

## AVROBONDLARIN EMİSSİYASI VƏ TƏDAVÜLÜ PERSPEKTİVLƏRİ

Ağanemət Ağayev

Azərbaycan Universiteti, Bakı, Azərbaycan  
e-mail: [aganemat@gmail.com](mailto:aganemat@gmail.com)

**Xülasə.** Bütçə kəsirinin səmərəli maliyyələşdirilməsi istiqamətlərindən biri də dövlətin borc qiymətli kağızlarının xarici maliyyə bazarlarında yerləşdirilməsi, başqa sözlə maliyyə kreditləri vasitəsilə xarici borclanma imkanlarından istifadə edilməsi ilə bağlıdır. Məqalədə dayanıqlı fiskal siyasət məqsədləri üçün avrobondların emissiyası və tədavülü perspektivləri araşdırılmışdır. Burada iri maliyyə bazarlarına çıxışın nəzəri və empirik məsələləri təhlil olunmuşdur.

**Açar sözlər:** qiymətli kağızlar bazarı, avrobondlar, dövlət borcu, maliyyə şəffaflığı.

---

### PROSPECTS OF ISSUANCE AND CIRCULATION OF EUROBONDS

**Aghanemat Aghayev**

*Azerbaijan University, Baku, Azerbaijan*

**Abstract.** One of the ways to effectively financing of the budget deficit is the issue of government debt securities in the foreign financial markets, in other words the use of external borrowing opportunities through financial loans. The article examines prospects for Eurobonds emission and circulation for sustainable fiscal policy purposes. The theoretical and empirical issues of access to major financial markets have been analyzed

**Keywords:** securities market, Eurobonds, public debt, financial transparency.

### ПЕРСПЕКТИВЫ ВЫПУСКА И ОБРАЩЕНИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

**Аганемат Агаев**

*Университет Азербайджан, Баку, Азербайджан*

**Резюме.** Одним из способов эффективного финансирования дефицита бюджета является размещение государственных долговых ценных бумаг на внешних финансовых рынках, то есть, использование возможностей внешнего заимствования посредством финансовых кредитов. В статье рассматриваются перспективы эмиссии и обращения еврооблигаций для целей устойчивой налогово-бюджетной политики. Проанализированы теоретические и эмпирические вопросы доступа к основным финансовым рынкам.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, еврооблигации, государственный долг, финансовая прозрачность.

---

### 1. Giriş

Azərbaycanda milli iqtisadiyyatın strateji inkişaf perspektivlərinə uyğun olaraq qiymətli kağızlar bazarında keyfiyyətə tamamilə yeni proseslərə start verilməkdədir. Belə ki, fiskal məqsədlər, eləcə ölkənin iri müəssisələri üçün yeni maliyyə alətlərindən yararlanmaq, beynəlxalq kapital bazarından sərmayə cəlb etmək məqsədilə ölkə hədudlarından kənarda istiqrazlar (avrobondlar) buraxmaq barədə perspektiv planlar açıqlanmışdır.

Avrobondların yerləşdirilməsi və tədavülü Azərbaycanın və ABŞ hədudlarından kənarda həyata keçirilməklə, Böyük Britaniya və Şimali İrlandiya Birləşmiş Krallığı Listing Orqanının (UK Listing Authority) və London Fond Birjasının (London Stock Exchange)

listinqinə daxil edilə bilər. Avrobondların buraxılması ilə bağlı müvafiq qaydalara əsasən, dünyanın aparıcı reyting şirkətləri buraxılacaq qiymətli kağıza reyting dərəcəsi şamil etməlidir. Artıq "Fitch Ratings" və "Moody's" şirkətləri tərəfindən ARDNŞ avrobondlarına müvafiq olaraq BBB-(exp) və Ba1 reyting dərəcələri şamil olunub.

Bu, onu göstərir ki, hökumətin sözügedən məqsədlər üçün emissiya edəcəyi maliyyə alətlərinin zəruri dərəcələrdə reyting almaq imkanları xeyli yüksəlmişdir. Çünki, beynəlxalq maliyyə bazarlarının iqtisadi qanunlarına görə hətta ən az riskli real sektor, xüsusilə də enerji sektoru müəssisələrinə nisbətə dövlət xəzinəsinin borc alətləri daha etibarlı maliyyə alətləri kimi qiymətləndirilir.

## **2. Avrobondların yerləşdirilməsi və tədavülü**

Avrobondların yerləşdirilməsi və tədavülü məqsədilə ilk növbədə emissiya prospekti hazırlanmalıdır. Bundan sonra isə rəsmi fiskal institut ölkə hökuməti adından aparıcı maliyyə nəşrlərində və internet saytlarında Maliyyə Nazirliyinin avrobond buraxmaq niyyətində olduğu barədə açıqlama verilməlidir. Bu proseslərə maliyyə nazirliyi üçün daxili səviyyədə benchmark rolunu oynaya bilən ARDNŞ-in təmsalında start verilmişdir.

Əslində avrobondların emissiyası məsələlərinə müəyyən müddətdir ki, maraq göstərilməkdədir. Belə ki, bu qiymətli kağızların ilk buraxılışı bir neçə il öncə planlaşdırılmışdı, lakin sonradan həm hökumət, həm də ARDNŞ dünya kapital bazarlarında vəziyyət yaxşılaşanadək öz planlarını təxirə salmağa üstünlük vermişdir.

Qlobal iqtisadi arenada, dünyanın maliyyə bazarlarında, o cümlədən qiymətli kağızlar bazarında cərəyan edən son proseslər böyük iqtisadi kataklizmlərin geridə qaldığını göstərir. Bu baxımdan ölkənin fiskal dayanıqlıq məqsədləri üçün strateji planlaşdırma ssenarilərinin bazasında avrobond alətlərindən istifadə olunmasına başlanılmalıdır.

Eyni zamanda, beynəlxalq maliyyə bazarlarına geniş miqyasda çıxmaq məsələsinə kifayət qədər ciddi yanaşmaq vacibdir. Qısa və ortamüddətli perspektivdə ölkənin maliyyə resurslarının həcmi göstərir ki, ortamüddətli perspektivdə ölkənin avrobondlar üzrə dividendlərin ödənilməsi üçün kifayət qədər imkanları mövcuddur. Belə ki, avrobondların buraxılması zamanı əsasən ölkənin iqtisadi imkanları nəzərə alınır.

Digər tərəfdən beynəlxalq agentliklərin qiymətləndirməsinə əsasən, Azərbaycanın reytingi müsbət istiqamətə doğru dəyişir. Neft gəlirlərinin artması fonunda Azərbaycanın mövqeləri daha da güclənir. Buna görə də hesab etmək olar ki, ortamüddətli perspektivdə avrobondların yaratdığı borc öhdəlikləri Azərbaycan üçün hər hansı problem yarada bilməz. Lakin, gələcəkdə real sektorun diversifikasiyasına, qeyri-neft sektorunun inkişafına, bununla da fiskal dayanıqlığa nail oluna bilinmədiyi halda, neft gəlirlərinin azaldığı vaxt və ondan asılılıq azalmayacağı halda sözügedən qiymətli kağızlar üzrə faiz dərəcələri ölkənin iqtisadi rifahı üçün müəyyən təhlükələr yarada bilər [1].

Bu baxımdan hökumət tərəfindən avrobondların buraxılışından sonra onlar üzrə faiz dərəcələrinin ödənilməsinə ölkənin iqtisadi imkanları yüksək olduğu vaxtda həyata keçirməlidir. Əks-halda ölkə avrobond təhlükəsilə üzləşə bilər.

Hazırda isə ölkənin neft gəlirləri kifayət qədər yüksək qiymətləndirilir. Dünya birjalarında neftin qiymətinin artımı tendensiyasının davam edəcəyi təqdirdə orta müddətli perspektivdə Azərbaycanın iqtisadi imkanlarının nəzərdə tutulduğundan da yüksək olacağını proqnozlaşdırır.

Avrobondların ilk buraxılışı 1996-cı ilin sentyabrında Rusiyada olmuşdur. İstiqrazların yerləşməsi şərtlərinin cəlbədiciyi müəyyən uğurlar gətirdiyi üçün avrobondların 1997-ci ilin martında ikinci buraxılışı həyata keçirilmişdir. Hazırda Rusiyanın avrobond buraxılışı təcrübəsi ölkəmiz üçün bençmark kimi qəbul edilə bilər.

Hökumət tərəfindən avrobondların emissiyası və tədavülünün təşkili eyni zamanda ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişafına təkan olacaq. Qeyd olunan istiqamətdə başlanacaq işlər ölkə prezidenti tərəfindən təsdiq edilən "2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı" Dövlət Proqramında nəzərdə tutulan tədbirlər planının müddəaları ilə bilavasitə uzlaşır. Buradakı əlaqə həm də funksional xüsusiyyətə malikdir. Belə ki, qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişafı, kollektiv investisiya sxemlərinin və maliyyə vasitəçiliyinin fəaliyyətinin təşviqi, qiymətli kağızlar bazarında tələb və təklifin dəstəklənməsi, korporativ idarəetmənin və maliyyə şəffaflığı prinsiplərinin tətbiqinin genişləndirilməsi, bu sahədə hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsi, məlumatlandırmanın və peşəkar kadrların hazırlanmasının artırılması məsələləri beynəlxalq maliyyə bazarlarına çıxışın təmin edilməsinə və xarici borc öhdəliklərinin mütərəqqi əsasda idarə edilməsinə imkan verəcəkdir.

Dövlət Proqramında qeyd olunan birinci istiqamət üzrə 10 il ərzində fond birjasının təşkilatı və hüquqi strukturunun beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılması, yeni ticarət sisteminin tətbiqi nəzərdə tutulur. Qeyd olunan islahat xətti baza və törəmə maliyyə alətlərinin daxili və xarici səviyyədə ticarət potensialını genişləndirməyə imkan verəcək ki, bu da öz növbəsində avrobondların emissiyası, tədavülünün təşkili və xarici borcların düzgün idarə edilə bilinməsi üçün ilkin zəruri şərtlər sırasına daxildir.

Avrobondların emissiyası və tədavülünün təşkili ölkənin xarici borc siyasətinin ən mühüm elementi kimi məsələlərə preventiv əsaslı və kompleks yanaşmanı tələb edir. Bu bu istiqamətli dövlət borcu öhdəliklərinin idarə edilməsində sadalanan prinsiplərin əsas götürülməsi vacibdir.

Birinci prinsip xarici maliyyə bazarlarından cəlb olunan borcların vaxtlı vaxtında ödənilməsinə tələb edən məcburilik prinsipidir. Məlum olduğu kimi bövlətin borc öhdəliklərinin idarə olunması maliyyə sisteminin, xüsusilə də dövlət maliyyəsinin ayrılmaz elementidir. Bu amilə görə dövlət maliyyəsinin, o cümlədən fiskal siyasətin rasionallığı baxımından dövlət borcu münasibətləri mühüm əhəmiyyət daşıyır. Beynəlxalq maliyyə bazarlarından əldə olunan maliyyə borclarının düzgün əsaslarla idarə edilməsi təkcə öhdəlik

baxımından deyil, eyni zamanda dövlət maliyyəsi mexanizminin rəşional fəaliyyətinə görə məcburi xarakter daşıyır. Daxili bazardan fərqli olaraq xarici investorlar qarşısında hökumətin özünün borc öhdəliklərini qeyri-ahəngdar idarə etməsi, nəticədə isə borc qrafikindən kənarlaşma məxsusi reyting agentlikləri tərəfindən avrobondların dərəcəsinin zəiflədilməsi ilə nəticələnb bilər ki, bu halda hökumət bu maliyyə alətləri üzrə faiz dərəcələrini yüksəltmək məcburiyyətində qalacaq. Hətta yenə də bu addım aşağı riskli və yüksək reytingli alətlərə üstünlük verən investorların itikisinin qarşısını ala bilməz. Bu halda ümid daha riskli iktivlər üzrə ixtisaslaşan investor heyətinə qalacaq.

Avrobondların yaratdığı borc öhdəliklərinin idarə edilməsini ikinci mühüm şərti vahidlik prinsipindən irəli gəlir. Vahidlik prinsipinin mahiyyəti ondan ibarətdir ki, sözügüdən borclar dövlət borclarının idarə edilməsi prosesində bütün növ öhdəliklərlə vahid qaydada hesaba alınmalı və onların icrası ümumilikdə vahid mexanizm əsasında həyata keçirilməlidir. Ümimilikdə, dövlət borclarının idarə edilməsi ayrı-ayrılıqda hər bir öhdəliyin icrası proseslərinin birləşməsi kimi həyata keçirilməlidir. Dövlət xarici investorlar qarşısında öhdəlikləri ahəngdar idarə etdiyi halda, daxili borc bazarında bu mexanizmi bütün keyfiyyəti ilə tətbiq etmirsə və ya edə bilmirsə, bu etimad qüsuru son nəticədə yenə də xarici investisiya institutlarını çəkndirə və xarici maliyyə bazarlarında tədavül imkanlarını zəiflədə bilər.

Beləliklə yuxarıda qeyd etdiyimiz vahidlik prinsipi eyni zamanda başqa birinin - risklərin rəşional idarə olunması prinsipinə əməl olunmasının zəruriliyini önə çəkir. Dövlət borcunun idarə edilməsində risklərin aşağı salınması prinsipi dövlətin istər daxili, istərsə də xarici borc bazarlarındakı reytinginə xidmət edir. Bu prinsipin mahiyyətinə görə, dövlətin borc öhdəliklərinin idarə edilməsi proseslərində beynəlxalq borc bazarı, eləcə də daxili dövlət qiymətli kağızlar bazarında dövlətə olan inamın səviyyəsi daim qorunmalıdır. Risklərin aşağı salınması prinsipi qlobal maliyyə bazarlarının müasir inkişaf şəraitində aktual səciyyə daşıyır. Belə ki, hazırki şəraitdə beynəlxalq kredit bazarından iqtisadi aspektdən təcrid olunmuş ölkələrin fiskal imkanlarının dayanıqlığını təmin etmək mümkünə görünür. İnkişaf səviyyəsindən asılı olmayaraq istənilən ölkənin xarici maliyyə bazarlarından fiskal məqsədlər üçün faydalanmağı isə məhz, hökumətin maliyyə alətlərinin kredit reytingi göstəricisindən asılıdır.

Ölkədə avrobond borclarının idarə edilməsinin növbəti prinsipi rəşionallıq məsələsindən ibarət olmalıdır. Dövlət borclarına gətirib çıxaran amillər dövrü xarakterə malik olduğuna görə borc vəsaitlərinə yaranan ehtiyacın səviyyəsi daim dəyişkəndir. Xüsusilə bunu dalğalı dövlət borclarına aid olan fiskal məqsədlər üçün emissiya olunan dövlət iqtirazlarına şamil etmək olar. Rəşionallıq prinsipinin mahiyyəti borc alətlərinin cəlb edilməsi, tədavülü və ödənilməsi arasındakı rəşional tarazlığı qorumaqdan ibarətdir [2].

Beynəlxalq maliyyə bazarlara integrasiyanın başlıca şərtlərindən biri emitent institutlar tərəfindən şəffaflıq məsələlərinin təmin olunması ilə bağlıdır. Avrobondların idarə edilməsinin şəffaflıq prinsipi bu istiqamətdə yaranan borc öhdəliklərinin borclarının idarə

edilməsi prosesinin həm ölkədaxili, həm də beynəlxalq müstəvidə şəffaflığını ifadə edir. Bu isə təkcə borc vəsaitlərinin istifadəsi və qaytarılması üçün səfərbər olunması fondları ilə məhdudlanmır, eyni zamanda ümumildə büdcə proseslərindəki hesabatlılığın (xüsusilə də ictimai hesabatlılığın) yüksək səviyyədə təmin olunmasını tələb edir.

Ölkənin beynəlxalq səviyyədə borc reytingi ilk növbədə, makroqitisadi göstəricilər sistemi, ictimai-siyasi vəziyyət və sosial-iqtisadi inkişaf potensialından asılıdır. Bundan sonra isə cəlb edilmiş kreditlərin istifadə olunması və qaytarılması prosesinin ahəngdarlığı əsas götürülür. Beləliklə, beynəlxalq reyting agentlikləri tərəfindən borcların idarə edilməsində ahəngdarlıq keyfiyyətinin dəyərləndirilməsi dövlət borclarının idarə edilməsi prosesində şəffaflıq prinsipini zəruri edir. Şəffaflıq prinsipi nəticə etibarilə borc vəsaitlərinin rəasional əsasda istifadə olunmasına, fiskal sektorda potensial korrupsiya hallarının qarşısının alınmasına xidmət edir.

Hökumət avrobondların emissiyası ilə xarici borc bazarlarına daxil olduğu halda dövlət borcunun, xüsusilə də xarici maliyyə borclarının idarə edilməsində çoxsaylı metodlardan istifadə oluna bilər ki, bu metodların müxtəlifliyi eyni zamanda, borc öhdəliklərinin şərtlərinin dəyişilməsi müxtəlifliyinin ifadəsidir. Bu mexanizmin əsaslarının müəyyən olunması dövlətin fiskal imkanlarının dəyişdiyi hallarda borc defoltundan qaçmaq üçün zəruridir. Ümumilikdə borc öhdəliklərin şərtləri dəyişilməz qalarsa, onda borcun idarə edilməsinin bir metodu qalır ki, o da müəyyən olunmuş vaxt ərzində əsas və faiz məbləğlərinin ödənilməsindən ibarətdir. Bu halda hökumət dövlət borcunun idarə edilməsinin normal metodla həyata keçirməlidir.

Bir sıra hallarda cəlb olunan borc vəsaitlərinin planlaşdırılmış şəkildə idarə edilməsi baş tutmadıqda, yaxud yuxarıda qeyd olunduğu kimi, fiskal imkanlar borc vəsaitlərinin qaytarılması məqsədilə səfərbər oluna bilmədikdə borcalan tərəf, yəni hökumət razılaşmanın şərtlərini dəyişmək məcburiyyətində qala bilər. Beləliklə, bu halda sözügedən borc öhdəliklərinin normal metodla idarə edilməsi baş tutmayacaqdır. Qeyd olunan vəziyyət müxtəlif səbəblər çoxluğundan irəli gələ bilər:

- ölkənin makro-fiskal tarazlıq parametrləri pisləşdikdə;
- dövlət büdcəsinin donor fondları davamlı olaraq zəiflədikdə;
- borc müddəti ərzində iqtisadiyyatda maliyyə böhranının meydana gəldikdə və s. [3].

Sadalanən və sadalanmayan səbəblər üzündən hökumət borc öhdəliklərini müəyyən edilmiş vaxt çərçivəsində icra edə bilmədiyi halda dövlət borclarının digər idarəetmə metodlarına müraciət olunmalıdır. Bu metodlar fiskal sektorun borc öhdəliklərinin yüngülləşdirilməsinə və borc defoltundan xilas olmağa xidmət edəcəkdir.

Birinci metod borc öhdəliklərinin möhkəmləndirilməsidir. Avrobondlar üzrə borc öhdəliklərinin idarə edilməsində möhkəmləndirmə metodundan istifadə oluna bilər. Borcların idarə edilməsinin nəzəri əsaslarına görə, möhkəmləndirmə – dövlət borclarının müddəti ilə bağlı şərtlərin dəyişməsi, başqa sözlə, onun ödəniş müddətinin uzadılmasıdır. Möhkəmləndirmə metodu xarici investisiya institutları qarşısında eyni növ dövlət qiymətli

kağızları – avrobondlar üzrə borcun ödəniş müddətinin uzadılmasını ifadə edir. Bu zaman hökumətin möhkəmləndirmə metoduna müraciət etməsi borclara görə faiz dərəcələrinin qismən dəyişdirilməsini tələb edə bilər. Şübhəsiz ki, bu borc öhdəlikləri üzrə müddətin uzadılması investorlar baxımından kreditin səmərəliliyini qismən aşağı salır. Məlum olduğu kimi, müasir dövrdə ən iri investisiya institutlarından biri kimi banklar çıxış edir. Bankın yerləşdirdiyi aktivlər, o cümlədən kredit vasitələri vaxtında geri dönmədikdə onun strateji planlarının müəyyən qədər pozulmasına səbəb olur. Bu səbəbdən də hökumət tərəfindən xarici investisiya banklarından cəlb edilmiş maliyyə borclarının ödəniş müddətinin uzadılması bank üçün arzuolunmaz nəticə sayılır. Lakin, bu metod investorlar qarşısında öhdəliklərdən imtina olunması deyildir, yalnız öhdəlik çərtlərinin birtərəfli əsasda qismən dəyişdirilməsidir.

Möhkəmləndirmə metodunun daha geniş tətbiq olunduğu dövlət borcları məhz dövlət qiymətli kağızları ilə bağlıdır. Bu üstünlük qeyd olunan dövlət borclarının qısamüddətli və dalğalı xarakterindən irəli gəlir. Belə ki, xarici investorlar qarşısında dövlət qiymətli kağızlarının ödəniş vaxtı çatdıqda dayanıqlıq imkanlarını hələ tam təmin edə bilməyən fiskal sektor üçün bu öhdəlikləri tam icra etmək hər an mümkün olmaya bilər. Sözügedən metod isə avrobond bazarında hökumətə zaman möhləti qazandıracaqdır.

Bu zaman hökumət avrobondların möhkəmləndirilməsi prosesini bir neçə qaydada həyata keçirə bilər. Nəzəri baxımdan yanaşsaq emitent institut bu maliyyə öhdəliklərini eyni faizlərlə, artırılmış faizlərlə, azaldılmış faizlərlə və ən nəhayət faizlərdən imtina edilməsi üsulu ilə möhkəmləndirə bilər. Lakin, praktik baxımdan birinci və ikinci metod istisna olmaqla digər idarəetmə üsullarına əl atılması beynəlxalq maliyyə bazarlarında hökumətin borc etimadını sarsıda bilər ki, bu da dayanıqlı fiskal siyasət konsepsiyasına bilavasitə ziddir.

İkinci metod kimi borc öhdəliklərinin dəyişdirilməsindən istifadə oluna bilər. Nəzəri baxımdan dəyişdirmə metodu borclu tərəf ilə kreditor arasındakı razılığa əsasən hər hansı öhdəliyin digər öhdəliklərlə əvəz edilməsi, dəyişdirilməsidir. Əvvəlki fəsilərdə qeyd olunduğu kimi, müasir dünya təcrübəsində bu metoddan daha çox hökumətlərarası öhdəliklərin idarə olunmasında istifadə olunur [1].

Qeyd etmək lazımdır ki, dəyişdirmə metodu digər idarəetmə metodları ilə müqayisədə əsaslı fərqləndirici xüsusiyyətlərə malikdir. Hökumət avrobond bazarında bu metoda o halda müraciət edə bilər ki, investorlarla qarşılıqlı razılaşma əldə etmiş olsun. Əvvəlki metoddan fərqli olaraq borclu tərəf kimi hökumət bu metoddan istifadə etməklə investorun maraqlarını heç də pozmur.

Avrobondların dəyişdirilməsi metodunun daha bir üstünlüyü onun əhatə dairəsi ilə bağlıdır. Belə ki, hökumət və xarici investorlar arasında bu istiqamətdə əldə olunan razılıq bir neçə borc öhdəliyinin, hətta özəl sektorun öhdəliklərinin icrasını özündə ehtiva edə bilər [4].

Zərurət meydana çıxdığı təqdirdə avrobond bazarında öhdəliklərin idarə olunmasının növbəti metodu kimi birləşdirmə üsulundan istifadə oluna bilər. Bu metod əsasında hökumət

daha öncə yerləşdirmiş bir neçə borc alətlərini yeni maliyyə aləti ilə əvəz edəcəkdir. Bu halda yeni dövlət istiqrazları emissiya edilməklə bir neçə borc alətlərinin icbari əsasda onunla əvəz edilməsi təmin ediləcəkdir. Beləliklə, hökumət bir neçə borc öhdəliyini birləşdirmiş olacaqdır. Bu metod yalnız borc müddətinin uzadılması və ya faiz dərəcələrinin artırılması yolu ilə tətbiq edilməlidir.

Hökumət avrobondlar üzrə öhdəliklərin idarə olunmasında əvəzetmə metoduna da müraciət edə bilər. Bu metod borc öhdəlikləri üzrə faiz dərəcələrinin qismən aşağı salınması imkanı yaradacaqdır. Əvəzetmə metodundan istifadə icbari və könüllü əsasda ola bilər. Lakin, bunun könüllü əsasda reallaşdırılması üçün avrobondlara investorların etimadının yüksək olması tələb olunur.

**Nəticə.** Orta və uzunmüddətli xəzinə notlarının tədavülünün təşkil edilməsi üçün həm ölkənin makroiqtisadi sistemi, həm iqtisadi siyasət konstruksiyaları, həm də texniki tərəfləri ilə bağlı bir çox şərtlərin təmin olunması tələb olunur. Bunlar aşağıdakılardır:

1. Ölkədə makroiqtisadi sabitliyin təmin edilməsi. Bu əsasən iki istiqaməti birləşdirməlidir: birincisi, aşağı inflyasiya; ikincisi, maliyyə sabitliyi;
2. Fiskal öhdəliklərin vaxtında icra olunması və yüksək fiskal etibarın təmin edilməsi;
3. Sözügedən borc alətlərinin adsız formaya malik olması və ölkədə bütün legal öhdəlikləri əvəz edə bilmək qabiliyyətinə malik olması;
4. Satışının dövlətin bütün rəsmi məntəqələrində (poçt idarələri və s.) əlyətərli olması;
5. Nəfis tərtibata və zəngin təhlükəsizlik elementlərinə malik olması.

### Ədəbiyyat

1. Ağayev A., (2017), Bütçə kəsirinin maliyyələşdirilməsi: yeni çağırışlar və perspektivlər, Ulu nəşriyyatı, Bakı, 232 səh.
2. Automatic fiscal stabilizer.  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2012/pdf/ecp452\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2012/pdf/ecp452_en.pdf)
3. International Monetary Fund. Fiskal monitor. Periodical issues.  
[file:///C:/Users/aganemat\\_agayev/Desktop/fm1801.pdf](file:///C:/Users/aganemat_agayev/Desktop/fm1801.pdf)
4. Mankiw N.G., (2014), Principles of macroeconomics. Cengage Learning.