

1/2023,
yanvar-
fevral
(№ 00063)



ХАЛҚАРО СУВЕРЕН ОБЛИГАЦИЯЛАР БОЗОРИ ТАҲЛИЛИ

Турсунова Наргиза Раҳимовна

Тошкент молия институтини доценти, PhD. Тошкент, Ўзбекистон.

nargiza-tursunova@mail.ru

DOI: https://doi.org/10.55439/EIT/vol11_iss1/a8

Аннотация

Мазкур мақолада халқаро суверен облигациялар бозори таҳлилини амалга оширишда суверен облигацияларнинг моҳияти, аҳамияти, ўзига хос хусусиятлари ва бошқа жиҳатлари бўйича иқтисодчи олимларнинг тадқиқотлари асосида уларнинг илмий фикрлари акс эттирилган. Шунингдек, халқаро суверен облигациялар бозорида иқтисодиёти ривожланган катта еттилик (G7) давлатлари ва Осиё давлатларининг маҳаллий ҳамда халқаро бозорга чиқарилган суверен облигациялари билан боғлиқ операциялари таҳлили келтирилган. Мазкур таҳлилларда Ўзбекистонга қўшни бўлган давлатлар амалиёти ҳам тадқиқ қилинган. Амалга оширилган таҳлиллар асосида халқаро суверен облигациялар бозори бўйича тегишли илмий хулосалар ва таклифлар берилган.

Калит сўзлар: облигация, суверен облигация, фонд бозори, халқаро фонд бозори, облигациялар даромадлиги, фоиз ставка.

АНАЛИЗ РЫНКА МЕЖДУНАРОДНЫХ СУВЕРЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Турсунова Наргиза Раҳимовна

Доцент Ташкентского финансового института, к.э.н. Ташкент, Узбекистан.

Аннотация

В данной статье отражены научные взгляды экономистов на сущность, значение, характеристики и другие аспекты суверенных облигаций при анализе мирового рынка суверенных облигаций. Кроме того, анализ операций, связанных с суверенными облигациями, выпущенными на местный и международный рынок развитых стран G7 и азиатских стран, представлен на международном рынке суверенных облигаций. В этих анализах также изучается практика соседних с Узбекистаном стран. На основе проведенного анализа даются актуальные научные выводы и предложения по международному рынку суверенных облигаций.

Ключевые слова: облигация, суверенная облигация, фондовый рынок, глобальный, фондовый рынок, доходность облигации, процентная ставка.

ANALYSIS OF THE GLOBAL SOVEREIGN BONDS MARKET

Tursunova Nargiza Rakhimovna

Associate Professor of Tashkent Financial Institute, Ph.D. Tashkent, Uzbekistan.

Abstract

This article reflects the scientific opinions of economists on the essence, importance, characteristics and other aspects of sovereign bonds in the analysis of the global sovereign bonds market. Moreover, the analysis of the operations related to the sovereign bonds issued to the local and international market of the developed G7 countries and Asian countries is presented in the international sovereign bonds market. In these analyses, the practices of countries neighboring Uzbekistan are also studied. On the basis of the performed analysis, relevant scientific conclusions and proposals are given on the international sovereign bonds market.

Key words: bond, sovereign bond, stock market, global stock market, bond profitability, interest rate.

Кириш

Мамлакатимизда фонд бозорини ривожлантириш иқтисодий ва корпоратив тузилмаларни молиялаштиришда асосий муҳим ўрин тутди. Фонд бозорида облигациялар бозори, хусусан, суверен облигациялар бозорини самарали шакллантириш орқали мамлакатимизга маҳаллий ва хорижий инвесторлардан капитал жалб қилиш имкони ошади. Халқаро фонд бозорига интеграциялашувни кучайтириш, ривожланган давлатлар тажрибаларидан фойдаланиш, халқаро фонд бозоридаги тенденцияларга мос равишда ривожланишда бир қатор муаммолар кўзга ташланади. Хусусан, мамлакатимиз фонд бозорининг халқаро фонд бозорига интеграциялашуви, маҳаллий фонд бозорига маҳаллий ва халқаро инвесторларни кенг қўламда жалб қилиш, фонд бозори инфратузилмасини ривожлантириш каби муаммолар шулар жумласидандир. Шу сабабли мазкур мавзу долзарб ҳисобланади.

Мавзуга оид адабиётлар таҳлили

Суверен облигациялар бўйича бир қатор олимларнинг тадқиқотларига эътибор қаратиш мазкур мавзунини ўрганишда муҳим ҳисобланади. Matteo Crosignani фикрича “банклар ўз активларининг катта қисмини давлат облигацияларига йўналтиради ва бунда давлат кафолатларига таянади. Натижада, давлат ва банкларнинг кредит рисклари бир-бирига кескин боғланган” [1].

Robert Czech ва бошқалар “давлат облигацияларининг даромадлилиги молия бозоридаги деярли барча бошқа активлар ставкаларининг асоси ҳисобланади. Шу сабабли инвесторлар ва регуляторлар учун давлат облигациялари даромадлилигининг ҳаракатини тушуниш жуда муҳимдир” [2], дея фикр билдиришган.

Nebojsa Dimic ва бошқалар халқаро давлат облигациялари бозорларида қарамлик даражаси ва бозорнинг тузилишини ўрганган. Хусусан, улар давлат облигациялари бозорларини ўрта тоифага (ривожланган, ривожланаётган ва чегаравий) ажратган ва уларнинг глобал облигациялар бозоридаги ўрнини таҳлил қилган [3].

Jorge Castellanos таъкидлашича, “давлат облигациялари жамғармаларни ҳаракатлантиришнинг энг муҳим воситасидир. Улар аҳолидан ортиқча жамғармаларни ихтиёрий равишда давлатга ўтказишга ва уларни кейинчалик қайтаришга рухсат беради. Ресурслар ҳажми ва унинг жамият фаровонлигига таъсири нуқтаи назаридан давлат облигациялари билан боғлиқ амалиётлар иқтисодийдаги энг муҳим молиявий операциялардан бири ҳисобланади” [4].

“Давлат облигациялари бошқа облигацияларнинг хусусиятларига эга бўлган қимматли қоғозлар ҳисобланади, лекин асосий фарқ шундаки, эмитент мамлакат ҳукумати ҳисобланади. Бу шуни англатадики, умумий риск даражаси ҳар қандай бошқа облигациялар (корпоратив ёки муниципал) билан солиштирганда анча паст бўлади, чунки ҳукумат ҳар доим солиқлар эвазига купонларни тўлаш имкониятига эга бўлади, дея қаралади. Шу сабабли давлат облигациялари кўплаб консерватив инвесторлар, институционал ва индивидуал инвесторлар учун афзал танлов ҳисобланади” [5].

“Хорижий инвесторлар учун ҳукумат облигациялари жозибадорлигини ошириш имконияти мамлакатнинг суверен кредит рейтинги мавжуд эмаслиги ҳисобига чекланиб қолмоқда. Шунингдек, хорижий инвестицияларни жалб қилишни кенгайтириш учун корпоратив сектор ролини оширишда компаниялар акцияларининг муайян улушини хорижий инвесторларга мажбурий тарзда сотишни белгилашдан кўра, хорижий инвесторларнинг акциядорлик жамиятларидаги улушини оширишни рағбатлантиришга қаратилган чораларни кўриш, солиқ имтиёзлари ва бошқа преференцияларни жорий этиш самаралироқ бўлади” [6].

“Дунё молия бозорларига давлат облигацияларини жойлаштириш ва хорижий инвесторлардан ҳукуматнинг шу йўл билан қарз олиш жараёни маҳаллий компаниялар учун намунага айланади ва уларни ўз бизнесларини кенгайтириш учун маблағларни фаол жалб қилишга ундайди” [7].

Илясов Ф.Я. фикрича, “облигациялар хусусий ва институционал инвесторлар учун жозибадор бўлиши учун уларнинг жойлаштириш билан боғлиқ бир қатор масалаларни ҳал қилиш зарур. Бу биринчи навбатда, лойиҳаларни амалга ошириш босқичлари бўйича рискларни тақсимлаш муаммоси ҳисобланади. Корпоратив облигациялар рейтинги билан қиёслашда, шуни таъкидлаш жоизки, инфраструктура лойиҳаларини амалга оширишнинг дастлабки босқичларида облигациялар пастроқ рейтингга эга бўлади, чунки лойиҳанинг муваффақиятсиз бўлиши rischi анча юқори” [8].

Юқоридаги олимларнинг фикрларини инобатга олган ҳолда айтишимиз мумкинки, агар фоиз ставкасига таъсир қилувчи омиллар тўғри баҳоланса, суверен облигациялар эмиссияси нафақат давлат учун, балки инвесторлар учун ҳам манфаатли операция бўлади.

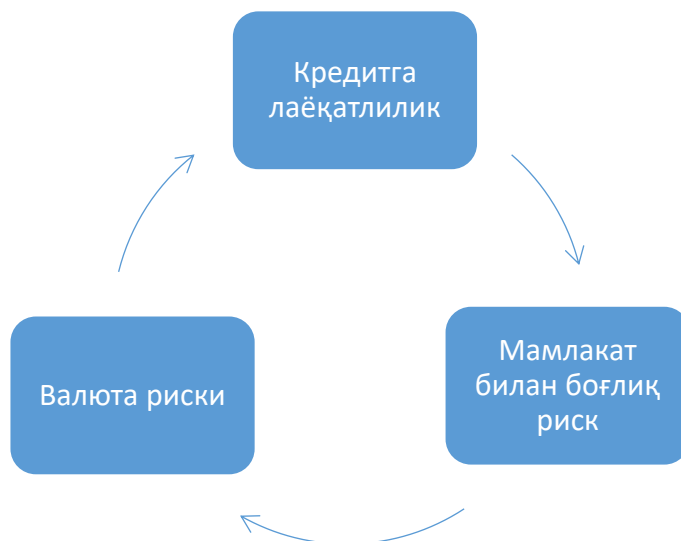
Тадқиқот методологиялари

Ушбу мақолада халқаро суверен облигациялар бозорини таҳлил қилишда илмий абстракциялаш методи орқали суверен облигациялар рентабеллигига таъсир қилувчи омиллар аниқланган ва мамлакатимиз . Қиёслаш, анализ, синтез методларини қўллаш орқали катта еттилик мамлакатлари ва ривожланаётган Осиё мамлакатларида халқаро суверен облигациялар амалиёти ўрганилган ва миллий амалиётимиз учун тегишли хулосалар шакллантиришга ёрдам берган.

Таҳлил ва натижалар

Суверен облигациялар маҳаллий валютада ёки АҚШ доллари, евро каби халқаро валюталарда ифодаланиши мумкин. Давлат харажатлари дастурларини молиялаштиришдан ташқари ушбу облигациялар муддати тугаши мумкин бўлган эски қарзларни тўлаш ёки тўланадиган фоизларни қоплаш учун ишлатилиши мумкин. Суверен облигацияларнинг даромадлиги ҳукуматлар ўз қарзлари бўйича тўлайдиган фоиз ставкаси ҳисобланади. Корпоратив облигациялар сингари суверен облигациялар

даромадлилиқ даражаси инвесторлар учун юзага келиши мумкин бўлган риск даражасига боғлиқ. Корпоратив облигациялардан фарқли равишда суверен облигациялар бир қатор рискларни, хусусан, валюта rischi, иқтисодий ноаниқликлар билан боғлиқ риск, фоиз тўловлари ёки асосий қарз бўйича мумкин бўлган дефолтга олиб келиши мумкин бўлган сиёсий рискларни ўз ичига олади.



1-расм. Суверен облигациялар рентабеллигига таъсир қилувчи омиллар [9]

Суверен облигациялар рентабеллигига таъсир қилувчи учта асосий омил мавжуд (1-расм). Кредитга лаёқатлилиқ бу мамлакатнинг ҳозирги ҳолатини ҳисобга олган ҳолда ўз қарзларини тўлаш қобилиятидир. Кўпинча инвесторлар ўсиш суръатлари ва бошқа омиллар асосида мамлакатнинг кредит қобилиятини аниқлашда ёрдам бериш учун рейтинг агентликларига таянадилар. Мамлакат билан боғлиқ риск бу мамлакатда юзага келиши мумкин бўлган ва мамлакатнинг қарзларини тўлаш қобилиятини хавф остига қўядиган ташқи омиллар натижасида юзага келади. Масалан, беқарор сиёсат натижасида масъулиятсиз раҳбар ҳукуматда бошқарувга киришса баъзи ҳолларда дефолт рискнинг ошишида рол ўйнаши мумкин. Валюта rischi маҳаллий валюталарда ифодаланган суверен облигацияларга сезиларли таъсир кўрсатади. Баъзи давлатлар қарздан қутулиш йўлини шунчаки кўпроқ валюта чиқариш орқали ошириб, қарзни қадрсизлантиради.

1-жадвал

Катта еттилик (G7) мамлакатларида маҳаллий бозорга чиқарилган суверен облигациялар таҳлили (2022 йил октябрь ҳолатига) [10]

№	Давлатлар	Эмиссия ҳажми, млн. АҚШ доллари	Маҳаллий бозорга эмиссия қилинган суверен облигациялар сони
1.	АҚШ	24 076 866	937
2.	Япония	7 968 376	364
3.	Буюк Британия	2 614 284	117
4.	Франция	2 152 239	96
5.	Италия	2 136 572	154
6.	Германия	1 413 275	84
7.	Канада	848 125	76

1-жадвалда катта еттилик (G7) мамлакатларида маҳаллий бозор учун чиқарилган суверен облигациялар таҳлил қилинган бўлиб, бунда суверен

облигациялар эмиссияси ҳажми ва маҳаллий бозорга қилинган суверен облигациялар сони акс этган. Мазкур давлатлар орасида АҚШ кўрсаткичлари бошқа давлатлар кўрсаткичларидан анча юқорилигини кўришимиз мумкин. Маҳаллий бозор учун чиқарилган суверен облигациялар эмиссия ҳажми АҚШда 24 трлн. АҚШ долларидан ортиқни ташкил этган бўлса, Канада 848 млрд. АҚШ долларидан ортиқ қийматдаги суверен облигациялар билан рўйхатда охириги ўринни банд этган. Япония ҳам маҳаллий бозор учун чиқарилган суверен облигациялар чиқариш бўйича бошқа давлатларга қараганда анча фаол эканлиги кўзга ташланади.

2-жадвал

Катта еттилик (G7) мамлакатларида халқаро бозорга чиқарилган суверен облигациялар таҳлили (2022 йил октябрь ҳолатига) [10]

№	Давлатлар	Эмиссия ҳажми, млн. АҚШ доллари	Халқаро бозорга эмиссия қилинган суверен облигациялар сони
1.	АҚШ	-	-
2.	Япония	-	-
3.	Буюк Британия	12 013	10
4.	Франция	-	-
5.	Италия	46 493	52
6.	Германия	-	-
7.	Канада	13 148	6

2-жадвалда катта еттилик (G7) мамлакатларида халқаро бозорга эмиссия қилинган суверен облигациялар бўйича маълумотлар берилган. Эътиборли жиҳати шундаки, катта еттилик (G7) давлатлари бу борада маҳаллий бозордаги эмиссияларга қараганда пассив фаолият кўрсатган. Хусусан, АҚШ, Япония, Франция ва Германия давлатлари халқаро суверен облигациялар эмиссия қилмаган. Буюк Британия, Италия, Канада давлатлари эса халқаро суверен облигациялар чиқарган.

3-жадвал

Осиё мамлакатларида маҳаллий бозорга чиқарилган суверен облигациялар таҳлили (2022 йил октябрь ҳолатига) [10]

№	Давлатлар	Эмиссия ҳажми, млн. АҚШ доллари	Маҳаллий бозорга эмиссия қилинган суверен облигациялар сони
1.	Хитой	3 036 526	271
2.	Ҳиндистон	1 072 124	239
3.	Жанубий Корея	1 149 495	171
4.	Индонезия	335 183	207
5.	Малайзия	227 415	127
6.	Тайланд	267 262	151
7.	Сингапур	344 903	104
8.	Саудия Арабистони	150 067	84
9.	Филиппин	119 936	123
10.	Эрон	92 072	112
11.	Покистон	92 855	91
12.	Ветнам	60 775	176
13.	Қозоғистон	31 758	126
14.	Қирғизистон	1 060	128
15.	Тожикистон	47	9

Осиё мамлакатларида маҳаллий бозор учун чиқарилган суверен облигациялар таҳлиliga эътибор қаратсак, Хитой (3 тлн. АҚШ долларидадан ортиқ), Жанубий Корея (1,1 тлн. АҚШ долларидадан ортиқ) ва Ҳиндистон (деярли 1,1 трлн. АҚШ доллари) маҳаллий бозорга чиқарган суверен облигациялари эмиссия ҳажми бўйича бошқа давлатлардан кўра фаол эканлигини кузатишимиз мумкин. Марказий Осиё давлатлари кўрсаткичлари эса бу борада анча кичик, хусусан, Қозоғистон 31 млрд. АҚШ долларидадан ортиқ, Қирғизистон 1 млрд. АҚШ долларидадан ортиқ, Тожикистон 47 млн. АҚШ долларидадан ортиқ қийматдаги суверен облигацияларни маҳаллий бозорга чиқаришган (3-жадвал).

4-жадвал

Осиё мамлакатларида халқаро бозорга чиқарилган суверен облигациялар таҳлили (2022 йил октябрь ҳолатига) [10]

№	Давлатлар	Эмиссия ҳажми, млн. АҚШ доллари	Маҳаллий бозорга эмиссия қилинган суверен облигациялар сони
1.	Хитой	32 934	28
2.	Ҳиндистон	-	-
3.	Жанубий Корея	9 127	13
4.	Индонезия	85 454	71
5.	Малайзия	4 300	6
6.	Тайланд	-	-
7.	Сингапур	-	-
8.	Саудия Арабистони	76 650	27
9.	Филиппин	40 397	36
10.	Эрон	-	-
11.	Покистон	9 950	10
12.	Ветнам	1 568	4
13.	Қозоғистон	8 651	8
14.	Қирғизистон	-	-
15.	Тожикистон	500	1

4-жадвал маълумотларига эътибор қаратсак, айнан юқорида таъқдлаб ўтилган Осиё мамлакатлари томонидан халқаро бозорга эмиссия қилинган суверен облигациялар тадқиқ қилинган. Ҳиндистон, Тайланд, Сингапур, Эрон, Қирғизистон каби Осиё давлатлари ҳали халқаро суверен облигациялар эмиссия қилмаган. Индонезия (85 млрд. АҚШ долларидадан ортиқ), Саудия Арабистони (76 млрд. АҚШ долларидадан ортиқ), Филиппин (40 млрд. АҚШ долларидадан ортиқ), Хитой (32 млрд. АҚШ долларидадан ортиқ) бошқа давлатларга нисбатан фаолроқ эканлигини таъкидлашимиз лозим.

Хулоса ва таклифлар

Халқаро суверен облигациялар бозорини таҳлил қилиш асосида қуйидагиларга эътибор қаратиш лозим.

Биринчидан, суверен облигациялар давлат кафолати натижасида риск даражаси пастиги сабабли кўплаб инвесторлар қизиқишига сабаб бўлади. Бунда мамлакатларнинг суверен кредит рейтинги, мамлакатдаги инфляция даражаси, мамлакатдаги мавжуд рисклар суверен облигациялар фоиз ставкасига таъсир қилувчи асосий жиҳатлардан ҳисобланади.

Иккинчидан, суверен облигацияларнинг даромадлиги молия бозоридаги деярли барча бошқа активлар ставкалари учун асос бўлиши мумкин. Шу сабабли инвесторлар ва регуляторлар учун давлат суверен облигациялар даромадлигини ўрганиш муҳим аҳамиятга эга.

Учинчидан, халқаро суверен облигациялар эмиссияси ривожланаётган мамлакатларга катта миқдордаги капитални жалб қилиш имконини берсада, халқаро суверен облигациялар фоиз ставкасига бир қатор омиллар таъсир этиши натижасида фоиз ставкаси баланд бўлиши мумкин. Ривожланган давлатларда эса аксинча тенденцияни кузатишимиз мумкин. Шу сабабли ривожланаётган мамлакатлар учун халқаро суверен облигациялар эмиссиясидан аввал фоиз ставкасига таъсир этувчи омилларни чуқур таҳлил қилиш мақсадга мувофиқ.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. Matteo Crosignani. Bank capital, government bond holdings, and sovereign debt capacity. // Journal of Financial Economics, Volume 141, Issue 2, August 2021. – Pages 693-704

2. Robert Czech, Shiyang Huang Dong Lou, Tianyu Wang. Informed trading in government bond markets. // Journal of Financial Economics, Volume 142, Issue 3, December 2021. – Pages 1253-1274

3. Nebojsa Dimic, Vanja Piljak, Laurens Swinkels, Milos Vulcanovic. The structure and degree of dependence in government bond markets. // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Volume 74, September 2021.

4. Jorge Castellanos. Developing Government Bond Markets. // Article, October 2011.

https://www.researchgate.net/publication/241303867_Developing_Government_Bond_Markets

5. Yakim Kitanov. ARE RISK FREE GOVERNMENT BONDS RISK FREE INDEED. // Journal of International Scientific Publications, Volume 9, 2015. – p. 523.
https://www.researchgate.net/publication/330201902_ARE_RISK_FREE_GOVERNMENT_BONDS_RISK_FREE_INDEED/link/5c3358d3458515a4c713ee6a/download

6. Бекмуродов А.Ш., Жумаев Н.Х. ВАЛЮТА СИЁСАТИНИ ЭРКИНЛАШТИРИШ ШАРОИТИДА ТЎЛОВ БАЛАНСИНИ ТАРТИБГА СОЛИШНИНГ КОНЦЕПТУАЛ ЖИҲАТЛАРИ. // “Uzbridge” электрон журнали, I-сон май, 2019. – 12-13 бетлар.

7. Шавкатов Н.Ш., Ғафуров О.Ғ. Ўзбекистоннинг давлат еврооблигацияларининг дунё молия бозорларида жойлаштирилиши ва уларнинг аҳамияти. // Иқтисод ва молия, 11(131), 2019. – 41 б.

8. Илясов Ф.Я. ОБЛИГАЦИЯЛАР ИНФРАСТРУКТУРАНИ РИВОЖЛАНТИРИШНИНГ МУҲИМ ИНСТРУМЕНТИ СИФАТИДА. // “Логистика ва иқтисодиёт” илмий электрон журнали, II сон, 2020. 54 б.

9. Justin Kuepper. What You Should Know About Sovereign Bonds. // Article, 2021.
<https://www.thebalancemoney.com/what-are-sovereign-bonds-1979114>

10. <https://cbonds.com/countries/> - молия бозори бўйича статистика ва кўрсаткичларни тақдим этувчи веб-сайт маълумотлари