

AZƏRBAYCANDA FİSKAL SİYASƏTİN SUVEREN İSTİQRAZLARIN RİSK MÜKAFATINA TƏSİRİ

Daxil olub: 4 may 2025-ci il
Qəbul olunub: 24 iyun 2026-cı il

Received: 4 May 2025
Accepted: 24 June 2026

Fuad İskəndərov
doktorant, UNEC
fuad_iskandarov@unec.edu.az
<https://orcid.org/0009-0009-7068-3146>

DOI: <https://doi.org/10.30546/UNECSR.2026.03.556>

Xülasə

Bu tədqiqatda ölkəmizdə fiskal siyasətin Azərbaycanın ABŞ dollarında emissiya etdiyi suveren istiqrazların risk mü kafatına təsiri empirik olaraq araşdırılır. Risk mü kafatı bu istiqrazları ehtiva edən indeksin ABŞ dövlət istiqrazları üzərində təklif etdiyi əlavə gəlirlilik dərəcəsi (“OAS” və ya “Option-Adjusted Spread”) vasitəsilə ölçülür və bu göstərici investorların ölkənin xarici valyutada buraxılan istiqrazlarına risk baxışını əks etdirir. Modeldə əsas izahedici dəyişən kimi büdcə balansının ÜDM-ə nisbəti seçilmiş, digər bir neçə amil isə nəzarət dəyişənləri kimi daxil edilmişdir. Metodoloji olaraq analiz “ARDL” modeli çərçivəsində aparılmışdır. Əldə edilən nəticələr göstərir ki, fiskal göstəricinin təsiri statistik baxımdan əhəmiyyətli deyil, əvəzində digər bir neçə amil daha güclü təsirə malikdir. Araşdırmanın nəticələri fiskal, makroiqtisadi və global amilləri əlaqələndirməklə makro-maliyyə sabitliyinin qorunması sahəsində praktik əhəmiyyət kəsb edir. Həmçinin, araşdırma həm Azərbaycan, həm də inkişaf etməkdə olan ölkələr üzrə ədəbiyyata töhfə verir. Eyni zamanda bu iş risk mü kafatının yalnız daxili deyil, xarici amillərlə də formalaşdığını göstərməklə daha geniş analitik çərçivə təqdim edir.

Açar sözlər: *fiskal siyasət, büdcə balans, suveren istiqrazlar, risk mü kafatı, ARDL modeli.*

JEL kodları: *E62, E43, E44, G15*

THE IMPACT OF FISCAL POLICY IN AZERBAIJAN ON THE RISK PREMIUM OF SOVEREIGN BONDS

Fuad Iskandarov
PhD Student, UNEC

Abstract

This study empirically examines the impact of fiscal policy in our country on the risk premium of sovereign bonds issued by Azerbaijan in U.S. dollars. The risk premium is measured by the additional yield offered by the index containing these bonds over U.S. Treasury bonds (“OAS” or “Option-Adjusted Spread”), and this indicator reflects investors’ perception of the risk associated with the country’s foreign currency-denominated bonds. In the model, the budget balance-to-GDP ratio is selected as the main explanatory variable, while several other factors are included as control variables. Methodologically, the analysis is conducted within the framework of the ARDL model. The results indicate that the effect of the fiscal indicator is not statistically significant, whereas several other factors exert a stronger influence. The findings of the study have practical significance for preserving macro-financial stability by linking the fiscal, macroeconomic and global factors. In addition, the study contributes to the literature on both Azerbaijan and developing countries. At the same time, this work provides a broader analytical framework by demonstrating that the risk premium is shaped not only by domestic factors but also by external factors.

Keywords: *fiscal policy, budget balance, sovereign bonds, risk premium, ARDL model.*

ВЛИЯНИЕ ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ В АЗЕРБАЙДЖАНЕ НА ПРЕМИЮ ЗА РИСК ПО СУВЕРЕННЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

*Фуад Искендеров
Докторант, UNEC*

Резюме

В данном исследовании эмпирически изучается влияние фискальной политики в нашей стране на премию за риск по суверенным облигациям, выпущенным Азербайджаном в долларах США. Премия за риск измеряется дополнительной доходностью, которую индекс, включающий эти облигации, предлагает сверх доходности государственных облигаций США («OAS» или «скорректированный на опцион спред» — Option-Adjusted Spread). Этот показатель отражает восприятие инвесторами риска, связанного с облигациями страны, номинированными в иностранной валюте. В качестве основной объясняющей переменной в модели выбрано отношение бюджетного баланса к ВВП, а ряд других факторов включён в качестве контрольных переменных. С методологической точки зрения анализ проведён в рамках модели ARDL. Полученные

результаты показывают, что влияние фискального показателя статистически незначимо, тогда как ряд других факторов оказывает более сильное воздействие. Результаты исследования имеют практическое значение для поддержания макрофинансовой стабильности за счёт увязки фискальных, макроэкономических и глобальных факторов. Кроме того, исследование вносит вклад в литературу как по Азербайджану, так и по развивающимся странам. Одновременно данная работа предлагает более широкую аналитическую рамку, показывая, что премия за риск формируется не только внутренними, но и внешними факторами.

Ключевые слова: *фискальная политика, бюджетный баланс, суверенные облигации, риск-премия, модель ARDL.*

Giriş

Müasir qlobal maliyyə sistemində dövlətlərin beynəlxalq kapital bazarlarına çıxışı və xarici valyutada borclanma imkanları onların makroiqtisadi sabitliyi, fiskal dayanıqlılığı və investor etimadı ilə sıx əlaqəlidir. Suveren istiqrazların risk mükafatı isə investorların ölkənin kredit qabiliyyətinə, borc ödəmə potensialına və ümumi iqtisadi perspektivlərinə dair gözləntilərini əks etdirən mühüm göstəricilərdən biridir. Xüsusilə inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün bu göstəricinin formalaşmasına təsir edən amillərin müəyyənəşdirilməsi həm borclanma xərclərinin optimallaşdırılması, həm də effektiv iqtisadi siyasətin formalaşdırılması baxımından xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Büdcə kəsiri və ya profisiti dövlətin fiskal dayanıqlılığı ilə bağlı signal kimi çıxış edə və investorların qərarlarına təsir göstərə bilər. Bu baxımdan, fiskal göstəricilərlə suveren istiqrazların risk göstəriciləri arasında əlaqənin öyrənilməsi mühüm əhəmiyyət daşıyır.

Fiskal siyasətin suveren risk göstəricilərinə təsiri ilə bağlı beynəlxalq ədəbiyyatda geniş araşdırmalar mövcud olsa da, Azərbaycan təmsalında bu əlaqənin empirik qiymətləndirilməsi nisbətən məhduddur. Bu baxımdan, təqdim olunan tədqiqat Azərbaycanın ABŞ dollarında emissiya etdiyi suveren istiqrazların risk mükafatına fiskal siyasətin təsirini araşdırmağı qarşıya məqsəd qoyur. Tədqiqat çərçivəsində əsas fiskal göstərici kimi büdcə balansının ÜDM-ə nisbəti nəzərdən keçirilir, eyni zamanda risk mükafatına təsir göstərə biləcək digər makroiqtisadi və qlobal amillər də təhlilə cəlb olunur.

Araşdırmanın nəticələri fiskal siyasətin suveren risk göstəricilərinə təsir mexanizminin daha dərinlən anlaşılməsinə, eləcə də makro-maliyyə sabitliyinin qorunmasına yönəlmiş siyasət qərarlarının formalaşdırılmasına praktik töhfə verə bilər. Bununla yanaşı, tədqiqat həm ölkəmizdə, həm də inkişaf etməkdə olan ölkələrdə suveren riskin müəyyənədicilərinə dair mövcud elmi ədəbiyyatın zənginləşdirilməsi baxımından da əhəmiyyət daşıyır.

Ədəbiyyat xülasəsi

Mövzu ilə bağlı ədəbiyyatda müxtəlif regionlar və dövrlər üzrə kifayət qədər araşdırma mövcuddur. Büdcə kəsiri və dövlət borcunun faiz dərəcələrinə müsbət və statistik əhəmiyyətli təsiri ədəbiyyatda aydın göstərilir (Laubach, 2009). Xüsusilə, ÜDM-ə nisbətdə kəsirin artması daha güclü təsirə malikdir, borcun təsiri isə daha zəif olsa da qalır. Nəticələr fiskal siyasətin maliyyə bazarlarında risk və faizlərin formalaşmasında rol oynadığını təsdiqləyir.

Çexiya, Macarıstan, Polşa, Rusiya və Türkiyə üzrə dövlət istiqrazlarının risk mükafatına fiskal dəyişənlərin təsirinin araşdırılması göstərir ki, fiskal və digər izah edən dəyişənlərin rolu ölkələr üzrə dəyişir və onların təsiri birmənalı deyil [11].

Maliyyə böhranı dövründə avrozonada dövlət istiqrazlarının gəlirlilik fərqlərini izah etmək üçün fiskal göstəricilərin rolunun araşdırılması isə göstərir ki, daha yüksək büdcə kəsiri və dövlət borcu göstəriciləri daha yüksək risk mükafatı ilə əlaqəlidir [3]. Bundan əlavə, banklar üçün xilas paketlərinin elan olunması investorların suveren riskə baxışını dəyişmiş və riskin maliyyə sektorundan dövlətə keçməsinə səbəb olmuşdur.

Suveren istiqrazların gəlirlilik fərqlərinin yalnız makroiqtisadi və fiskal göstəricilərlə deyil, həm də bazarların bu göstəricilərə həssaslığının dəyişməsi ilə izah olunması da göstərilmişdir [2]. Eyni zamanda, böhran dövründə bazarların qiymətləndirdiyi risklər genişlənmiş, xüsusilə maliyyə və likvidlik riskləri daha önəmli olmuşdur. Kredit reytingləri də statistik olaraq əhəmiyyətli olsa da, onların rolu makro və fiskal amillərlə müqayisədə daha məhduddur.

Fiskal və monetar siyasətlə bağlı açıqlamaların da suveren istiqrazların gəlirlilik fərqlərinə əhəmiyyətli təsir göstərməsi təhlil nəticəsində təsdiqlənmişdir [2]. Xüsusilə, yüksək borc proqnozları risk mükafatının artmasına, daha yaxşı büdcə balansı gözləntiləri isə azalmasına səbəb olur. Eyni zamanda, mərkəzi bankın faiz qərarları və likvidlik tədbirləri risk mükafatını aşağı salan amillər kimi çıxış edir.

Ədəbiyyatda həmçinin fiskal qaydaların mövcudluğunun global maliyyə stressi dövrlərində suveren istiqrazlarda risk mükafatının azalması ilə əlaqəli olması ilə

bağlı sübutlar da var [8]. Xüsusilə, COVID-19 dövründə fiskal qaydaları olan ölkələrdə risk mükafatı əhəmiyyətli dərəcədə daha aşağı olmuşdur. Maraqlıdır ki, bu təsir ölkələr qaydalardan müvəqqəti kənara çıxdıqda belə qalır, bu da investorların gələcəkdə fiskal intizamın bərpa olunacağına inandığını göstərir. Ümumilikdə nəticələr fiskal qaydaların bazarlara etibarlılıq signalı verərək borclanma xərclərini azaltdığını göstərir.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrdə istiqraz gəlirlilik fərqləri həm daxili, həm xarici, həm də qlobal amillərlə izah olunur və bütün bu faktorlar statistik baxımdan əhəmiyyətlidir [14]. Bununla yanaşı, yalnız volatillik bütün ölkələr üzrə ümumi təsir göstərən amil kimi çıxış edir, digər dəyişənlərin rolu isə regiondan asılı olaraq fərqlənir. Digər bir araşdırmaya görə, inkişaf etməkdə olan ölkələrdə suveren risk premiyaları həm fiskal, həm də siyasi amillərlə izah olunur [4]. Nəticələrə görə, fiskal konsolidasiya risk mükafatının azalmasına səbəb olur, xüsusilə əvvəllər defolt yaşamış ölkələrdə bu təsir daha güclüdür. Eyni zamanda, fiskal siyasətin istiqaməti də önəmlidir və dövlət investisiyaları maliyyə dayanıqlığı qorunduğu halda riskin azalmasına töhfə verir.

Büdcə kəsiri və dövlət borcunun artmasının uzunmüddətli faiz dərəcələrinin yüksəlməsinə səbəb olmasını təsdiq edən digər mənbələr də var [5]. Lakin bu təsirin gücü ölkələrin fiskal və institusional vəziyyətindən, eləcə də qlobal maliyyə amillərindən asılı olaraq dəyişir. Nəticələr ümumilikdə böyük fiskal kəsir və borcun suveren istiqraz gəlirlilik dərəcələri üzərində artırıcı təsir göstərdiyini təsdiqləyir.

Daha bir elmi mənbəyə əsasən, inkişaf etməkdə olan ölkələrin suveren istiqrazlarında risk mükafatı həm qlobal, həm də ölkəyə xas amillərlə izah olunur [7]. Uzun müddətdə hər iki faktor önəmli olsa da, qısa müddətdə əsas müəyyənədiçi rol qlobal amillərə məxsusdur. Eyni zamanda, daha güclü makroiqtisadi göstəricilərə malik ölkələr qlobal risk dəyişikliklərinə daha az həssas olur. Xüsusilə yüksək maliyyə stressi dövrlərində risk mükafatının dəyişməsi əsasən qlobal faktorlarla izah edilir.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrdə istiqraz gəlirlilik dərəcələrinin əsasən qlobal risk iştahası və qlobal likvidlik kimi beynəlxalq amillərdən asılı olması ilə bağlı elmi sübutlar da mövcuddur [9]. Nəticələrə görə, bu təsirin gücü bütün ölkələr üçün eyni deyil və fiskal göstəricilər, maliyyə sektorunun açıqlığı və cari hesab balansı kimi ölkəyə xas xüsusiyyətlərdən asılı olaraq dəyişir. İnkişaf etməkdə olan ölkələrdə, həmçinin, fiskal siyasətin daxildə emissiya olunmuş istiqrazların gəlirlilik dərəcələrinə əhəmiyyətli və davamlı təsiri göstərilir [12]. Xüsusilə, büdcə kəsirinin artması uzunmüddətli faizlərin yüksəlməsi ilə nəticələnir və bu təsir pandemiya dövründə daha güclü olmuşdur. Eyni zamanda, təsirin gücü borcun strukturundan asılıdır:

maliyyələşmə daha çox yerli banklar vasitəsilə həyata keçirildikdə, fiskal siyasətin təsiri daha da artır. Buna qarşılıq olaraq, xarici istiqrazların risk mükafatı daha çox qlobal amillərə həssasdır. Digər bir araşdırmaya görə, fiskal balansın pozulması istiqrazların gəlirlilik dərəcəsinə ölkəyə xas komponenti artırır və bu təsir xüsusilə yüksək borc, zəif iqtisadi mühit və aşağı institusional keyfiyyət şəraitində daha güclü olur [6]. Eyni zamanda, cari xərclərin azaldılması və dolayısı vergilərin artırılması bu göstəricini aşağı salır, lakin dövlət investisiyaları və birbaşa vergilərdə dəyişikliklər əhəmiyyətli təsir göstərmir. Nəticələr fiskal siyasətin təsirinin qeyri-xətti olduğunu və onun strukturunun vacib rol oynadığını göstərir.

Ümumilikdə, ədəbiyyatda bu mövzu ilə bağlı müxtəlif regionlar üzrə çox sayda təhlillər aparılmışdır və nəticələr onu göstərir ki, fiskal siyasətin suveren istiqrazların risk mükafatına təsiri birmənalı deyil və maliyyə bazarlarında risk iştahası və digər ölkəyə xas amillər böyük rol oynaya bilər.

Materiallar və metodlar

Bu araşdırmada statistik məlumatlar üçün Azərbaycan Dövlət Neft Fondu və Azərbaycan Mərkəzi Bankının hesabatları və statistikalar səhifələrinə istinad edilmiş, “ICE BofA” suveren istiqrazlar indeksləri üzrə məlumatları əldə etmək üçün isə “Bloomberg” platformasından istifadə olunmuşdur.

Dəyişənlər arasındakı əlaqələri təhlil etmək üçün “ARDL” sərhəd testi (“ARDL-bounds testing”) yanaşmasından istifadə olunmuşdur [13]. Bu, həm qısamüddətli, həm də uzunmüddətli əlaqələri eyni çərçivədə analiz etməyə imkan verən metodlardandır. Bu metodun əsas üstünlüklərindən biri ondan ibarətdir ki, dəyişənlərin inteqrasiya dərəcələrinin eyni olması tələb olunmur. Yəni dəyişənlər $I(0)$ və ya $I(1)$ olduqda belə “ARDL” modeli tətbiq edilə bilər. “ARDL” modeli asılı dəyişənin öz gecikmələri və izahedici dəyişənlərin cari və gecikmiş dəyərləri üzərində qurulur. Bu yanaşma dəyişənlər arasındakı dinamik təsirləri daha dolğun şəkildə əks etdirməyə imkan verir.

Xüsusilə müşahidələrin sayı az olan zaman etibarlı nəticələr verməsi bu metodun geniş istifadə olunmasına səbəb olmuşdur. Belə ki, bu tədqiqatda bütün statistik məlumatlar rüblük olaraq 2014-cü ilin əvvəlindən 2025-ci ilin sonuna kimi dövrü əhatə edir və 48 müşahidədən ibarətdir. Bu baxımdan, seçilmiş metod tədqiqatın məqsədinə uyğun hesab edilir və dəyişənlər arasındakı münasibətləri ətraflı şəkildə təhlil etməyə imkan yaradır.

Modeldə “OAS_AZE” asılı dəyişən kimi investorların Azərbaycan dövlət istiqrazlarından tələb etdiyi əlavə gəlirliliyi, yəni risk mükafatını əks etdirir. Bu dəyişən

Azərbaycanın ABŞ dollarında buraxdığı suveren istiqrazların indeksi (“ICE BofA US Dollar Azerbaijan Sovereign Index”) üzrə hesablanan göstəriciyə əsaslanır və baza bəndi ilə ifadə olunur.

Modeldə əsas izah edən dəyişən kimi dövlət büdcə balansının ÜDM-ə nisbətini “BB/GDP” dəyişəni göstərir. Modelə daxil edilən digər izahedici dəyişənlər isə nəzarət dəyişənləri kimi çıxış edir. “OAS_EM” maliyyə bazarlarında inkişaf etməkdə olan ölkələrin ABŞ dollarında suveren istiqrazları üzrə ümumi risk mükafatını göstərir və müvafiq indeks (“ICE BofA US Emerging Markets External Sovereign Index”) əsasında hesablanır. Bu dəyişən vasitəsilə bazarda suveren sektoru üzrə ümumi risk iştahasının təsiri nəzərə alınır.

“SOFAZ/GDP” dəyişəni Azərbaycan Dövlət Neft Fondunun (ARDNF) aktivlərinin ÜDM-ə nisbətini göstərir və ölkənin maliyyə ehtiyatlarını təmsil edir. Bu göstərici potensial şoklara qarşı dayanıqlılığı əks etdirdiyi üçün modeldə vacib nəzarət dəyişəni kimi istifadə olunur.

“LN_BRENT” isə Brent neft qiymətlərinin natural loqaritmini əks etdirir. Neft qiymətləri Azərbaycanın dövlət büdcəsi üçün mühüm rol oynadığından və bununla da potensial olaraq suveren istiqrazların risk göstəricilərinə təsir edə biləcəyindən, bu dəyişən də modelə daxil edilir.

Beləliklə, modelin quruluşu elə tərtib edilmişdir ki, əsas diqqət fiskal siyasətin suveren istiqrazlarda risk premiyasına təsirinə yönəlsin, digər dəyişənlər isə bu əlaqəni daha dəqiq ölçmək üçün əlavə amilləri nəzarətdə saxlasın.

Cədvəl 1. İstifadə olunmuş dəyişənlər və onların ölçü vahidləri

Dəyişən	Ölçü vahidi
OAS_AZE	Baza bəndi
BB/GDP	Faiz bəndi
OAS_EM	Baza bəndi
SOFAZ/GDP	Faiz bəndi
LN_BRENT	Qiymətlərin natural loqaritmi

Hesablamalar

ARDL modelinin tətbiqindən əvvəl dəyişənlərin stasionarlıq xüsusiyyətlərini yoxlamaq vacibdir. Bu məqsədlə bütün dəyişənlər üçün müvafiq test (“Augmented Dickey-Fuller” və ya “ADF”) həyata keçirilmişdir. Testin əsas məqsədi dəyişənlərdə vahid kökün olub-olmadığını müəyyən etməkdir. Əgər dəyişən stasionardırsa, yəni vahid kök yoxdursa, bu halda o, səviyyə dəyərində istifadə oluna bilər.

Aparılan testin nəticələri Cədvəl 2-də təqdim olunur. Nəticələr göstərir ki, modeldə istifadə olunan bütün dəyişənlərin “ADF” statistikasısı müvafiq kritik səviyyələrdə əhəmiyyətli və p-dəyəri göstəriciləri 0.05-dən kiçikdir. Bu isə o deməkdir ki, vahid kök hipotezi rədd olunur və dəyişənlər stasionardır.

Beləliklə, bütün dəyişənlərin inteqrasiya dərəcəsi $I(0)$ kimi müəyyən edilmişdir. Bu nəticə göstərir ki, dəyişənlərin heç biri diferensiallaşdırılmadan birbaşa modelə daxil edilə bilər. Nəticələr “Eviews” proqramında aparılmış analizlər əsasında əldə edilmişdir.

Ümumilikdə, “ADF” testinin nəticələri “ARDL” modelinin tətbiqi üçün ilkin şərtlərin təmin olunduğunu və dəyişənlərin uyğun formada istifadə edilə biləcəyini göstərir.

Cədvəl 2. Stasionarlıq testinin (“Augmented Dickey-Fuller”) nəticələri

Dəyişən	“ADF” statistikası (səviyyə dəyərində)	p-dəyəri	İnteqrasiya səviyyəsi
OAS_AZE	-4.83428	0.0016	$I(0)$
BB/GDP	-7.775762	0	$I(0)$
OAS_EM	-3.245108	0.0235	$I(0)$
SOFAZ/GDP	-4.18434	0.0019	$I(0)$
LN_BRENT	-3.117373	0.032	$I(0)$

Mənbə: Cədvəl müəllif tərəfindən “Eviews” proqramında təhlil nəticəsində qurulmuşdur.

“ADF” testindən sonra növbəti mərhələdə “ARDL” modeli qurulmuş və uyğun gecikmə uzunluqları müəyyən edilmişdir. Modelin spesifikasiyasını seçmək üçün maksimum gecikmə sayı 4 olaraq götürülmüş və seçim meyarı kimi “Akaike” informasiya meyarından (“AIC”) istifadə edilmişdir. Bu əsasda aparılan seçim nəticəsində ən uyğun model ARDL(1, 0, 3, 0, 1) kimi müəyyən edilmişdir. Bu nəticə Cədvəl 3-də təqdim olunur.

Bu onu göstərir ki, model həm qısamüddətli, həm də müəyyən qədər gecikmiş təsirləri nəzərə alır. Xüsusilə, bazarda inkişaf etməkdə olan ölkələrin ABŞ dollarındakı suveren istiqrazlar sektoru indeksinin risk mükafatını ölçən dəyişənin (“OAS_EM”) daha çox gecikmə ilə daxil edilməsi onun təsirinin zamanla yayıldığını göstərir.

Cədvəl 3. “ARDL” Model Seçimi

Asılı dəyişən	Model
OAS_AZE	ARDL(1, 0, 3, 0, 1)

Mənbə: Cədvəl müəllif tərəfindən “Eviews” proqramında təhlil nəticəsində qurulmuşdur.

“ARDL” modelinin qiymətləndirilməsindən sonra dəyişənlər arasında uzunmüddətli əlaqənin olub-olmadığını yoxlamaq üçün sərhəd testi (“Bounds test”) tətbiq edilmişdir. Bu testin sıfır hipotezi dəyişənlər arasında səviyyə münasibətinin, yəni uzunmüddətli əlaqənin mövcud olmadığını ifadə edir.

Cədvəl 4-də təqdim olunan nəticələrə əsasən, “F” statistikasını 3.118996 təşkil edir. Bu göstərici 5 faiz əhəmiyyət səviyyəsində verilmiş kritik sərhəd dəyərləri ilə müqayisə edilmişdir. Müqayisə göstərir ki, hesablanan statistika aşağı sərhəd dəyərindən də kiçikdir. Beləliklə, sıfır hipotezi rədd olunmur. Başqa sözlə, modeldə istifadə olunan dəyişənlər arasında uzunmüddətli səviyyə əlaqəsinin mövcudluğu 5 faiz əhəmiyyət səviyyəsində təsdiqlənir. Bu nəticə onu göstərir ki, asılı dəyişən ilə izahedici dəyişənlər arasında sabit və davamlı uzunmüddətli münasibət aşkar edilmir. Eyni zamanda nəzərə almaq lazımdır ki, əvvəlki mərhələdə aparılan stasionarlıq testi nəticələrinə əsasən bütün dəyişənlər səviyyə dəyərində stasionar olmuşdur. Bu baxımdan əldə edilən nəticələr ziddiyyətdə deyil.

Beləliklə, model çərçivəsində əsas diqqətin uzunmüddətli əlaqədən çox qısamüddətli dinamikanın və dəyişənlərin cari təsirlərinin təhlilinə yönəldilməsi daha məqsədə uyğun hesab olunur.

Cədvəl 4. Sərhəd testi nəticələri

F-Sərhəd Testi	Sıfır hipotezi: Səviyyə dəyərində əlaqə yoxdur		
Kiçik müşahidə sayı üçün kritik dəyərlər (45)			
Asılı dəyişən=OAS_AZE			
F-statistika	Əhəmiy.	I(0)	I(1)
3.118996	10%	2.638	3.772
	5%	3.178	4.45
	1%	4.394	5.914

Mənbə: Cədvəl müəllif tərəfindən “Eviews” proqramında təhlil nəticəsində qurulmuşdur.

Cədvəl 5-də “ARDL” modeli üzrə qiymətləndirmənin nəticələri təqdim olunur. Nəticələr modelin həm statistik, həm də iqtisadi baxımdan kifayət qədər güclü olduğunu göstərir.

Cədvəl 5. “ARDL” modeli üzrə nəticələr

Dəyişən	Əmsal	Std. xəta	t-Statistikası	Ehtimal
OAS_AZE(-1)	0.609592	0.118306	5.152665	0.0000
BB/GDP	0.588091	0.839486	0.700537	0.4882
OAS_EM	0.873184	0.101232	8.625593	0.0000
OAS_EM(-1)	-0.78481	0.142974	-5.48915	0.0000
OAS_EM(-2)	0.195762	0.075324	2.598942	0.0136

OAS_EM(-3)	-0.13799	0.069615	-1.98225	0.0553
SOFAZ/GDP	-1.33051	0.544372	-2.44412	0.0197
LN_BRENT	-55.0526	23.44403	-2.34826	0.0246
LN_BRENT(-1)	-40.8757	30.58964	-1.33626	0.1901
C	555.4053	172.4681	3.220337	0.0028

R-kvadratı	0.917604
Düzəliş edilmiş R-kvadratı	0.896416
Regressiyanın standart xətası	25.86444
F-statistikası	43.30854
Ehtimal(F-statistikası)	0
Durbin-Watson statistikası	1.974453

Mənbə: Cədvəl müəllif tərəfindən “Eviews” proqramında təhlil nəticəsində qurulmuşdur.

Müzakirə

İlk olaraq modelin ümumi uyğunluğuna baxsaq görürük ki, asılı dəyişəndəki dəyişmələrin təxminən 92%-i modelə daxil edilən dəyişənlər vasitəsilə izah olunur. Model isə bütövlükdə statistik cəhətdən əhəmiyyətlidir. Bundan əlavə, “Durbin-Watson” statistikası 1.97-yə yaxın olduğu üçün avtokorrelyasiya probleminin ciddi olmadığı qənaətinə gəlmək olar.

Asılı dəyişənin ilk gecikməsini təmsil edən dəyişən müsbət işarəli və statistik cəhətdən çox əhəmiyyətlidir. Bu, əvvəlki dövrdəki risk mükafatının cari dövrə ciddi təsir etdiyini göstərir.

Tədqiqatın əsas hədəfi olan büdcə balansının ÜDM-ə nisbəti dəyişəni statistik baxımdan əhəmiyyətli deyil. Bu nəticə göstərir ki, büdcə balansının ÜDM-ə nisbətinin Azərbaycanın xarici borcunun risk mükafatına əhəmiyyətli təsiri aşkar olunmur.

Müvafiq suveren istiqrazlar sektorunun ümumi risk mükafatı isə həm cari, həm də gecikmiş dəyərləri ilə vacib rol oynayır. Cari dövr üçün əmsal müsbət işarəli və yüksək dərəcədə əhəmiyyətlidir. Bu, sektorun risk mükafatı artdıqca Azərbaycanın da risk mükafatının artdığını göstərir. Gecikmələr üzrə nəticələr qarışıqdır: bəzi gecikmələr mənfi, digərləri isə müsbət işarəlidir.

ARDNF-nin aktivlərinin ÜDM-yə nisbətini təmsil edən dəyişən mənfi işarəli və statistik olaraq əhəmiyyətlidir. Bu nəticə göstərir ki, aktivlərin ÜDM-ə nisbətinin artması ölkənin risk mükafatını azaldır.

Brent neft qiymətlərini əks etdirən dəyişən də mənfi işarəli və əhəmiyyətli. Bu isə neft qiymətləri artdıqca Azərbaycanın risk mükafatının azaldığını göstərir. Lakin bu dəyişənin gecikmiş dəyəri statistik baxımdan əhəmiyyətli deyil.

Aparılan təhlillər göstərir ki, model ümumilikdə yüksək izah gücünə malikdir və nəticələr statistik baxımdan etibarlıdır. Nəticələrə əsasən, Azərbaycanın suveren istiqrazlarının risk mükafatının əsas müəyyənediciləri daha çox ötən dövrdəki risk mükafatı, sektor üzrə ümumi risk mükafatı, ölkənin maliyyə ehtiyatları və neft qiymətləri ilə bağlıdır. Fiskal siyasətin göstəricisi olan büdcə balansının ÜDM-ə nisbəti isə bu model çərçivəsində statistik olaraq əhəmiyyətli təsir göstərmir. Başqa sözlə, fiskal siyasətin bu göstərici vasitəsilə risk mükafatı üzərində təsiri bu modeldə statistik olaraq təsdiq edilmir.

Beləliklə, araşdırma Azərbaycanın risk mükafatının maliyyə bazarlarında bu sektordakı ümumi risk meylləri və investorların risk iştahası ilə sıx bağlı olduğunu göstərir. Eyni zamanda, daha yüksək maliyyə ehtiyatları investorlar üçün əlavə güvən yaradır və riskin aşağı qiymətləndirilməsinə səbəb olur. Həmçinin, neft qiymətlərinin artmasını investorlar ölkənin maliyyə vəziyyəti üçün müsbət amil kimi görür.

Nəticə

Bu tədqiqat mövcud ədəbiyyatda geniş araşdırılmamış bir istiqaməti əhatə edərək fiskal siyasətin risk mükafatına təsirini Azərbaycan üzrə sistemli və empirik şəkildə qiymətləndirir və dövlət borclanma xərclərini aşağı tutmaq üçün bir sıra daxili və xarici amilləri nəzərə almağı tövsiyə etməklə praktiki nəticələr təqdim edir. Belə geniş yanaşma beynəlxalq kapital bazarlarında risk qavrayışının yaxşılaşmasına, dövlət borclanma xərclərinin azalmasına və uzunmüddətli perspektivdə maliyyə resurslarının iqtisadi cəhətdən daha səmərəli cəlb edilməsinə şərait yarada bilər.

Gələcək tədqiqatlarda suveren risk mükafatına təsir edən amillərin daha geniş spektrdə araşdırılması daha əhatəli nəticələr əldə etməyə imkan verə bilər. Bununla yanaşı, Azərbaycanın digər enerji ixrac edən və inkişaf etməkdə olan ölkələrlə müqayisəli təhlili də suveren riskin formalaşma mexanizmlərinin daha dərinləndirilməsinə elmi töhfə verə bilər.

Ədəbiyyat

1. Afonso, A., Arghyrou, M. G., & Kontonikas, A. (2015). The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU (Working Paper Series No. 1781). European Central Bank.
2. Afonso, A., Jalles, J. T., & Kazemi, M. (2019). The effects of macroeconomic, fiscal and monetary policy announcements on sovereign bond spreads: An event study from the EMU (EconPol Working Paper No. 22). ifo Institute.

3. Attinasi, M.-G., Checherita, C., & Nickel, C. (2009). What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007–09? (Working Paper Series No. 1131). European Central Bank.
4. Baldacci, E., Gupta, S., & Mati, A. (2008). Is it (still) mostly fiscal? Determinants of sovereign spreads in emerging markets (IMF Working Paper No. 08/259). International Monetary Fund.
5. Baldacci, E., & Kumar, M. S. (2010). Fiscal deficits, public debt, and sovereign bond yields (IMF Working Paper No. 10/184). International Monetary Fund.
6. Ciżkowicz, P., Ledóchowski, M., & Rzońca, A. (2025). Fiscal policy and government bond yields: New evidence from the EU. *Economic Modelling*, 147, Article 107054.
7. Csonto, B., & Ivaschenko, I. (2013). Determinants of sovereign bond spreads in emerging markets: Local fundamentals and global factors vs. ever-changing misalignments (IMF Working Paper No. 13/164). International Monetary Fund.
8. Islamaj, E., Samano Penaloza, A., & Sommers, S. (2024). The sovereign spread compressing effect of fiscal rules during global crises (Policy Research Working Paper No. 10741). World Bank.
9. Jaramillo, L., & Weber, A. (2013). Global spillovers into domestic bond markets in emerging market economies (IMF Working Paper No. 13/264). International Monetary Fund.
10. Laubach, T. (2009). New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt. *Journal of the European Economic Association*, 7(4), 858–885.
11. Nickel, C., Rother, P. C., & Rülke, J. C. (2009). Fiscal variables and bond spreads: Evidence from Eastern European countries and Turkey (Working Paper Series No. 1101). European Central Bank.
12. Nose, M., & Menkulasi, J. (2025). Fiscal determinants of domestic sovereign bond yields in emerging market and developing economies (IMF Working Paper No. 25/59). International Monetary Fund.
13. Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–326.
14. Siklos, P. L. (2008). Determinants of emerging market spreads: Domestic, global factors, and volatility (HKIMR Working Paper No. 18/2008). Hong Kong Institute for Monetary Research.
15. Azərbaycan Dövlət Neft Fondunun hesabatları (giriş tarixi 15.02.2026):
<https://www.oilfund.az/report-and-statistics/report-archive>
16. Azərbaycan Mərkəzi Bankının statistika səhifəsi (giriş tarixi 15.02.2026):
<https://www.cbar.az/page-41/macroeconomic-indicators>