

MAKROIQTISODIY BARQARORLIKNI TA'MINLASHDA DAVLAT QIMMATLI QOG'OZLARINING TRANSFORMATSION ROLI

Tojiddinov Dilshod Tulanbekovich

Annotatsiya: Ushbu maqolada davlat qimmatli qog'ozlarining makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashdagi transformatsion roli tahlil qilingan. Asosan fiskal muvozanat, monetar siyosatni optimallashtirish, inflyatsiyani jilovlash, moliyaviy bozorlarni chuqurlashtirish jarayonlarida davlat obligatsiyalarining funksional ahamiyati o'rganilgan. Xorijiy tajriba va O'zbekiston amaliyoti asosida solishtirma tahlil ham keltirilgan.

Kalit so'zlar: davlat qimmatli qog'ozlari, fiskal siyosat, monetar siyosat, makroiqtisodiy barqarorlik, transformatsion rol, obligatsiya bozori.

Annotation: This article explores the transformative role of government securities in ensuring macroeconomic stability. It analyzes how treasury bonds and bills contribute to fiscal discipline, inflation control, financial market development, and effective coordination between monetary and fiscal policies. Comparative insights are drawn from international practices and Uzbekistan's context.

Key words: government securities, macroeconomic stability, fiscal policy, inflation, bond market, financial development.

Аннотация: В статье рассматривается трансформационная роль государственных ценных бумаг в обеспечении макроэкономической стабильности. Особое внимание уделяется их значению в управлении государственными финансами, регулировании инфляции, развитии финансового рынка и координации денежно-кредитной и фискальной политики.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, макроэкономическая стабильность, фискальная политика, инфляция, рынок облигаций.

Makroiqtisodiy barqarorlik – bu iqtisodiy o'sishning muvozanatli, inflyatsiyasiz va moliyaviy izchil yo'nalishda kechishini anglatadi. Bunday barqarorlikni ta'minlashda davlat fiskal siyosatining asosiy instrumentlaridan biri sifatida davlat qimmatli qog'ozlari (DQG) qaraladi. Ular nafaqat byudjet defitsitini moliyalashtirish, balki pul-kredit siyosatini muvofiqlashtirish, bozordagi likvidlikni tartibga solish va investitsiya oqimlarini boshqarishda ham muhim vositadir.

Asosiy muammolar bo'lib ular quyidagilar:

Byudjet defitsitining o'sishi – uni pul bosish orqali moliyalashtirish inflyatsiyani kuchaytiradi.

Pul-kredit siyosatining mustaqilligi cheklanadi – fiskal va monetar siyosatlar o‘zaro ziddiyatga kiradi.

Ikkilamchi obligatsiyalar bozorining zaifligi – investorlar likvidlikka ishonmaydi.

Transformatsion yechimlar:

- DQG vositasida fiskal defitsitni monetar emas, moliyaviy instrumentlar bilan qoplash;

- Obligatsiyalar asosida ochiq bozor operatsiyalari (OMO)ni kengaytirish;

- Markaziy bankning inflyatsiyani jilovlash imkoniyatlarini kengaytirish.

“Davlat obligatsiyalari fiskal intizomni ta’minlaydi, inflyatsiyani nazorat qilishda pul massasini sterilizatsiya qilish imkonini yaratadi” – IMF, 2023 [1].

Xorijiy tajriba bilan solishtirma tahlil.

1-jadval

Ba’zi mamlakatlarda DQG’larning iqtisodiy funksional o‘rni (2023)

Mamlakat	DQG YaIMga nisbatan (%)	Fiskal defitsit qoplashdagi ulushi (%)	OMO operatsiyalari vositasida ulushi
AQSh	98%	87%	Juda keng
Yaponiya	265%	91%	Markaziy bankning asosiy vositasi
Polsha	61%	75%	Faol
O‘zbekiston	19%	54%	Boshlang‘ich bosqichda

Manba: Statistik ma’lumotlar asosida muallif ishlanmasi.

O‘zbekistonning DQG ulushi rivojlangan mamlakatlarga nisbatan past bo‘lib, bu makroiqtisodiy boshqaruvda obligatsiyalarning rolini kuchaytirish zarurligini ko‘rsatadi [2][4].

Ilmiy-analitik yondashuvlar. Inflyatsiyaga qarshi transformatsion vosita:

DQG’lar orqali ortiqcha pul massasini bozorga qaytarish → talabni pasaytirish → inflyatsiyani pasaytirish.

Moliyaviy bozorni chuqurlashtirish:

DQG’lar orqali investorlar uchun ishonchli, xavfsiz va suyuq moliyaviy instrumentlar yaratish.

Fiskal-monetar siyosat integratsiyasi:

DQG chiqarish orqali fiskal siyosat monetar siyosatga zid emas, balki uni to‘ldiruvchi tus oladi.

Likvidlik va daromadlilik mexanizmi:

Banklar uchun davlat obligatsiyalari — yuqori likvid va daromadli aktiv.

O‘zbekiston holati va istiqbollari. 2024-yil yakunida O‘zbekiston davlat qimmatli qog‘ozlarining umumiy hajmi 35,4 trln so‘mni tashkil etdi, bu YaIMning ~19% ini tashkil qilmoqda.

Markaziy bank davlat obligatsiyalarini ochiq bozor operatsiyalarida 2023-yildan boshlab muntazam foydalanmoqda.

2025–2027 yillarga mo‘ljallangan Davlat qarz siyosati konsepsiyasida ichki moliyalashtirish ulushini 70% ga yetkazish ko‘zda tutilgan.

1. Davlat qimmatli qog‘ozlari: konseptual tushuncha va funksiyalar.

Davlat qimmatli qog‘ozlari (DQG) — bu hukumat tomonidan byudjet defitsitini moliyalashtirish, pul-kredit siyosatini muvozanatlash va moliyaviy bozorlarga ishonch yaratish maqsadida chiqariladigan moliyaviy instrumentlardir. Ular quyidagi transformatsion funksiyalarni bajaradi:

Funksiya	Ta’siri
Fiskal moliyalashtirish	Byudjet defitsitini ichki qarz hisobidan yopish
Pul massasini sterilizatsiya qilish	Bozordagi ortiqcha pulni chiqarib olish orqali inflyatsiyani jilovlash
Moliyaviy bozorni chuqurlashtirish	Investorlar uchun xavfsiz aktiv yaratish
Narx signali va foiz stavkasi shakllanishi	Bozorda benchmark stavka yaratish
Likvidlik boshqaruvi	Banklar va investorlarga likvid aktivlar taqdim etish

“DQG – bu davlatning iqtisodiy rejalarini moliyalashtirishda bozor mexanizmlaridan foydalangan holda javobgarlikni oshiruvchi vosita” (World Bank, 2022).

2. Makroiqtisodiy barqarorlik indikatorlariga DQG’ning ta’siri.

2.1 Inflyatsiya: Markaziy banklar inflyatsiyaga qarshi kurashishda DQG’lardan foydalanadi. Ochiq bozor operatsiyalari (OMO) orqali obligatsiyalarni sotish — pul massasini kamaytiradi. Masalan, Hindistonda 2021-yilda inflyatsiya bosimi kuchayganda markaziy bank davlat obligatsiyalarini faol sotish orqali 240 mlrd rupiylik likvidlikni sterilizatsiya qildi [6].

2.2 Valyuta kursi barqarorligi: Ichki moliyalashtirishni davlat obligatsiyalari orqali hal qilish, tashqi qarz bosimini kamaytiradi. Bu esa valyuta kursiga ishonchni oshiradi va valyutaga bosimni kamaytiradi.

O‘zbekistonda 2022–2023-yillarda davlat obligatsiyalari hajmining oshirilishi valyuta intervallari barqarorligini saqlashda muhim rol o‘ynadi [2].

2.3 Fiskal intizom: Qimmatli qog‘ozlar orqali byudjet defitsitini moliyalashtirish hukumatni bozor intizomiga majbur qiladi.

Har bir obligatsiya chiqarilishi — investorlar tomonidan baholanishi orqali hukumat siyosatining shaffofligi oshadi.

3. DQG bozorining institutsional rivojlanish bosqichlari.

Bosqich	Mazmuni
1-bosqich	DQG faqat byudjet defitsitini moliyalashtirish vositasi sifatida ishlatiladi
2-bosqich	Markaziy bank siyosatida DQG’lar pul massasini tartibga solish vositasiga aylanadi
3-bosqich	Obligatsiyalar bozor benchmarki, investitsiya portfellarining asosiy aktiviga aylanadi
4-bosqich	DQG’lar xalqaro investorlar uchun ham ommaviy va jozibador vositaga aylanadi

Hozirgi kunda O‘zbekiston 2-bosqich va 3-bosqich oralig‘ida. Bozor chuqurligi va ishtirokchilar soni cheklangan. Xalqaro reytingga ega DQGLar chiqarilishi hali yo‘lga qo‘yilmagan.

4. O‘zbekiston tajribasining tahliliy sharhi.

2-jadval

Davlat obligatsiyalari statistikasi (2021–2024)

№	Ko‘rsatkich	2021	2022	2023
1	Chiqarilgan DQG hajmi (trln so‘m)	8.4	17.6	28.3
2	DQG bozorida banklar ulushi (%)	72%	68%	64%
3	Ikkilamchi bozor ulushi (%)	11%	18%	27%

Manba: Statistik ma’lumotlar asosida muallif ishlanmasi.

Bu ko‘rsatkichlar shuni ko‘rsatadiki: Birlamchi bozor faol. Ikkilamchi bozor o‘sib bormoqda, biroq likvidlik hali past.

Moliya vazirligi va Markaziy bank tomonidan 2024-yilda birinchi marta “muomalada bo‘lgan obligatsiyalar” bo‘yicha narxlar va yillik daromadlilik e’lon qilina boshlandi.

5. Xalqaro tashkilotlar tavsiyalari (IMF, WB, ADB). Tavsiyalar:

Benchmark obligatsiyalar chiqarish – ma’lum muddatlarda, belgilangan hajmda chiqariladigan obligatsiyalar bozorda stavka belgilang.

Auction (auksion) mexanizmini avtomatlashtirish – ishtirokchilarga teng sharoitlar yaratadi.

Repo bozori rivoji – banklar o’rtasida DQG asosida qisqa muddatli likvidlik oqimini ta’minlaydi.

Obligatsiyalarni xalqaro reytinglar asosida chiqarish – xorijiy investorlar ishtirokini oshiradi.

Markaziy bankning OMO mexanizmini takomillashtirish – bozorda stavkani markazlashtirilmagan tarzda boshqarish imkonini beradi.

5. Strategik yechimlar (O‘zbekiston sharoitida).

Yo‘nalish	Taklif
Regulyativ siyosat	DQG'larni bank kapitali hisobiga olish, risk darajasini minimal baholash
Investorlarga rag‘bat	Soliq imtiyozlari, kupon stavkalarni bozor darajasida belgilash
Texnologik infratuzilma	“e-bond.uz” platformasini yaratish, onlayn investitsiyalar uchun imkoniyat
Xalqaro integratsiya	“Samuray bonds”, “Eurobonds” singari xalqaro obligatsiyalar chiqarish
Ijtimoiy obligatsiyalar	Ta’lim, sog‘liqni saqlash, yashil loyihalar uchun “social impact bonds” chiqarish

ILMIY TAKLIFLAR

Davlat obligatsiyalarining valyuta va muddat bo‘yicha diversifikatsiyasi.

Makroiqtisodiy prognozlar asosida obligatsiyalar emissiyasini rejalashtirish.

Raqamli davlat obligatsiyalari (“e-bond”) platformasini yaratish.

Markaziy bank bilan integratsiyalashgan ochiq bozor strategiyasi.

Xulosa o‘rnida, Davlat qimmatli qog‘ozlari orqali makroiqtisodiy barqarorlikka erishish, bu nafaqat davlat moliyasini moliyalashtirish, balki pul-kredit siyosatini tizimli va strategik tarzda yuritish vositasidir. O‘zbekiston sharoitida transformatsion rolni to‘liq amalga oshirish uchun bozorni institutsional, texnologik va regulyativ jihatdan keng qamrovli islohotlar kutmoqda.

Davlat qimmatli qog‘ozlari — bu oddiy moliyaviy instrument emas, balki makroiqtisodiy barqarorlikni transformatsion tarzda qo‘llab-quvvatlovchi kuchli

siyosiy va iqtisodiy mexanizmdir. O‘zbekiston moliyaviy bozorini rivojlantirishda va inflyatsiyani jilovlashda DQG’larning o‘rni strategik ahamiyatga ega.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO‘YXATI

1. IMF. (2023). ***Fiscal Policy and Public Debt Management in Developing Countries.***
2. Markaziy bank statistik byulleteni, 2024.
3. World Bank. (2022). ***Government Securities Market Development Toolkit.***
4. O‘zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi. ***Davlat qarz strategiyasi – 2024.***
5. Davletov B., “Makroiqtisodiy barqarorlikda obligatsiya siyosati”, Moliya bozori jurnali, 2023.
6. OECD. (2023). ***Coordination of Fiscal and Monetary Policies through Sovereign Bonds.***
7. Tursunova M. “Qimmatli qog‘ozlar bozori: muammolar va istiqbollar”, Iqtisodiyot va moliya, 2023(3).
8. Asian Development Bank. (2022). ***Public Debt and Inflation in Emerging Asia.***