

Y.T.Məmmədov
doktorant, Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında
Dövlət İdarəçilik Akademiyası
ORCID 0009-0009-8068-0862
mammadovyusif98@gmail.com

Məqalə redaksiyaya daxil olub 26.09.2023

The article was received by editorial board on 26.09.2023

Статья принята к печати 26.09.2023

MONETAR TRANSMİSSİYA MEXANİZMİNİN MAHİYYƏTİ VƏ ƏHƏMİYYƏTİ

Xülasə

Pul siyasətinin iqtisadiyyata ötürülməsi üçün lazım olan proseslər ardıcılığına monetar transmissiya mexanizmi deyilir. Monetar transmissiya mexanizmi transmissiya kanalları vasitəsilə çalışır. Beləki, Mərkəzi Banklar tərəfindən tətbiq olunan siyasətin, iqtisadiyyatda öz əksini tapması üçün mövcud olan bu kanalların bir neçə növü vardır. Tədqiqat işinin birinci fəslində transmissiya kanalları haqda ayrı-ayrılıqda məlumat verilmişdir. Qısa olaraq qeyd etmək olar ki, transmissiya kanallarının ənənəvi faiz kanalı, məzənnə kanalı, bank-kredit kanalı, varlıq qiymətləri kanalı, balans kanalı, hissə sənədləri kanalı kimi növləri vardır.

Açar sözlər: pul siyasəti transmissiya mexanizmi, məzənnə kanalı.

GİRİŞ

İqtisadiyyatın stabiləşdirilməsində fiskal siyasət öz gücünü itirdiyi üçün iqtisadçılar və siyasətçilər iqtisadiyyatdakı stabilliyi qorumanın əsas yolu kimi monetar siyasəti dəstəkləyirlər. Son zamanlarda mərkəzi banklar inflyasiya ilə mübarizədə qiymət stabilliyini qorumaq məqsədilə monetar siyasəti daha çox istifadə edirlər. Bu baxımdan pul siyasəti iqtisadiyyatda dayanıqlı artım və aşağı inflyasiya səviyyəsinin saxlanılması üçün olduqca güclü alətdir. Habelə, pul siyasətinin uğuru şəkildə həyata keçirilməsi üçün pul siyasətinin iqtisadiyyat üzərindəki təsirini və zamanlamasını çox dəqiq şəkildə qiymətləndirmək tələb olunur.

Bilindiyi kimi, Azərbaycan iqtisadiyyatında son üç il ərzində baş vermiş hadisələr, yəni dünya bazarında neftin qiymətinin kəskin şəkildə azalması, iqtisadiyyata neft sektorundan daxil olan valyuta gəlirlərinin azalması yerli valyutanın dəyərinin artmasına səbəb olmuşdur. Nəticədə Mərkəzi Bank bir il ərzində iki dəfə devalvasiya qərarı almışdır. Bütün bunlar məzənnə kanalının effektivliyinin ölçülməsini aktuallaşdırdı. Bu səbəbdəndir ki, hazırkı tədqiqat işində məzənnə kanalı Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün analiz edilmişdir.

Pul siyasətinin iqtisadiyyata ötürülməsi üçün lazım olan proseslər ardıcılığına monetar transmissiya mexanizmi deyilir. Monetar transmissiya mexanizmi transmissiya kanalları vasitəsilə çalışır. Beləki, Mərkəzi Banklar tərəfindən tətbiq olunan siyasətin, iqtisadiyyatda öz əksini tapması üçün mövcud olan bu kanalların bir neçə növü vardır. Tədqiqat işinin birinci fəslində transmissiya kanalları haqda ayrı-ayrılıqda məlumat verilmişdir. Qısa olaraq qeyd etmək olar ki, transmissiya kanallarının ənənəvi faiz kanalı, məzənnə kanalı, bank-kredit kanalı, varlıq qiymətləri kanalı, balans kanalı, hissə sənədləri kanalı kimi növləri vardır.

Bu kanalların iqtisadiyyat üzərindəki təsirləri ölkələr üzrə fərqlənə bilər. Tədqiqat işinin ikinci fəslində məzənnə kanalının

Bu tədqiqat işində Azərbaycan İqtisadiyyatında məzənnə kanalının effektivliyinin yoxlanılması əsas məqsəd olaraq qarşıya qoyulmuşdur. Dissertasiya işinin üçüncü fəslində Azərbaycanda son illərdə pul və məzənnə siyasətində baş vermiş yeniliklərdən və gələcək dövrlərdə atılması nəzərdə tutulan addımlardan bəhs olunmuşdur. Bundan əlavə üçüncü fəsilə

daha əvvəl müxtəlif ölkələr üçün aparılmış analizlər və onların nəticələri qeyd edilmişdir. Daha sonra VAR modeli istifadə olunmaqla analiz olunmuş test nəticələri təqdim olunmuş və şərh edilmişdir. Nəticə olaraq Azərbaycan iqtisadiyyatında məzənnə kanalının effektiv işlədiyi qənaətinə gəlinmişdir.

Monetar Transmissiya Mexanizminin Mahiyyəti və Əhəmiyyəti

Pul siyasətinin əsas məqsədi ölkədə olan iqtisadi fəaliyyətin sürətinə təsir etməkdir. Bu siyasətin inflyasiya, məcmu istehsal, faiz dərəcələri, valyuta məzənnəsi və məşğulluq kimi önəmli iqtisadi göstəricilərə təsir etmə mexanizmi pul siyasətinin transmissiya mexanizmidir. Qısa olaraq ifadə etsək, monetar transmissiya mexanizmi pul miqdarındakı dəyişikliklərin məcmu istehsal və məcmu tələb üzərindəki təsirinin ortaya çıxması prosesidir. Nəzəriyyəyə əsasən pul siyasəti müxtəlif kanallar vasitəsilə iqtisadiyyata ötürülə bilər. Faiz dərəcələri effekti, valyuta məzənnələri effekti və aktiv qiymətləri effekti əhatə edən transmissiya mexanizmləri iki başlıca növ altında qruplaşdırıla bilər. Birincisi maliyyə bazarlarının mükəmməl olduğu neoklassik kanallardır, ikincisi maliyyə bazarlarının qeyri-təkmil olduğu non-neoklassik kanallardır. [1] Bu klassifikasiyaya görə neoklassik kanallar faiz dərəcələri kanalı, aktiv qiymətləri kanalı və valyuta məzənnələri kanalından ibarətdir. Non-neoklassik kanallar kredit kanalından ibarətdir. Bunlara əlavə olaraq gözləntilərdəki dəyişiklikləri də nəzərə almaq lazımdır. İqtisadi fərdlərin gözləntiləri də gözləntilər kanalı kimi klassifikasiya olunur.

Monetar transmissiya mexanizmlərinin araşdırılması və tətbiqi olduqca əhəmiyyətlidir. Siyasətçilər pul siyasəti qərarlarının pul siyasətinin müxtəlif kanalları vasitəsilə məcmu istehsal, məşğulluq və istehlakçı qiymətləri kimi makroiqtisadi dəyişənlərə necə təsir göstərməsi haqda yetərli qədər bilgi sahibi olmadığı təqdirdə hər zaman siyasət qərarlarının effektivliyi və zamanlaması və nəticə etibarilə makro-maliyyə sabitliyinin qorunması ilə bağlı böyük qeyri-müəyyənliklərlə üzləşəcəklər. Monetar transmissiya kanallarının fəaliyyəti maliyyə vasitəçiliyinin ölçüsündə, ölkənin kapital bazarının inkişaf səviyyəsində, mərkəzi bankın müstəqillik dərəcəsində və hər ölkənin spesifik iqtisadi vəziyyətindəki fərqliliklərdən asılı olaraq dəyişir.

Monetar Transmissiya Mexanizminin İş Prinsipi ilə bağlı Fikirlər:

İqtisadi nəzəriyyədə monetar transmissiya mexanizminin iqtisadiyyata təsir kanalları və bu kanalların təsir mərhələləri fərqli olsa da, monetar transmissiya mexanizminin kanalları və mərhələləri əsasən eynidir. Transmissiya mexanizminin kəskin fərqləndiyi iki əsas iqtisadi fikir Keynesyan və Monetarist fikirlərdir. Keynesyan fikirə görə monetar transmissiya mexanizmi pul təklifindəki dəyişmələrin faizdəki dəyişmələrə səbəb olması ilə başlayır, daha sonra faiz dərəcələrindəki bu dəyişmə investisiyalar üzərində bir təsir yaradır və sonda məcmu istehsalda bir dəyişikliyə gətirib çıxarır. Monetarist görüşdə isə monetar transmissiya mexanizmi istehlak üzərində birbaşa təsirə malikdir. Pul təklifindəki bir dəyişmə fərdlərin daha çox pula sahib olmaları deməkdir və fərdlər qeyri likvid istehlak mallarına yönələcəklər. Nəticədə məcmu gəlirdə bir artım baş verəcək.

Monetaristlər monetar siyasətdəki bir artının məcmu tələbdə böyük bir artışa səbəb olacağı fikrini müdafiə edirlər. Qısa müddətli dövrdə məcmu tələbdəki bu artımın hasilatı və ümumi qiymətlər səviyyəsini artıracağına inanırlar. Uzun müddətli dövrdə isə bu artım sadəcə qiymətlərin ümumi səviyyəsində təsirli olacaqdır. Monetaristlər uzun müddətli dövrdəki hasilatın artım faizinin yığım və texnoloji inkişaf kimi amillər tərəfindən müəyyən olunacağını düşünürlər. [2]

Keynesyan Nəzəriyyəyə görə pulun təklifindəki artım faizi azalır, faizlərin düşməsi ilə investisiyalar artır. İnvestisiyaların artımı isə məcmu tələbi və nəticə etibarilə qiymətləri artırır. Qiymətlərdəki artım iki fərqli nəticə verə bilər. Belə ki, qiymətlərin yüksəlməsi bir tərəfdən real maliyətləri düşürüb, məşğulluq və istehsalı artırarkən, digər tərəfdən pula olan tələbi və dolayısı ilə faizləri artırır investisiyaların və məcmu tələbin azalmasına yol açır. Lakin ikinci təsir pul təklifindəki artımın davamlı olacağı təqdirdə ortaya çıxmıyacaqdır. [3]

Keynesyan Transmissiya Mexanizmi

Keynesyan nəzəriyyəyə əsasən monetar transmissiya mexanizmi xüsusən faiz dərəcəsinin düşməsinin investisiyalarda bir artım ilə nəticələnəyi və məşğulluqda da bir artım meydana gətirəcəyini göstərir. [4]

Keynesyan dolaylı transmissiya mexanizmində mərkəzi bank istiqraz almaqla pul təklifini artırır. Artan pul təklifi nəticəsində insanlar pulu maliyyə aktivlərinə sərf edirlər. Bunun nəticəsində faizlər düşəcək və qiymətli kağızların qiyməti artacaq. Faiz dərəcəsinin düşməsi insanların əllərində daha çox miqdarda pul saxlamasına səbəb olur. Bunun birinci səbəbi odur ki, aşağı faiz dərəcəsi ilə əldə pul saxlamanın fürsət maliyyəti azalıb. İkinci səbəb isə qiymətli kağızların qiymətinin artmış olmasıdır. Əlavə olaraq faizlərin düşməsi ev təsərrüfatlarını və firmaları bankdan borclanmağa təşviq edəcək və nəticədə investisiyalar artacaqdır. İnvestiyaların artışı multiplikator təsiri ilə ümum daxili məhsulda daha böyük bir artışa yol açacaqdır. [5]

Monetarist Transmissiya Mexanizmi

Bütün iqtisadiyyatın tarazlıqda olduğu bir dönmə olduğunu, yəni iqtisadi fərdlərin əllərindəki pul vəsaitini istədikləri kimi nağd pul, istiqraz, hissə sənədi və əsas vəsait olaraq paylaşırdıqlarını fərz edək. Belə biz zamanda mərkəzi bank insanlardan istiqraz alaraq pul təklifini artırarsa, insanların əllərində nəzərdə tutduqlarından artıq bir vəsait olacaqdır. Monetarist yanaşmada insanlar əllərində ancaq müəyyən əməliyyatları icra etmək üçün pul vəsaiti saxlayırlar. Bu səbəblə əllərindəki artıq pulu öz sərvətlərinə müxtəlif formalarda daxil edə bilirlər: daşınmaz əmlak, avtomobil, qızıl, maliyyə bazarı alətləri və s. İqtisadi fərdlərin pul təklifinin artırılmasından yaranmış artıq vəsaiti bu kimi vəsaitlərə sərf etməsi onların qiymətini artıracaq. Monetarist transmissiya mexanizmində pul təklifindəki dəyişmə xərcləmələr üzərində birbaşa təsirə sahibdir, yəni birbaşa istehlak xərcləri üzərindən məcmu hasilata təsir edir.

Monetar Transmissiya Mexanizmi Kanalları

Ənənəvi Faiz Kanalı

Faiz dərəcələri vasitəsilə pul siyasətinin iqtisadi fəaliyyətlərə təsirini tədqiq edərkən dörd əsas fərziyyə göz önündə tutulmalıdır. Birinci, Mərkəzi banklar tam əvəzləyicisi olmayan pul təklifinə nəzarət edirlər. İkinci, Mərkəzi banklar nominal faiz dərəcələri ilə yanaşı qiymətlər faiz dərəcələrinə dərhal uyğunlaşmadıqları üçün real faiz dərəcələrinə də təsir edə bilirlər. Üçüncü, pul siyasətinin nəticəsi olan qısa müddətli dövr real faiz dərəcələrindəki dəyişmələr müəssisələrin və ev təsərrüfatlarının istehlak qərarlarını müəyyənləşdirən uzun müddətli real faiz dərəcələrinə təsir edir. Son olaraq, pul siyasətindəki dəyişikliklərin ortaya çıxardığı, faiz qarşısında həssas olan xərcləmələrdəki dəyişikliklər istehsalda meydana gələn dəyişikliklərə uyğun olmalıdır.

Ənənəvi faiz dərəcəsi yanaşması maliyyə bazarlarında pulun tam əvəzləyicisinin olmadığını fikrini müdafiə edir. Səbəbi isə odur ki, pulun tam əvəzləyicisinin olması halında pul siyasəti vasitəsilə pul təklifinin dəyişdirilməsi zamanı pulun tam əvəzləyicisi əks istiqamətdə hərəkət edəcək pul təklifi və tələbini balanslaşdıracaq. Nəticədə pul təklifi dəyişikliyinə faiz dərəcələrinə təsiri azalacaqdır. Faiz kanalında pul və istiqraz olaraq iki aktiv mövcuddur, istiqraz puldan başqa bütün varlıqları əvəz edir. [6]

M (pul təklifi) $\uparrow$ r (faiz dərəcəsi) $\downarrow$ I (investisiyalar) $\uparrow$ Y (milli gəlir) $\uparrow$

İki mərhələdən ibarət olan faiz kanalında ilk olaraq siyasət aləti olaraq qısa müddətli nominal faizlər uzun müddətli faizlərə təsir edir. İkinci mərhələdə real faiz dərəcələri məcmu tələb və inflyasiyaya təsir edir. (mfiliz-41) Bu mərhələdə uzun müddətli faizlər məcmu tələb və inflyasiyaya üç kanal vasitəsilə təsir edir. Birincisi faiz dərəcələri kanalına görə pul təklifi artırıldığı zaman istiqrazlara olan tələb artıracaq. Tələb artdığı üçün istiqrazların qiymətləri artacaq. Bu da öz növbəsində faiz dərəcələrini aşağı salacaq. Faiz dərəcələrində baş verən bu azalma sərmayə maliyyətinə azaldacaq və nəticədə investisiyaları artıracaq. Bunun nəticəsində də məcmu hasilat artacaqdır. İkinci olaraq faiz dərəcələrindəki dəyişikliklər fərdlərə bugün ilə gələcək xərcləmələr arasındakı seçim etmə imkanı verir. Əgər faiz dərəcələrində artım baş veribse, fərdlər faiz gəliri əldə etmək üçün bugün istehlak əvəzinə yığma üstünlük verəcəklər, yəni gələcəkdəki istehlak bugünkü istehlakı əvəz edir. Üçüncü kanal isə faiz dərəcələrindəki dəyişikliklərin fərdlərin gəlirlərinə təsir etməsidir. Faiz dərəcələrində artım baş verməsi

borcluların gəlirini azaltdığı üçün onların istehlak xərcləri də azalmış olur. Nəticədə istehlak və investisiya xərcləmələrindəki azalmalar (artımlar) da məcmu tələbi və inflyasiyanı azaldır (artırır). Keynesə görə bu faiz kanalı firmaların investisiya qərarlarına bağlı olaraq işləyir. Növbəti araşdırmalar nəticəsində müəyyən olundu ki, istehlakçıların ev və davamlı istehlak malları tələbi ilə bağlı qərarları da investisiya seçimlərini əks etdirdirir. [7]

Digər aktiv qiymətləri kanalı

Monetarist iqtisadçıların Keynesyan Modelinə etiraz etməklərinin əsas səbəbi bu modelin yalnız faiz dərəcələrini əsas tutmasıdır. Monetarist iqtisadçıların ümumi fikrinə görə faiz dərəcələri monetar transmissiya prosesindəki bir neçə nisbi qiymətdən birini təşkil edir və digər aktivlərin qiymətlərinin də iqtisadiyyat üzərində təsirləri var. Bu cəhətdən pul siyasətindəki dəyişiklik qiymətli kağız, hissə sənədi, daşınmaz əmlak kimi əsas aktivlərin qiymətlərinə təsir edir. Bu aktivlərin qiymətlərindəki azalma firmaların və ev təsərrüfatlarının öhdəlik-aktiv nisbətini dəyişdirdiyi üçün onların borclarını geri ödəmələrində problemlər meydana gətirə bilər. Belə bir hal firmaları və ev təsərrüfatlarını öz xərc və borclanmalarını azaldaraq balanslarını daha güclü bir vəziyyətə gətirməyə istiqamətləndirə bilər. [8]

Valyuta məzənnəsi kanalı

Dünyada bir çox ölkədə tətbiq olunan üzən məzənnə rejimləri və qloballaşma ilə birlikdə monetar transmissiya mexanizminin valyuta kanalı ilə ixracat və istehsal səviyyəsinə təsiri böyük əhəmiyyət qazanıb. Bir çox inkişaf etməkdə olan ölkədə qiymətli kağız, hissə sənədi, daşınmaz əmlak bazarları tam olaraq inkişaf etmədiyi üçün valyuta kursu pul siyasətlərindən təsirlənən ən önəmli aktiv qiymətidir. Valyuta kursu kanalı vaitəsilə transmissiya mexanizmi, maliyyə sərbəstləşməsindən sonra xalis özəl investisiya girişləri ilə pul siyasəti və nominal gəlirdəki dəyişmə arasındakı əlaqəni göstərir.

Məzənnə kanalı məcmu tələbə və məcmu təklifə təsir edərək çalışır. Üzən məzənnə və kapitalın sərbəst hərəkətinin mövcud olduğu rejim altında faiz dərəcəsi təsirlərini də özündə əks etdirir. Ölkədaxili faiz dərəcələri yüksəldiyi zaman xarici vətəndaşlar üçün real faiz dərəcələrinin artdığı ölkələrin sərmayəsinə investisiya etmək daha sərfəli görünəcəkdir. Yerli aktivlərə xarici investorların tələbinin artması yerli pulun dəyərinin artması nəticəsini ortaya çıxaracaqdır. Yerli pulun dəyər qazanması ölkə daxilində istehsal olunan malların xarici mallara nisbətdə daha bahalı olmasına gətirib çıxarır. Bu durumun xalis ixracat üzərində mənfi təsiri var. Azalan xalis ixracat son nəticədə məcmu hasilatın da azalmasına səbəb olacaqdır. Pul təklifinin artması səbəbi ilə real faiz dərəcələrini azalması zamanı isə, ölkə investorlar üçün cəlbedici olmaz və nəticədə ölkədən xaricə kapital çıxışı baş verər. Daha sonra yerli pulun dəyəri düşməyə başlayar və ölkə daxilində istehsal olunan məhsulların dəyəri xarici məhsullardan daha ucuz olar. Nəticə olaraq xalis ixracat və məcmu tələbdə artım baş verər. Belə bir vəziyyətdə idxal mallarının qiymətləri yerli pul ekvivalentində artar və birbaşa inflyasiyanın yüksəlməsinə səbəb olar.

Valyuta kurslarındakı dəyişmələrin təsirlərini tədqiq edərkən real və nominal valyuta kursları kimi anlayışlar önəm daşıyır. Maaş və qiymətlər gec uyğunlaşdığı üçün nominal valyuta kurslarındakı artışı qısa müddətli dövrdə real valyuta kurslarında artışı səbəb olar. Uzun müddətli dövrdə isə maaşlar və qiymətlər dəyişəcəyi üçün real valyuta kursları tarazlıq vəziyyətinə gələcəkdir.

Valyuta kurslarında ortaya çıxan dəyişmələr ev təsərrüfatlarının və firmaların balanslarında təsirə malikdir. Belə ki, ev təsərrüfatları və firmaların əksəriyyətinin xarici valyutada borcları vardır. Bu borclar xarici pul ekvivalentindəki aktivlərlə tamamilə bağlana bilmədiyi zaman, valyuta kursundakı dəyişmələr firmaların və ev təsərrüfatlarının xalis dəyərlərini və öhdəlik-aktiv nisbətlərinə təsir edərək xərcləmə-borclanma davranışlarında dəyişikliklərə yol açır.

Hissə Sənədləri Qiymətləri Kanalı

Tətbiq olunan pul siyasətlərindəki dəyişmələrdən sonra qısa müddətli və uzun müddətli faiz dərəcələrində artımlar baş verməsi hissə sənədi kimi qiymətli kağızların qiymətlərinin aşağı olmasına səbəb olur. Pul təklifi ilə hissə sənədi qiymətləri arasındakı səbəb olur. Faiz dərəcələri hissə sənədi və istiqraz arasındakı rəqabəti müəyyənləşdirən ən önəmli amildir. Faiz dərəcələri artdığı zaman istiqrazların gəliri artacaq və qiymətləri düşəcək. Investorlar yığımalarını hissə

sənədindən istiqrazlara yönəldəcəklər. Bu halda hissə sənədlərinin qiymətləri düşəcək. Faiz dərəcələri azaldığı zaman isə istiqrazların gəliri azalacaq və investorlar hissə sənədinə yönələcək. Beləliklə hissə sənədlərinin qiyməti artacaq. Faiz dərəcələrindəki artışı investorun dividend və sərmayə qazancı olaraq gözlədiyi nağd pul axınlarının bugünkü dəyərini azaldır. Digər tərəfdən faiz dərəcələrindəki artım istiqraz alışlarında yüksəlişə, hissə sənədi bazarında isə tələb azalmasına yol açır. Çünki hissə sənədi alıcısını investisiyaya yönəldən həmin hissə sənədindən gözlədiyi gəlirin faiz dərəcəsiindən yüksək olmasıdır. İstiqraz kimi sabit gəlirli qiymətli kağızlara investisiya edən investorlar müəyyən olunmuş bir faiz dərəcəsiindən gəlir qazanırlar. Belə olan halda hissə sənədindən gözlənilən gəlir sabit gəlirli qiymətli kağızların gətirəcəyi gəlirdən böyük olmalıdır. İnvestor bunları nəzərə alaraq qərar verir. Buna görə də faiz dərəcələri yüksəldiyi zaman gələcəkdəki nağd pul axınlarının diskontlaşdırılmış bugünkü dəyəri düşəcəyi üçün investor hissə sənədi almağı seçməz. İstiqrazda olan tələb artır və hissə sənədlərinin qiymətləri düşər. Faiz dərəcələrinin azalması nəticəsində gələcəkdəki nağd pul axınlarının diskontlaşdırılmış bugünkü dəyəri artacağı üçün investor hissə sənədinə yönəlir. Bunun nəticəsində isə hissə sənədi qiymətləri yüksəlir. Faiz dərəcələri və hissə sənədi qiymətləri arasındakı münasibəti təkcə gələcəkdəki nağd pul axınlarının bugünkü dəyəri ilə əlaqələndirmək doğru olmazdı. İnvestorlar bazarda formalaşan faiz dərəcələrinə görə gələcəklə bağlı gözləntilərlə hərəkət edirlər. Faiz dərəcələrinin düşməsi gələcəkdəki investisiyaların artacağı, bazarın genişlənməyi və firmaların mənfəətinin artacağı gözləntisini yaradır. Bu səbəblə investorlar firmaların mənfəətinə ortaq olmaq üçün hissə sənədinə yönəldirlər, hansı ki hissə sənədlərinin qiymətlərini artırır. Bundan başqa faiz dərəcələrinin artması gələcəkdə ola biləcək inflasiyadan xəbərlər verir. Belə bir şəraitdə tələb, məşğulluq, mənfəətlərin artacağı gözlənilir. İnflyasiyanın artması hissə sənədləri qiymətləri ilə düz mütənasibdir. İnflyasiyanın artışı satışları, mənfəətləri və dividendləri artırır. İnvestorlar faizlərin şirkətlərin fəaliyyətinə necə təsir edəcəyini nəzərə alıb hərəkət edirlər. Təbii olaraq faizlərdəki artım maliyyətləri artırır mənfəətləri azaldacağı üçün investor istiqrazda yönəlib faiz gəliri qazanmağı seçir. Nəticə olaraq faiz dərəcələri ilə hissə sənədləri arasındakı əlaqə tərs mütənasibdir.

Ümumiyyətlə, pul siyasətindəki tədbirlərin hissə sənədləri qiymətlərində yaradacağı təsir dörd əsas kateqoriyada araşdırıla bilər: Tobinin Q nəzəriyyəsi, Likvidlik effekti, Firma balans effekti, Sərvət effekti.

Tobinin q nəzəriyyəsi

Tətbiq olunan pul siyasəti hissə sənədlərinin qiymətlərində dəyişikliyə səbəb olduğu üçün investisiya xərcləmələrinə təsir edir. Məşhur neo-klassik iqtisadçı James Tobin tərəfindən irəli sürülmüş nəzəriyyədə hissə sənədlərinin qiymətləri ilə investisiya xərcləmələri arasındakı münasibət izah olunur.

Tobinin q nəzəriyyəsi düsturu belə ifadə olunur:

$$q = \text{Firmaların bazar dəyəri} / \text{Sərmayenin yenilənmə maliyyəti}$$

Əgər q-nün dəyəri 1-dən böyük olması firmanın bazar dəyəri sərmayenin yenilənmə maliyyətiindən daha yüksək olduğu anlamına gəlir. Yəni yeni bina, tikili və avadanlıqlar firmanın bazar dəyərinə görə daha ucuzdur. Belə olduğu təqdirdə firmalar hissə sənədi sataraq bina tikili və avadanlıqlarına görə daha çox məbləğ əldə edə bilərlər. Beləliklə investisiya xərcləmələri artacaq. Ona görə ki, firmalar bazara çıxardıqları çox az hissə sənədi qarşılığında daha çox miqdarda yeni investisiya məli əldə edə bilərlər.

Əgər q dəyəri 1-dən az olarsa bu zaman firmalar yeni investisiya məli almaq istəməzlər. Çünki artıq firmanın bazar dəyəri investisiya mallarının dəyərindən azdır.

Tobinin q nəzəriyyəsi əsasında pul təklifi ilə milli gəlir arasındakı münasibəti belə açıqlaya bilərik.

$$M \rightarrow P_s \rightarrow q \rightarrow I \rightarrow Y$$

Pul təklifində bir artışı olduğu zaman insanların əllərində istədiklərindən daha artıq bir məbləğ olacaqdır və onlar bu pulu xərcləyəcəklər. Bu xərcləmələrin gələcəyi yerlərdən biri də investisiya bazarıdır. Bunun nəticəsində hissə sənədi tələbi və dolayısıyla qiymətlər

yükləşəcək. Hissə sənədlərinin qiymətlərindəki bu artışı q dəyərinin daha yüksək olmasına səbəb olacaq və beləliklə milli gəlir artacaq.

Tobinin q nəzəriyyəsindəki önəmli olan hissə sənədlərinin qiyməti ilə investisiya xərcləmələri arasındakı əlaqədir. Nəzəriyyəyə görə yumşaq pul siyasəti faiz dərəcələrini aşağı salaraq istiqraz bazarına olan marağın itməsi və alternativ investisiya vasitəsi olan hissə sənədi bazarına tələbin artması ilə nəticələnir. Tələbin artması hissə sənədlərinin qiymətini və q nisbətini artırır. Q nisbətinin yüksəlməsi də firmaların sərmayə maliyyətlərinin düşməsi deməkdir. Yəni az miqdarda satdıqları hissə sənədləri ilə daha çox miqdarda sərmayə malı ala bilirlər. Nəticədə pul təklifinin artması, hissə sənədlərinin qiymətlərindəki yüksəliş investisiya xərcləmələrini artıraraq iqtisadiyyatın istehsal səviyyəsini də artırır.

Likvidlik effekti

Sərmayə bazarı davamlı istehlak malları üzərində də təsirə malikdir. Bu davamlı istehlak mallarının likvidliyi ilə bağlıdır. Bütün fərdlərin eyni zamanda nağd pula ehtiyacı olarsa, avtomobil və ya ev kimi istehlak mallarını satmağa çalışarlarsa, bu zaman onların önəmli bir dəyər itkisi ilə qarşılaşacağı gözləniləndir. Əks halda, bir fərd əlində maliyyə aktivini saxlayarsa, onları asanlıqla bazar qiyməti ilə sataraq nağd pulunu artırma bilər.

Ev təsərrüfatlarının balanslarında əhəmiyyətli yer tutan davamlı istehlak malları və evlər keyfiyyətləri haqqında asimmetrik məlumat olduğu üçün likvidliyi az olan mallar hesab olunur. Fərdlərin gəlirləri ilə bağlı bir çətinlik yarandığı zaman bu cür malların əsl qiymətlərindən satılması ehtimalı az olur. Digər tərəfdən, hissə sənədi kimi maliyyə aktivləri daha asan və real dəyərində satılma ehtimalı yüksək olan likvid aktivlərdir. Beləliklə fərdlərin maddi sıxıntı yaşama ehtimalı yüksəldikcə əllərində likvidliyi yüksək aktiv saxlamaq meylləri də o qədər artır. [9]

İqtisadiyyatda hər hansı bir maliyyə təhlükəsi varsa, istehlakçılar davamlı istehlak mallarına daha az pul xərcləyəcəklər. Əgər maliyyə təhlükəsi yoxdursa, davamlı istehlak mallarına olan xərcləmə miqdarı da artacaqdır. Beləliklə, hissə sənədləri qiymətləri əlaqəsi ilə bağlı olaraq pul siyasətinin digər bir güclü transmissiya mexanizmi aşağıdakı şəkildə olacaqdır.

$M \uparrow P_s \uparrow$ maliyyə aktivlərinin dəyəri $\uparrow$ maliyyə təhlükəsi ehtimalı $\downarrow$ davamlı istehlak malları xərcləmələri $\uparrow Y \uparrow$

Ev təsərrüfatlarının hissə sənədi kimi maliyyə aktivlərinin borclarına nisbətdə yüksək olması maliyyə sıxıntısı yaşama ehtimalını azaldır və davamlı istehlak mallarına olan tələblərini artırır. Yumşaq pul siyasəti ilə hissə sənədi qiymətlərinin yüksəlməsi fərdlərin maliyyə aktivlərinin dəyərini artıracaqdır. Beləliklə fərdlər özlərini daha güvəndə hiss etdikləri üçün davamlı istehlak malları tələblərini artıracaqlar.

Firma Balansı Effekti

Firmaların balanslarında olan hissə sənədlərinin qiymətlərində ortaya çıxan dəyişmələr kredit bazarındakı asimmetrik məlumat səbəbiylə iqtisadiyyata təsir edir.

Sərt pul siyasəti nəticəsində firmaların balanslarında saxladıkları hissə sənədlərinin qiymətlərindəki azalma firmaların xalis dəyərinin düşməsinə səbəb olur. Xalis dəyəri az olan firmalara verilən kreditlərdə yalnız seçim və mənavi təhlükə problemi ilə qarşılaşılır. Çünki bu firmaların balanslarında öz səhm payları az olur və riskli investisiya layihələrinin yönəlmə ehtimalları çox olur. Yüksək riskli investisiya layihələrinin borclarının geri ödənmə ehtimalları da zəif olduğu üçün bankların bu firmalara təmin edəcəkləri kredit təklifi də az olacaqdır. Bu səbəblədir ki, firmaların investisiya xərcləmələri də azalır.

Firma balansları effektinin işləyişi belə ifadə etmək olar:

$M \downarrow P_s \downarrow$ Firmaların xalis dəyəri $\downarrow$ Kredit tapma ehtimalları $\downarrow$ İnvestisiyalar $\downarrow Y \downarrow$

Sərvət effekti

İstehlakçıların balanslarının istehlak qərarları üzərindəki təsirini ilk dəfə Franko Modigliani yaşam boyu gəlir hipotezi ilə açıqlamışdır. Modigliani yaşam boyu gəlir hipotezində fərdlərin istehlaklarını zamana yaydıqlarını və istehlak xərcləmələrini sadəcə bugünkü gəlirin deyil fərdlərin yaşam boyu olan gəlir qaynaqlarının müəyyənləşdirdiyini ifadə etmişdir. İstehlakçıların yaşam boyu yığılan gəlir qaynaqlarının əhəmiyyətli hissəsini maliyyə aktivləri

formalaşdırır. Hissə sənədləri isə bu maliyyə aktivlərinin önəmli bir qismini təşkil edir. Bu səbəblədir ki, hissə sənədləri qiymətlərindəki yüksəlmə fərdlərin maliyyə sərvətlərinin dəyərini yüksəldəcək. Bununla birlikdə yaşam boyu olan gəlir qaynaqları yüksələn fərdlər artıq istehlak xərcləmələrini də artırma biləcəklər. Beləliklə tətbiq olunan yumşaq pul siyasəti nəticəsində hissə sənədlərinin qiyməti yüksələrək ayrı bir monetar transmissiya kanalı meydana gətirir.

$M \uparrow$ Fərdlərin sərvəti $\uparrow$ İstehlak $\uparrow$ Məcmu tələb $\uparrow Y \uparrow$

Modiqlianiyə görə pul siyasəti məcmu tələbə sadəcə qısa müddətli dövrdə sərvətin istehlak funksiyasında faiz dərəcələri kanalı ilə deyil, aktivlərin bazar qiyməti kanalı ilə təsir edir.

Kredit Kanalı

Pul siyasəti real iqtisadiyyat üzərində öz təsirini bank kreditləri kanalı ilə ortaya çıxarır. Yəni tətbiq olunan pul siyasəti bank kreditlərinə bankların istifadə edə biləcəkləri fond miqdarını dəyişdirərək təsir edir. Bununla yanaşı, pul siyasəti bankların kredit vermək məqsədi ilə istifadə edə biləcəkləri fondların maliyyətinə də təsir edir. Bu baxımdan fondların maliyyəti dəyişdiyi zaman bankların kredit vermək istəyi də dəyişir. [10]

Kredit kanalı nəzəriyyəsinə görə pul siyasətinin real iqtisadiyyat üzərində belə bir təsiri vardır. Bir firmanın xalis dəyərinin yüksək olması firmanın kredit bazarından borclanmasının daha asan olacağı deməkdir. Bu da firmanın investisiya qərarına təsir edir. Pul siyasətinin borclananların balansına təsir edərək real hasilatda dəyişməyə səbəb olduğu kanal balans kanalı adlandırılır. [11]

Monetar transmissiya mexanizminin kredit yanaşmasına görə analizlərə pul və istiqrazla yanaşı kreditlər də daxil edilməlidir. Beləliklə, kredit yanaşmasında bankların həm pul həm də kredit yaratma funksiyası vardır. Pul siyasəti isə bankların aktivlərinə və öhdəliklərinə təsir edərək işləyir. Buna görə də kredit yanaşması bank krediti faiz dərəcələrinin fond bazarı faiz dərəcələrindən fərqli hərəkət edəcəyini nəzərdə tutur və bu halda nominal xərcləmələrdə meydana gələn dəyişmələri hesablayır. [12]

Kredit kanalının rolu tərəflər arasındakı asimmetrik məlumat nəticəsində yaranan yalnız seçim və əxlaqi təhlükə proleminin təsiri ilə müəyyənləşdirilir. Tərəflərin təqdim etdiyi məlumatlar kredit müqaviləsinin quruluşunu müəyyənləşməkdə, kredit bazarının borclanan və borcverəninə mühakimə etmək bacarığı üzərində, faiz dərəcələrini müəyyənləşdirilməsində, kreditin borclananlar arasında bölüşdürülməsində əhəmiyyətli rol oynayır. [13]

Kredit kanalının tərəfdarları ənənəvi faiz kanalını əsas alaraq bir pul siyasəti şokuna iqtisadiyyatın verdiyi cavabın böyüklüyünün, zamanlamasının və quruluşunun açıqlanmasının çox çətin olduğunu iddia edirlər. Buradakı arqument ondan ibarətdir ki, bəzi borclular-əsasən kiçik və orta sahibkarlar qiymətli kağızlar bazarında borclana bilmirlər və bu səbəblə bank kreditlərindən asılıdırlar. Bu potensial borcluların borc ödəmə gücü haqqında bilgi əldə edilməsi maliyyətiylə əlaqəlidir. Bir şirkət bankdan borc aldığı zaman kredit dəyərləndirilməsi bir tək agent tərəfindən aparılır. Çox sayda ajanın kreditləri maliyyələşdirdiyi hissə sənədi bazarında borclanan böyük olmadığı və yaxşı tanınmadığı təqdirdə, yəni onun hissə sənədləri qiymətli kağızlar bazarında qeydiyyatda olmadığı zaman dəyərləndirmə və nəzarət xərci çox yüksək olacaqdır.

Bazar faiz dərəcəsi artdığı zaman banklar kreditlərini azaltmağı və onun əvəzinə istiqraz almağı seçəcəklər. Bankdan kredit alanlar bunun nəticəsində daha az kredit tələb etməli olacaqlar. Bu halda bankların kredit faizi artacaqdır, lakin daha yüksək faizlərlə ödənilməsi nəzərdə tutulan bu kreditlərin şirkətlərə paylanıb paylanmayacağı sual altındadır. Bunun səbəsi odur ki, kreditlər üçün daha yüksək faiz ödəməyə hazırlaşmış olan borclanlar işləməyə və borcu geri ödəməyə daha az istəkli olacaqlar. [14]

Bank Kreditləri Kanalı

Banklar fond ehtiyacı olanlar ilə fond artığı olanlar arasındakı əsas vasitəçilik funksiyasından başqa, mərkəzi bankların siyasi qərarlarının firmalar və ev təsərrüfatlarının xərcləmə qərarlarına təsirində də önəmli rol oynayır.

1950-ci illərin sonlarından etibarən iqtisadçılar tərəfindən faiz dərəcələrinin investisiyaların maliyyələşdirmə xərcini tam olaraq ifadə etmədiyi görüşünü irəli sürülməyə

başlamışdır. Yəni sərt pul siyasətinin tətbiq edildiyi hallarda bankların müştəri tələbləri qarşısında faiz dərəcələrini yüksəltməsinə icazə vermək əvəzinə kreditləri məhdudlaşdırmağı seçirlər və bu hal “kredit təyinatlanması” adlanır. [15]

Kredit təyinatlanmasındakı önəmli hissə tarazlıq faiz dərəcəsində bəzi kredit tələbi irəli sürən müştərilərin yüksək faiz ödəməyə razı olduqları halda belə kredit ala bilməmələridir. Kredit faiz dərəcələri yüksəldikcə daha az risk daşıdığı üçün gəliri daha az olan layihələrə investisiya edəcək olan etibarlı borclananlar kredit almaqdan imtina edirlər. Daha riskli investisiya layihələrinə investisiya edəcək olan borclananlar isə kredit tələblərinə davam edəcək və kredit ala bilmək üçün yüksək faiz dərəcələrinə razı olacaqlar. Riskli layihələrə verilən kreditlərin geri ödənmə ehtimalı aşağı olduğundan banklar üçün kredit təklifinin azaltmaq faiz dərəcələrini yüksəltməkdən daha sərfəlidir.

Sərt pul siyasəti tətbiq olunduğu dövrdə, mövcud kredit miqdarında da bir azalma olacağı üçün faiz dərəcələrində əhəmiyyətli bir yüksəlmə olmasa da investisiya xərcləmələrində azalmalar olacaqdır. Bu halda pul siyasətinin təsiri bu şəkildə olacaqdır:

$M \rightarrow \text{Kreditlər} \rightarrow \text{İnvestisiyalar} \rightarrow \text{Milli Gəlir}$

Bu monetar transmissiya mexanizminə görə, investisiya xərcləmələri ilə investisiya kreditləri arasında yüksək bir korrelyasiya var. Yəni, kredit miqdarı investisiya xərcləmələrinin hərəkətverici qüvvəsidir.

Bank kreditləri kanalının effektiv bir şəkildə işləməsi üçün üç faktor tələb olunur. [16]

a) Firmaların borclarının öhdəlik tərəfində yer alan maliyyələşdirmə istiqrazları ilə bank kreditləri tam əvəzləyici olmamalıdır. Bu şərt ödəndiyi zaman, bank kredit təklifində bir azalma olması halında firmaların kreditlərlə eyni şərtlərdə olan maliyyələşdirmə istiqrazı sataraq ehtiyaclarını qarşılamaşı mümkün ola bilməz. Bu şərt eyni zamanda bazarda asimmetrik məlumat problemi ilə bağlıdır. Ev təsərrüfatları qiymətli kağız emissiya edən firmanın kağızlarını aldığı zaman və aldıqdan sonra firmanın vəziyyətinin izlənilməsində bir nəzarətedici vəkilə ehtiyac duyar. Çünki firmalar haqqında məlumat toplamaq ev təsərrüfatları üçün olduqca maliyyətlidir. Digər tərəfdən firmalar tərəfindən ev təsərrüfatı üçün yalnız seçim və əlaqə təhlükə problemlərinin olmadığını göstərmək üçün də bir vasitəçiyə ehtiyac vardır. [17]

b) Mərkəzi banklar tərəfindən tətbiq olunmuş siyasətlər kredit təklifinə təsir edə biləcək səviyyədə olmalıdır. Bu şərt isə bankların depozitdən başqa qaynaq toplaya bilməmələrini və bunun nəticəsində də monetar hakimiyyət orqanlarının siyasətlərindən asılı olmalarını açıqlayır. [18]

c) Pul siyasəti dəyişikliklərinin təsirini ortadan qaldıran qiymət tənzimləmələri mümkün olmamalıdır.

Qeyd olunan üç əsas şərt təmin olunduğu zaman yumşaq pul siyasətləri bankların depozitlərini və rezervlərini, dolayısı ilə bankların kredit təkliflərini artıracaqdır. Kredit təklifinin artması firmaların daha artıq miqdarda kredit istifadə edərək investisiyalarını artırmasına, beləliklə də məcmu investisiya və istehlak xərcləmələrinin artmasına yol açacaqdır. Nəticə olaraq, iqtisadiyyatın məcmu istehsal səviyyəsində artışlar meydana gələcəkdir.

Balans Kanalı

Balans kanalı faiz dərəcələrinin firmaların balansları üzərindəki təsiri yolu ilə işləyir. Pul siyasəti firmaların aktiv və öhdəlikləri ilə balans likvidliyinə təsir edərək iqtisadiyyatda ayrı bir transmissiya mexanizmi yaradır. Balans likvidliyi isə firma və ev təsərrüfatlarının öhdəliklərinə görə tutduqları likvid varlıqların miqdarıdır. Balans kanalı olaraq adlandırılan bu transmissiya kanalında monetar bir şokdan sonra faiz dərəcələrindəki bir dəyişmə firmaların xalis dəyərini, balans vəziyyətini, likvidliyini və beləliklə etibarlılığını dəyişdirərək firmaların investisiyaları ilə ev təsərrüfatlarının davamlı istehlak mallarına olan investisiyaları kimi xərcləmələrinin müəyyənləşdiricisi olur. İqtisadi fərdlərin xalis dəyərindəki dəyişmələrin real iqtisadi fəaliyyətdə dalğalanmalara səbəb olması maliyyə multiplikatoru adlanır. Başqa sözlə maliyyə multiplikatoru kiçik faiz dəyişmələrinin investisiyalar üzərindəki təsirini balans effekti ilə göcləndirilməsidir. Balans kanalı pul siyasətinin iqtisadi fərdlərin xalis dəyərinə hansı yollarla təsir etdiyini tədqiq edir. Balans kanalında pul siyasətindəki bir dəyişiklik bankların kredit vermə qabiliyyətindən

başqa firmaların etibarlılığına təsir göstərərək işlədiyi üçün kredit kanalında daha geniş bir kanaldır və geniş kredit kanalı olaraq da adlandırılır. [19]

Faiz dərəcəsinin dəyişməsi varlıqlara olan nisbi tələbi dəyişərək varlıqların qiymətlərini və bu varlıqlara sahib olan firmaların dəyərini dəyişdirir. Bu səbəbdən pul siyasəti firmaların balanslarına müxtəlif yollarla təsir edir. [20]

Kredit bazarlarındakı asimmetrik məlumat bu kanalda da əhəmiyyətli bir yer tutur. Asimmetrik məlumat səbəbiylə verilən kreditlərin hamısı təminat-girova bağlanmadıqca xarici maliyyələşmə daxili maliyyələşmədən daha maliyyətlə olacaqdır. Firmaların xalis dəyərini düşürən sərt pul siyasəti tətbiq olunduğu bir halda firmalar daha yüksək xarici maliyyələşmə premiumu ödəyərək maliyyələşməli olacaqlar. Yəni xarici maliyyələşmə premiumu iqtisadi fərdlərin xalis aktivləri ilə tərs mütənasib asılılığa malikdir. Bu da investisiyalarda bir geriləməyə yol açar. Xüsusən də monetar kiçilmə zamanı kiçik və orta sahibkarlıqlar daha yüksək xərc ödəməli olurlar. Bu da həmin firmaların balans vəziyyətlərinin daha da pisləşməsinə, yəni monetar kiçilmədən daha çox zərər görmələrinə səbəb olar. [21]

Asimmetrik məlumatın çox olduğu hallarda xalis aktivlərin və likvidliyin yüksək olması fond çatışmazlığı olanların xərcə planlarını daha rahat həyata keçirmələrinə kömək olacaqdır. Əksinə əgər fond tələb edən xalis aktiv dəyəri düşərsə, asimmetrik məlumat problemi xarici və daxili fond maliyyətləri arasındakı fərqi artırır. [22]

Monetar transmissiya mexanizmində yalnız seçimi özündə əks etdirən başqa bir hal isə kredit təyinatlanmasına əsaslanır. Fond ehtiyacı olanların daha yüksək faiz dərəcəsi ödəməyə hazır olsalar belə kredit tələblərinin geri çevrilməsinə “kredit təyinatlanması” deyilir. Risk və gəlirin birlikdə hərəkət etdiyini düşünsək, bazar faiz dərəcəsindən daha yüksək faiz ödəməyə razı ola biləcək iqtisadi fərdlərin daha yüksək riskli investisiya layihələrinə investisiya etmələri lazımdır. Beləliklə yüksək faiz dərəcələri yalnız seçim problemini ağırlaşdıracaqdır. Əksinə yumşaq pul siyasəti vasitəsilə faiz dərəcələrinin düşməsi bir tərəfdən riskdən uzaq durmağa çalışan investorların kredit bazarında daha çox borclana bilməsinə digər tərəfdən bankların azalan yalnız seçimlə daha çox kredit vermə meyllərini artıraraq investisiyaların və real hasilatın yüksəlməsinə səbəb olar.

Fond çatışmazlığı olan firmaların xalis aktivlərindəki azalış sərmayə qoyuluşları üçün lazım olan fondların maliyyəti artıracaq. Monetar bir kiçilməyə cavab olaraq faiz dərəcələrindəki yüksəliş kredit tələb edən dəyişkən faizli borclarına təsir edərək borc yükünü artıracaq. Pul siyasətindəki dəyişikliyin yol açdığı faiz dərəcələri səviyyəsindəki dəyişikliklər firma balanslarının yalnız passiv tərəfinə deyil, aktiv tərəfinə də təsir edərək firmanın xalis dəyərini dəyişdirir. Belə ki, faiz dərəcələrinin yüksəlməsi firmanın nağd pul axınlarının indiki dəyərini azaldaraq firmanın balans vəziyyətinin pisləşməsinə yol açır. Nəticədə firmanın xalis dəyəri azalacaqdır. Xalis dəyərdəki azalma isə xarici maliyyələşmə premiumunu faiz dərəcələrindəki artıdan daha çox artıraraq firmanın investisiya imkanını məhdudlaşdıracaq. [23]

Xarici maliyyələşmə premiumunun faiz dərəcələrindən daha çox artmasının səbəbini belə izah etmək olar. Məsələn, monetar bir kiçilmə zamanı istiqraz gəlirlərinin hissə sənədləri gəlirlərindən çox olması hissə sənədlərinə olan tələbi azaldar və firmanın öz sərmayəsində bir əriməyə, kiçilməyə səbəb olar. Faiz dərəcələrinin yüksəlməsi firmaların xalis dəyərini düşürəcəyi üçün kredit vermə proseduru zamanındakı yalnız seçim və əxlaqi təhlükə daha önəmli hal alacaqdır. Çünki sərt pul siyasəti nəticəsində xalis dəyərdə meydana gələn düşüş firmanın sərmayəsini kiçildəcəyi üçün firma daha riskli layihələrə investisiya etməyə meylli olacaqdır. Bir tərəfdən layihənin riskli olması, digər tərəfdən xalis dəyərin azalmasının yaratmış olduğu yalnız seçim və əxlaqi təhlükə riskinin artması kreditlərin geri dönüşünü çətinləşdirəcək. Bu da xarici maliyyələşmə premiumunu artıraraq kredit tələbini azaldacaq. [24]

Balans kanalı yanaşmasında yumşaq pul siyasəti qarşısında məcmu tələb iki səbəblə dəyişər. Birincisi firma və ev təsərrüfatlarının dəyişən faiz dərəcələrinə cavabı, ikincisi isə fond tələb edənlərin daha yüksək xalis dəyər və likvidlik səviyyəsi sayəsində fond tədarükündə artan imkanlarıdır. Bu səbəblə məcmu tələbdəki artışı ənənəvi faiz kanalına görə daha yüksək səviyyədə olacaqdır. Faiz dərəcəsinin səviyyəsi isə hasilatda meydana gələn artışı nəticəsində pul

tələbinin artışından asılı olaraq qeyri-müəyyən olacaqdır. Balans kanalında da monetar bir genişlənmə sonrasında ilkin bazar faizləri düşəcək və monetar genişlənmə hasilatı artıracaq. Sərt pul siyasəti isə tamamilən tərs nəticələr verəcəkdir. Bununla yanaşı balans kanalı ev təsərrüfatları və firmaların xalis dəyəri və likvidliyi ilə xərcləmələri arasındakı əlaqəni göz önündə tutaraq asimmetrik məlumat halında xalis dəyər və likvidlikdəki dəyişmələrin kredit həcminə və iqtisadi fəaliyyət səviyyəsinə əhəmiyyətli dərəcədə təsir etdiyini nəzərdə tutur. [25]

Balans kanalı əsasən sərt pul siyasəti zamanı bankdan asılı olan kiçik firmalar üzərində daha təsirlidir. Monetar genişlənmə zamanı kredit alma qabiliyyətindəki artışı hər nə qədər böyük firmalar üçün daha çox olsa da kiçik firmaların da kredit bazarına çıxışı asan olur. Bununla yanaşı, monetar kiçilmə zamanı böyük firmalar daralan kredit imkanları qarşısında kapital bazarından alternativ maliyyə qaynağına baş vuraraq sərt pul siyasətinin təsirlərindən özlərini qoruya bilirlər, lakin bankdan asılı olma kiçik firmaların kapital bazarlarından borclanmaları olduqca çətinləşir. Bu səbəblə pul siyasəti şokları qarşısında balans kanalı kredit kanalı kimi asimmetrik təsirlər göstərir.

Monetar Transmissiya Mexanizminin İşləyişinə Təsir Edən Faktorlar

Mərkəzi banklar faizlər üzərində dəyişiklik etməklə monetar transmissiya mexanizmini istifadə edərək iqtisadiyyatın ümumi tarazlığında müxtəlif problemlər yaradacaq fəaliyyətlər göstərə bilər. Qısa müddətli faiz fərəcələri ilə bağlı alınan qərarlar gözləntilər, faiz, varlıq qiymətləri, valyuta kursu vasitəsilə istehlakçı və istehsalçıların xərcləmə, yığım və investisiya qərarlarını formalaşdırır və bu müddət məcmu tələb, son nəticədə iqtisadi fəaliyyət və inflyasiya üzərində təsirlidir.

Monetar transmissiya mexanizminin normal fəaliyyət səviyyəsində faiz üzərində ediləcək dəyişikliklərin iqtisadiyyat üzərində yaradacağı təsirlər bu şəkildə olacaqdır:

1) Mərkəzi bankın qısa müddətli faiz dərəcələrini artırması nəticəsində istehlakçı və istehsalçıların mərkəzi bankın inflyasiya ilə mübarizəyə olan bağlılıqları artacaq, bununla yanaşı inflyasiyanın gələcəkdə hansı səviyyədə olacağı ilə bağlı gözləntiləri mərkəzi bankın hədəfi ilə uyğunluq içərisində olacaqdır.

2) Inflyasiya gözləntilərinin dəyişmədiyini fərz etsək, nominal faizlərdə yüksəlmə ortaya çıxacaqdır. Buna bağlı olaraq istehlakçı və istehsalçılar xərcləmələrini azaldaraq məcmu yığımlarını artırma yolunu seçəcəklər. Bu halda istehsalçıların borclanma maliyyəti artacaq, investisiyalar azalacaq və istifadə olunan kredit miqdarında azalmalar ortaya çıxacaqdır. Buna bağlı olaraq məcmu tələb azalacaq, iqtisadi fəaliyyətlərin sürəti yavaşlayacaq və inflyasiyada azalma meyli müşahidə olunacaq.

3) Sərvət qiymətləri kanalında isə ortaya çıxan proseslər belə olacaqdır. İstiqraz, hissə sənədi, valyuta məzənnəsi və daşınmaz əmlak kimi aktivlərin qiyməti düşəcəkdir. Bunun nəticəsində istehlakçıların gəliri azalacaq, istehlak səyivvələri düşəcək. İstehsalçılar isə aktivlərini borc təminatı göstərərək borclandıqları üçün kredit tapmaları daha da çətinləşəcək və investisiyalar azalacaq.

4) Valyuta məzənnəsi kanalında digər bütün şərtlərin dəyişməz qalması şərti ilə, ölkədaxili faiz dərəcələri ölkəxarici faiz dərəcələrinə nisbətən yüksək olacaq. Bu halda ölkəyə daxil olan investisiya miqdarı artacaq və milli valyuta dəyər qazanacaq. Nəticədə xarici ticarət mallarının qiymətləri də bundan təsirlənəcək.

Bütün baş verənlərin yekunu olaraq iqtisadiyyatdakı inflyasiya dərəcəsində azalma meydana gələcək.

Mərkəzi bankın qısa müddətli faiz dərəcələrini azaltması da monetar transmissiya mexanizmi çərçivəsində bu nəticələrə gətirib çıxaracaq:

1) Gözləntilər kanalında istehlakçı və istehsalçılar inflyasiyanın və mövcud iqtisadi vəziyyətin müsbət olduğuna inanacaqlar. Belə olan halda isə inflyasiyanın gələcəkdə ola biləcəyi səviyyə haqqındakı gözləntiləri mərkəzi bankın hədəfi ilə uyğunluq təşkil edəcəkdir.

2) Faiz kanalında inflyasiya gözləntilərinin dəyişmədiyini fərz olunarsa, nominal faizlərdə azalma olacaqdır. Bundan asılı olaraq istehlakçılar xərcləmələrini artıraraq yığımlarını azaltmağı seçəcəklər. İstehsalçıların borclanma maliyyəti də düşdüyü üçün investisiyalar artacaq və istifadə

olunan kredit miqdarı yüksələcək. Buna bağlı olaraq iqtisadiyyatdakı məcmu tələb artacaq, iqtisadi fəaliyyətlər sürətlənəcək və inflyasiyada artma meyli başlayacaq.

3) Aktiv qiymətləri kanalında istiqraz, hissə sənədi, valyuta məzənnəsi və daşınmaz əmlak kimi müxtəlif aktivlərin qiymətlərində artım baş verəcək. Belə olan halda istehlakçıların gəliri və istehlak səviyyələri yüksələcək. İstehsalçılar isə aktivlərini borc təminatı olaraq göstərərək borc aldıkları üçün borclanmaları asanlaşacaq və investisiyalar artacaq.

4) Məzənnə kanalında isə digər bütün şərtlərin dəyişməz qalması şərti ilə, ölkədaxili faiz dərəcələri ölkəxarici faiz dərəcələrinə nisbətən azalacaq. Bu zaman ölkədən maliyyə çıxışı başlayacaq və milli valyuta dəyər itirəcək.

Bütün baş verənlərin yekunu olaraq iqtisadiyyatdakı inflyasiya dərəcəsində yüksəlmə meydana gələcək.

Göründüyü kimi mərkəzi bankın qısa müddətli faiz dərəcələrini artırması nəticəsində inflyasiya dərəcəsi düşür, faiz dərəcələrinin azaldılması zamanı isə inflyasiya dərəcəsində artım müşahidə olunur.

NƏTİCƏ

Monetar transmissiya mexanizminin ideal şəkildə çalışması hər zaman mümkün olmaya bilər və mexanizmin çalışmasını dəyişdirən bir sıra faktorlar ola bilər hansı ki, monetar transmissiya mexanizmlərinin iqtisadiyyata necə təsir edəcəyini müəyyənləşdirirlər. Bu faktorları belə sıralamaq olar:

1) Qiymətlərin sabit (gec dəyişməsi) olması səbəbiylə qiymətlərin signal effektini göstərə bilməməsi,

2) Maliyyə sisteminin dərinliyi və gücü,

3) İqtisadi müqavilələrin müddəti,

4) Kapital hərəkətinin sərbəstliyi,

5) Ev təsərrüfatları,

6) Firmaların maliyyə quruluşları,

7) Qısa müddətli faiz dərəcələrindəki dəyişikliklər.

Monetar transmissiya mexanizminin çalışma müddəti, faiz qərarlarının iqtisadi fəaliyyət və inflyasiya üzərindəki təsirinin gücü ölkədən ölkəyə dəyişə bilər. İnkişaf etmiş ölkələrdə təsir müddəti iyirmi dörd aya qədər uzana bilər, inkişaf etməkdə olan ölkələrdə isə daha qısa olur.

İstifadə edilmiş ədəbiyyat:

1. Martinez L. Sanchez O. and Werner A. 2021. "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Mexico". Banco de México's 75th Anniversary Seminar Mexico City. November 14-15, Banco de México: 197- 261.

2. Greene W.H. 2013. Econometric Analysis (Second Edition), New Jersey: Prentice-Hall.

3. Huseynov, E. & Jamilov, R. 2013." Channels of Monetary Transmission in the CIS: a Review." Journal of Economic and Social Studies 3 (1): 5-60.

4. Martinez L. Sanchez O. and Werner A. 2001. "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Mexico". Banco de México's 75th Anniversary Seminar Mexico City. November 14-15, Banco de México: 197- 261.

5. Nagayasu J. 2007. "Empirical Analysis of The Exchange Rate Channel in Japan." Journal of International Money and Finance 26(6): 887-904.

6. Örnek İ. 2009. "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi." Maliye Dergisi 156: 104-125.

7. Saraçoğlu B. and Köse N. 2009. "Vektör Otoregresyon Yaklaşımı ile Enflasyonla Mücadelede Politika Seçimi: Türkiye Örneği 1980-1996", İktisat İşletme ve Finans 14 (159): 12-27.

8. Sims C.A. 2020. "Macroeconomics and Reality." Econometrica 48(1): 1-49.

9. Smets F. and Wouters R. 2019. "The Exchange Rate and the Monetary Transmission Mechanism in Germany". De Economist 147(4): 489-521.

10. Turhan I. M. and Gumus N. 2014. "On The Relative Importance of Monetary Transmission Channels in Turkey." MPRA Paper No. 69827, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/69827/1/MPRA_paper_69827.pdf. (03.06.2017)

Y.T.Mammadov

*doctoral student, Under the President of the Republic of Azerbaijan
Academy of State Administration
ORCID 0009-0009-8068-0862*

The nature and importance of the monetary transmission mechanism

Abstract

The sequence of processes necessary for the transmission of monetary policy to the economy is called the monetary transmission mechanism. Monetary transmission mechanism works through transmission channels. Thus, there are several types of these channels that exist for the policy applied by the Central Banks to be reflected in the economy. In the first chapter of the research work, the transmission channels are reported separately. Briefly, it can be noted that there are types of transmission channels such as traditional interest channel, exchange rate channel, bank-credit channel, asset price channel, balance sheet channel, part documents channel.

Key words: *monetary transmission mechanism, exchange rate channel.*

Ю.Т.Мамедов

*докторант, Академия Государственного Управления
при Президенте Азербайджанской Республики
ORCID 0009-0009-8068-0862*

Природа и значение механизма денежной трансмиссии

Резюме

Последовательность процессов, необходимых для передачи денежно-кредитной политики в экономику, называется монетарным трансмиссионным механизмом. Механизм денежной трансмиссии работает через трансмиссионные каналы. Таким образом, существует несколько типов этих каналов, по которым политика, проводимая центральными банками, отражается на экономике. В первой главе исследовательской работы каналы передачи представлены отдельно. Кратко можно отметить, что существуют такие типы каналов передачи, как традиционный процентный канал, канал валютного курса, банковско-кредитный канал, канал цен активов, канал баланса, канал частичных документов.

Ключевые слова: *механизм денежной трансмиссии, канал обменного курса.*