Bu səbəbdən inflyasiyanın tənzimlənməsi ilə yanaşı, ödənişləri qiymət dəyişikliklərinə uyğunlaşdıran maliyyə alətlərinin inkişafı da əhəmiyyət daşıyır. Beynəlxalq təcrübədə bu məqsədlə inflyasiyaya bağlı dövlət və korporativ istiqrazlardan, törəmə alətlərdən və indeksləşdirilmiş investisiya məhsullarından istifadə olunur. Belə alətlər investorların portfellərində inflyasiya riskinin idarə edilməsinə xidmət edir.

Bu cür alətlərin Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında tətbiqi və inkişafı təklif olunur. Mərkəzi Bankın sədri Taleh Kazımovun 19 noyabr 2025-ci il tarixli çıxışında açıqladığı qiymətləndirməyə görə, həmin dövrdə inflyasiyanın 70%-dən çoxu təklif amilləri, xüsusilə xarici təklif amilləri ilə əlaqədar formalaşmışdır [28, s.51]. Bu fakt investor səviyyəsindəki qoruyucu alətlərin formalaşdırılmasına spesifik tələblər qoyur: belə alətlər həm istehlak qiymətləri indeksinin dəyişməsini, həm də idxalın manatla dəyərinə məzənnə dəyişikliklərinin təsirini nəzərə almalıdır.

Tədqiqat çərçivəsində Azərbaycanın institusional xüsusiyyətləri və inflyasiya strukturu nəzərə alınmaqla qiymətli kağızlar bazarı üçün inflyasiyadan qoruyucu maliyyə alətləri sisteminin üç səviyyəli arxitekturası irəli sürülmüşdür (bax: Şəkil 3.2.1).

Birinci səviyyə dövlət borc alətlərini əhatə edir. Maliyyə Nazirliyi tərəfindən manatla buraxılan, əsas məbləği və ya kupon dərəcəsi istehlak qiymətləri indeksinə uyğun dəyişən dövlət istiqrazları təklif olunur. Əsas məbləğin indeksləşdirilməsi geri qaytarılan vəsaitin, kuponun inflyasiyaya uyğun dəyişməsi isə dövri faiz gəlirlərinin

alıcılıq qabiliyyətinin qorunmasına yönəlir. Bu variantlarda qorunmanın əhatəsi fərqləndiyindən əsas məbləğ və faiz ödənişləri üzrə hesablanma qaydaları buraxılış şərtlərində ayrıca göstərilməlidir. İstehlak qiymətləri indeksi daxili və idxal mənşəli amillərin istehlak qiymətlərində əks olunan birgə nəticəsini nəzərə alır. Bu alətlər institusional investorların uzunmüddətli öhdəliklərinə uyğun portfel formalaşdırması üçün istifadə oluna bilər.

İkinci səviyyə korporativ borc alətlərini əhatə edir və iki növ istiqrazın tətbiqini nəzərdə tutur. Birinci növ inflyasiyaya bağlı kuponlu korporativ istiqrazlardır. Onların kupon dərəcəsi istehlak qiymətləri indeksinin dəyişməsinə uyğun hesablanır. İkinci növ ABŞ dolları, avro və Türkiyə lirəsindən ticarət çəkiləri əsasında formalaşdırılan valyuta səbətinə bağlı korporativ istiqrazlardır. Bu alətlərdə indeksləşdirilən ödənişlər səbətin manata qarşı dəyərinin dəyişməsinə uyğunlaşdırılır. Beləliklə, valyuta səbətinə bağlı istiqrazlar idxalın manatla dəyərinə məzənnə dəyişikliklərinin təsirini nəzərə almağa xidmət edir. Xaricdəki qiymət artımının ölkədaxili istehlak qiymətlərinə ötürülən hissəsi isə istehlak qiymətləri indeksinə bağlı alətlərdə nəzərə alınır. Bu iki yanaşma inflyasiya və məzənnə risklərinin birlikdə idarə olunmasına imkan yaradır.

Xarici valyuta səbətinə bağlı korporativ istiqrazların xarici valyutada gəlir əldə edən emitentlər tərəfindən buraxılması təklif olunur. Emitentin gəlirlərinin valyuta tərkibi ilə istiqraz üzrə ödənişlərin indeksləşdirilməsi arasında uyğunluq qiymətləndirilməlidir. Dollarlaşmanın azaldılması məqsədi nəzərə alınmaqla, məhz bu növ buraxılışlar üçün həcm və investor dairəsi üzrə limitlər müəyyən edilməsi nəzərdə tutulur.

Üçüncü səviyyə fərdi və institusional investor səviyyəsi. Bu səviyyə üç istiqaməti birləşdirir: fərdi investorlar üçün vergi güzəştli inflyasiya-həssas investisiya hesabları (həm inflyasiya səviyyəsinə bağlı, həm xarici valyuta səbətinə bağlı portfel seçimi imkanı ilə), inflyasiyaya bağlı sığorta məhsulları (həyat sığortası və annuitet növləri əsasında, sığorta şirkətlərinin institusional investor kimi fəallaşması üçün) və inflyasiyaya bağlı törəmə alətlər (svop və fyuçers) üzrə birja platforması (uzunmüddətli perspektivdə).

Sistemin mərhələli tətbiqi nəzərdə tutulur. Birinci mərhələdə (1-2 il) istehlak qiymət indeksi və xarici valyuta səbəti indeksinin metodoloji təminatı, eləcə də inflyasiya səviyyəsinə bağlı dövlət istiqrazları üzrə pilot buraxılışın icrası nəzərdə tutulur. İkinci mərhələdə (2-3 il) inflyasiyaya bağlı və xarici valyuta səbətinə bağlı korporativ istiqrazların pilot tətbiqi nəzərdə tutulur. Üçüncü mərhələdə (3-5 il) üçüncü səviyyənin alətlərinin tətbiqi təklif olunur: vergi güzəştli inflyasiya-həssas investisiya hesabları, inflyasiyaya bağlı sığorta məhsulları və törəmə alətlər platforması.

Arxitekturanın tətbiqi müəyyən risklərlə bağlıdır. İnflyasiyaya bağlı dövlət istiqrazları qiymət artımının sürətləndiyi dövrlərdə büdcənin borca xidmət xərclərini yüksəldə bilər. Bu risk buraxılış həcmi müəyyən edilərkən nəzərə alınmalıdır. İndeksləşdirmənin etibarlılığı istehlak qiymət indeksinin metodologiyasının şəffaflığına və ödəniş şərtlərinin aydınlığına bağlıdır. İnvestor bazasının darlığı ilkin tələbi və təkrar bazarın likvidliyini məhdudlaşdıra, neft qiymətləri və məzənnə gözləntilərindəki dəyişmələr isə portfel seçiminə təsir göstərə bilər. Pilot buraxılışların nəticələrinin qiymətləndirilməsi, uyğun normativ çərçivə və investorların məlumatlandırılması bu risklərin idarə olunmasına xidmət etməlidir.

İNFLYASİYA ŞOKU

Təklif amilləri, xüsusilə xarici təklif amilləri (>70%)
qida, xammal, ticari tərəfdaş ölkələrin qiymət dinamikası

↓ ↓ ↓

I SƏVİYYƏ	II SƏVİYYƏ	III SƏVİYYƏ
Dövlət borc alətləri *Suveren səviyyə*	**Korporativ borc alətləri** *İki kanal üzrə qoruma*	**Fərdi və institusional** *Genişlənmə səviyyəsi*
• **İnflyasiya səviyyəsinə bağlı dövlət istiqrazları** *Əsas məbləğ və ya kupon dərəcəsi istehlak qiymət indeksinin dinamikasına uyğun dəyişir*	• **İnflyasiyaya bağlı kuponlu korporativ istiqrazlar** *kupon dərəcəsi inflyasiya səviyyəsinə uyğun dəyişir → reallaşmış inflyasiya kanalı*	• **Vergi güzəştli inflyasiya-həssas investisiya hesabları** *fərdi investorlar üçün; inflyasiya- və valyuta-bağlı portfel seçimi imkanı ilə*
Emitent: Maliyyə Nazirliyi Valyuta: manat (AZN) Müddət: 5–10 il	• **Xarici valyuta səbətinə bağlı korporativ istiqrazlar** *USD/EUR/TRY valyuta səbəti → idxalın manatla dəyərinə məzənnə təsiri*	• **İnflyasiyaya bağlı sığorta məhsulları** *həyat sığortası, annuitet; sığorta şirkətlərinin fəallaşması*
Funksiya: reallaşmış inflyasiyaya qarşı institusional portfel müdafiəsi	*Funksiya:* inflyasiya və məzənnə risklərindən qorunma	• **İnflyasiyaya bağlı törəmə alətlər (svop, fyuçers)** *uzunmüddətli perspektivdə* *Funksiya:* investor müdafiəsi və institusional dərinləşmə

↓ ↓ ↓

MƏRHƏLƏLİ TƏTBİQ ALQORİTMİ

1	2	3
1–2 il	**2–3 il**	**3–5 il**
• İstehlak qiymət indeksi *metodoloji təminatı* • Valyuta səbəti indeksinin *hesablanma qaydası* • İnflyasiyaya bağlı dövlət istiqrazları	• İnflyasiyaya bağlı kuponlu *korporativ istiqrazlar* • Valyuta səbətinə bağlı *korporativ istiqrazlar*	• Vergi güzəştli inflyasiya-həssas investisiya hesabları • İnflyasiyaya bağlı sığorta *məhsulları* • Törəmə alətlər platforması

Şəkil 3.2.1. Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında inflyasiyadan qoruyucu maliyyə alətləri sisteminin təklif edilən üç səviyyəli arxitekturası (müəllif tərəfindən hazırlanıb, inflyasiyanın amilləri üzrə qiymətləndirmə: [28, s.51], 19.11.2025).

Gəlirliliyin sabitləşdirilməsi və portfel riskinin idarəsi baxımından diversifikasiya prinsipi həlledicidir. Müxtəlif maliyyə alətlərinin gəlir trayektoriyaları eyni vaxtda eyni istiqamətdə hərəkət etmədiyi üçün (korellyasiya tam deyil), uyğun seçilmiş portfel ümumi dəyişkənliyi azalda bilər, lakin sistematik riski tam aradan qaldırmır. Bu çərçivədə investor aktivlərin dəyişdirilməsi və payların tənzimlənməsi vasitəsilə gəliri zəifləyən aləti daha yüksək potensial göstərən alətlə əvəz edə bilər. Deməli, alət seçimi və qərarvermə prosesində həm bazar qeyri-müəyyənliyinin obyektiv məzmunu, həm də riskin subyektiv qiymətləndirilməsi nəzərə alınmalıdır.

QKB-də risklərin qiymətləndirilməsi və təhlili zamanı təkcə əsas risk faktorlarını müəyyənləşdirmək deyil, həm də informasiya asimmetriyasını nəzərə almaq vacibdir. Ümumilikdə risklərin qiymətləndirilməsi sisteminin yaradılması prosesində, ilk öncə, investisiya qərarlarının qəbulu üçün zəruri məlumatların əldə edilməsi prosesinə təsir edən halları başa düşmək vacibdir [54, s.11]. QKB-də riskləri qiymətləndirərkən ətraflı məlumata sahib olmaq lazımdır. Belə olarsa, risklərin QKB-yə təsirini vaxtında müəyyənləşdirmək olar. QKB-yə risklərlə bərabər ölkədəki inflyasiya səviyyəsi də təsir edir. Hazırda inflyasiya istənilən ölkənin ən kəskin iqtisadi problemlərindən biridir və onun tənzimlənməsi reallaşdırılan monetar siyasətin əsas məqsədidir.

Fikrimizcə, inflyasiyanın iqtisadiyyata təsiri həmişə birmənalı olmur, lakin mənfi təsirlərinə daha çox diqqət yetirilir. Qiymət artımı pulun alıcılıq qabiliyyətini azaldır. Real istehsala, yığıma və investisiyalara təsir isə inflyasiyanın mənbəyindən, gözləntilərdən və siyasət reaksiyasından asılıdır. İnflyasiya səviyyəsi çox sürətlə yüksəldikdə, alıcılar qiymət səviyyəsinin daha da yüksələcəyindən ehtiyat edərək ehtiyat yığmağa başladıqları üçün mal qıtlığı yarana bilər. Nəzəriyyəçilər hesab edirlər ki, iqtisadiyyatın hər bir sektoru üçün inflyasiyanın birbaşa və dolayı nəticəsi var.

Xüsusilə, onlar valyuta məzənnələrinə, investisiyalara, işsizlik səviyyəsinə, faiz dərəcəsinə, habelə QKB-nin vəziyyətinə təsir kimi ifadə edilə bilər. İnflyasiya və QKB bir-biri ilə sıx bağlıdır, belə ki, inflyasiya səviyyəsi QKB-nin volatilliyinə və investisiyaların riskliliyinə təsir göstərir. Digər tərəfdən, QKB investorlar üçün portfelin diversifikasiyasını mümkün edərək əmanət və investisiya meylini gücləndirir.

QKB maliyyə aktivlərinin alqı-satqısı üçün yer yaradır ki, burada şirkətlər səhm buraxmaqla vəsait cəlb etmək imkanı əldə edir və bununla da öz məqsədlərinin reallaşdırılmasına töhfə verirlər. QKB, artıq nağd pulu olan investorları likvidlik və risk tələblərinə cavab verən əlavə maliyyə alətlərinə investisiya qoymağa təşviq edir. Fəal və likvid QKB yığımların həcmini və investisiya axınlarını artırmaqla kapitalın məhsuldarlığını yüksəldir. Yüksək inflyasiya səhm qiymətlərinə və real gəlirliliyə mənfi təsir göstərə bilər. Nəticə şirkətin xərcləri qiymətlərə ötürmək imkanından da asılıdır. Belə şəraitdə faizlərin yüksəlməsi borc maliyyəsinin dəyərini artırır, kreditorlar üçün imkan dəyərini yüksəldir və bunun nəticəsində maliyyə vəsaitlərinə çıxış daralır. Bu proses həm cari konyunkturanı zəiflədir, həm də gələcəkdə QKB-nin dərinləşmə tempini məhdudlaşdırır.

Yüksək və dəyişkən inflyasiya uzunmüddətli kapital qoyuluşlarını ləngidə və investisiya qərarlarında qeyri-müəyyənliyi artıra bilər. Bu baxımdan inflyasiya gözləntilərinin sabitləşdirilməsi borclanma xərclərinin proqnozlaşdırılması və uzunmüddətli qiymətli kağızlara marağın güclənməsi üçün əhəmiyyətlidir. Uyğun institusional şərtlər daxilində inflyasiya hədəflənməsi bu məqsədə xidmət edən yanaşmalardan biridir [46; 104].

Mərkəzi Bank 2022-ci ilin sentyabrından pul siyasətinin yeni əməliyyat çərçivəsini tətbiq etmişdir [26]. 2025-ci il üçün inflyasiya hədəfi 4±2% müəyyənləşdirilmişdir [13]. İnflyasiya hədəflənməsinə mümkün keçid üçün ilkin şərtlərin yaradılması davam etdirilir [104]. Cədvəl 3.2.1-də 2010-2025-ci illər dövrünün seçilmiş illəri üzrə orta illik inflyasiya və ilin sonuna uçot dərəcəsi göstərilir.

Cədvəl 3.2.1. Azərbaycanda orta illik inflyasiya və ilin sonuna uçot dərəcəsi: 2010-2025-ci illərin seçilmiş illəri

İl	İllik orta inflyasiya, %	Uçot dərəcəsi (il sonu), %	Əsas hadisə
2010	5,7	3,00	Bərpa dövrü, neft qiymətlərinin artımı
2014	1,4	3,50	Sabit valyuta rejimi, aşağı inflyasiya
2015	4,0	3,00	Manatın iki dəfə devalvasiyası (fevral, dekabr)
2016	12,4	15,00	Devalvasiyanın inflyasiyaya ötürülmə effekti
2017	12,9	15,00	İkirəqəmli inflyasiya, ilin sonuna 15% uçot dərəcəsi
2018	2,3	9,75	Stabilləşdirmə, monetar yumşalma başlanır
2019	2,6	7,50	Nisbətən aşağı orta illik inflyasiya
2020	2,8	6,25	COVID-19, qlobal tələbatın azalması
2021	6,7	7,25	Bərpa, qlobal qiymət artımı
2022	13,9	8,25	Pik: ərzaq və enerji şoku
2023	8,8	8,00	May 2023-də pik 9,00%, sonra azalma
2024	2,2	7,25	Orta illik inflyasiyanın azalması
2025	5,6	6,75	Orta illik inflyasiyanın yüksəlməsi, uçot dərəcəsinin azalması

Mənbə: Azərbaycan Respublikasının Dövlət Statistika Komitəsinin istehlak qiymətləri göstəriciləri və Mərkəzi Bankın faiz dərəcələri üzrə məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir [9; 10; 18].

Qeyd: İnflyasiya orta illik göstəricidir, uçot dərəcəsi isə ilin sonuna səviyyəni göstərir. Cədvəl təsviri müqayisə məqsədi daşıyır.

Cədvəl 3.2.1-də 2016-2017-ci illərdə orta illik inflyasiyanın ikirəqəmli olduğu, 2018-2020-ci illərdə azaldığı, 2021-2022-ci illərdə isə yenidən yüksəldiyi görünür. 2022-ci ildə 13,9% olan göstərici 2023-cü ildə 8,8%-ə, 2024-cü ildə 2,2%-ə enmiş, 2025-ci ildə 5,6% təşkil etmişdir [9; 10]. İnvestor baxımından qiymət artımının zəifləməsi sabit

nominal ödənişlərin alıcılıq qabiliyyətinin azalmasını yavaşladır, inflyasiyanın sürətlənməsi isə həmin ödənişlərin real dəyərinə təzyiqi artırır. Buna görə istiqraz seçimi zamanı onun gəlirliliyi saxlanılma müddəti ərzində gözlənilən inflyasiya ilə müqayisə edilməlidir.

İnflyasiya hədəflənməsi ayrıca monetar alət deyil, pul siyasətinin təşkil olunduğu rejimdir. Bu rejimdə açıq inflyasiya hədəfi, proqnozlaşdırma, şəffaf kommunikasiya və hesabatlılıq bir-birini tamamlayır. Faiz dərəcəsi və likvidlik əməliyyatları isə məqsədə çatmaq üçün istifadə edilən alətlərdir. Onların qiymətlərə təsiri ötürmə kanalları və zaman gecikmələri vasitəsilə baş verir.

İnflyasiyanın investora təsirini şərti birillik nümunə ilə göstərmək olar. İnvestor nominal dəyəri 1 000 manat olan istiqrazı həmin qiymətə alır və il sonunda əsas məbləğlə birlikdə 80 manat kupon əldə edir. Nominal gəlirlilik 8% təşkil edir. Eyni müddətdə qiymət səviyyəsi 10% yüksəldikdə əldə olunan 1 080 manatın başlanğıc dövrün qiymətləri ilə dəyəri təxminən 981,82 manat olur. Beləliklə, nominal gəlir müsbət olduğu halda real gəlirlilik təxminən −1,82% təşkil edir. Nümunədə vergi və əməliyyat xərcləri nəzərə alınmır.

Təklif edilən indeksləşdirilmiş alətlərdə ödənişlərin hesablanması üçün Dövlət Statistika Komitəsinin dərc etdiyi istehlak qiymətləri indeksindən istifadə nəzərdə tutulur. Buraxılış şərtlərində indeksin konkret sırası, baza dövrü, hesablamada istifadə edilən son müşahidə və ödənişin yenilənmə tarixi göstərilməlidir. İndeksləşdirmə seçilmiş iki tarix arasında qiymət səviyyəsinin dəyişməsinə əsaslanmalıdır. Bu məqsədlə eyni baza üzrə hesablanan indekslərin nisbətindən istifadə oluna bilər. Alternativ olaraq, əvvəlki aya nisbətən hesablanmış aylıq indekslər 100-ə bölünərək ardıcıl vurulur. Orta illik inflyasiya isə dövrün ümumi qiymət dinamikasını təsvir etmək üçün istifadə edilir.

Valyuta səbətinə bağlı buraxılışlarda hər valyutanın çəkisi, baza məzənnəsi və ödənişin hesablandığı tarix müəyyən edilməlidir. Çəkilər seçilmiş ticarət göstəriciləri əsasında əsaslandırılmalı və cəmi 100% təşkil etməlidir. Səbətin dəyişməsi valyutaların baza dövrünə nisbətən məzənnə dəyişiklikləri əsasında hesablanmalıdır. Bununla müxtəlif valyutaların nominal məzənnə səviyyələri vahid müqayisə əsasına

gətirilir. Ödənişin hansı hissəsinin indeksləşdirildiyi və tətbiq ediləcək hədlər emissiya sənədlərində əvvəlcədən göstərilməlidir.

Qoruyucu alətin seçilməsində investorun vəsaitə ehtiyac duyacağı vaxt, gəlir məqsədi və qəbul etdiyi risk səviyyəsi əsas götürülməlidir. Pilot buraxılış üzrə nəticələrin qiymətləndirilməsində cəlb edilmiş vəsait, investor tələbi, emitentin ödəniş xərcləri və təkrar bazarda ticarət imkanları birlikdə izlənilməlidir. Bu yanaşma təklif olunan sistemin mərhələli tətbiqini konkret iqtisadi göstəricilərlə əlaqələndirir.

QKB-nin inkişafı üçün bazarın cəlbediciliyini artıran, kapitalın cəlb edilməsinə şərait yaradan və risklərin idarə olunmasını yaxşılaşdıran sistemli tədbirlər görülməlidir. Peşəkar iştirakçıların fəaliyyətinə dair tələblər və nəzarət mexanizmləri bu məqsədlərlə uzlaşdırılmalıdır.

İnflyasiya və digər risklərin nəzərə alınması qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üzrə təkliflərin əsas şərtlərindəndir. Növbəti paraqrafda monetar siyasətin bu bazara təsirinin qiymətləndirilməsinin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri və tənzimləmə mexanizmləri ümumiləşdirilir.

3.3. Müasir dövrdə monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsinin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri

Azərbaycanda monetar siyasətin QKB-yə təsirinin qiymətləndirilməsi bazarın müxtəlif seqmentlərini və institusional xüsusiyyətlərini nəzərə almalıdır [66]. Mövcud mexanizmlərin təkmilləşdirilməsi ilə yanaşı, emitentlərin bazara çıxışı, investorların tərkibi və təkrar bazarın likvidliyi barədə göstəricilərin birlikdə təhlili məqsədəuyğundur.

Xarici investorların yerli qiymətli kağızlara marağını və qeyri-neft-qaz müəssisələrinin kapital bazarına çıxışını genişləndirən şərtlər ayrıca araşdırılmalıdır. Xarici iştirakın qiymətləndirilməsi üçün qeyri-rezident investorların yerləşdirmələrdə və təkrar bazar əməliyyatlarında payının ayrıca izlənilməsi məqsədəuyğundur. Bu baxımdan məlumatların açıqlanması, emitentlərin hesabatlılığı və bazara çıxış xərclərinin qiymətləndirilməsi təklif olunur.

Monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsini təkmilləşdirmək üçün siyasət qərarları, pul bazarındakı dəyişikliklər və qiymətli kağızlar üzrə nəticələr ardıcıl təhlil edilməlidir. Əvvəlcə faiz və likvidlik şəraitindəki dəyişikliklər, sonra onların dövlət istiqrazlarının gəlirliliyində və hərrac tələbində əks olunması, daha sonra isə korporativ buraxılışların şərtləri araşdırılmalıdır. Təhlildə ilkin yerləşdirmələr və təkrar bazar əməliyyatları, manat və xarici valyuta ilə buraxılmış alətlər ayrıca nəzərdən keçirilməlidir. Belə yanaşma hansı bazar seqmentində dəyişiklik baş verdiyini və onun iqtisadi mənasını daha aydın göstərir.

Müxtəlif sahələrin sürətli inkişafı və resurs imkanlarının maksimum dərəcədə səmərəli istifadəsi üçün maliyyə (pul) resursları ölkə iqtisadiyyatı üçün strateji önəm daşıyır. Bu səbəbdən daha səmərəli maliyyə-pul mexanizmlərinin işlənib hazırlanması və monetar tənzimləmənin ardıcıl həyata keçirilməsi zəruridir. Əvvəlki bölmələrdə göstərildiyi kimi, monetar siyasətin rolunu reallaşdıran alətlər və mexanizmlər (faiz dəhlizi, açıq bazar əməliyyatları, məcburi ehtiyatlar, yenidən maliyyələşdirmə, Mərkəzi Bankın notları və s.) iqtisadi fəallığın artım və zəifləmə mərhələlərində maliyyə şəraitinin tənzimlənməsində mühüm rol oynayır. Pul-kredit siyasətində faizlərin, likvidliyin və gözləntilərin idarə olunması birlikdə nəzərə alınmalıdır. Bu baxımdan Mərkəzi Bankın hazırladığı və tətbiq etdiyi tənzimləyici tədbirlər maliyyə xidmətləri bazarının funksional baxımdan səmərəli işləməsinə, eyni zamanda qiymətli kağızlar bazarında ötürmə kanallarının (faiz, likvidlik, gözlənti) dayanıqlığına ciddi təsir göstərir. Praktik müstəvidə dövriyyədə olan pul kütləsinin artırılıb-azaldılmasının analizi, iqtisadi şəraitə uyğun tənzimlənməsi və bu qərarların hərrac göstəriciləri ilə əlaqələndirilmiş şəkildə qiymətləndirilməsi pul-kredit siyasətinin təkmilləşdirilməsinin başlıca istiqamətlərindəndir.

Mərkəzi Bankın əsas məqsədi qiymət sabitliyidir [19]. Bu məqsədə yönəlmiş siyasətin qiymətləndirilməsində inflyasiyanın hədəflə müqayisəsi, qısamüddətli banklararası faizlər və bank sisteminin likvidliyi izlənilir. Notlar, repo və əks-repo, depozit əməliyyatları və məcburi ehtiyatlar isə maliyyə şəraitinə təsir göstərən alətlərdir [26]. İnflyasiya üzrə son 12 ayda qiymət dəyişməsi elan edilmiş hədəf intervalı ilə müqayisə edilməlidir. Göstərici intervaldan kənarda olduqda ən yaxın

sərhəddən fərq faiz bəndi ilə göstərilməlidir. Banklararası faizlər müvafiq tarixdə qüvvədə olan faiz dəhlizi ilə, dövlət istiqrazlarının gəlirliliyi isə eyni valyutada və oxşar ödəniş müddətləri üzrə əvvəlki göstəricilərlə müqayisə olunmalıdır. Korporativ istiqrazlar üzrə gəlirlilik fərqləri və hərraclardakı izafi tələbat da bu təhlili tamamlayır. Beləliklə, qiymət sabitliyi üzrə məqsədlə maliyyə bazarında müşahidə edilən dəyişikliklər arasında əlaqə ardıcıl izlənilir.

Səmərəli pul-kredit siyasətinin əsas keyfiyyətlərindən biri açıqlıq və şəffaflıqdır. Açıq kommunikasiya MB-yə nəzərdə tutulan effekti əldə etməkdə kömək edir: inflyasiya gözləntiləri daha yığcam intervalda formalaşır, informasiya asimmetriyası azalır, siyasət siqnalları bazar iştirakçıları tərəfindən daha düzgün qiymətləndirilir. Şəffaflıq müxtəlif formalarda təzahür edir: strateji sənədlərin, qərarların və proqnozların dərc edilməsi, mətbuat açıqlamaları və icmallar, qərarların qəbul edilməsinin iqtisadi əsaslarının və elan edilmiş hədəf intervalının aydın izahı. Bu çərçivədə açıq məlumatlandırma həm hesabatlılığı gücləndirir, həm də siyasətin etibarlılığını artırır.

Mərkəzi Bank pul-kredit göstəricilərini, ehtiyat aktivlərini və maliyyə sektoruna dair statistik məlumatları müntəzəm dərc edir [27]. Qiymətləndirmənin təkmilləşdirilməsi üçün bu məlumatların qiymətli kağızlar bazarı göstəriciləri ilə eyni dövrlər üzrə əlaqələndirilməsi təklif olunur. Müqayisədə göstəricinin ayın sonuna qalığı, dövr ərzində əməliyyat həcmi və ya orta qiymət olması aydın göstərilməlidir. Faiz qərarlarının tarixləri, not və dövlət istiqrazı hərraclarının nəticələri, habelə banklararası bazar göstəriciləri vahid təhlil cədvəlində birləşdirilə bilər. Bu yanaşma mövcud açıq məlumatlardan istifadəni asanlaşdırır və siyasət qərarlarının bazarda hansı ardıcıllıqla əks olunduğunu izləməyə kömək edir.

Qiymətli kağızlar bazarının iqtisadi əhəmiyyəti nəzərə alındıqda, onun dövlət tərəfindən tənzimlənməsi zəruri ictimai funksiyadır: məqsəd bazar iştirakçılarının fəaliyyəti, onlar arasında əməliyyat axınları və səlahiyyətli qurumların işi üzərində vahid qayda-nəzarət çərçivəsi qurmaqdır. Bu çərçivə iqtisadi, hüquqi və təşkilati təsir vasitələrindən ibarət qaydalar və məhdudiyyətlər sistemi ilə reallaşır və dövlətin ümumi iqtisadi siyasətinin icrasını dəstəkləyir. Maliyyə sisteminin dayanıqlı işləməsi

və kapitalın cəlbi praktik olaraq inkişaf etmiş, sabit bazar mühitini tələb edir. Belə şərait pul-kredit siqnallarının dövlət və korporativ qiymətli kağızlara proqnozlaşdırıla bilən şəkildə keçməsini asanlaşdırır.

Tənzimləmə və bazar infrastrukturu monetar siyasətin qiymətli kağızlara təsirinin qiymətləndirilməsində nəzərə alınmalı institusional şəraiti formalaşdırır. Emissiya, listinq, hesablaşma və məlumatların açıqlanması qaydaları emitentin bazara çıxış xərclərinə, investorun məlumat əldə etməsinə və əməliyyatların icrasına təsir edir. Buna görə bazar göstəriciləri təhlil edilərkən pul siyasəti qərarları ilə yanaşı, həmin qaydalarda və bazarın təşkilində baş vermiş dəyişikliklərin tarixləri də qeydə alınmalıdır.

Qiymətləndirmə bazası ilkin yerləşdirmələr üzrə sifariş və təklif məbləğlərini, gəlirlilik dərəcələrini, təkrar bazarda əqd həcmini və sayını, eləcə də investor kateqoriyaları üzrə mövcud məlumatları əhatə etməlidir. Məlumatların mənbəyi, ölçü vahidi, valyutası və dövrü hər göstərici üçün ayrıca göstərilməlidir. Bu qayda müxtəlif mənbələrdən əldə olunan məlumatların müqayisəsini və nəticələrin sonradan yoxlanılmasını asanlaşdırır.

Tədqiqat materialları əsasında belə qənaətə gəlmək olar ki, monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi ilə bazarın institusional inkişafı birlikdə nəzərdən keçirilməlidir. Bu məqsədlə bazar göstəricilərinin əlaqəli təhlili, tətbiq olunan metodların yoxlanılması və səlahiyyətli qurumlar arasında fəaliyyətin əlaqələndirilməsi təklif olunur. Dövlət tənzimlənməsinin prinsipləri, mexanizmləri və praktiki alətləri üzrə təkliflər "Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi sisteminin təkmilləşdirilməsi və yenilənməsi Konsepsiyası" şəklində ümumiləşdirilmişdir (bax: Şəkil 3.3.1) [44].



Şəkil 3.3.1. Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi sisteminin təkmilləşdirilməsi və yenilənməsi Konsepsiyasının əsas prinsipləri, mexanizmləri, tənzimləmə alətləri və bu sahədəki problemlərin blok-sxemi (müəllif tərəfindən hazırlanmışdır).

Özəl investorların iştirakını artırmaq üçün konkret alətlər tətbiq olunmalıdır: kiçik nominalı buraxılışlar, elektron abunə kanalları, kollektiv investisiya mexanizmləri və vergi neytrallığına dair dəqiqləşdirmələr. Vətəndaşların inamı aydın açıqlama standartları və investorların qorunması üzrə prosedurlar (müraciət-kompensasiya mexanizmi) vasitəsilə möhkəmləndirilə bilər. Maliyyə savadlılığı proqramlarında risk

və gəlir, investisiya müddəti və vəsaitin geri alınması imkanları arasındakı əlaqə aydın izah edilməlidir.

Listinqə hazırlıq üzrə metodiki dəstək, market-meykerlərin fəaliyyətinin təşviqi və yerləşdirmə təqviminin likvidlik şəraiti ilə əlaqələndirilməsi bazarın inkişafını dəstəkləyə bilər. Dövlət istiqrazlarının eyni valyutada və müqayisə olunan müddətlər üzrə gəlirliliyi korporativ istiqrazların qiymətləndirilməsində istinad gəlirliliyi kimi istifadə oluna bilər. Dövlət borclanması ilə Mərkəzi Bankın likvidlik əməliyyatlarının əlaqələndirilməsi zamanı həm büdcənin maliyyələşmə ehtiyacları, həm də pul siyasətinin məqsədləri nəzərə alınmalıdır.

Nəticələrin izlənməsi üçün dörd göstəricinin birlikdə təhlili təklif olunur. Birincisi, hərraclarda izafi tələbat təqdim edilmiş sifarişlərin ümumi məbləği ilə elan edilmiş təklifin məbləği arasındakı fərqi göstərir. Müxtəlif həcmli hərracların müqayisəsi üçün əlavə olaraq sifariş məbləğinin təklif məbləğinə nisbəti hesablana bilər. İkincisi, kəsmə qiymətinə uyğun gəlirlilik dərəcələrinin dəyişkənliyi eyni valyutada və oxşar müddətli buraxılışlar üzrə izlənilməlidir. Bu göstərici yerləşdirmə şərtlərinin zaman ərzində nə qədər dəyişdiyini göstərir.

Üçüncüsü, fərdi investorların ilkin yerləşdirmədəki payı onların əldə etdiyi qiymətli kağızların məbləğinin ümumi yerləşdirmə məbləğinə nisbəti ilə ölçülə bilər. Bu göstərici investor kateqoriyaları üzrə məlumat əsasında hesablanmalıdır. Dördüncüsü, korporativ istiqrazın gəlirliliyi ilə eyni valyutada və müqayisə olunan müddətli dövlət istiqrazının gəlirliliyi arasındakı fərq faiz bəndi ilə göstərilməlidir. Müqayisə eyni tarix üzrə aparılmalı, fərqin dəyişməsi emitentin ödəniş qabiliyyəti və qiymətli kağızın likvidliyi ilə birlikdə izah edilməlidir.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının (QKB) normal fəaliyyətinin təminatı üçün bir sıra normativ aktlar qəbul olunmuşdur ki, onların arasında “Qiymətli kağızlar bazarı haqqında” Qanun xüsusi yer tutur. Bu sənəd QKB-nin ölkə daxilində tənzimlənməsini və beynəlxalq bazarlara inteqrasiyasını əhəmiyyətli dərəcədə dəstəkləyir [37]. Bazarın milli iqtisadiyyatdakı rolunu genişləndirmək və uzunmüddətli sabitliyini təmin etmək üçün kompleks islahat çərçivəsi formalaşdırılmalıdır. Bu çərçivə beş əsas istiqamət üzrə qurulur: birincisi, qanunvericilik bazasının

təkmilləşdirilməsi və SOCAR, ASCO, AZAL kimi dövlət şirkətlərinin kapital bazarında iştirakının genişləndirilməsi, o cümlədən səhmlərinin bir hissəsinin kütləvi təklifi imkanlarının qiymətləndirilməsi; ikincisi, ilkin və təkrar bazar mexanizmlərinin, o cümlədən şəffaflıq, likvidlik və rəqabət göstəricilərinin gücləndirilməsi; üçüncüsü, dövlət və korporativ qiymətli kağızlar üzrə vergi çərçivəsinin investorlar üçün cəlbedici şəkildə tənzimlənməsi; dördüncüsü, fərdi investorların bazara cəlb olunması məqsədilə maliyyə savadlılığı təşəbbüslərinin genişləndirilməsi; beşincisi, investor hüquqlarının institusional müdafiəsi mexanizmlərinin formalaşdırılması. Bu addımların mərhələli icrası QKB-nin keyfiyyətcə yeni inkişaf mərhələsinə keçməsinə şərait yaradacaqdır.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı pul-kredit, büdcə-vergi və struktur siyasət tədbirlərinin əlaqələndirilməsini tələb edir. Mərkəzi Bank qiymət sabitliyi məqsədi çərçivəsində faiz və likvidlik şəraitinə təsir göstərir [19]. Vergi güzəştləri, büdcə maliyyələşməsi və dövlət müəssisələrinin kapital bazarında iştirakı isə müvafiq fiskal və institusional qərarlarla müəyyən edilir. Bu tədbirlərin əlaqələndirilməsi emitentlər və investorlar üçün daha aydın maliyyələşmə şəraiti yarada bilər.

Monetar siyasətin bazara təsiri faiz, kredit, aktiv qiymətləri və gözləntilər kanalları üzrə araşdırılır [97]. Praktiki qiymətləndirmədə faiz qərarlarının tarixləri ilə vergi və emissiya qaydalarındakı dəyişikliklər ayrıca qeydə alınmalıdır. Bu məlumatların birlikdə nəzərdən keçirilməsi bazar nəticələrinin iqtisadi izahını daha əsaslı edir.

Pul siyasəti qərarlarının bazara ötürülməsi zaman tələb etdiyindən qiymətləndirmədə qərarın qəbul edildiyi tarixlə bazar göstəricisinin dəyişdiyi dövr fərqləndirilməlidir. Qısamüddətli faizlər üzrə ilkin dəyişikliklər gündəlik məlumatlarla, yerləşdirmə həcmi və investor tələbi üzrə dinamika isə aylıq göstəricilərlə izlənilə bilər. Müqayisə dövrü seçilərkən məlumatların tezliyi və alətin iqtisadi xüsusiyyətləri nəzərə alınmalıdır.

Bankların qiymətli kağızlar bazarındakı rolunu qiymətləndirərkən onların likvid vəsaitləri, kreditləşməsi və qiymətli kağızlara yatırımları birlikdə təhlil edilməlidir. Bank üçün kredit, dövlət istiqrazı və korporativ istiqraz fərqli gəlir, risk və likvidlik

xüsusiyyətlərinə malik aktivlərdir. Bu aktivlər arasında seçimə faiz dərəcələri ilə yanaşı, borcalanın və emitentin maliyyə vəziyyəti, ödəniş müddəti və prudensial tələblər təsir edir. Belə təhlil bank likvidliyindəki dəyişikliklərin hərrac tələbi ilə əlaqəsini izah etməyə kömək edir.

Uzunmüddətli investisiya layihələrinin, o cümlədən işğaldan azad edilmiş ərazilərdə bərpa və inkişaf layihələrinin maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının imkanları nəzərə alınmalıdır. Belə layihələr üçün istiqraz buraxılışı qiymətləndirilərkən vəsaitin istifadə istiqaməti, layihənin gəlir yaratma müddəti və borca xidmət mənbələri müəyyən edilməlidir. Monetar şərait bu buraxılışların faiz xərclərinə və investor tələbinə təsir edən amillərdən biridir. Qiymətləndirmədə layihənin maliyyə dayanıqlığı ilə bazarda mövcud borclanma şərtlərinin birlikdə təhlili məqsədəuyğundur.

Monetar siyasət rejiminin seçimi iqtisadiyyatın quruluş xüsusiyyətləri və ölçülə bilən göstəriciləri (ÜDM, sənaye istehsalı, tədiyyə balansı və s.), əhalinin gəlir və sosial təminat səviyyəsi, eləcə də iqtisadiyyatın açıqlığı (xarici bazarlara inteqrasiya dərəcəsi) nəzərə alınmaqla həyata keçirilir. Bu çərçivədə mərkəzi bankın başlıca məqsədi qiymət sabitliyinin qorunması və maliyyə şərtlərinin sabitləşdirilməsi yolu ilə dayanıqlı artım üçün əlverişli mühit formalaşdırmaqdır. Pul təklifi və qısamüddətli faizlər alətlər vasitəsilə idarə olunur, real artıma dəstək dolayı kanallarla verilir. Praktik müstəvidə məqsəd qısa faizlərin, likvidlik əməliyyatlarının və kommunikasiya xəttinin elə qurulmasıdır ki, maliyyə şərtləri proqnozlaşdırıla bilən olsun və dövlət/korporativ qiymətli kağızların qiymətlənməsinə aydın keçid təmin edilsin.

Pul siyasəti qərarları hazırlanarkən Mərkəzi Bank inflyasiyanı, iqtisadi fəallığı, məzənnə şəraitini və büdcə əməliyyatlarının likvidliyə təsirini qiymətləndirir. Aidiyyəti dövlət qurumları ilə məlumat mübadiləsi pul siyasəti tədbirlərinin dövlət borclanması və büdcə əməliyyatları ilə əlaqələndirilməsinə xidmət edir. Faiz dərəcələri və likvidlik alətləri bu qiymətləndirmə əsasında iqtisadi şəraitə uyğun tətbiq olunur. Qiymətli kağızlar bazarına təsirin təhlili üçün qərarların tarixləri və alətlərin tətbiq həcmləri ayrıca qeydə alınmalıdır.

Pul bazası, Mərkəzi Bankın notları və yenidən maliyyələşdirmə həcmi üzrə göstəricilər bank sistemindəki likvidlik şəraitinin müxtəlif tərəflərini əks etdirir. Dissertasiyanın 2.3-cü paraqrafında həmin göstəricilərlə dövlət istiqrazlarının ilkin hərraclarında izafi tələbat arasındakı əlaqə qiymətləndirilmişdir. Bu nəticələr pul bazarı göstəricilərinin hərrac tələbi ilə birlikdə təhlilinin əhəmiyyətini göstərir.

Qiymətləndirmənin təkmilləşdirilməsi üçün həcm göstəriciləri faiz dərəcələri və alətlərin tətbiq tarixləri ilə tamamlanmalıdır. Xüsusilə 2022-ci ildə yenilənmiş əməliyyat çərçivəsi banklararası faizlərin və likvidlik əməliyyatlarının əlaqəli təhlilini aktuallaşdırır [26]. Bu yanaşma monetar göstəricinin hansı iqtisadi şəraitdə dəyişdiyini və dəyişmənin dövlət istiqrazlarına tələbdə necə əks olunduğunu izah etməyə kömək edir.

Qiymətləndirmənin davamlı aparılması üçün aylıq məlumat cədvəlinin və rüblük analitik icmalın hazırlanması təklif olunur. Aylıq cədvəldə faiz dəhlizi, banklararası faizlər, likvidlik göstəriciləri və hərrac nəticələri eyni dövrlər üzrə təqdim edilməlidir. Rüblük icmalda isə göstəricilərin dəyişməsi, həmin dövrdə qəbul edilmiş siyasət qərarları və bazar hadisələri birlikdə izah olunmalıdır. Hər göstərici üzrə məlumat mənbəyi, hesablanma qaydası və yenilənmə tarixi saxlanılmalıdır. Məlumat olmayan dövrlər ayrıca işarələnməli, sonradan edilən statistik düzəlişlər əvvəlki qiymətləndirmə ilə müqayisəni mümkün etməlidir. Bu iş mövcud proqnozlaşdırma və təhlil imkanlarını qiymətli kağızlar bazarının göstəriciləri ilə tamamlayır, həmçinin monetar ötürmə mexanizminin təkmilləşdirilməsi istiqaməti ilə uzlaşır [13; 104].

Təklif olunan tədbirlərin nəticəliliyi qiymətləndirilərkən hər tədbirin məqsədi ilə ölçülən göstərici arasında uyğunluq olmalıdır. Məsələn, listinq xərclərinin azaldılması üzrə tədbir yeni emitentlərin və buraxılışların sayı ilə, market-meyker fəaliyyətinin təşviqi isə alış-satış qiymət fərqi və ticarətin davamlılığı ilə izlənilə bilər. İnvestor bazasının genişləndirilməsi üzrə tədbirlərdə fərdi və institusional investorların iştirak göstəriciləri əsas götürülməlidir. Hər tədbir üçün ilkin vəziyyət, tətbiq müddəti və məlumat mənbəyi göstərilməsi nəticələrin müqayisəsini asanlaşdırır. Belə qiymətləndirmə bazarın institusional inkişafı üzrə təklifləri konkret nəticələrlə əlaqələndirir.

Monetar tənzimlənmənin hüquqi əsasları "Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı haqqında" 10 dekabr 2004-cü il tarixli Qanunda müəyyən edilir. Pul və məzənnə siyasəti üzrə qərarların qəbulu Mərkəzi Bankın funksiyalarına daxildir. Onun müstəqilliyi və dövlətlə münasibətləri həmin Qanunla tənzimlənir [19].

Monetar alətlərin tətbiqi inflyasiya perspektivinə və maliyyə bazarındakı şəraitə uyğun seçilməlidir. Artıq likvidliyin yığılması və inflyasiya təzyiqlərinin güclənməsi şəraitində likvidliyin cəlb edilməsi, bank sisteminin qısamüddətli vəsait ehtiyacı yarandıqda isə likvidliyin verilməsi məqsədəuyğun ola bilər. Qiymətli kağızlar bazarında bu əməliyyatların nəticəsi hərrac tələbinin, gəlirliliyin və maliyyələşmə xərclərinin dəyişməsi üzrə izlənilməlidir. Məqsəd qiymət sabitliyi ilə uyğun maliyyə şəraitini təmin etməkdir.

Bu baxımdan təkmilləşdirmə tədbirləri hazırlanarkən iqtisadiyyatın quruluşu, investorların tərkibi və emitentlərin maliyyələşmə ehtiyacları birlikdə nəzərə alınmalıdır. Eyni faiz və likvidlik dəyişikliyi dövlət istiqrazlarına, bankların investisiya qərarlarına və korporativ buraxılışlara fərqli şəkildə ötürülə bilər. Təhlilin bazar seqmentləri üzrə aparılması tənzimləyici tədbirlərin daha dəqiq əsaslandırılmasına xidmət edir.

Hazırkı dövrdə iqtisadi inkişaf modelinin yenilənməsi makromaliyyə sabitliyinin qorunub gücləndirilməsini və pul-kredit siyasətinin beynəlxalq meyarlara uyğunlaşdırılmasını zəruri edir. Göstərilən nəticələrə çatmaq baxımından qiymətli kağızlar bazarının dərinləşdirilməsi prioritetdir. Bu prosesdə monetar siyasətin təsirinin artırılması isə vacib tamamlayıcı amildir.

Bunlarla bərabər, yaxın perspektivdə Azərbaycanda monetar siyasətin gücləndirilməsi və ölkənin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin artırılması üçün monetar siyasətlə bağlı təkmilləşdirmələr aparılmalı və onun tənzimlənməsi təmin olunmalıdır. Monetar tənzimləmə sisteminin təşkilinin əsas prinsiplərinə bunlar aid edilməlidir:

1. Hazırkı dövrdə tənzimləyici funksiyaları yerinə yetirən dövlət strukturları, o cümlədən Mərkəzi Bank özünün səlahiyyətləri daxilində olan tənzimləmə alətlərini prinsipial yanaşmalar üzərində formalaşdırmalı və tətbiq etməlidir. Bu yanaşmaların əsasında müstəqillik prinsipi ön plana çıxarılmalıdır. Mərkəzi Bankın qanunla

müəyyən edilmiş funksiya və səlahiyyətlərini həyata keçirərkən müstəqilliyi təmin edilməlidir. Həyata keçirilən tədbirlər və tənzimləmə mexanizmləri prinsipial olaraq qanunlara və normativ sənədlərə söykənməlidir.

2. Nəzərə almaq lazımdır ki, monetar siyasətin hazırlanması və reallaşdırılması, monetar tənzimləmə proseslərinin idarə olunması mərkəzdən idarəetmə prinsipinə əsaslanır və bununla bağlı səlahiyyətlər Mərkəzi Banka məxsusdur.

3. Monetar siyasətin məqsədləri, izlənilən göstəricilər və tətbiq olunan alətlər bir-biri ilə uyğunlaşdırılmalıdır. Alətlər üzrə qərarlar qiymət sabitliyi məqsədinə xidmət etməli, nəticələr banklararası faizlər, likvidlik və bazar göstəriciləri vasitəsilə izlənilməlidir.

4. Monetar siyasətin reallaşdırılması zamanı şəffaflıq prinsipinin qorunması və obyektivliyin gözlənilməsi vacib şərtlərdəndir.

Sadalanan yanaşma və prinsiplərdən irəli gələrək belə qənaətə gəlmək olar ki, ölkədə pul-kredit siyasətinin həyata keçirilməsi və iqtisadi inkişafın dinamikliyinə yönəlmiş monetar tənzimləmə alətlərinin tətbiqi üçün başlıca şərtlərdən biri tənzimləyici orqan qismində Mərkəzi Bankın səlahiyyətli strukturlarının institusional və əməli müstəqilliyinin yüksək səviyyədə təmin olunmasıdır. Məhz bu müstəqillik qərarların vaxtında və əsaslandırılmış şəkildə qəbuluna, alətlərin iqtisadi şəraitə çevik uyğunlaşdırılmasına və siyasət siqnallarının bazara proqnozlaşdırıla bilən ötürülməsinə imkan verir. Bu proseslər çərçivəsində Mərkəzi Bankın reallaşdırdığı monetar tənzimləmə tədbirləri makroiqtisadi sabitliyin və maliyyə sabitliyinin təmin edilməsi üzrə prioritetlərlə uzlaşır, qiymət sabitliyi, maliyyə dayanıqlığı və dayanıqlı artım hədəflərinə sistemli xidmət edir.

Monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi müşahidə olunan göstəricilərə və aydın müqayisə meyarlarına əsaslanmalıdır. Azərbaycanda QKB-nin inkişafı üçün perspektivli fəaliyyət istiqamətləri kimi aşağıdakıları qeyd etmək olar. Bu istiqamətlərin hər biri üzrə sistemli, ardıcıl və təsirli tədbirlər görülməli, işlək fəaliyyət mexanizmləri hazırlanmalı və məhsuldar praktiki alətlər tətbiq olunmalıdır:

- Qiymətli kağızlar bazarının inkişafını dəstəkləmək üçün qanunvericilik və prudensial tələblərin risklərə uyğun təkmilləşdirilməsi təklif olunur. Dövlət müəssisələrinin, o cümlədən SOCAR, ASCO və AZAL kimi şirkətlərin korporativ istiqraz buraxılışlarına bank və sığorta şirkətlərinin investisiyasını təşviq etmək məqsədilə kapital tələblərinin yumşaldılması imkanları qiymətləndirilməlidir. Bu zaman emitentin kredit keyfiyyəti, istiqrazın likvidliyi və investorun portfelində riskin cəmləşməsi əsas götürülməlidir. Bununla yanaşı, dövlətin mülkiyyət və özəlləşdirmə qərarları çərçivəsində uyğun dövlət şirkətlərinin səhmlərinin bir hissəsinin kütləvi təklifi imkanlarının araşdırılması təklif olunur. Səhm yerləşdirmələrində minoritar səhmdarların hüquqları, məlumatların açıqlanması və korporativ idarəetmə tələbləri əvvəlcədən müəyyən edilməlidir;
- ölkəmizdə fond bazarına dövlət nəzarətinin təkmilləşdirilməsi, iqtisadi subyektlərin səhmlərinin Bakı Fond Birjasında fəal şəkildə kotirovka edilməsi və alqı-satqı həcminin artırılması üçün konkret stimullaşdırma tədbirlərinin tətbiqi məqsədəuyğundur. Xüsusilə listinq haqlarına dövlət subsidiyalarının verilməsi, emitentlərə vergi güzəştlərinin tətbiqi və IPO prosedurlarının sadələşdirilməsi əsas istiqamətlər kimi nəzərdə tutulur;
- Azərbaycanda kapital bazarının fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi və borc kapitalı bazarının inkişafı istiqamətində iki əsas seqment üzrə tədbirlər həyata keçirilməlidir: birincisi, korporativ istiqrazlar bazarının dərinləşdirilməsi məqsədilə emitentlərə vergi güzəştlərinin tətbiqi və emissiya prosedurlarının sadələşdirilməsi; ikincisi, bələdiyyə istiqrazları üzrə mövcud normativ tələblərin praktiki tətbiqinin dəstəklənməsi və bu alətlərdən yerli infrastruktur layihələrinin maliyyələşdirilməsində istifadə imkanlarının inkişaf etdirilməsi məqsədəuyğundur. Bunun üçün potensial emitentlərin maliyyə hesabatları, borca xidmət mənbələri və layihələrdən əldə ediləcək gəlirlər qiymətləndirilməli, pilot buraxılışlar üzrə metodiki dəstək göstərilməlidir;
- qiymətli kağızlar bazarında məlumatların açıqlanması və analitik istifadəsinin təkmilləşdirilməsi təklif olunur. Mərkəzi Bankın mövcud Məlumatların Elektron

Açıqlanması Sistemi (MEAS) bu istiqamətdə istifadə edilən informasiya mənbələrindən biridir. Emitentlərin hesabatlarının dövrlər üzrə müqayisəsini asanlaşdıran vahid təqdimat formatlarının inkişafı, əhəmiyyətli korporativ hadisələrin qiymətli kağız göstəriciləri ilə əlaqələndirilməsi və məlumatların avtomatik emal imkanlarının genişləndirilməsi məqsədəuyğundur. Bu funksiyalar mövcud sistemlərlə əlaqəli vahid məlumat mühitində inkişaf etdirilə bilər. Təklifin məqsədi açıqlanan məlumatların müqayisəsini və investisiya təhlilində istifadəsini asanlaşdırmaqdır;

– investorların vasitəçilər qarşısındakı hüquqlarının müdafiəsini gücləndirmək məqsədilə xüsusi investor müdafiəsi fondunun yaradılması təklif olunur. Fondun kompensasiya mexanizmi investisiya şirkətinin müştəriyə məxsus pul vəsaitlərini və ya qiymətli kağızları qaytara bilməməsi hallarını əhatə etməlidir. Bazar qiymətlərinin adi dəyişməsi nəticəsində yaranan investisiya itkiləri bu kompensasiyanın predmetinə daxil edilmir. Fondun maliyyələşmə mənbələri, iştirakçıların öhdəlikləri, kompensasiya həddi və müraciətlərə baxılma qaydası onun fəaliyyət mexanizminin tərkib hissələri kimi müəyyən edilməlidir.

Bank əmanətləri üzrə Əmanətlərin Sığortalanması Fondu hər iştirakçı bankda qorunan əmanətlər üçün ümumi kompensasiya həddini 100 min manat göstərir [34]. Qiymətli kağızlar üzrə təklif olunan mexanizm isə investorun vasitəçidə saxlanılan aktivlərinin qaytarılmasına yönəlir. Mərkəzi Bankın 2024-cü il hesabatında investorların sığortalanması mexanizmi ilə bağlı qanun dəyişikliyi layihəsinin hazırlanaraq Nazirlər Kabinetinə təqdim edildiyi bildirilir [12]. Bu institusional təşəbbüs nəzərə alınmaqla fondun təşkilati modeli və mövcud müdafiə mexanizmləri ilə əlaqəsi müəyyən edilməlidir.

Tədqiqatın əsas nəticələri növbəti bölmədə ümumiləşdirilir. Təklif olunan tədbirlər monetar siyasətlə qiymətli kağızlar bazarı arasındakı əlaqələrin daha dəqiq qiymətləndirilməsinə və bazar infrastrukturunun təkmilləşdirilməsinə yönəlir. Onların tətbiqində makroiqtisadi sabitlik, maliyyə riskləri və qeyri-neft-qaz sektorunun maliyyələşmə ehtiyacları nəzərə alınmalıdır.

NƏTİCƏ

Tədqiqatda monetar siyasətlə Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarı arasındakı əlaqələr nəzəri, statistik və ekonometrik baxımdan araşdırılmışdır. Pul bazarındakı faiz və likvidlik şəraitinin dövlət istiqrazlarına tələblə əlaqəsi, dövlət və korporativ qiymətli kağızlar bazarının inkişaf xüsusiyyətləri, habelə investorların inflyasiya riskindən qorunması imkanları ümumiləşdirilmişdir. Əldə olunan nəticələr monetar göstəricilərin bazar məlumatları ilə birlikdə qiymətləndirilməsinin, maliyyə alətlərinin şaxələndirilməsinin və investor müdafiəsinin təkmilləşdirilməsinin əhəmiyyətini göstərir.

Tədqiqatın əsas nəticələri və elmi yenilikləri aşağıdakılardır:

1. Monetar siyasətin dövlət tərəfindən dövrün tələblərinə uyğun təmin edilməsi strateji əhəmiyyət kəsb edir. Mərkəzi Bankın qanunla müəyyən edilmiş funksiya və səlahiyyətləri çərçivəsində institusional müstəqilliyinin qorunması və monetar siyasətin vahid prinsiplər əsasında həyata keçirilməsi mühüm əhəmiyyət daşıyır. Qiymət sabitliyi məqsədinin, əməliyyat göstəricilərinin və tətbiq olunan alətlərin uyğunlaşdırılması, eləcə də qərarların iqtisadi əsaslarının aydın izahı monetar siyasətin səmərəli həyata keçirilməsini dəstəkləyir.
2. Beynəlxalq təcrübənin müqayisəsi göstərir ki, monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına ötürülməsi ölkənin maliyyə sisteminin quruluşundan, məzənnə rejimindən və bazar infrastrukturundan asılıdır. Azərbaycan üçün bu təcrübənin tətbiqində faiz və likvidlik alətlərinin yerli bazarın xüsusiyyətlərinə uyğunluğu əsas götürülməlidir. Dövlət istiqrazlarının gəlirlilik göstəricilərindən korporativ buraxılışların qiymətləndirilməsində istifadə, qərarların iqtisadi əsaslarının aydın izahı və bazar məlumatlarının müqayisəli təhlili bu baxımdan mühüm istiqamətlərdir.
3. Səmərəli pul-kredit siyasətinin icrası, tənzimləmə-nəzarət mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi və özünütənzimləyən təşkilatların (ÖTQ) institusional müstəqilliyinin gücləndirilməsi bu sahədəki əsas problemlərin mərhələli həllinə şərait yaradır. Yaxın perspektiv üçün Azərbaycanda monetar siyasət alətlərinin

iqtisadi şəraitə uyğunlaşdırılması və tənzimləyici addımların ardıcıl icrası zəruridir. Bu, faiz və likvidlik şəraitindəki dəyişikliklərin qiymətli kağızların gəlirliliyinə ötürülməsini daha aydın izləməyə kömək edə bilər.

4. İnflyasiya riskinin təhlili göstərir ki, qiymətli kağızların investor üçün cəlbediciliyi nominal gəlirlə yanaşı, həmin gəlirin alıcılıq qabiliyyətindən də asılıdır. Qiymət artımı sabit nominal ödənişlərin real dəyərini azaldır, inflyasiya gözləntilərindəki dəyişikliklər isə investorların tələb etdiyi gəlirliliyə və borclanma şərtlərinə təsir göstərir. Buna görə investisiya qərarlarında qiymətli kağızın gəlirliliyi, ödəniş müddəti və gözlənilən inflyasiya birlikdə qiymətləndirilməlidir. Bu nəticə inflyasiyaya bağlı alətlərin və risklərin idarə olunması mexanizmlərinin inkişaf etdirilməsi təklifini əsaslandırır.
5. Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının təhlilində ilkin yerləşdirmələrlə təkrar bazar əməliyyatlarının, eləcə də manat və xarici valyutada korporativ buraxılışların fərqli dinamikası müəyyən edilmişdir. Bu nəticə bazarın inkişafının qiymətləndirilməsində əməliyyatların ümumi həcmi ilə yanaşı, yeni maliyyə vəsaitlərinin cəlb olunmasını, ticarətin davamlılığını və investor iştirakını ayrıca nəzərə almağın əhəmiyyətini göstərir. Korporativ buraxılışların inkişafı, təkrar bazar likvidliyi və investor müdafiəsi bir-birini tamamlayan istiqamətlər kimi əsaslandırılmışdır. Maliyyə alətlərinin və investisiya imkanlarının genişləndirilməsi üzrə təkliflər bu istiqamətlərlə əlaqələndirilmişdir.
6. Monetar siyasətlə ümumi iqtisadi siyasətin əlaqələndirilməsində qiymət sabitliyi məqsədi və ayrı-ayrı qurumların səlahiyyətləri əsas götürülməlidir. Qeyri-neft-qaz sektorunun inkişafı və iqtisadiyyatın şaxələndirilməsi üçün uzunmüddətli maliyyələşmə imkanlarının genişləndirilməsi əhəmiyyət daşıyır. Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı müəssisələrin bu maliyyə resurslarına çıxışını dəstəkləyə bilər.
7. Pul-kredit, büdcə-vergi və məzənnə siyasəti tədbirlərinin əlaqələndirilməsi bazarda maliyyələşmə şərtlərinin daha aydın formalaşmasına xidmət edə bilər. Bu baxımdan dövlət borclanması, büdcə əməliyyatları və monetar likvidlik alətləri üzrə məlumatların birlikdə nəzərdən keçirilməsi məqsədəuyğundur. Tədqiqatda

irəli sürülmüş təkliflər həmin əlaqələndirmənin və qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişafının təkmilləşdirilməsinə yönəlir.

8. 2017-2025-ci illər üzrə aylıq məlumatlar əsasında dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbatın pul bazası, dövriyyədə olan Mərkəzi Bank notları və yenidən maliyyələşdirmə həcmi ilə əlaqəsi EViews 14 proqramında qiymətləndirilmişdir. Səviyyə reqressiyasında hər üç göstərici ilə müsbət əlaqə müəyyən edilmişdir. ARDL(1,1,1,1) və ARDL(2,1,1,1) modellərində də uzunmüddətli əmsallar müsbət olmuş və 1% səviyyəsində statistik əhəmiyyət daşımışdır. Engle-Granger və Yohansen testlərinin laq seçiminə həssaslığı nəzərə alınaraq, uzunmüddətli əlaqə barədə nəticə bu testlərlə ARDL yoxlamalarının birlikdə qiymətləndirilməsinə əsaslanır.
9. Xəta Düzəltmə Modelində əvvəlki ayın qalığının əmsalı −0.753 olmuşdur. Uzunmüddətli əlaqə qəbul edildikdə, bu qiymət əvvəlki ayda həmin əlaqədən yaranmış kənarlaşmanın növbəti ayda təxminən 75% azalmasına uyğun gəlir. Monetar göstəricilərin cari aylıq dəyişmələri üzrə əmsallar isə 5% səviyyəsində statistik əhəmiyyətli olmamışdır. Beləliklə, əldə olunan nəticələr uzunmüddətli müsbət əlaqəni və bu əlaqədən yaranan kənarlaşmanın azalma sürətini səciyyələndirir.
10. Empirik nəticələr və bazarın institusional təhlili əsasında üç praktiki istiqamət təklif olunur:

    Birinci. Dövlət istiqrazları hərraclarında izafi tələbat pul bazası, dövriyyədə olan notlar və yenidən maliyyələşdirmə göstəriciləri ilə birlikdə müntəzəm izlənilməlidir. Bu göstəricilərin aylıq məlumatlar əsasında müqayisəsi bank sistemindəki likvidlik şəraiti ilə hərrac tələbi arasındakı əlaqənin qiymətləndirilməsinə xidmət edir. Təhlildə sifariş və təklif məbləğləri, istiqrazın müddəti və gəlirliliyi də nəzərə alınmalıdır.

    İkinci. Yenidən maliyyələşdirmə və not əməliyyatlarının təqviminin dövlət istiqrazları hərracları ilə əlaqəli planlaşdırılması imkanlarının qiymətləndirilməsi təklif olunur. Bu zaman dövlətin borclanma ehtiyacları, bankların likvidlik vəziyyəti və Mərkəzi Bankın qiymət sabitliyi məqsədi birlikdə nəzərə alınmalıdır.

Əlaqələndirmə üzrə tədbirlərin seçilməsində həmin dövrün faktiki hərrac və likvidlik göstəricilərindən istifadə edilməsi məqsədəuyğundur.

Üçüncü. Monetar göstəricilərlə hərrac tələbi arasındakı əlaqə qiymətləndirilərkən cari aylıq dəyişmələr və uzunmüddətli münasibət fərqləndirilməlidir. Modeldə uzunmüddətli əmsalların müsbət və statistik əhəmiyyətli olması ilə cari aylıq əmsalların statistik əhəmiyyətli olmaması bu fərqləndirmənin vacibliyini göstərir. Praktiki qərarlarda üç göstəricinin birlikdə izlənilməsi və nəticələrin müvafiq zaman dövrü üzrə şərh edilməsi məqsədəuyğundur.

Tədqiqatın nəzəri, empirik və institusional nəticələri əsasında qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsinin təkmilləşdirilməsinə dair konseptual çərçivə işlənib hazırlanmış və aşağıdakı tədbirlər təklif edilmişdir:

- Dövlət müəssisələrinin, o cümlədən SOCAR, ASCO və AZAL kimi şirkətlərin korporativ istiqrazlarına bank və sığorta şirkətlərinin investisiyasını dəstəkləmək üçün emitentin kredit keyfiyyəti, istiqrazın likvidliyi və portfeldə riskin cəmləşməsi nəzərə alınmaqla kapital tələblərinin yumşaldılması imkanlarının qiymətləndirilməsi; bununla yanaşı, dövlətin mülkiyyət və özəlləşdirmə qərarları çərçivəsində uyğun dövlət şirkətlərinin səhmlərinin bir hissəsinin kütləvi təklifi imkanlarının araşdırılması;
- Fond bazarının inkişafı üçün emitentlərə vergi güzəştlərinin tətbiqi, listinq haqlarına dövlət subsidiyalarının verilməsi və səhmlərin ilkin kütləvi təklifi (IPO) prosedurlarının sadələşdirilməsi;
- Borc kapitalı bazarının inkişafı üçün korporativ istiqrazlar bazarının dərinləşdirilməsi və bələdiyyə istiqrazları üzrə mövcud normativ tələblərin praktiki tətbiqinin dəstəklənməsi; yerli infrastruktur layihələrinin maliyyələşdirilməsi məqsədilə potensial emitentlərin borca xidmət imkanlarının qiymətləndirilməsi və pilot buraxılışlara metodiki dəstəyin göstərilməsi;
- Mərkəzi Bankın Məlumatların Elektron Açıqlanması Sistemi (MEAS) və digər mövcud informasiya mənbələri əsasında emitentlərin hesabatlarının müqayisəsini, korporativ hadisələrin bazar göstəriciləri ilə əlaqələndirilməsini və

məlumatların avtomatik emalını asanlaşdıran vahid məlumat mühitinin inkişaf etdirilməsi;

- İnvestorların vasitəçilər qarşısındakı hüquqlarının müdafiəsini gücləndirmək məqsədilə xüsusi investor müdafiəsi fondunun yaradılması; fondun əhatə dairəsinin investisiya şirkətinin müştəriyə məxsus pul vəsaitlərini və ya qiymətli kağızları qaytara bilməməsi halları ilə məhdudlaşdırılması, adi bazar qiyməti itkilərinin kompensasiya predmetinə daxil edilməməsi.

11. Tədqiqatın əsas praktiki nəticəsi olaraq Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarı üçün inflyasiyadan qoruyucu maliyyə alətləri sisteminin üç səviyyəli arxitekturasının tətbiqi təklif edilmişdir (bax: Şəkil 3.2.1). Sistem investorların inflyasiya riskindən qorunması imkanlarını genişləndirmək məqsədilə bazarın institusional xüsusiyyətləri və maliyyə alətlərinin təhlili əsasında hazırlanmışdır. Sistem birinci səviyyədə inflyasiyaya bağlı dövlət istiqrazlarını, ikinci səviyyədə inflyasiyaya bağlı kuponlu korporativ istiqrazları və xarici valyuta gəlirləri olan emitentlər üçün xarici valyuta səbətinə bağlı korporativ istiqrazları, üçüncü səviyyədə isə vergi güzəştli inflyasiyaya həssas investisiya hesabları, inflyasiyaya bağlı sığorta məhsulları və inflyasiyaya bağlı törəmə alətlər platformasını əhatə edir. Sistemin beş illik mərhələli tətbiqi nəzərdə tutulmuşdur: 1-2-ci illərdə birinci səviyyənin pilot icrası, 2-3-cü illərdə korporativ emitentlərin cəlbi ilə ikinci səviyyənin formalaşdırılması, 3-5-ci illərdə isə üçüncü səviyyənin institusional çərçivəsinin tamamlanması.

İrəli sürülmüş təklif və tövsiyələrin tətbiqinin monetar siyasətlə qiymətli kağızlar bazarı arasındakı əlaqələrin daha əsaslı qiymətləndirilməsinə, müəssisələrin maliyyələşmə imkanlarının genişlənməsinə və investorların hüquqlarının qorunmasına töhfə verəcəyi gözlənilir. Təkliflər dövlət və korporativ qiymətli kağızlar bazarının inkişafını investorların real gəlirlərinin qorunması ilə əlaqələndirir.

İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI:

Azərbaycan dilində:

1. ABB. Dayanıqlı İnkişaf Hesabatı 2024. [Elektron resurs]. URL: https://abb-bank.az/storage/uploads/files/1746680054_ABB%20Dayan%C4%B1ql%C4%B1%20%C4%B0nki%C5%9Faf%20Hesabat%C4%B1%202024.pdf (müraciət tarixi: 21.09.2026).
2. Axundov, F.T. Azərbaycan Respublikası dövlət qiymətli kağızlar bazarının modelləşdirilməsi. Fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dis. avtoreferatı, / - Bakı, 2021. -24 s.
3. Ataşov, B.X. Maliyyə bazarları. / B.X. Ataşov - Bakı: Kooperasiya nəşriyyatı, - 2016. - 456 s.
4. Ataşov, B.X., Rəsulova, G.R. Maliyyə bazarlarının milli iqtisadiyyatda rolunun qiymətləndirilməsi // "Kooperasiya" elmi-praktiki jurnalı. - 2021. №1(60), - s. 5-11.
5. Azərbaycan 2030: sosial-iqtisadi inkişafa dair Milli Prioritetlər. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2021-ci il 2 fevral tarixli Sərəncamı ilə təsdiq edilmişdir [Elektron resurs]. URL: https://president.az/az/articles/view/50474 (müraciət tarixi: 30.09.2026).
6. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin "Maliyyə xidmətləri bazarında tənzimləmə və nəzarət sisteminin idarəedilməsinin təkmilləşdirilməsi haqqında" Sərəncamı. 28.11.2019. [Elektron resurs]. URL: https://president.az/az/articles/view/35001 (müraciət tarixi: 21.09.2026).
7. Azərbaycan Respublikası. "Rəqəmsal dövlət maliyyəsi" informasiya sistemi haqqında Əsasnamə. [Elektron resurs]. URL: https://president.az/az/articles/view/71405/print (müraciət tarixi: 18.09.2026).
8. Azərbaycan Respublikasında maliyyə xidmətlərinin inkişafına dair Strateji Yol Xəritəsi. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2016-cı il 6 dekabr tarixli Fərmanı ilə təsdiq edilmişdir [Elektron resurs]. URL: https://president.az/az/articles/view/22046 (müraciət tarixi: 30.09.2026).

9. Azərbaycan Respublikasının Dövlət Statistika Komitəsi. Azərbaycanda qiymətlər 2025. Statistik məcmuə. Bakı, 2025. [Elektron resurs]. URL: https://www.stat.gov.az/menu/6/statistical_yearbooks/source/prices_2025.pdf (müraciət tarixi: 21.09.2026).
10. Azərbaycan Respublikasının Dövlət Statistika Komitəsi. Sosial, iqtisadi inkişaf: yanvar-dekabr 2025. Məruzə №12, 19 yanvar 2026. [Elektron resurs]. URL: https://www.stat.gov.az/news/source/doklad_2025-12.pdf (müraciət tarixi: 21.09.2026).
11. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. 2024-2026-cı illərdə maliyyə sektorunun inkişaf Strategiyası [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/pages/strategy (müraciət tarixi: 30.09.2026).
12. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. 2024-cü il ərzində əsas məqsəd və funksiyaların həyata keçirilməsi barədə hesabat. 21 s. [Elektron resurs]. URL: https://uploads.cbar.az/assets/79a4c47c21e7c3c28a0d235f8.pdf (müraciət tarixi: 21.09.2026).
13. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının 2025-ci il üçün pul siyasətinin əsas istiqamətləri barədə bəyanatı. [Elektron resurs]. URL: https://uploads.cbar.az/assets/6ae7605fde03d511903a80390.pdf (müraciət tarixi: 20.09.2026).
14. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının İdarə Heyəti tərəfindən Yaşıl Taksonomiya təsdiqlənib. 13.11.2024. [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/press-release-4867/the-management-board-of-the-central-bank-of-the-republic-of-azerbaijan-approved-the-green-taxonomy (müraciət tarixi: 20.09.2026).
15. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Azərbaycanda ilk dəfə olaraq Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankının manatda AZIR indeksinə bağlı üzən faizli istiqrazları yerləşdirilib. 01.10.2025. [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/press-release-5283/avropa-yenidnqurma-v-inkisaf-banki-azrbaycanda-ilk-df-olaraq-kutlvi-tklif-usulu-il-manatda-istiqraz-yerlsdirib (müraciət tarixi: 21.09.2026).

16. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Banklararası təminatsız pul bazarında istinad faiz dərəcəsinin (AZIR) hesablanması və açıqlanması üzrə yeni qaydalar təsdiq olunub. 15.05.2025. [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/press-release-5113/view (müraciət tarixi: 20.09.2026).
17. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Faiz dəhlizinin parametrləri haqqında. 01.02.2023. [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/press-release-4093/on-interest-rate-corridor-parameters (müraciət tarixi: 20.09.2026).
18. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Faiz dərəcələri: yenidənmaliyyələşdirmə dərəcəsinin tarixi göstəriciləri. [Elektron resurs]. URL: https://uploads.cbar.az/assets/da769ae89dd3ae6336feac2b6.xlsx (müraciət tarixi: 21.09.2026).
19. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu. - Bakı, 10 dekabr 2004. [Elektron resurs]. URL: https://uploads.cbar.az/assets/ca6c6c4dec6b4fb9d25bc9191.pdf (müraciət tarixi: 18.09.2026).
20. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Qiymətli kağızlar bazarı üzrə əsas göstəricilər. Cədvəl 3.5. Elektron statistik sıra, 26.08.2026 tarixində yenilənib; istifadə olunan dövr: 2010-2025-ci illər. [Elektron resurs]. URL: https://uploads.cbar.az/assets/deeaa533f7ad48ce249b1ef8f.xlsx (müraciət tarixi: 21.09.2026).
21. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Qiymətli kağızlar bazarının icmal göstəriciləri: 2020-2025-ci illərin yanvar-dekabr dövrləri üzrə illik cədvəllər. [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/page-190/capital-market (müraciət tarixi: 21.09.2026).
22. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Məcburi ehtiyatların norması, hesablanması və saxlanması Qaydası. [Elektron resurs]. URL: https://uploads.cbar.az/assets/eb9071e62dfb3044042bfb672.pdf (müraciət tarixi: 18.09.2026).

23. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Pul-kredit statistikası. [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/page-42/monetary-indicators (müraciət tarixi: 20.09.2026).
24. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Pul siyasəti icmalı. Fevral 2025. [Elektron resurs]. URL: https://uploads.cbar.az/assets/7756ce2191fd02c1b9082f9c6.pdf (müraciət tarixi: 18.09.2026).
25. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Pul siyasəti icmalı. Fevral 2026. [Elektron resurs]. URL: https://uploads.cbar.az/assets/77fb8fe6ad7f4d2e2646ad6d9.pdf (müraciət tarixi: 30.09.2026).
26. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Pul siyasətinin yeni əməliyyat çərçivəsinin tətbiqi barədə. 31.08.2022. [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/press-release-3909/on-a-new-monetary-policy-operational-framework (müraciət tarixi: 21.09.2026).
27. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı. Statistik bülleten, № 12 (309), dekabr 2025. [Elektron resurs] / URL: https://uploads.cbar.az/assets/5b2844a15d4529a6127f5a8a0.pdf
28. Azərbaycan Respublikasının Milli Məclisi. 19 noyabr 2025-ci il tarixli iclasın stenoqramı. Taleh Kazımovun çıxışı. [Elektron resurs]. URL: https://meclis.gov.az/documents/47-ci%20cild.pdf (müraciət tarixi: 30.09.2026).
29. Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsi. [Elektron resurs]. URL: https://www.cbar.az/law-169/t (müraciət tarixi: 18.09.2026).
30. Azərbaycan Respublikasının Vergi Məcəlləsi. 102.1.22-2-ci maddə: 13 may 2022-ci il tarixli 534-VIQD nömrəli Qanunla edilmiş dəyişiklik. [Elektron resurs]. URL: https://www.taxes.gov.az/az/post/1939 (müraciət tarixi: 21.09.2026).
31. Bağırov, M.M. Azərbaycanda davamlı inkişafın təmin edilməsində Mərkəzi Bankın rolunun qiymətləndirilməsi // "Naxçıvan" Universiteti. Elmi əsərlər, - 2020. № 3, - s. 9-17.

32. Bakı Fond Birjası. Azərbaycan kapital bazarı üzrə bülleten, 2025. [Elektron resurs] / URL: https://www.bfb.az/storage/files/Bulletin%202025%20aze.pdf.
33. Əliyev, Ş.T. Azərbaycanda maliyyə sabitliyinin təmin edilməsi problemləri və maliyyə-kredit sisteminin inkişafının müasir aspektləri // Audit, - 2017. № 03, - s. 26-40.
34. Əmanətlərin Sığortalanması Fondu. Sığortalanmış əmanət. [Elektron resurs]. URL: https://adif.gov.az/az/insured-deposit (müraciət tarixi: 21.09.2026).
35. Hacıyeva, A.M. Qloballaşma şəraitində maliyyə bazarının müasir vəziyyəti və inkişaf istiqamətləri. İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim olunmuş dis. avtoreferatı. / - Bakı, 2018. - 26 s.
36. Qasımova, L.L. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf məsələləri. Maliyyə və uçot, - 2018. № 4 (311), - s. 22-28. URL: https://www.elibrary.az/docs/jurnal/jrn2018_140.pdf.
37. Qiymətli kağızlar bazarı haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu. Bakı şəhəri, 15 may 2015-ci il, № 1284-IVQ [Elektron resurs]. URL: https://frameworks.e-qanun.az/30/f_30333.html (müraciət tarixi: 30.09.2026).
38. Məmmədov, Z.F. Bank fəaliyyətinin əsasları. - Bakı: Azərnəşr, - 2013. - 480 s.
39. Məmmədova, N.A. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarı və onun inkişaf perspektivləri // Audit, - 2021. № 4 (34), - s. 35-46.
40. Milli Depozit Mərkəzi. Fəaliyyət istiqamətləri. [Elektron resurs] / URL: https://mdm.gov.az/f%C9%99aliyy%C9%99t-istiqam%C9%99tl%C9%99ri.
41. Milli Depozit Mərkəzi. Milli Depozit Mərkəzi, Bakı Fond Birjası və Azər Türk Bank ASC Tabadul Ticarət Mərkəzinə qoşulmaq üçün Əbu-Dabi Birjası ilə kollektiv saziş imzalayıb. 17.11.2025. [Elektron resurs]. URL: https://mdm.gov.az/milli-depozit-m%C9%99rk%C9%99zi-baki-fond-birjasi-v%C9%99-az%C9%99r-turk-bank-asc-tabadul-ticar%C9%99t-m%C9%99rk%C9%99zin%C9%99-qosulmaq-ucun-%C6%8Fbu-dabi-birjasi-il%C9%99-kollektiv-sazis-imzalayib (müraciət tarixi: 21.09.2026).

42. Muxtarov, Ş., Mikayılov, C. Pul siyasətinin transmissiya mexanizmlərinin Azərbaycan timsalında yoxlanması. Journal of Qafqaz University- Economics and Administration, - 2016. Volume 4, Number 1, - pp. 103-109.
43. Səfərov, Q.Ə., Səttərov, F.R. Monetar siyasət kontekstində qiymətli kağızlar bazarının səmərəli təşkili üzrə dünya təcrübəsi// - Bakı: "Qərbi Kaspi Universiteti Xəbərləri" jurnalı, - 2024. № 01, - s. 70-77
44. Səttərov, F.R. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf yolları/ Gənc tədqiqatçıların VII respublika elmi konfransı. Azərbaycan Universiteti, Bakı. 15.03.2024, - s. 419-421.
45. Səttərov, F.R. Azərbaycanda monetar siyasətin müasir vəziyyətinin təhlili// - Bakı: "Qərbi Kaspi Universiteti Xəbərləri" jurnalı, - 2023. № 01, - s. 123-128.
46. Səttərov, F.R. İnflyasiya səviyyəsinin və risklərin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsi/ "Yaşıl dünya naminə Həmrəylik ili" və COP29 çərçivəsində Ümummilli lider Heydər Əliyevin anadan olmasının 101 illiyinə həsr olunmuş Doktorantların və Gənc Tədqiqatçıların Respublika Elmi Konfransı, ADNSU, - Bakı. - 6-7 may 2024, - s. 282-285.
47. Səttərov, F.R. Monetar siyasətin qiymətli kağızlar bazarına təsirinin qiymətləndirilməsinin nəzəri-metodoloji aspektləri// - Bakı: "Geostrategiya" jurnalı, - 2023. № 06, - s.115-119.
48. SOCAR Capital. SOCAR istiqrazları. [Elektron resurs] / URL: https://socarcapital.az/az/bond/.
49. Tağızadə, S.S. Milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu. İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dis. avtoreferatı. / - Bakı, 2016. - 28 s.
50. Valehli, R. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarı: problemlər və inkişaf yolları. "İqtisadiyyat və idarəetmə" ixtisasları üzrə magistrantların Beynəlxalq elmi konfransı, Xülasələr, - Bakı, - 2019, - s. 180.
51. Vəliyev, E.N. Maliyyə təhlükəsizliyinin təminatında monetar siyasətinin prioritet istiqamətləri. İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya. - Bakı, - 2016. - 168 s. [Elektron resurs]. URL:

https://unec.edu.az/application/uploads/2018/12/ELXAN-VELIYEV-DIS-SERTASIYA.pdf (müraciət tarixi: 18.09.2026).

Rus dilində:

52. Абдуллина, Р.И. Факторы, оказывающие влияние на рынок акций / Р. И. Абдуллина // Аллея науки. - 2017. - Т. 4, № -9, - с. 438-441.
53. Айзетуллова, Д.И. Современное развитие рынка ценных бумаг как рынка услуг / Д.И.Айзетуллова, Е.В.Бабкина // Вестник науки. - 2018. - Т. 3, № 9(9), - с. 95-96.
54. Бодрова, К.В. Оценка и анализ рисков на рынке ценных бумаг / К.В. Бодрова // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. - 2013. № 9(57), - с. 1-16.
55. Демченко, О.С. Регулирование рынка ценных бумаг: нововведения / О.С. Демченко, Е.А. Ходяков, С.Е. Шпирук // Вектор экономики. - 2019. № 6(36). - 8 с.
56. Дубинина, З.И. Опыт Китая в регулировании рынка ценных бумаг / З.И. Дубинина // Актуальные вопросы права, экономики и управления: сборник статей X Международной научно-практической конференции: в 2 частях, - Пенза, - 05 октября 2017, - с. 41-43.
57. Климович, А.В. Государственное регулирование рынка ценных бумаг / А.В. Климович, Д.А. Губарева, М.А. Пархомчук // Теория и практика эффективности государственного и муниципального управления: Сборник научных статей 4-й Всероссийской научно-практической конференции с международным участием, - Курск, - 13 мая 2022, - с. 202-205.
58. Кроливецкая, В.Э. Монетарная политика и экономический рост / В.Э. Кроливецкая // Журнал правовых и экономических исследований. - 2022. № 2, - с. 170-178.
59. Митрофанова, К.Б. Понятие кредитного риска и факторы, на него влияющие // Молодой ученый. - 2015. №2, - с. 284-288.
60. Набиев, С.А. Денежно-кредитная политика государства и роль банков в повышении ее эффективности / С.А. Набиев // Вестник Балтийского

федерального университета им. И. Канта. Серия: Гуманитарные и общественные науки. - 2019. № 2, - с. 46-57.

61. Национальный Банк Республики Казахстан. О повышении базовой ставки до 15,25%. Пресс-релиз, 29 ноября 2024 г. [Elektron resurs]. URL: https://nationalbank.kz/ru/news/press-relizy/17173 (müraciət tarixi: 20.09.2026).
62. Национальный Банк Республики Казахстан. О повышении базовой ставки до 18%. Пресс-релиз, 10 октября 2025 г. [Elektron resurs]. URL: https://nationalbank.kz/ru/news/press-relizy/17964 (müraciət tarixi: 20.09.2026).
63. Саттаров, Ф.Р. Анализ и перспективы развития рынка корпоративных ценных бумаг в Азербайджане // Kooperasiya, - 2023. № 1 (68), - с. 24-30.
64. Саттаров, Ф.Р. Важные аспекты монетарной политики в Азербайджане в контексте развития рынка ценных бумаг/ IV Международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие общества: новые научные подходы и исследования» (шифр - МУРО). - 11 марта 2024, - с. 74-82.
65. Саттаров, Ф.Р. Монетарная политика как инструмент обеспечения экономической безопасности Азербайджана// Tikinti İqtisadiyyatı və Menecment Elmi-Praktiki Jurnal. - 2022. № 02, - s.214-219.
66. Саттаров, Ф.Р. Основные направления совершенствования рынка ценных бумаг в Азербайджане// Журнал «Финансовая экономика», - России, Москва. - 2024. № 01, - s.163-167.
67. Саттаров, Ф.Р. Оценка влияния монетарной политики на рынок ценных бумаг Азербайджана в современных условиях // Современные исследования: теория, практика, результаты: сборник материалов Международной научно-практической конференции (Москва, 16 ноября 2023 г.). - Москва, - 2023. - с. 285-293.
68. Сафронов, Ю.М. Теоретические концепции формирования денежно-кредитной политики в условиях нестабильности экономических систем / Ю.М. Сафронов, О.В. Якубов // Вестник Приднестровского университета.

Серия: Физико-математические и технические науки. Экономика и управление. - 2021. № 3(69), - с. 247-251.

69. Сафронов, Ю.М., Чорнобай, В.А. Международный опыт регулирования денежно-кредитной политики центрального банка. Научно-образовательный журнал для студентов и преподавателей «StudNet», - 2022. № 7, - с. 7331-7337.
70. Сухарев, О.С. Монетарная теория и макроэкономика: влияние и границы денежно-кредитной политики // Вестник Финансового университета. - 2016. № 2, - с. 86-98.
71. Фридмен, М. Количественная теория денег: новая формулировка. Русский перевод работы The Quantity Theory of Money - A Restatement (1956). [Elektron resurs]. URL: https://ek-lit.narod.ru/frid001.htm (müraciət tarixi: 18.09.2026).
72. Яйылов, А. Особенности финансового рынка и рынка ценных бумаг / А. Яйылов, С. Меретгелдиева, М. Сапарлыева // Вестник науки. - 2022. - Т. 4, № 12 (57). - С. 104-107.

***İngilis dilində*:**

73. Albertazzi, U., Ferrando, A., Gori, S., Rariga, J. The cost channel of monetary policy: evidence from euro area firm-level survey data. ECB Working Paper Series, No.3097, 2025. [Elektron resurs]. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3097~5b10420116.en.pdf (müraciət tarixi: 18.09.2026).
74. APA-Economics. Azerbaijan’s strategic foreign exchange reserves exceed external public debt by nearly 18 times. 4 February 2026. Information attributed to the Ministry of Finance. [Online]. URL: https://en.apa.az/finance/azerbaijans-strategic-foreign-exchange-reserves-exceed-external-public-debt-by-nearly-18-times-490747 (müraciət tarixi: 30.09.2026).
75. AZERTAC. Governor of Central Bank: Azerbaijan’s strategic currency reserves increased by $14 billion in 2025. 4 February 2026. [Online]. URL: https://special.azertag.az/en/xeber/4002195 (müraciət tarixi: 21.09.2026).

76. Bank of England. Changes at the Bank of England. Quarterly Bulletin, August 1997, pp.241-247. [Elektron resurs]. URL: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1997/changes-at-the-boe.pdf (müraciət tarixi: 20.09.2026).
77. Bank of England. How is the Bank of England independent of the Government? [Elektron resurs]. URL: https://www.bankofengland.co.uk/explainers/how-is-the-bank-of-england-independent-of-the-government (müraciət tarixi: 18.09.2026).
78. Bank of Japan. The Bank of Japan's independence and relationship with the government. [Elektron resurs]. URL: https://www.boj.or.jp/en/about/education/oshiete/outline/a03.htm (müraciət tarixi: 18.09.2026).
79. Bernanke, B.S., Gertler, M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // Journal of Economic Perspectives, - 1995. Vol. 9, No. 4, - pp. 27-48.
80. Bernanke, B.S. Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective. Speech at the Fourth ECB Central Banking Conference, Frankfurt, 10 November 2006. Board of Governors of the Federal Reserve System. [Elektron resurs]. URL: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20061110a.htm (müraciət tarixi: 19.09.2026).
81. Board of Governors of the Federal Reserve System. Federal Open Market Committee. [Elektron resurs]. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm (müraciət tarixi: 19.09.2026).
82. Board of Governors of the Federal Reserve System. Historical Approaches to Monetary Policy. [Elektron resurs]. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/historical-approaches-to-monetary-policy.htm (müraciət tarixi: 18.09.2026).
83. Board of Governors of the Federal Reserve System. Open Market Operations: FOMC's target federal funds rate or range. [Elektron resurs]. URL:

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm (müraciət tarixi: 19.09.2026).

84. Board of Governors of the Federal Reserve System. Reserve Requirements. [Elektron resurs]. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm (müraciət tarixi: 19.09.2026).
85. Board of Governors of the Federal Reserve System. The Fed Explained: Monetary Policy. [Elektron resurs]. URL: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fed-explained/monetary-policy.htm (müraciət tarixi: 18.09.2026).
86. Breusch, T.S. Testing for autocorrelation in dynamic linear models // Australian Economic Papers. 1978. Vol. 17, No. 31. P. 334-355. DOI: 10.1111/j.1467-8454.1978.tb00635.x.
87. Brown, R.L., Durbin, J., Evans, J.M. Techniques for testing the constancy of regression relationships over time // Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological). 1975. Vol. 37, No. 2. P. 149-163. DOI: 10.1111/j.2517-6161.1975.tb01532.x.
88. Carpenter, S.B., Demiralp, S. Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist? Finance and Economics Discussion Series, 2010-41. [Elektron resurs]. URL: https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201041/201041pap.pdf (müraciət tarixi: 18.09.2026).
89. Central Bank of the Republic of Türkiye. Annual Report 2023. Section 2.1: Price Stability and Monetary Policy. [Elektron resurs]. URL: https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2023/en/m-2-1/ (müraciət tarixi: 20.09.2026).
90. Central Bank of the Republic of Türkiye. Annual Report 2024. Section 2.1: Price Stability and Monetary Policy. [Elektron resurs]. URL: https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2024/en/m-2-1/ (müraciət tarixi: 20.09.2026).
91. Dickey, D.A., Fuller, W.A. Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root // Journal of the American Statistical Association. 1979. Vol. 74, No. 366. P. 427-431. DOI: 10.1080/01621459.1979.10482531.

92. Engle, R.F., Granger, C.W.J. Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing // Econometrica, - 1987. Vol. 55, No. 2, - pp. 251-276.
93. European Central Bank. ECB announces expanded asset purchase programme. Press release, 22 January 2015. [Elektron resurs]. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html (müraciət tarixi: 19.09.2026).
94. European Central Bank. ECB, ESCB and the Eurosystem. [Elektron resurs]. URL: https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html (müraciət tarixi: 18.09.2026).
95. European Central Bank. Key ECB interest rates. [Elektron resurs]. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (müraciət tarixi: 19.09.2026).
96. European Central Bank. Monetary policy operations. [Elektron resurs]. URL: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html (müraciət tarixi: 20.10.2026).
97. European Central Bank. Transmission mechanism of monetary policy. [Elektron resurs]. URL: https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html (müraciət tarixi: 18.09.2026).
98. Financial Conduct Authority. About the FCA. [Elektron resurs]. URL: https://www.fca.org.uk/about/what-we-do/the-fca (müraciət tarixi: 20.09.2026).
99. Fisher, I. The Purchasing Power of Money. Library of Economics and Liberty, elektron mətn, fəsil II. [Elektron resurs]. URL: https://www.econlib.org/library/YPDBooks/Fisher/fshPPM.html?chapter_num=6 (müraciət tarixi: 18.09.2026).
100. Friedman, M. The Role of Monetary Policy. American Economic Review, 1968, Vol.58, No.1, pp.1-17. [Elektron resurs]. URL: https://fraser.stlouisfed.org/title/american-economic-review-1161/role-monetary-policy-2352/fulltext (müraciət tarixi: 18.09.2026).

101. Godfrey, L.G. Testing against general autoregressive and moving average error models when the regressors include lagged dependent variables // Econometrica. 1978. Vol. 46, No. 6. P. 1293-1301. DOI: 10.2307/1913829.
102. Gray, S. Central Bank Balances and Reserve Requirements. IMF Working Paper WP/11/36, 2011. [Elektron resurs]. URL: https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2011/036/article-A001-en.xml (müraciət tarixi: 18.09.2026).
103. International Monetary Fund. Azerbaijan's Opportunity to Reboot, Diversify Economy. IMF News, 15 September 2016. [Elektron resurs]. URL: https://www.imf.org/en/news/articles/2016/09/15/na091516-azerbaijan-opportunity-to-reboot-diversify-economy (müraciət tarixi: 19.09.2026).
104. International Monetary Fund. Republic of Azerbaijan: 2025 Article IV Consultation - Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Azerbaijan. IMF Country Report No. 25/98, 2025. [Elektron resurs]. URL: https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2025/english/1azeea2025001-print-pdf.pdf (müraciət tarixi: 20.09.2026).
105. Jarque, C.M., Bera, A.K. Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals // Economics Letters. 1980. Vol. 6, No. 3. P. 255-259. DOI: 10.1016/0165-1765(80)90024-5.
106. Johansen, S. Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models // Econometrica. 1991. Vol. 59, No. 6. P. 1551-1580. DOI: 10.2307/2938278.
107. Keynes, J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money. -1936. Elektron mətn, The History of Economic Thought Website [Elektron resurs]. URL: https://www.hetwebsite.net/het/texts/keynes/gt/gtcont.htm (müraciət tarixi: 30.09.2026).
108. Khan, M.S. Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy. International Monetary Fund, 30 January 2003. [Elektron resurs]. URL: https://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/53/sp013003 (müraciət tarixi: 18.09.2026).

109. MacKinnon, J.G. Numerical distribution functions for unit root and cointegration tests // Journal of Applied Econometrics. 1996. Vol. 11, No. 6. P. 601-618. DOI: 10.1002/(SICI)1099-1255(199611)11:6<601::AID-JAE417>3.0.CO;2-T.
110. McCallum, B.T., Nelson, E. Monetary and Fiscal Theories of the Price Level: The Irreconcilable Differences. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2006-010A, 2006. [Elektron resurs]. URL: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/wp/2006/2006-010.pdf (müraciət tarixi: 18.09.2026).
111. McLeay, M., Radia, A., Thomas, R. Money creation in the modern economy. Bank of England, Quarterly Bulletin, 2014 Q1. [Elektron resurs]. URL: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf (müraciət tarixi: 18.09.2026).
112. Mishkin, F.S. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. NBER Working Paper No. 8617. - December 2001 [Elektron resurs]. DOI: https://doi.org/10.3386/w8617.
113. Mishra, P. and Montiel, P.J. How Effective is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence. Economic Systems, - 2013. 37 (2), - pp. 187-216.
114. Nasdaq Baltic. About Nasdaq Baltic. [Elektron resurs]. URL: https://nasdaqbaltic.com/about-us/about-nasdaq/ (müraciət tarixi: 20.09.2026).
115. National Bank of Georgia. Parliament of Georgia Approves the Main Directions of the National Bank of Georgia's Monetary and Foreign Exchange Policy for 2025-2027. 10 December 2024. [Elektron resurs]. URL: https://nbg.gov.ge/en/media/news/parliament-of-georgia-approves-the-main-directions-of-the-national-bank-of-georgia-s-monet (müraciət tarixi: 20.09.2026).
116. National Bank of Kazakhstan. Framework and purpose of monetary policy. [Elektron resurs]. URL: https://nationalbank.kz/en/page/policy_framework (müraciət tarixi: 20.09.2026).

117. Ng, S., Perron, P. Lag length selection and the construction of unit root tests with good size and power // Econometrica. 2001. Vol. 69, No. 6. P. 1519-1554. DOI: 10.1111/1468-0262.00256.
118. OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. Paris: OECD Publishing, 2023. DOI: 10.1787/ed750b30-en. [Elektron resurs]. URL: https://www.oecd.org/en/publications/2023/09/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_60836fcb.html (müraciət tarixi: 21.09.2026).
119. People's Bank of China. PBOC Monetary Policy Committee Holds Q2 2024 Meeting. 28 June 2024. [Elektron resurs]. URL: https://www.pbc.gov.cn/en/3688229/3688311/3688329/2025080817522514526/index.html (müraciət tarixi: 19.09.2026).
120. Pesaran, M.H., Shin, Y., Smith, R.J. Bounds testing approaches to the analysis of level relationships // Journal of Applied Econometrics. 2001. Vol. 16, No. 3. P. 289-326. DOI: 10.1002/jae.616.
121. Powell, J.H. Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies. Speech, 4 November 2013. [Elektron resurs]. URL: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20131104a.htm (müraciət tarixi: 19.09.2026).
122. Ramsey, J.B. Tests for specification errors in classical linear least-squares regression analysis // Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological). 1969. Vol. 31, No. 2. P. 350-371. DOI: 10.1111/j.2517-6161.1969.tb00796.x.
123. Sam, C.Y., McNown, R., Goh, S.K. An augmented autoregressive distributed lag bounds test for cointegration // Economic Modelling. 2019. Vol. 80. P. 130-141. DOI: 10.1016/j.econmod.2018.11.001.
124. Shanghai Stock Exchange. Overview: History and Development. [Elektron resurs]. URL: https://english.sse.com.cn/aboutsse/overview/ (müraciət tarixi: 20.09.2026).

125. Shenzhen Stock Exchange. Milestones: SZSE Major Events and Milestones from 1990-2020 (Condensed Version). [Elektron resurs]. URL: https://www.szse.cn/English/about/milestones/ (müraciət tarixi: 20.09.2026).
126. Tinbergen, J. On the Theory of Economic Policy. North-Holland Publishing Company. Erasmus University Repository, elektron nüsxə. [Elektron resurs]. URL: https://repub.eur.nl/pub/15884/ (müraciət tarixi: 18.09.2026).
127. U.S. Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Index - June 2022. News release USDL-22-1470, 13 July 2022. [Elektron resurs]. URL: https://www.bls.gov/news.release/archives/cpi_07132022.htm (müraciət tarixi: 19.09.2026).
128. White, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity // Econometrica. 1980. Vol. 48, No. 4. P. 817-838. DOI: 10.2307/1912934.
129. Yellen, J.L. Communication in Monetary Policy. Speech, 4 April 2013. [Elektron resurs]. URL: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130404a.htm (müraciət tarixi: 18.09.2026).

İXTİSARLARIN VƏ ŞƏRTİ İŞARƏLƏRİN SİYAHISI

ABB - Azərbaycan Beynəlxalq Bankı

ADF - Genişləndirilmiş Dikki-Fuller testi

AIC - Akaike informasiya meyarı

ARDL - Paylanmış gecikməli avtoreqressiv model

ARDNF - Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondu

ASCO - Azərbaycan Xəzər Dəniz Gəmiçiliyi

AZAL - Azərbaycan Hava Yolları

AZIR - Azərbaycan banklararası istinad faiz dərəcəsi

BFB - Bakı Fond Birjası

EBRD - Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankı

ƏKK - Ən kiçik kvadratlar üsulu

FES - Federal Ehtiyat Sistemi

XDM - Xəta düzəltmə modeli

IPO - Səhmlərin ilkin kütləvi təklifi

İQİ - İstehlak qiymətləri indeksi

QKB - Qiymətli kağızlar bazarı

MB - Mərkəzi Bank

MDM - Milli Depozit Mərkəzi

REPO - Geri satınalma şərti ilə qiymətli kağızların alqı-satqısı əməliyyatı

RESET - Ramsey reqressiya spesifikasiyasının yoxlanması testi

SIC - Şvarts informasiya meyarı

SOCAR - Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Şirkəti

ÜDM - Ümumi daxili məhsul

VAR - Vektor avtoreqressiv model