

молитавий барқарорлиги, балки инвеститсион жозибаторлиги, та'лим сифати дарajаси ва та'лим хизматларига бозор талаби о'рtasидаги бог'лиqlиги билам ham тасниflanadi.

Umuman olganda, oliy ta'lim tizimida investitsiya risklarini baholash va ta'lim standartlarini oshirish uchun ssenariy tahlili, modellashtirish va ekspert baholash qo'llanilib sifati va miqsod ko'rsatkichlarini kompleks baholashi imkoniyatini beradi. Shu tariqa, investitsiya risklarini kamaytirish va ta'lim sifatinii yaxshilash oliy ta'lim tizimida investitsiya loyihalarining samaradorligini oshirish va barqaror investitsiya muhitini ta'minlashga xizmat qiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:

1. *O'zbekiston Respublikasi Prezidenti Sh.Mirziyoyevning 2023-yil 11-sentabrdagi PF-158 son Farmoni bilan tasdiqlangan "O'zbekiston-2030" strategiyasi*

2. *Knight F.H. Risk, Uncertainty and Profit. – Boston: Houghton Mifflin Company, 1921.*

3. *Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. – New York: Wiley Finance, 2012.*

4. *Brealey R., Myers S., Allen F. Principles of Corporate Finance. – New York: McGraw-Hill Education, 2020.*

ОПТИМАЛЬНЫЙ УРОВЕНЬ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА В РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИКАХ

Одинаев Фаёзхон Зиядуллаевич,

Начальник общего отдела инжиниринговой компании при хокимияте города, Магистр (МВА)

Вопрос определения оптимального уровня внешнего долга занимает ключевое место в анализе траекторий развития стран с формирующимися рынками. В теоретической литературе оптимальный долг трактуется как такой объём заимствований, при котором предельный вклад привлечённых ресурсов в экономический рост исчерпывается, а дальнейшее накопление обязательств начинает сдерживать динамику ВВП через рост процентных выплат и усиление макрофинансовых рисков.²⁷ Данная логика формализуется в «золотом критерии», согласно которому устойчивость долговой траектории сохраняется при условии, что темпы роста экономики превышают стоимость обслуживания долга. Вместе с тем последующие исследования показали, что связь между долгом и ростом носит нелинейный характер и существенно зависит от институционального качества, структуры экспорта и направлений использования заёмных средств, что делает универсальные нормативы

²⁷ Ризакуловна С. Б., Жамолов М. М. Проблемы в механизмах использования государственного внешнего долга и их институциональные решения: фокус на Узбекистане // Экономика и социум. 2025. № 6(133)-1. С. 1337-1355.

ограниченно применимыми и требует эмпирической проверки для различных групп стран.

Современные оценки указывают на наличие пороговых эффектов: экономики с более зрелыми институтами способны поддерживать устойчивость при уровнях долга около 55% ВВП, тогда как для стран со слабым управлением этот предел снижается до 37-38%. Панельные исследования по развивающимся экономикам также фиксируют оптимальные интервалы чаще всего в диапазоне 50-60% ВВП, с вариациями в зависимости от сырьевой специализации и устойчивости макроэкономической политики.²⁸ Дополнительные ориентиры задают международно применяемые рамки устойчивости, опирающиеся не только на показатель долга к ВВП, но и на соотношения обязательств к экспорту и бюджетным доходам, а опыт недавних долговых кризисов подтверждает уязвимость экономик, приблизившихся к верхним границам этих интервалов.²⁹ В совокупности теоретические и эмпирические подходы позволяют рассматривать диапазон порядка 40-60% ВВП как ориентир для оптимального уровня внешнего долга, при этом его конкретное значение определяется институциональной средой, диверсификацией источников роста и условиями заимствований.³⁰

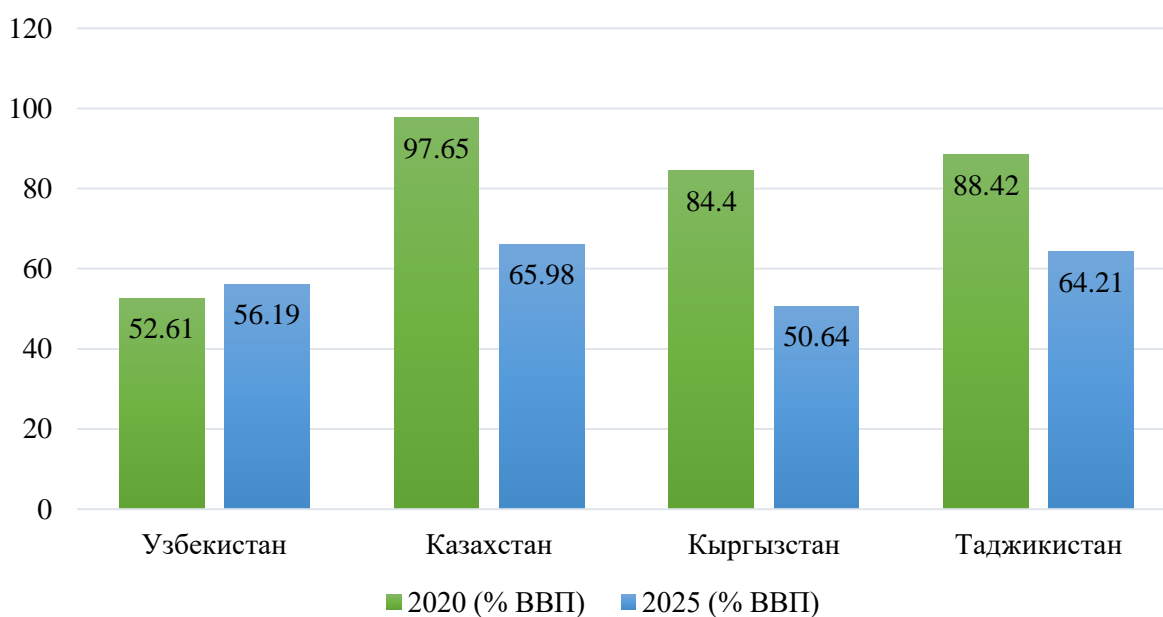


Рисунок 1. Внешний долг (% ВВП) ряда развивающихся стран³¹

На практике видно разнообразие показателей внешнего долга среди развивающихся стран. По данным МВФ, в 2025 г. (последние прогнозы)

²⁸ Евразийский банк развития. Уровень оптимального государственного долга зависит от качества институтов [Электронный ресурс]. - 30 нояб. 2020. - URL: <https://eabr.org/press/releases/uroven-optimalnogo-gosudarstvennogo-dolga-zavisit-ot-kachestva-institutov/>

²⁹ Carrington S. J., Padilla L., Herrera Pozo R. O. How much debt is too much? Debt-growth dynamics in commodity-dependent and non-commodity-dependent developing economies // International Economics. - 2025. - Vol. 182. - Art. 100597. - DOI: 10.1016/j.inteco.2025.100597

³⁰ Yousaf U. S., Aziz B. Unveiling the relationship between the optimal debt threshold level and debt-economic growth in selected indebted countries: panel threshold analysis // Quality & Quantity. - 2024. - Vol. 58, № 5. - P. 5003-5025.

³¹ Federal Reserve Bank of St. Louis. FRED: St. Louis Fed Economic Data [Электронный ресурс]. - St. Louis, MO, USA. - URL: <https://fred.stlouisfed.org/>

внешний долг Казахстана - около 66% ВВП, Кыргызстана - 51%, Таджикистана - 64%, а Узбекистана - 56% (табл. 1). При этом динамика за 2020-2025 гг. разная: Казахстан резко сократил соотношение долга к ВВП (с 98% в 2020 до 66% в 2025), а Узбекистан, наоборот, постепенно наращивал его (с 53% до 56%). Кыргызстан и Таджикистан показали умеренное снижение (см. таблицу 1).

Сопоставление стран Центральной Азии показывает существенную неоднородность долговых траекторий и их связи с макроэкономической динамикой. Узбекистан в последние годы находился в диапазоне около 50-60% ВВП, близком к оценкам пороговых уровней для экономик с умеренным институциональным развитием, при этом структура его обязательств остаётся относительно консервативной, поскольку преобладают долгосрочные кредитные линии международных финансовых институтов, а не рыночные заимствования.³² В отличие от этого, Казахстан как крупный экспортёр сырья исторически характеризовался более высокой долговой нагрузкой, приближавшейся к 100% ВВП, однако в последние годы последовательно снижал объёмы заимствований, что способствовало укреплению финансовой устойчивости в периоды неблагоприятной конъюнктуры нефтяных рынков. Кыргызстан и Таджикистан в 2020 г. сталкивались с крайне высокой долговой нагрузкой на уровне 80-90% ВВП, но последующие договорённости о реструктуризации позволили сократить её до интервала порядка 50-65%. Эти различия подчёркивают роль не только абсолютного объёма долга, но и его структуры, сроков погашения и условий обслуживания.

Эмпирические оценки для развивающихся стран в целом выявляют нелинейную связь между внешним долгом и экономическим ростом. В ряде исследований показано, что умеренный уровень задолженности способен стимулировать расширение выпуска при условии направления заёмных средств на инвестиционные проекты, однако по мере приближения к определённому порогу отдача от дополнительного заимствования снижается и может становиться отрицательной.³³ Пороговые регрессии фиксируют критические значения вблизи 50-60% ВВП, а в отдельных выборках указывают на более высокую переносимость долга в сырьевых экономиках и, напротив, на существенно более низкие безопасные пределы в странах с ограниченным институциональным потенциалом. С этой точки зрения Узбекистан, учитывая проводимые в 2020-е годы реформы и постепенное укрепление механизмов экономического управления, может быть отнесён к группе среднеразвитых экономик, для которых диапазон

³² Никонов И. В., Радионов С. А., Мухаметов О. Р. Государственный долг в странах Центральной Азии: риски и подходы к управлению // Экономический журнал ВШЭ. 2023. Т. 27, № 4. С. 550-573. DOI: 10.17323/1813-8691-2023-27-4-550-573

³³ Никонов И. В., Арустамян М. Г., Мухаметов О. Р., Вотинов А. И., Радионов С. А. Трансформация структуры государственного долга по составу кредиторов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа // Финансовый журнал. 2024. Т. 16, № 5. С. 8-26. DOI: 10.31107/2075-1990-2024-5-8-26.

50-60 % ВВП рассматривается как условно устойчивый при сохранении ориентации заимствований на продуктивные цели.

Результаты эконометрических исследований, использующих пороговые модели, ARDL-подходы и векторные авторегрессии, подтверждают сложный и асимметричный характер зависимости «долг-рост». В большинстве случаев умеренная задолженность на уровне до 40-50% ВВП коррелирует с более высокими темпами экономического роста, тогда как превышение этого интервала сопровождается статистически значимым сдерживающим эффектом. Панельные оценки для широких групп стран выявляют типичные критические зоны в диапазоне от 40-55 % до 65-70% ВВП, после которых знак воздействия долга на рост меняется. Подобные выводы согласуются с практикой сценарного анализа устойчивости, применяемой международными организациями, где расчёты строятся вокруг сопоставимых пороговых интервалов и стресс-тестов, отражающих чувствительность экономик к росту долговой нагрузки.

Анализ показывает, что влияние государственного долга на экономический рост в развивающихся экономиках носит нелинейный характер и существенно зависит от институционального качества и структуры заимствований. Сопоставление стран Центральной Азии с эмпирически выявленными пороговыми интервалами свидетельствует, что в 2025 г. большинство из них находилось вблизи верхних границ условно устойчивого диапазона 40-60 % ВВП, при этом различия в динамике отражают роль экспортной специализации, условий обслуживания и долговой политики. В совокупности полученные результаты позволяют рассматривать данный интервал как практический ориентир для оценки оптимального уровня внешнего государственного долга при условии ориентации заёмных средств на продуктивные инвестиции и укрепления фискальных институтов, тогда как превышение этих значений повышает вероятность макрофинансовых рисков.

Список использованной литературы:

1. Ризакуловна С. Б., Жамолов М. М. Проблемы в механизмах использования государственного внешнего долга и их институциональные решения: фокус на Узбекистане // Экономика и социум. 2025. № 6(133)-1. С. 1337-1355.

2. Евразийский банк развития. Уровень оптимального государственного долга зависит от качества институтов [Электронный ресурс]. - 30 нояб. 2020. - URL: <https://eabr.org/press/releases/uroven-optimalnogo-gosudarstvennogo-dolga-zavisit-ot-kachestva-institutov/> (дата обращения: 05.02.2026)

3. Carrington S. J., Padilla L., Herrera Pozo R. O. How much debt is too much? Debt-growth dynamics in commodity-dependent and non-commodity-dependent

developing economies // International Economics. - 2025. - Vol. 182. - Art. 100597. - DOI: 10.1016/j.inteco.2025.100597.

4. Yousaf U. S., Aziz B. *Unveiling the relationship between the optimal debt threshold level and debt-economic growth in selected indebted countries: panel threshold analysis // Quality & Quantity. - 2024. - Vol. 58, № 5. - P. 5003-5025.*

5. Federal Reserve Bank of St. Louis. FRED: St. Louis Fed Economic Data [Электронный ресурс]. - St. Louis, MO, USA. - URL: <https://fred.stlouisfed.org/>

6. Никонов И. В., Радионов С. А., Мухаметов О. Р. *Государственный долг в странах Центральной Азии: риски и подходы к управлению // Экономический журнал ВШЭ. 2023. Т. 27, № 4. С. 550-573. DOI: 10.17323/1813-8691-2023-27-4-550-573.*

7. Никонов И. В., Арустамян М. Г., Мухаметов О. Р., Вотинцов А. И., Радионов С. А. *Трансформация структуры государственного долга по составу кредиторов в странах Центральной Азии и Южного Кавказа // Финансовый журнал. 2024. Т. 16, № 5. С. 8-26. DOI: 10.31107/2075-1990-2024-5-8-26.*

INFRATUZILMANI RIVOJLANTIRISHDA TASHQI QARZ BARQARORLIGI

Karimov Bexruz Vafokulovich

TDIU huzuridagi O'zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari va muammolari ilmiy tadqiqot markazi

So'nggi o'n yilliklarda infratuzilma iqtisodiy o'sishning bazaviy drayveri sifatida e'tirof etilmoqda. Transport, energetika, suv ta'minoti, telekommunikatsiya va ijtimoiy infratuzilma obyektlari ishlab chiqarish samaradorligini oshiradi, tranzaksiya xarajatlarini kamaytiradi va hududiy integratsiyani kuchaytiradi. Rivojlanayotgan mamlakatlar uchun esa infratuzilma investitsiyalari iqtisodiy modernizatsiya va sanoat diversifikatsiyasining zarur shartidir.

Biroq infratuzilma loyihalarining kapital sig'imi yuqori bo'lgani sababli ularni moliyalashtirish masalasi dolzarb muammoga aylanadi. Ichki moliyaviy resurslar yetarli bo'lmagan sharoitda davlatlar tashqi qarz jalb etishga murojaat qiladi. Shu o'rinda asosiy savol yuzaga keladi: infratuzilmani rivojlantirish maqsadida jalb qilingan tashqi qarz iqtisodiy o'sishga xizmat qiladimi yoki makroiqtisodiy barqarorlikka xavf tug'diradimi?

Tashqi qarz va iqtisodiy o'sish o'rtasidagi bog'liqlik masalasi iqtisodiy nazariyada keng o'rganilgan. Neoklassik yondashuv doirasida kapital yetishmovchiligi mavjud bo'lgan iqtisodiyotlar uchun tashqi qarz investitsiya hajmini oshiruvchi instrument sifatida talqin qilinadi (Solow, 1956). Ushbu modelga ko'ra, kapitalning chegara mahsuldorligi yuqori bo'lgan rivojlanayotgan mamlakatlar tashqi moliyaviy resurslarni jalb etish orqali tezroq o'sishga erishishi mumkin. Biroq keyingi tadqiqotlar "qarzning haddan tashqari yuklanishi" (debt overhang) konsepsiyasini ilgari surdi. Krugman (1988)