

2-1-2018

## OPEN LIQUID FINANCIAL MARKETS' MACROECONOMIC BALANCE MODULE

Sh. Shoha'zamiy  
*Tashkent Financial institute*

Follow this and additional works at: <https://uzjournals.edu.uz/interfinance>

---

### Recommended Citation

Shoha'zamiy, Sh. (2018) "OPEN LIQUID FINANCIAL MARKETS' MACROECONOMIC BALANCE MODULE," *International Finance and Accounting*: Vol. 2018 : Iss. 1 , Article 30.  
Available at: <https://uzjournals.edu.uz/interfinance/vol2018/iss1/30>

This Article is brought to you for free and open access by 2030 Uzbekistan Research Online. It has been accepted for inclusion in International Finance and Accounting by an authorized editor of 2030 Uzbekistan Research Online. For more information, please contact [sh.erkinov@edu.uz](mailto:sh.erkinov@edu.uz).

**Шоҳазамий Ш.Ш. – ТМИ,  
профессор, и.ф.д.**

## **ОЧИҚ ЛИКВИД МОЛИЯВИЙ БОЗОРЛАРНИНГ МАКРОИҚТИСОДИЙ МУВОЗАНАТ МОДЕЛИ**

Мақола таклиф қилинган жамғармаларни талаб қилинган инвестицияларга объектив нархларда трансформацияланиши, амалга оширилган инвестицияларни спекулятив равишда айирбошланиши ҳамда капитал ва валюталарнинг эркин ҳаракати жараёнларини тизимли ўрганиш имконини берувчи очик ликвид молиявий бозорнинг макроиктисодий математик мувозанат модели ишлаб чиқилишига бағишланган.

**Таянч иборалар:** молиявий бозор, жамғармалар, инвестициялар, капитал, валюта, даромад ва фойда ставкаси, нарх, қиймат, трансформацияланиш, макроиктисодий мувозанат, модел, тенглик.

Статья посвящена разработке макроэкономической математической равновесной модели открытого ликвидного финансового рынка, позволяющего системно изучать процессы трансформации предложенных сбережений в требуемые инвестиции по объективным ценам, спекулятивной торговли инвестициями, свободного движения капиталов и валют.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, сбережения, инвестиции, капитал, валюта, ставка дохода ва процентная ставка, цена, стоимость, трансформация, макроэкономическое равновесие, модел, равенство.

The article is devoted to the development of a macroeconomic mathematical equilibrium model of an open liquid financial market allowing to systematically study the processes of transformation of the proposed savings into required investments at objective prices, speculative trade in investments, free movement of capital and currencies.

**Key words:** financial market, savings, investments, capital, currency, income rate, interest rate, price, cost, transformation, macroeconomic equilibrium, model, equality.

Маълумки, Пол Энтони Самуэлсоннинг “акселератор” принципига [2] асосан иқтисодий ўсиш ва инвестициялар бир-бирини “сабаб-оқибатий” принципга асосан ўстиради. Ваҳоланки, бунда инвестицияларнинг ўзи эса ялпи даромадлар таркибида шаклланувчи жамғармаларга<sup>1</sup> боғлиқ [6]. Яна маълумки,

---

<sup>1</sup> Жамғармалар ялпи даромад ва жорий харажатлар (макро поғонада – якуний истеъмол) айирмаси. Иқтисодиётдаги жамғармалар, камида, икки усул ёрдамида ҳисобланади: миллий ҳисоблар тизими методологиясига мос равишда ва тўлов балансининг асосий тенгламаларини кўллаган ҳолда; асосий

инвестицияларга талаб ҳажми одатда таклиф қилинган жамғармалар ҳажмидан кўпроқ бўлиши мақсадга мувофиқ.<sup>2</sup> Буларнинг барчаси контекстда айтиш мумкинки, П. Самуэлсоннинг “акселератор принципи”, очиқ иқтисодий назарияси [3], Манделл-Флеминг модели [5] ва Ирвинг Фишер эффекти [3] қоидаларига асосан жамғармалар ва инвестициялар ҳам бир-бирини “сабаб-оқибатий” принципга асосан ўзгартиради. Умуман олганда, ички ва ташқи жамғармалар ҳажми қанчалик кўп бўлса, иқтисодий очиқ молиявий бозорлар орқали инвестициялаш учун ички ва чет эл мамлакатларидан жамғарма ресурслари таклифи шунчалик кўп бўлади.

Бунда таъкидлаш жоизки, фуқаролик ҳуқуқлари субъектлари (яъни капиталист мулкдорлар) жамғармаларнинг манбаси ҳисобланади. Ваҳоланки, ҳар қандай капиталист мулкдор ўз жамғармасидан ҳар доим реал фоиз ставкада фойда олиш орзу-истагида бўлганлиги сабабли, бундай мулкдор потенциал инвестор сифатида инвестицияларнинг манбаси бўлиб хизмат қилади. Айнан капиталист мулкдорнинг меркантил орзу-истагини қондириш учун молия-кредит тизими (МКТ) [19] орқали унинг иқтисодий тузилмаси институтлари молияси ва очиқ молиявий бозори воситасида таъминланади.[18]

Шундай қилиб, таъкидланганлар, МКТ тўғрисидаги илмий қоидалар [19] ва молия-кредит системологияси [20] асосида айтиш мумкинки, фақат макрорегуляцияланган (юқори даражада тартиблаштирилган) очиқ молиявий бозор орқали жамғармаларни ижтимоий-иқтисодий ривожланишга инвестициялар сифатида самарали жалб қилиш йўли билангина инфляцияни зарурий паст даражасида ушлаб туриш, барқарор иқтисодий ўсишни<sup>3</sup> таъминлаш, мос равишда, буларнинг негизида бундай жамғармалар ва инвестицияларнинг ҳажмини янада ошириш ва улар адолатли қийматини [18] ўстириш мумкин. Бунинг учун макроиқтисодий назарияси [3] қоидалари асосида давлатнинг молиявий сиёсатига боғлиқ макрорегуляцияланган очиқ молиявий бозорнинг ижтимоий-иқтисодий ривожланишдаги асосий функциясини<sup>4</sup> ҳисобга олиб, унда

---

субъектларнинг (аҳоли, фирмалар, банклар ва молиявий ташкилотлар) иқтисодий фаолияти жамғармалари сифатида.

<sup>2</sup> Агарда жамғармалар инвестициялардан 30 фоизга ортиқ бўлса, у ҳолда капитал қўйилмалар учун йўналтирилган жамғармалар етарлича ишлатилмаган критик даражага етади. Одатда 10 фоиз жамғарма (Парето бўйича) ўзига молиявий бозорни жалб қилади. Иқтисодий мувозанат ҳолатида жамғармалар инвестицияларга тенг бўлади, иқтисодий ривожланишининг актив фазасида эса инвестициялар жамғармалардан ошади.

<sup>3</sup> Жумладан инклюзив иқтисодий ўсишга эришиш.

<sup>4</sup> Очиқ молиявий бозорнинг асосий функцияси – бу МКТ иқтисодий тузилмасига кирувчи молия турларини амалга оширувчи капиталист мулкдорлар томонидан бозор қийматида таклиф қилинган жамғармаларни талаб қилинган инвестицияларга объектив нархларда самарали трансформациялаш, амалга оширилган инвестицияларни спекулятив равишда ликвид айирбошланиши, жамғарма ва инвестициялар бозор (адолатли) қийматини, капитал ва валюталарнинг самарали эркин ҳаракатини таъминлаш [7, 8, 9, 15, 18].

инфляция даражаси ва даромад (фоиз) ставкасини ҳисобга олган ҳолда <sup>5</sup> жамғармаларнинг инвестицияларга трансформацияланишини, амалга оширилган инвестицияларнинг бир-бирига спекулятив (иккиламчи тарзда) айирбошланиши ҳамда капитал ва валюталарнинг эркин ҳаракати жараёнларини ўрганиш имконини берувчи очиқ ликвид молиявий бозорнинг макроиктисодий мувозанат модели <sup>6</sup> ишлаб чиқиши зарур. Чунки бундай модел ҳозирда дунёнинг ҳар қандай мамлакатида унинг ўзига хос молиявий сиёсатига <sup>7</sup> мос равишда [21] юқори ликвид миллий очиқ молиявий бозорини реал иқтисодиёти билан боғлиқликда макрорегулятив равишда <sup>8</sup> барқарор ривожлантиришнинг макромолиявий ва макрорегуляция стратегиясини ишлаб чиқиш имконини беради. Бундай стратегия ўз ичига қуйидаги масалаларни олади:

- валюта курси режимлари ва монетар сиёсат инструментларининг турларини асосли танлаш<sup>9</sup>;

- очиқ ликвид молиявий бозор шароитида бир-бирига эквивалент бўлган бюджет-солиқ (фискал), пул-кредит (монетар) ва валюта сиёсатларининг самарали гармонизацияси ва индикатив макрорегуляциясини таъминлаш;

- барқарор иқтисодий ўсиш суръатларини ва хорижий валютадаги капиталларни мамлакат ичкарисига кириши ва ундан ташқарига чиқиб кетиши оқимларининг самарали нисбатини таъминлаш;

- инфляцияни паст даражада ушлаб туриш учун жамғармалар ва инвестициялар ҳажми орттирилиб борилишининг йўллари аниқлаш;

- давлат томонидан тартиблаштирилган очиқ миллий молиявий бозорда инфляция даражасини ортиғи билан қопловчи (ёки ундан кам бўлмаган) миқдордаги даромад ставкасида жамғармаларнинг аккумуляцияланиб бориши ва самарали инвестицияларга трансформацияланиши, амалга оширилган инвестицияларни эса бир-бирига спекулятив айирбошланиши, жамғарма ва инвестициялар бозор қиймати ўсиши, капитал ва валюталарнинг самарали эркин ҳаракати учун ёқимли (бозор иштирокчилари учун қулай ва маъқул) бўлган (S-I)-муҳитни<sup>10</sup> шакллантириш ва бу муҳитни ривожлантириб бориш.

<sup>5</sup> Одатда, фоиз ставкаси деган тушунча монетар сиёсат контекстида кўпроқ қўлланилади. Ушбу тушунчага синоним бўлган даромад ставкаси деган тушунчадан, фикимизча, жамғармалар ва инвестициялар, улар билан боғлиқ трансформацияланиш жараёнларида фойдаланиш мумкин.

<sup>6</sup> Ҳозиргача бундай математик макромодел мавжуд бўлмаган.

<sup>7</sup> Давлатнинг молиявий сиёсати ўз ичига қуйидаги сиёсатларни олади: бюджет-солиқ (фискал) сиёсати, пул-кредит (монетар) сиёсати, фоиз сиёсати, валюта сиёсати, капиталларнинг тўлов баланси/ҳисоби(счети) сиёсати.

<sup>8</sup> Бунда муаллиф томонидан ишлаб чиқилган молиявий бозорнинг макрорегулятори модели назарда тутилади [15, 16].

<sup>9</sup> Чунки, ҳанузгача дунё тажрибасида валюта курси режимларини алоҳида мамлакатлар шароити учун илмий асосланган танлашнинг умумий усули ёки йўсини йўқ.

<sup>10</sup> Айтиш лозимки, “(S-I)-муҳит” тушунчаси мазмунан очиқ молиявий бозорнинг асосий функцияси билан боғлиқ бўлганлиги сабабли, бу тушунча “инвестиция муҳити” тушунчасига синоним бўлиб, мос равишда улар фақат молиявий бозорга хос бўлиши табиийдир. Лекин, “инвестиция муҳити” тушунчаси “(S-I)-муҳит” тушунчаси

Кўрсатилган масалаларнинг назарий ечимига эришиш мақсадида очик молиявий бозорнинг товар ва хизматлар бозори ҳамда иқтисодийнинг реал сектори билан узвий боғлиқлигини [14, 15, 18, 21] ҳисобга олиб, макроиқтисодий нуқтаи назардан, миллий ҳисобларнинг асосий тенглигини қуйидагича ёзиб олиш [3] мумкин: [4]

$$Y=C+I+G+NX \quad (1)$$

Келтирилган (1) тенглик чап томонидаги  $C$  ва  $G$  кўрсаткичларни унинг ўнг томонига ўтказиб, қуйидаги ифодага эга бўламиз:

$$Y-C-G=I+N \quad (2)$$

Агарда  $Y-C-G$  ифода миллий жамғармалар ( $S$ ) эканлигини ва у хусусий жамғармалар ( $Y-T-C$ ) ва давлат жамғармалари ( $T-G$ ) йиғиндисидан иборатлигини [3, 14] ҳисобга олсак, унда қуйидаги тенглик келиб чиқади:

$$(S - I) = N$$

Келиб чиққан бу тенгликнинг ўнг томонидаги  $N$  ҳадни чап тарафга ўтказиш йўли билан миллий ҳисоблар асосий тенглигини қуйидагича ёзиш мумкин:

$$(I - S) + N = 0 \quad (3)$$

Бунда  $(I-S)$  – тўлов баланси капитали ҳаракатининг ҳисоби (капитал ҳаракатининг сальдоси),  $N$  – тўлов балансининг жорий ҳисоби (жорий операциялар ҳисоби сальдоси) дейилиб, улар мувозанатлаштирилган бўлади.

Ушбу (3) тенглик капитал жамғарилишига мўлжалланган ресурсларнинг халқаро оқими, тўлов баланси капиталининг ҳаракати  $(I-S)$ , товар ва хизматлар халқаро оқимларининг ( $N$ ) ўзаро боғлиқлигини,  $(I-S)$  ҳисоби ички инвестицияларнинг ички жамғармалардан ортик бўлишини ифодалайди. Бу эса мазмунан инвестицияларнинг жамғармалардан кўп бўлишини англатади.

Шу билан бирга таъкидлаш лозимки, (3) тенглик мамлакатда даромадлар ва харажатлар ўртасидаги ички макроиқтисодий дисбалансининг ташқи тўлов дисбаланс билан боғлиқлигини билдиради. Иккала дисбаланс ҳам ички жамғармалар ва ички инвестициялар ўртасидаги дисбалансга олиб келади. Зеро уларнинг ўзаро балансига риоя қилинганда умумий талаб ва таклиф ўртасида тенгликка эришилади, яъни  $S=Y-A-X=I$  (бунда:  $A=C+G$  – абсорбция;  $Y-A$  – ички жамғармалар;  $X$  – манфий ишорали ташқи жамғармалар). [3] Демак, иккала дисбаланс иқтисодий ўсишнинг асосий омилларидан ҳисобланади. Бунда эса очик молиявий бозорнинг қисқа ва узоқ муддатли иқтисодий ўсишни таъминлашдаги роли беқиёсдир. Чунки айнан макро- ва микро поғоналарда тартиблаштирилган очик молиявий бозор ёрдамида ички ва ташқи жамғармалар

---

мазмунини тўлиқ эмас, балки унинг фақат бир қисмини ифодалайди. Чунки, инвестиция муҳити ва жамғармалар муҳити бир-бирисиз маънога эга эмас.

самарали ички ва ташқи инвестицияларга трансформацияланади, амалга оширилган инвестициялар эса бир-бирига спекулятив ликвид айирбошланади, жамғармалар ва инвестицияларнинг бозор қиймати ўсиши, капитал ва валюталарнинг самарали эркин ҳаракати таъминланади.

Қисқа муддатда иқтисодий ўсишга эришиш ва инфляцияга таъсир кўрсатиш молиявий бозор орқали мавжуд молиявий ресурслардан самарали фойдаланиш ҳисобига эришилади. Аммо узок муддатли даврда иқтисодий ўсиш ва инфляцияга таъсир кўрсатиш инвестициялар ҳажмини кенгайтириш йўли билан ишлаб чиқаришнинг модернизациялашуви ва қувватлари оширилишини талаб этади. Макроиқтисодий барқарорлик шароитида очик молиявий бозорлар орқали инвестицияларга бўлган талаб эса молиявий институтлар ёрдамида ички ва ташқи жамғармалар ҳисобига қопланади.

Иқтисодиётда молиявий оқимлар давлатнинг молиявий сиёсати асосида бошқарилувчи инфляция ва фоиз (даромад) ставкасига боғлиқ ҳолда очик молиявий бозор орқали унинг конъюнктураси асосида тақсимланади ва қайта тақсимланади. Ўз навбатида, очик молиявий бозор инфляцияга, даромад ставкасига, умуман олганда эса, давлатнинг ва хусусий секторнинг молиявий сиёсатларига адекват таъсир кўрсатади.

Маълумки, очик молиявий бозорлар орқали капиталнинг трансчегаравий оқими амалга ошади. Бунда, фикримизча, товар ва хизматлар бозорларидан фарқли, очик молиявий бозорларда капитал (хорижий валюта) мамлакат очик молиявий бозорига ташқи жамғарма (X) сифатида кириб келувчи оқим (*inflow of foreign saving currency – SI*) ва унинг ташқарисига чиқиб кетувчи инвестицион оқим (*outflow of investments currency – IO*) сифатида бир-бирига қарама-қарши йўналишларда ҳаракатда бўлувчи иккита турдан иборат бўлади. Мос равишда, бу оқимлар турларининг айирмасини (SI-IO) хорижий валютадаги капиталлар (*capital in foreign currency – FC*) сальдоси деб қабул қилиш мумкин. Яъни, ички жамғармалар (жумладан хориж мамлакатларидан халқаро очик молиявий бозорлар орқали мамлакат ичига кириб келган хорижий валютадаги жамғарма капитали – SI) ва ички инвестициялар асосан миллий молиявий бозорда ҳаракатда бўлиб, улардан хусусий сектор жамғармалари ва инвестициялари ушбу бозорнинг иккиламчи инвестициялар сегменти орқали мамлакат ташқарисига (IO таркибида) чиқиб кетиб хорижий мамлакатлар учун SI таркибига киради.<sup>11</sup> Демак, мамлакат ичига очик молиявий бозор орқали кирган хорижий валютадаги капитални (SI) умумий жамғармалар таркибида ва мамлакат

<sup>11</sup> Мамлакатдан капитални “нолегал” чиқиб кетиши даражаси “Жорий операциялар” ҳисобининг ярмисидан ошмаслиги лозим.



ташқарисига очик молиявий бозор орқали чиқиб кетган хорижий валютадаги капитални (IO) умумий инвестициялар таркибига киритиш мумкин.

Агарда очик иқтисодиётга хос ва мос бўлган очик молиявий бозорда макроиқтисодий мувозанат мавжуд жамғармаларнинг ялпи таклифи ва инвестицияларга бўлган ялпи талабнинг ўзаро объектив тенглиги ҳолатида вужудга келишини ҳисобга олиб, очик молиявий бозорлар учун (3) ифодада  $N = -FC$  ва  $FC = SI - IO$  деб қабул қилсак [4], унда (3) тенгликка эквивалент бўлган очик молиявий бозорлар учун қуйидаги тенглик маънога эга:

$$I - S = SI - IO \quad (4)$$

Ушбу (4) тенглик мамлакатда ички инвестициялар ва ички жамғармалар орасида юзага келувчи ички макроиқтисодий дисбаланснинг (I-S) (очик молиявий бозор орқали мамлакатга кирган хорижий валютадаги капитал ва мамлакат ташқарисига молиявий бозор орқали чиқиб кетган хорижий валютадаги капиталлар орасида вужудга келувчи ташқи дисбаланс (SI-IO) билан боғлиқлигини ифодалайди. Иккала дисбаланс ҳам очик молиявий бозорда жамғармаларнинг инвестицияларга трансформацияланишининг (жумладан амалга оширилган инвестицияларни бир-бирига иккиламчи айирбошланишининг) дисбалансига олиб келади. Зеро уларнинг ўзаро балансига риоя қилинганда умумий талаб ва таклиф ўртасида тенгликка (очик молиявий бозорда улар мувозанатига) эришилади.<sup>12</sup> Демак, иккала дисбаланс очик молиявий бозор орқали инфляция ва қиймат бошқарилиши ҳамда иқтисодий ўсишнинг асосий омилларидан ҳисобланади.

Бунда инвестицияларни жамғармаларга нисбатининг барқарорлиги таъминланишида давлат макроиқтисодий сиёсатининг асосий регулятив воситалари бўлиб очик молиявий бозорлардаги операциялар, валюта курси режими, даромад (фоиз) ставкаси, инфляция ва солиқлар ҳисобланади. Айнан тартиблаштирилган очик молиявий бозор орқали бу нисбат барқарорлигининг таъминланиши бошқа омиллар билан бир қаторда даромадлар, иқтисодий ўсиш ва инфляция суръатларига таъсир кўрсатади. Шунинг учун ҳам бундай молиявий бозор давлатнинг молиявий сиёсатини ўзида эквивалент акс этади.

Айтилганлар асосида (4) тенгликни қуйидаги кўринишларда ёзиб олиш мумкин:

$$S + SI = I + IO \quad (5)$$

Мазкур (5) айниқий ифода асосида макроиқтисодий нуқтаи назардан инвестициялар ва жамғармалар нисбатининг иқтисодиётга таъсирини таҳлил

<sup>12</sup> Ҳозирги шароитларда миллий валютадаги ва хорижий валюталардаги жамғармаларнинг бир бирига нисбати 70:30 бўлиши лозим. Агар бу нисбат бузилса, унда иқтисодиётни «долларлаштириш» ҳолатини тушуниш мумкин. Жамғарманинг бундай структураси ўзида кредит тизими учун сезиларли валюта рискларни мужассамлаштиради, чунки иқтисодиётнинг миллий валютадаги кредит ва инвестицияларга бўлган талаби кўп жихатдан хорижий фондлаштириш ҳисобига қондирилади.

қилишда жамғармаларни улар ҳисобига амалга ошириш мумкин бўлган инвестициялар орқали ифодалаш мумкинлигини ҳамда очик иқтисодиётга мос ва хос очик молиявий бозорларда жамғармалар ва инвестицияларнинг бир-бирига акселератив таъсирда ўсиши ҳамда бундай жараён доирасида жорий қиймат, даромад ставкаси ва инфляция (нарх) даражаларига боғлиқликда жамғармаларнинг инвестицияларга трансформацияланиши, ўз навбатида амалга оширилган инвестицияларни бир-бирига спекулятив (иккиламчи тарзда) айирбошланиши ва уларни Ю мазмунидаги омилга трансформацияланиши қонуниятларини математик ифодаловчи қуйидаги мувозанат тенгламаси [15, 19, 21] (жамғармаларга бўлган талаб ва улар таклифининг тенглиги шартини киритиш асосида) маънога эга:

$$(S+SI)*V = (I+IO)*P \quad (6)$$

Бунда (юқорида келтирилган (5) тенгликни ҳамда айтилган унга мос назарий қоидаларни ҳисобга олиб): **V** – таклиф қилинган умумий жамғармаларнинг инфляция (*inflation*) даражасини ҳисобга олувчи даромад ставкасини (**r**) ўзида мужассамлаштирган ликвид қиймати<sup>13</sup>; **P** – талаб қилинган умумий инвестицияларнинг инфляция даражасини ҳисобга олувчи даромад ставкасини ўзида мужассамлаштирган объектив нархи; **S** – ликвид қиймати инфляция даражасини ҳисобга олган даромад ставкада ўсишини назарда тутиб таклиф қилинган ички жамғармалар (*Saving*)<sup>14</sup>; **I** – объектив нархи инфляция даражасини ҳисобга олган даромад ставкада талаб қилинган ички инвестициялар (*Investments*)<sup>15</sup>.

Берилган (6) тенгликдаги **S** ва **I** кўрсаткичларнинг таркибини аниқлаш муҳим аҳамиятга эга. Бунда бир-бирига эквивалент бўлган **V** ва **P** кўрсаткич(омил)ларни идеал конъюнктура ҳолати учун бир-бирига тенг деб олиб, (6) тенгликдаги ички жамғармалар (**S**) ва ички инвестициялар (**I**) таркибини, мос равишда, қуйидаги иккита ифода кўринишида ёзиб олиш мумкин:  $S = SP+SS+SC+SI$  ва  $I = DI+EI+GI+IO$

Ушбу иккита ифодада: **SP** – аҳоли жамғармалари (*Savings of the population*); **SS** – давлат жамғармалари (*State savings*); **SC** – фирмалар жамғармалари (*Corporate savings*); **SI** – хориж мамлакатларидан халқаро очик молиявий бозорлар орқали кириб келган хорижий валютадаги жамғарма капитали; **EI** – улуш муносабатларига асосланган инвестициялар (*Equity investments*); **DI** – қарз муносабатларига асосланган инвестициялар (*Debt investments*); **GI** – мулкдор

<sup>13</sup> Жамғарманинг адолатли қиймати уни баҳолаш методологиясига асосан ([18]) амалга оширилиши мумкин. Бозор қиймати эса баҳолашнинг халқаро ёки миллий стандартлари асосида баҳоланиши мумкин. Ликвид қиймат – бу объектив нархга эҳтимоли жуда яқин бўлган қиймат баҳоси.

<sup>14</sup> Инвестицияларга йўналтирилган жамғармалар юзасидан тузилган шартномалар бўйича.

<sup>15</sup> Жалб қилинган инвестициялар бўйича тузилган шартномалар бўйича. Бунда ушбу шартномалар ва инвестицияларга йўналтирилган жамғармалар бўйича тузилган шартномалар сони ва ҳажми бир-бирига тенг.



мамлакатдаги бизнес-муҳит ҳолатига, даромад ставкаси ва инфляция даражасига қараб ўз жамғармалари бир қисмининг бозор қиймати ўстирилишини таъминлаш мақсадида бозоргир (ликвид) актив ва товарларга вақтинчалик қилинган пассив инвестициялар (қисқароқ – бозоргир актив ва товарларга вақтинчалик қилинган пассив инвестициялар); **IO** – халқаро очик молиявий бозорлар орқали мамлакатдан хориж мамлакатларига чиқиб кетган валютадаги инвестицион капитал; **PS** – хусусий сектор жамғармалари (*Private sector savings*), яъни  $PS=SP+SC$ .

Шундай қилиб, (6) тенгликда бир-бирига эквивалент бўлган  $V$  ва  $P$  кўрсаткич(омил)ларни идеал конъюнктура ҳолати учун бир-бирига тенг деб олиш асосида, унинг ўнг томонини  $S=SP+SS+SC+SI$  кўринишда, чап томонини  $I=DI+EI+GI+IO$  деб қабул қилиб, умумий ҳол учун қуйидагича ёйиб ифодалаш мумкин:

$$SP + SS + SC + SI = DI + EI + GI + IO \quad (7)$$

Бунда айтиш мумкинки, иқтисодиётнинг инвестицион ривожига бевосита хисса қўшмайдиган, лекин ҳозирда эътиборга мойил омил мавжуд бўлиб, уни жамғармаларнинг бир қисмини бозоргир (ликвид) бўлган инвестицион актив ва товарларга<sup>16</sup> вақтинчалик йўналтирилган пассив инвестициялар ( $GI$ ) деб қабул қилиш мумкин. Ушбу  $GI$  мазмундаги кўрсаткич хусусий сектор ўз жамғармалари бир қисмининг бозор қиймати (мамлакатдаги бизнес-муҳит ҳолатига, даромад ставкаси ва инфляция даражасига қараб) ўстирилишини таъминлаш мақсадида бозоргир актив ва товарларга вақтинчалик қилинган инвестицияларни ифодалайди. Давлат эса зарур ҳолларда ўз жамғармасининг бир қисмини (асосан махсус молиявий захира ресурслари ва давлат харидлари маблағлари ҳисобидан) кўчмас мулк, ноёб коллекциялар, қимматбаҳо авуар ва захираларга пассив инвестиция сифатида йўналтириши маълум.

Шу билан бирга таъкидлаш лозимки, ҳозирда иқтисодчилар ўртасида  $GI$  мазмундаги кўрсаткич бўйича баҳслар давом этмоқда. Масалан, уларнинг бир гуруҳи  $GI$  мазмундаги кўрсаткични истеъмол таркибида қараш тарафдори бўлса, иккинчи гуруҳи<sup>17</sup>, эса ушбу кўрсаткични (7) ифоданинг ўнг томонида назарда тутиш зарурлигини ёқлайди. Фикримизча, бундай мунозарали ҳолатга биринчи сабаб – бу  $I$  мазмундаги умумий кўрсаткичнинг таркибига кирувчи бозоргир (ликвид) актив ва товарларнинг, бир томондан, ҳар бири ҳам инвестиция ҳисобига яратиладиган янги ёки такомиллаштирилган объект эмаслиги, иккинчи томондан, эса бу унсурлар спекулятив инвестициялар портфелига кириши ҳам мумкинлиги. Лекин гап очик товар ва молиявий бозорларда жорий қиймат ва

<sup>16</sup> Кўчмас мулк, хорижий валюта, нақд пул, транспорт воситалари, машина ва ускуналар, яхта, қимматбаҳо буюм ва активлар, санъат асарлари, коллекциялар, **алоҳида** суғурталаш, уй хайвонлари ва бошқалар.

<sup>17</sup> Жумладан Жаҳон банки ва Халқаро валюта фонди экспертлари.

даромад, фоиз ставкаси ва инфляция даражаларига боғлиқликда иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлаш мақсадида нафақат жамғармалар ва инвестициялар ҳажмларини мутаносибликда ортиб боришининг, балки очиқ молиявий бозорларда жамғармаларнинг инвестицияларга ва содир этилган инвестицияларни бир-бирига самарали спекулятив айирбошланиши ва бозор қиймати ўсиши учун ривожланган (ёқимли) муҳитини шакллантириш муаммоси тўғрисида бўлганлиги сабабли, (7) ифоданинг ўнг томонида GI мазмундаги кўрсаткични назарда тутиш маънога эга. Чунки портфел назариясига кўра, I мазмундаги умумий кўрсаткич таркибида GI мазмундаги кўрсаткични назарда тутишликка уларни ҳозирда спекулятив портфелли инвестициялар объекти ҳам бўлиши мумкинлиги асос бўлади.

Иккинчи сабаб – ҳозирдаги глобал ва регионал беқарорлик ва рисклар шароитида ҳар бир мамлакатнинг жамғармага эга ҳар қандай институти ўз жамғармаси бир қисмининг бозор қийматини фоиз (даромад) ставкаси ва инфляция даражаларига боғлиқликда ошириш истагида бўлганлиги учун ҳам бозоргир (ликвид) актив ва товарларга вақтинчалик ўтказишга асосланган инвестициялаш маънога эгалигича қолмоқда.

Келтирилган ҳар иккала сабабнинг бир вақтда вужудга келиши GI мазмундаги кўрсаткични (7) тенгликнинг ўнг томони таркибида ҳисобга олиш мумкинлигини тақозо этади. Айниқса ушбу GI мазмундаги кўрсаткичини Ўзбекистон молиявий бозори шароитида жамғармаларнинг инвестицияларга трансформацияланиши таҳлилида ҳисобга олиш мақсадга мувофиқ. Чунки, Ўзбекистонда аҳоли жамғармаларининг инвестицияларга нисбатан ортиши GI мазмундаги кўрсаткични 2017 йилнинг бошигача, тахминан, 47-49 фоизга етиши [10, 11, 12] билан боғлиқ жамғармалар ва инвестициялар ўртасида вужудга келган сезиларли номутаносиблик ушбу кўрсаткични ҳисобга олиш заруратини билдиради. Ваҳоланки, ривожланаётган мамлакатларда ялпи жамғармалар ва инвестициялар орасидаги фарқ деярли йўқ бўлиб, унинг ЯИМдаги ҳажми ( $\pm 2$ ) фоизлар оралиғида тебраниб туриши маълум. [12]

Мазкур (7) тенгликнинг ўнг томонидаги (S+SI) ифодани ички жамғармаларни ташқи жамғармалар билан тўлдирилган умумий жамғармалар мазмунида қабул қилиш мумкин.

Берилган (7) тенгликнинг ўнг томонидаги инвестициялар таркибига киритилган DI, EI ва GI мазмундаги инвестиция турлари ўз ичига мавжуд адабиётларда марказлашган ва марказлашмаган, ички ва ташқи, резидентлар ва норезидентлар, тўғридан-тўғри ва портфел, пассив ва актив, моддий ва номоддий, стратегик ва спекулятив, халқаро ва миллий, хусусий ва давлат инвестициялари деб номланувчи инвестицияларни олади. Бундай номланган инвестициялар мазмунини бир-бири билан солиштирма таҳлил қилинса, уларнинг барчасини DI,

ЕІ ва GІ мазмундаги инвестиция турлари тушунчалари томонидан қамралиши мумкинлигини кўриш мумкин. Масалан, SS мазмундаги жамғармалар DI, EI, GI турлардаги инвестицияларга трансформацияланиши асосида марказлашган тўғридан-тўғри, портфел ва пассив ички инвестицияларга айланади. Худди шундай, PS мазмундаги жамғармалар DI, EI, GI турлардаги инвестицияларга трансформацияланиши асосида марказлашмаган тўғридан-тўғри, портфел ва пассив инвестицияларга айланади. Зеро, юқорида келтирилган номдаги инвестицияларнинг ҳар бири бир нечта тоифалардан таркиб топиши мумкин. Шу сабабли, (7) тенгликда DI, EI ва GІ мазмундаги инвестиция турлари қабул қилинган бўлиб, уларнинг ҳар бири ўз мазмунига мос ва хос тоифадаги инвестицияларнинг қамрайди.

Макроиктисодий нуқтаи назардан, жамғармалар массаси (S) ва инвестициялар массасини (I) иқтисодий ўсишга ва инфляция даражасига таъсирини ҳамда уларга давлатнинг молиявий сиёсати таъсирини тизимли тадқиқ этиб ўрганишда (5)-(7) тенгликлардан фойдаланиш мумкин. Бунда қуйидаги аниқланган фактологик қонуниятларни алоҳида кўрсатиш зарур:

- нарх мазмунан қиймат бўлмаса-да, лекин улар бир-бирига боғлиқ ва эквивалент категориялар. Чунки нарх ва қиймат ҳаракатларининг ўзгариш тенденциялари ўзаро синхрон қонуният бўйича кечади;

- очик молиявий бозорда талаб унга мос таклифга асосан шаклланади, худди шундай тарзда таклиф унга мос талабга асосан шаклланади;<sup>18</sup>

- жамғармалар қиймати инвестицияларнинг нархларига пропорционал бўлиб, идеал эффектив молиявий бозор шароитида уларнинг бир ондаги миқдорлари вақтинчалик тенг бўлиши мумкин (лекин реал молиявий бозор шароитида улар бир-бирига тенг эмас);

- инфляциянинг ўзгариш даражасини (суръатини) нархларнинг ўзгариш даражаси деб қараш мумкин;<sup>19</sup>

- даромад ставкасининг ўзгариш даражасини қийматларнинг ўзгариш даражаси деб қараш мумкин;

- реал очик молиявий бозор шароитида жамғармалар улар жорий қийматини (V) жорий инфляция даражасини ортиғи билан қопловчи ёки камида унга тенг бўлган эҳтимолий даромад ставкасида қоплаб олиш (яъни жорий қийматининг олдиндан мўлжалланган келажакдаги муддатда инфляцияга нисбатан ортишини таъминлаши мумкин бўлган рискли даромад ставкасида) мақсадий истагида бўлган потенциал инвесторлар томонидан таклиф этилади.

<sup>18</sup> Бунда молиявий бозорнинг молиявий инструментлари ва молиявий хизматлари сегментлари бир-бирига боғлиқ, эквивалент бўлади. Чунки улар тенденцияларининг ҳаракати синхрон кечади.

<sup>19</sup> Йиллик инфляция даражаси 12 фоиздан ошмаслиги лозим. Ривожланган мамлакатларда инфляция даражаси 2-5 фоизни ташкил қилади.

Мос равишда, инвестицияларга талаб эса бундай потенциал инвесторлар рискли истагини мўлжалланган истиқболий муддатда қондирувчи объектив нархларда (P) қондирилиши мумкин;

- очик молиявий бозорда молиявий инструментлар сифатида намоён бўлувчи жамғармалар (S) ва инвестициялар (I) бозор муомаласи билан боғлиқ талаб ва таклиф бир-бири билан узвий боғлиқ бўлган (S-I)-муҳит<sup>20</sup> ва (V-P)-муҳит<sup>21</sup> уйғунлигида қондирилади;

- инвестицион риск даражаси жамғармага эга ва уларни инвестиция мақсадида таклиф қилувчи институт ва инвестицияга талабгор институтнинг ўзаро инвестицион муносабатлари жараёнида содир бўлиши мумкин бўлган салбий тасодифий ҳодисалар вужудга келишининг эҳтимоллилик даражаси билан белгиланади;<sup>22</sup>

- жамғармаларга эга ва уларни инвестиция учун таклиф қилувчи институтнинг инвестицион фаоллиги ва инвестицияларга талабгор институтнинг инвестицион жалбдорлиги бир-бирига эквивалент ва узвий боғлиқ бўлиб, бу кўрсаткичлар инвестицион риск даражаси билан биргаликда очик молиявий бозорнинг ликвидлилик даражасини характерлайди;

- макро- ва микро поғоналарда самарали тартиблаштирилган очик молиявий бозор давлатнинг молиявий сиёсати сифатини индикатив акс эттиради, умуман олганда, мамлакат ижтимоий-иқтисодий ривожланиши ҳолатининг “барометри” ролини бажаради;

- молиявий сиёсат турларини<sup>23</sup> бир-бири билан комплекс баланслашириши фақат очик миллий молиявий бозорда унинг (яъни бу бозорнинг) махсус макрорегулятори<sup>24</sup> воситасида амалга оширилиши тизимли самара беради;

- молиявий сиёсат турларига ваколатли давлат органларидан (асосан марказий банк ва молия вазирлиги) бири очик миллий молиявий бозор фаолиятини гегемон регулятив орган сифатида тартибга солиши эмас, балки бу органлар мазкур бозор индикаторларининг ўзгаришига биргаликда адекват реакция кўрсатишга асосланган комплекс фаолиятни макрорегулятор таркибида тенг ҳуқуқли амалга оширишлари тизимли самара беради.

---

<sup>20</sup> Яъни: қиймат, нарх, қимматлилик, даромад ва инфляция категорияларига боғлиқликда жамғармаларнинг инвестицияларга, ўз навбатида амалга оширилган инвестицияларни бир-бирига иккиламчи (спекулятив) айирбошланиши ҳамда уларни Ю мазмундаги омилга трансформацияланиши муҳити.

<sup>21</sup> Яъни, қиймат (V) ва нарх(P)ни бир-бирига даврий трансформацияланиши муҳити.

<sup>22</sup> Очик молиявий бозорда инвестиция рисклари даражаси идеал ҳолда шу бозордаги валюта ёки кредит рискларидан паст бўлмаслиги лозим, яъни унинг даражаси кўрсатилган рискларнинг 20 фоизи даражасидан ошмаслиги керак. Реал ҳолатда эса бу даража тизимли, тармоқлар, эмитентлар ва инвесторлар рискларидан ташкил топади.

<sup>23</sup> Давлатнинг молиявий сиёсати ўз ичига қуйидаги сиёсатларни олади: бюджет-солиқ (фискал) сиёсати, пул-кредит (монетар) сиёсати, фоиз сиёсати, валюта сиёсати, капиталларнинг тўлов баланси/ҳисоби(счети) сиёсати.

<sup>24</sup> Бунда муаллиф томонидан ишлаб чиқилган молиявий бозорнинг макрорегулятори модели назарда тутилади [15, 16].

Берилган (6) ва (7) ифодалар негизида муҳим қонуниятни кўриш мумкин. Бунинг учун (7) тенгликни қуйидаги кўринишда ёзиб олиш кифоя:

$$(S+SI) = (I+IO)*N \quad (8)$$

Бунда:  $N=P/V$ , яъни мамлакат ичига кирувчи (SI) ва ундан ташқарига чиқиб кетувчи (IO) хорижий капиталларни ҳамда инфляция даражаси ( $i_t = P_t - P_{t-1}$ ) ва даромад ставкаси ( $R_t = V_t - V_{t-1}$ ) нисбатини ҳисобга олиб жамғармалар ва инвестицияларнинг ўзаро боғлиқликда қандай пропорцияда ўзгаришини билдирувчи N-коэффициент.

Олинган мазкур (8) тенглик асосида қуйидаги акселератив қонуниятни кўриш мумкин: “Агарда  $SI \geq IO$  бўлса, унда (I+IO) йиғиндининг бир бирликка ортиши (S+SI) йиғиндини N-коэффициент миқдорига оширади. Мос равишда, (S+SI) йиғиндининг бир бирликка ортиши (I+IO) йиғиндини  $1/N$  миқдорга оширади.”

Умуман олганда, ушбу қонуният мазмунан очиқ молиявий бозорда инвестицияланган жамғармалар ва ўзлаштирилган инвестицияларни ўзаро мувозанатий муносибликда тўғри ва тесқари йўналишда акселератив ўзгаришини аниқлатади. Мос равишда айтиш мумкинки, (6) тенглик V қийматга эга ялпи жамғармалар (S) ва уларни ялпи инвестициялар(I)га P нархларда жалб қилиниши бўйича тузилган битимлар орасидаги боғлиқликни кўрсатади. Шунга ва аниқланган қонуният асосида (6) ифодани очиқ молиявий бозорнинг мувозанат тенгламаси деб шартли равишда қабул қилиш мумкин.

Ижтимоий-иқтисодий системология ва молия-кредит системлогояси қоидаларига [14, 15, 17, 18, 19, 20, 21] кўра, талаб ва таклиф асосида чиқарилган  $[Y_D-I]+[T-G]=N$  мувозанат тенгламасига [14] асосланган бюджет-солиқ ва ташқи савдо сиёсати ҳамда  $MV=PT$  мувозанат тенгламасига асосланган пул-кредит (монетар) ва валюта сиёсатини (6) мувозанат тенглик контекстида очиқ молиявий бозорда ўзаро эквивалент сиёсатлар эканлиги намоён бўлади дейиш мумкин. Чунки, бу сиёсатлар (6) тенгликка асосланиб фаолиятда бўлувчи очиқ молиявий бозор орқали ўзаро узвий боғлиқликда самарали амалга оширилади. Ваҳоланки, иккала сиёсат ҳам барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида реал иқтисодиёт учун ишлаганлиги (йўналтирилганлиги) учун, уларнинг уйғунлашуви ва оптимал балансига эришиш (6) тенгликдан кўриниб турибдики, молиявий бозор орқали амалга оширилиши табиийдир.

Макроиқтисодий нуқтаи назардан, (6) тенгликнинг чап томонига кўра, V қийматли жамғармалар таклифи уларга мос P нархли инвестициялар талабига тенг бўлиб, бу жамғармалар ҳажми уларнинг қийматига (жорий инфляция даражасини ҳисобга олувчи даромадга) ва солиқлар ставкасига боғлиқ. Ушбу тенгликнинг ўнг томонига кўра, P нархли инвестицияларга талаб уларга мос V қийматли жамғармалар таклифига тенг бўлиб, бу инвестициялар ҳажми



уларнинг объектив нархига (жорий инфляция даражасини ҳисобга олувчи даромадга) боғлиқ.

Жамғармалар таклифи ҳажмининг ўсиши, инвестицияларга бўлган талаб ҳажмига, инфляция даражаси ва даромад ставкасига боғлиқ.

Жамғармалар ҳажмининг ўсиши инвестициялар ҳажмини оширади, бу эса инфляция даражасини пасайтиради ва даромадни ўстиради, буларнинг барчаси комплекс равишда иқтисодий ўсиш даражасини оширади.

Очиқ молиявий бозорда жамғармаларга талаб инфляция суръатига (талаб қилинган инвестицияларнинг нархи ўзгаришига) ва жорий қийматга эга жамғармалар таклифи ҳажмига боғлиқликда шаклланади. Бунда очиқ молиявий бозор орқали даромад (фоиз) ставкасини ҳисобга олиб талаб қилинаётган инвестицияларга бўлган нарх даражаси ушбу бозорда даромад (фоиз) ставкасини ҳисобга олиб таклиф қилинаётган жамғармалар ҳажмининг қиймати ҳисобга олинган ҳолда шаклланади. Натижада, таклиф қилинган жамғарма қиймати ва унга инвестиция мақсадида қилинган талаб нархи ўртасидаги (талаб ва таклиф учун оптимал ва қониқарли миқдорда бўлган) мувозанатий объектив нарх молиявий бозорнинг бирламчи алмашинув муҳитида юзага келади. Лекин амалга оширилган инвестицияларнинг бир-бирига алмашинуви бўйича мувозанатий объектив нарх молиявий бозорнинг иккиламчи спекулятив муҳитида шаклланади.

Макроиктисодий нуқтаи назардан, жамғармалар таклифи улар бўйича инвестицияларга бўлган талабга тенг бўлиб, уларнинг ҳажми улар адолатли (ёки бозор) қийматига ва даромадлар ҳажмини белгиловчи солиқлар ставкасига боғлиқ. Бозор қийматига эга жамғармалар таклифи уларга бўлган бозор (объектив) нархидаги инвестицияларга бўлган талабга пропорционал.

Умуман олганда, (6) мувозанат тенглигига кўра, (S-I)-муҳит тушунчаси молиявий бозорда қиймат (V) ва нарх (P) ўзгаришларини ҳисобга олиб аккумуляция қилинган жамғармалар ва талаб қилинган инвестициялар орасида эффе́ктив балансга эришиш шартига риоя қилиш зарурати тўғрисидаги қоидадан келиб чиқади. Шунга кўра, макроиктисодий мувозанат молиявий бозор конъюктураси тенденцияларида ўз аксини топади, ундаги тартиблаштирилган ахборотлар ижтимоий-иқтисодий-ҳуқуқий ҳаётни акс этади. Демак, молиявий бозор жамият ва иқтисодиётдаги жараёнларни эквивалент тарзда акс этади, улар ҳолатининг объектив “барометридир”. Бошқача қилиб айтганда, очиқ молиявий бозор иқтисодиётнинг аналог (эквиваленти) сифатида намоён бўлади. Бунда давлат ўзининг молиявий сиёсатига асосланган регулятив функцияси доирасида очиқ молиявий бозорнинг барча иштирокчилари учун ёқимли (ривожланган, қулай ва маъқул) бўлган (S-I)-муҳитни шакллантириб, уни доимо ривожлантириб бориш вазифасини бажаради. Очиқ молиявий бозорнинг



самарадорлиги, мос равишда ундаги (S-I)-муҳитнинг ёқимлилиқ даражаси, давлатнинг молиявий ва макроиқтисодий сиёсатлари ҳамда ушбу бозор иштирокчиларнинг бу сиёсатга адекват фаолиятига боғлиқ.

Келтирилган (4)-(6) тенгликларга кўра, очиқ миллий молиявий бозорда ички инвестицияларнинг ички жамғармалардан кўп бўлиши  $I \geq S$  ва бунда мамлакат очиқ молиявий бозорига кириб келган хорижий валютадаги жамғармалар хориж мамлакатларига чиқиб кетган валютадаги инвестицион капитал ҳажмидан катта бўлиши  $SI \geq IO$  мақсадга мувофиқ.

Берилган (6) тенглик очиқ молиявий бозорларда жамғармалар ва инвестицияларнинг ўзаро боғлиқлигини ҳамда унга асосланган қўйидаги иккита қоидани ифодалайди:

1) жамғармаларнинг инвестицияларга трансформацияланиши ва (агарда бу инвестициялардан олинган фойда жорий инфляция даражасидан катта ёки камида унга тенг бўлса) мамлакат ичига унинг ташқарисидан  $SI$  мазмунида хорижий валютадаги капитални бирламчи молиявий бозор орқали кириб келиб ички жамғармаларга қўшилиб инвестицияланиши қоидаси;

2) амалга оширилган инвестицияларнинг бир-бирига спекулятив айирбошланиши ва уларни (агарда бу инвестициялардан олинган фойда жорий инфляция даражасидан катта ёки камида унга тенг бўлмаса) иккиламчи молиявий бозор орқали мамлакат ташқарисига  $IO$  мазмунига ўтиб чиқиб кетиши қоидаси.

Ҳар бир қоида асосида бошланғич  $t_1$  даврдаги  $V_1$  қийматга эга жамғармалар воситасида вужудга келган  $P_1$  нархли инвестициялардан ҳосил бўлган фойда турлари кейинги  $t_2$  даврдаги ялпи даромадга қўшилади. Бу  $t_2$  даврдаги ялпи даромад ва унга мос истеъмол айирмаси  $t_2$  даврдаги  $V_2$  қийматли жамғармани пайдо қилиб, уни ушбу  $t_2$  даврдаги  $P_2$  нархли инвестицияларга трансформацияланиш жараёнини келтириб чиқаради. Худди шунга ўхшаш – учинчи, тўртинчи ва ҳ.к. (яъни  $t_n$ ) даврларда трансформацияланиш жараёнлари жорий инфляция даражаси ( $i$ ) ва даромад ставкаси ( $r$ ) таъсирида амалга ошиб, уларнинг ҳар бирида жамғармалар қиймати ва инвестициялар нархи ўзаро боғлиқликда ўсиши (ёки пасайиши ёхуд камдан-кам холларда ўзгармасдан қолиши) кузатилади. Бу даврларда вужудга келган инвестициялардан олинган фойда жорий инфляция даражасидан катта ёки камида унга тенг бўлиши жамғармасини инвестицияга йўналтирувчи ҳар қандай инвесторнинг бош мақсади ҳисобланади. Бошқача қилиб айтилса, бошланғич қийматга эга жамғармаларнинг иқтисодиётни жорий инфляция даражаси ҳисобга олинувчи даромад ставкасини ўзида мужассамлаштирувчи бозор нархларида инвестициялаштириши натижасида бундай инвестицияланган жамғармалар қиймати орттирилиши мақсад қилинади. Бунда хусусий жамғармаларнинг

хусусий инвестицияларга трансформацияланиши салмоқлироқ бўлиб, SI ҳажмининг Ю ҳажмига нисбати билан бирга иқтисодиёт ривожланиши учун муҳим ҳисобланади.

Бирламчи барқарор очик молиявий бозор орқали инвестицияланган жамғармалар бошланғич қиймати одатда бир неча йил натижалари асосида олиниши мумкин бўлган фойда ҳисобидан қопланиши инфляция даражасига боғлиқ ҳолда эришилиши мумкин. Агарда инфляция даражаси юқори ва беқарор бўлса, инвестицияланган жамғармалар бошланғич қиймати ўрта ва узоқ муддатда қопланмай пасайиб бориши ҳам мумкин. Чунки бунда инфляция даражаси фойда ва бундай жамғарма бошланғич қийматини қадрсизлантириши мумкин.

Барқарор ва давомий иккиламчи (спекулятив ва инвестицион рискли) очик молиявий бозорда инвестициялардан фойда улар бўйича қисқа муддатларда вужудга келувчи курс(нарх)лар тафовути шаклида олиниши мумкин. Бу эса бундай бозорда инвестициялар спекуляциясида кам деганда инфляция даражасига тенг ҳажмдаги ёки энг яхши ҳолда реал даромадга эга бўлиш мумкинлигини билдиради. Айнан шу сабабли, иккиламчи бозор ликвид молиявий инструментлар нархларнинг трендлари эҳтимолий характерда ўзгаришига асосланган спекулятив бозор бўлиб, унинг савдо ҳажми бирламчи бозорнинг савдо ҳажмидан сезиларли катта бўлади, Шунга мос равишда, иккиламчи молиявий бозор орқали олинadиган спекулятив фойда ҳажми ҳам юқори бўлади.

Бунда айтиш лозимки, молиявий инструментларга (жумладан қимматли қоғозларга) қилинган хорижий инвестициялар портфеллари улушини мамлакатдаги умумий хорижий инвестицияларга нисбати 25 фоиздан юқори бўлмаслиги керак.<sup>25</sup> Акс ҳолда, инвесторлар мамлакат иқтисодиётини етарлича барқарор эмас деб баҳолайдилар ва капиталларини узоқ муддатли инвестицияларга йўналтириш ўрнига спекулятив операцияларга йўналтирадилар.

Шундай қилиб айтиш мумкинки, мамлакатда барқарор иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлаш ва инфляция даражасини пасайтиришга қаратилган жамғармалар ва инвестициялар ҳажмларини очик молиявий бозорларда ўзаро мутаносибликда орттириб борилиши жараёнини математик ва имитацион моделлаштиришда (б) ифодани кўллаш мумкинлиги, улар нисбатининг оптимал миқдорлари асосида ўзаро боғлиқликда бўлган миллий молиявий бозор ва иқтисодиётнинг реал секторини макрорегулятив ривожлантириш имконини беради. Бунда назарий-методологик базис бўлиб ижтимоий-иқтисодий

---

<sup>25</sup> Асосий капиталга инвестицияларнинг ЯИМга нисбати 25 фоиздан кам бўлмаслиги лозим.

системология ва унга асосланган замонавий мулк тўғрисидаги мультифан ва молия-кредит системологияси хизмат қилиши мумкин. [15, 18, 20, 21]

Ўзбекистонни ривожлантириш бўйича фаол амалга оширилаётган кенг қамровли ҳаракатлар стратегияси [1] контекстида миллий иқтисодиётни либераллаштириш шароитида миллий молиявий бозор (S-I)-муҳитининг ёқимлилиқ даражасига эришиш, сузувчан валюта курси режимини, инфляциян таргетлаштиришни ва очиқ молиявий бозорлардаги операцияларни қўллаш ҳаётий зарурат бўлиб, валюта сиёсатида интервенция дастагини қўллаш [13] муҳим аҳамиятга эга. Чунки айнан шулар, умуман олганда, мамлакатимизда ҳозирги ва кейинги даврлар ислохотлари учун муҳим замин ва кучайтирувчи омил бўлиб хизмат қилади. Бунда, хусусан олганда эса – Ўзбекистоннинг шериклари бўлмиш хорижий стратегик-ҳамкор давлатлар билан савдо-сотик операцияларидан самара кўпроқ бўлиши мумкин. Бунда тузилмаси яхлит миллий молиявий бозорни (институционал, функционал ва инструментал тўлиқ ва мукамал бўлган пул ва капиталлар бозорларидан иборат,) иқтисодиётнинг реал сектори билан макрорегулятив боғлиқликда ривожлантиришнинг илғор халқаро тажрибага асосланган янгича концепцияси зарур [15, 18, 21].

## **FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI**

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида” 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли Фармони.
2. Самуэльсон П.Э. Экономика. – М.: МГП “Алгон”, 2000. -400 с.
3. Mankiw N.G. Macroeconomics. 7-th Edition. Harvard University. NY.: Worth Publishers, 2010.-641 p.
4. Мэнкью Н.Г. Макроэкономика. Пер. с англ. - М.: Изд.-во МГУ, 1994. – 736 с.
5. Mundell R.A. A Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961), pp. 657-665.
6. Gough L. Savings and Investments. London, Teach Yourself Books, 1996.
7. P.Howells, K.Bain. Financial markets and Institutions. Fifth Edition. Prentice Hall. Pearson Education Ltd. 2007.-432 P.
8. Мишкин Фредерик. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Пер. с англ./Учебное пособие. – М.: Аспект Пресс, 1999.
9. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.

10. Аналитический доклад “Ключевые элементы эффективной инвестиционной политики в развивающихся странах: возможные ориентиры для Узбекистана” ЦЭИ, Ташкент, 2007 г.
11. Аналитический доклад “Совершенствование инвестиционной политики в Узбекистане: оценка потенциала частных инвестиций и механизмы активизации его использования” ЦЭИ, Ташкент, 2008 г.
12. Аналитическая записка “Потенциал роста малого бизнеса в Узбекистане: барьеры и возможности” ЦЭИ, Ташкент, 2 (13) 2009.
13. Бердиназаров З.У. Валюта курси режими таснифлари, таҳлиллари ва уларни такомиллаштириш масалалари// Тошкент молия институтининг “Халқаро молия ва ҳисоб” илмий электрон журнали, №5, октябр, 2017.-1-20 б.
14. Шоҳазамий Ш.Ш. Об одной сгруппированной форме уравнения макроэкономического равновесия// Молия, Т., №6, 2013. -с.133-134.
15. Шоҳазамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. -448 с.
16. Шоҳазамий Ш.Ш. Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. -440 б.
17. Shokhazamiy Sh.Sh. Socio-Economic Systemology – Multydimention Science for a Comprehensive Study of the socio-Economic and Legal System// Journal of Economics and Behavioral Studies. Vol.: 6, №10. 2014. P.824-828. IFRD ([www.ifrd.org](http://www.ifrd.org)).
18. Шоҳазамий Ш.Ш. Замонавий мулк, унинг бозорлари тизими ва мультифани. Монография. - Т.: Iqtisod-moliya, 2016. -268 б.
19. Шоҳазамий Ш.Ш. Концепция трактовки основ финансово-кредитной сферы// Молия, Т., №3, 2015. -с.46-58.
20. Шоҳазамий Ш.Ш. О необходимости финансово-кредитной системологии// Тошкент молия институтининг “Халқаро молия ва ҳисоб” илмий электрон журнали №1, 2017 йил феврал.-б.1-8.
21. Шоҳазамий Ш.Ш. К вопросу о переходе к развитой фазе финансовой политики государства в Узбекистане// Молия, Т., №5, 2017. -с.23-31.