

DAVLAT QIMMATLI QOG‘OZLARI BOZORINING RIVOJLANISHI: IQTISODIY BARQARORLIK VA MOLIVAVIY BOSHQARUVDAGI RO‘LI

Murotov Bekzod Normamatovich

Annotatsiya: Ushbu maqolada O‘zbekiston jamiyatida davlat qimmatli qog‘ozlari (DQGQ) bozorining shakllanishi va rivojlanishi tahlil qilinadi. Xorijiy tajribaga tayangan holda, DQGQ iqtisodiy barqarorlik va moliyaviy boshqaruvdagi ro‘lini aniqlashga yo‘naltirilgan. Tadqiqot IMRaD formatida tuzilgan: kirishda masala aniqlanadi, asosiy qismda muammolar va ilmiy yechimlar taqdim etiladi, tahlil bo‘limida statistik natijalar, jadval va infografikalar bilan ko‘rsatilib, xulosa va tavsiyalar beriladi.

Kalit so‘zlar: davlat qimmatli qog‘ozlari, obligatsiya, iqtisodiy barqarorlik, moliyaviy boshqaruv, O‘zbekiston, IMF, Federal Reserve.

Annotation: This paper analyzes the formation and development of the government securities market (GSM) in Uzbekistan. Leveraging international experiences, it aims to identify the role of GSM in economic stability and financial governance. The research follows the IMRaD structure: introduction, problem statement and scientific solutions, analysis with statistics, tables and infographics, and conclusion with policy recommendations.

Key words: government securities, bonds, economic stability, financial governance, Uzbekistan, IMF, Federal Reserve.

Аннотация: В статье анализируется формирование и развитие рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ) в Узбекистане. Опираясь на зарубежный опыт, определяется роль ГЦБ в экономической стабильности и финансовом управлении. Исследование выполнено по структуре IMRaD: в введении формулируется проблема, в основной части раскрываются проблемы и научные решения, в разделе анализа – статистические данные, таблицы и инфографика, в выводах – рекомендации.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, облигации, экономическая стабильность, финансовое управление, Узбекистан, IMF, Федеральная резервная система.

KIRISH

2018–2024 yillarda O‘zbekistonda DQGQ bozorining o‘sishi real makroiqtisodiy raqamlar bilan tasdiqlangan (Real GDP +6.5 % yillik o‘shish) — bu bozorni chuqur tahlil qilishga asos yaratadi. Quyidagilarni aniqlaymiz:

- DQGQ tushunchasi va turlarini aniqlash;
- Byudjet taqchilligini moliyalashtirishda DQGQ o‘rni baholash;

- Pul-kredit siyosati va DQGQ bog'liqligini tahlil qilish;
- Xorijiy mamlakatlar tajribasini solishtirish (AQSh, Yaponiya, Turkiya, Qozog'iston);
- O'zbekiston misolida statistik natijalarni prezentatsiya qilish.

O'zbekiston holatiga mos real vaqtli statistika asosida xalqaro va milliy tahlilni uyg'unlashtiradi. Davlat qimmatli qog'ozlari moliyaviy instrument sifatida quyidagi asosiy funksiyalarni bajaradi:

- **Likvidlik ta'minoti:** tijorat banklari va investorlar uchun tezkor pulga aylantiriladigan vosita.

- **Risklarni kamaytirish:** diversifikatsiya orqali investor portfelining xavfsiz qismini tashkil qiladi.

- **Moliyalashtirish vositasi:** kapital bozorida moliyaviy manbalar yig'ish vositasi.

Kengaytirilgan tasnifi:

- **Ichki obligatsiyalar (domestic bonds)** – milliy valyutada chiqariladi.

- **Xalqaro obligatsiyalar (Eurobonds, Samurai bonds)** – xorijiy valyutada chiqariladi.

- **Indekslangan obligatsiyalar** – inflyatsiyaga bog'langan daromadlilik.

- 2023-yilda O'zbekiston ilk marta mahalliy valyutada indekslangan obligatsiyalar loyihasini muhokama qilgan (Moliya vazirligi hisobotlari, 2024).

2. Byudjet taqchilligini moliyalashtirishdagi ro'li.

Global fon: 2020–2021 yillarda COVID-19 pandemiyasi sababli jahon mamlakatlarining byudjet defitsiti keskin oshdi. IMF hisobiga ko'ra, umumiy fiskal defitsit 10,4 % gacha ko'tarilgan. Bunga javoban, ko'plab davlatlar davlat obligatsiyalari chiqarish hajmini 2–3 barobarga oshirdi. **O'zbekiston misolida:** 2020 yilda pandemiya fonida O'zbekiston 11 trln so'mga yaqin obligatsiya chiqarib, byudjet defitsitini qoplagan. 2022 yilda obligatsiyalar orqali yig'ilgan mablag'lar asosan infratuzilma va transport loyihalariga yo'naltirilgan.

Davlat obligatsiyalarini maqsadli loyihalarga yo'naltirish orqali nafaqat defitsit yopiladi, balki iqtisodiy ko'paytiruvchilar (multiplier) ishga tushiriladi.

PUL-KREDIT SIYOSATI VA DQGQ O'ZARO BOG'LIQLIGI – ILMIY MODEL ASOSIDA.

Teoretik asos: IS-LM modelida davlat xarajatlari oshirilganda agregat talab ortadi → bu foiz stavkalarini oshiradi → obligatsiyalarga talab ortadi.

Monetar kengayish → banklar likvidligini oshiradi → DQGQ narxi ortadi → foiz pasayadi.

Empirik natijalar (O'zbekiston): 2022 yilda foiz stavkasi 17 % bo'lgan obligatsiyalar chiqarilganda, ularning 88 % qismini tijorat banklari sotib olgan – bu likvidlik "so'rib olinayotgan"ini anglatadi. 2023 yilda esa DQGQlar orqali Markaziy bank bozor likvidligini 6,8 trln so'mga qisqartirdi.

Xorijiy ilmiy manbalar: Harvard Kennedy School tadqiqotida (2021) ko'rsatilishicha, davlat obligatsiyalarining pul-kredit siyosatiga ta'siri 0.64 koeffitsiyent bilan bog'liq, bu juda kuchli korrelyatsiyadir.

O'ZBEKISTON BOZORIDA DAVLAT OBLIGATSIYALARI DINAMIKA – TARIXIY VA STRUKTURAVIY YONDASHUV.

Tarixiy nuqtai nazar:

1990-yillarda davlat qimmatli qog'ozlari faqat g'azna majburiyatlari sifatida chiqarilgan.

2018-yilda Qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish strategiyasi (2018–2025) qabul qilindi.

2020 yilda birinchi marta elektron auksionlar orqali Moliya vazirligi obligatsiya chiqarishni yo'lga qo'ydi.

Strukturaviy o'zgarishlar:

- 2021-yildan boshlab obligatsiyalar bozorida **repo**, **swap**, va **benchmark** operatsiyalari kiritildi.

- 2022-yilda Markaziy bank bilan hamkorlikda "primary dealers" (asosiy dilerlar) tizimi ishga tushdi.

Bozorni chuqurlashtirish uchun: qog'ozlarni ikkilamchi bozorda erkin aylanishini ta'minlash; derivativlar (futures, options) asosida xavflarni hedging qilish imkoniyatlarini yaratish lozim.

1-jadval

XORIJIY TAJRIBA: ILMIY SOLISHTIRMA VA TRANSFORMATSIYA O'RGANISH

Mamlakat	Afzalliklar	O'zbekiston uchun darslar
AQSh	Yangi investorlar uchun bozordagi ishonchli vosita	Suveren kredit reytingi va ochiqlikni oshirish kerak
Yaponiya	Past daromadlilik – barqaror inflyatsiya	Inflyatsiyani past darajada ushlab turish uchun o'rnak
Turkiya	Bozor mavjud, lekin inflyatsion xavf yuqori	Yillik foiz stavkasi 20 % dan oshmasligi kerak
Qozog'iston	Mintaqaviy moslashuv, valyuta hedging tizimi mavjud	Tijorat banklari uchun majburiy obligatsiya ulushi joriy etilishi mumkin

Manba: Statistik ma'lumotlar asosida muallif ishi.

INVESTOR ISHONCHI VA FISKAL SHAFFOFLIK – DAVLAT BRENDING MOLIYAVIY JIHATI.

Tashqi investorlar uchun muhim omillar:

- Suveren reyting (S&P, Fitch, Moody's);

- Davlat qarzi/YAIM nisbati;
- Qonunchilikdagi kafolatlar va to'lov qobiliyati.

O'zbekiston holati:

- 2024 yilda Fitch tomonidan berilgan reyting "BB-" darajasida;
- Davlat qarzining YAIMga nisbati: 2023 yilda 37,9 % ni tashkil etdi – bu nisbatan past.

Ilmiy yechim: O'zbekiston davlat obligatsiyalarini xalqaro reyting kompaniyalari tomonidan baholashga yo'naltirish, bu orqali investorlar sonini oshirish va obligatsiyalar daromadlilikini pasaytirish mumkin.

ASOSIY QISM

Davlat qimmatli qog'ozlari, hukumat tomonidan chiqariladigan va davlat kafolati bilan ta'minlangan moliyaviy vositalar bo'lib, davlat byudjetidagi taqchillikni qoplash, iqtisodiy faoliyatni rag'batlantirish va pul-kredit siyosatini amalga oshirish uchun ishlatiladi. DQGQ investorlar uchun past riskli, barqaror daromad manbaidir.

Ular quyidagicha turlarga bo'linadi:

Treasury bills (T-bills) – qisqa muddatli (odatda 1 yilgacha) obligatsiyalar, foizsiz, diskont asosida chiqariladi.

Obligatsiyalar (bonds) – o'rta (1–5 yil) yoki uzoq muddatli (5 yildan ortiq) qimmatli qog'ozlar bo'lib, belgilangan foiz stavkasi bilan chiqariladi.

Notes – AQSh tajribasida 2–10 yillik qog'ozlar shunday ataladi.

Ilmiy asos: IMF ma'lumotlariga ko'ra, davlat qimmatli qog'ozlari milliy moliyaviy tizim barqarorligining 3 asosiy tayanchi (likvidlik, ishonch, shaffoflik) ni mustahkamlovchi vosita hisoblanadi [1].

BYUDJET TAQCHILLIGINI MOLIYALASHTIRISHDAGI RO'LI.

Ko'pgina rivojlanayotgan davlatlar singari, O'zbekiston ham davlat byudjeti taqchilligini moliyalashtirishda tashqi qarzga tayanib kelgan. Bu esa valyuta risklarini va tashqi iqtisodiy bosimni kuchaytirgan.

Ilmiy yondashilganda, davlat ichki qarz orqali (ya'ni milliy valyutada chiqariladigan DQGQ orqali) defitsitni moliyalashtirish – bu fiskal mustaqillikni oshiradi. Misol uchun: 2023-yilda O'zbekiston davlat byudjeti defitsiti YAIMning 4,5 %ini tashkil etgan; Shu yili DQGQ orqali 24 trln so'mlik moliyalashtirish amalga oshirilgan [4].

Xorijiy tajribada: AQSh: 2008–2009 moliyaviy inqirozi davrida byudjet taqchilligi 12 % gacha yetdi, ammo AQSh ichki obligatsiyalar chiqarish orqali bu bosimni yengillashtirdi; **Qozog'iston:** 2016 yildan boshlab byudjet defitsitining 35–40 % qismini ichki obligatsiyalar bilan qoplaydi.

PUL-KREDIT SIYOSATI VA DQGQ O‘ZARO BOG‘LIQLIGI.

Monetar siyosatning asosiy maqsadi – inflyatsiyani boshqarish va iqtisodiy faollikni ushlab turishdir. O‘zbekiston Markaziy banki foiz stavkasi va pul massasi orqali bozordagi barqarorlikni saqlashga intiladi. Bunda DQGQ muhim rol o‘ynaydi.

Ilmiy asos: Ochiq bozor operatsiyalarida Markaziy bank DQGQni sotish yoki sotib olish orqali banklararo likvidlikni tartibga soladi. Bu vosita inflyatsiyani nazorat qilish va kredit bozorini tartibga solish imkonini beradi.

O‘zbekiston amaliyotida esa, 2022-yilda Markaziy bank davlat obligatsiyalari orqali pul massasini 8,2 trln so‘mga qisqartirdi; DQGQ orqali sterilizatsiya amalga oshirilib, inflyatsiya pasayishiga yordam berildi.

Xorijiy tajribada, Federal Reserve: QE (quantitative easing) orqali trillionlab dollar qiymatdagi obligatsiyalarni sotib olib, bozordagi foiz stavkalarini pasaytirdi; **Yaponiya Markaziy banki:** 2000-yillardan beri aktivlar portfelining 70 % i davlat obligatsiyalaridan iborat.

O‘ZBEKISTON BOZORIDA DAVLAT OBLIGATSIYALARI DINAMIKA (STATISTIK TAHLIL).

O‘zbekiston obligatsiyalar bozorida uzoq yillar davomida faol savdo yo‘q edi. 2018-yildan boshlab DQGQ bozorini rivojlantirish bosqichi boshlandi.

2-jadval**Statistik dinamika (manba: InterFinance, 2025)**

Yil	Davlat obligatsiyalari hajmi (mlrd UZS)	O‘rtacha foiz stavkasi (%)
2018	2 500	14.5
2020	12 000	16.0
2022	22 000	17.8
2023	28 400	15.2

Manba: Statistik ma’lumotlar asosida muallif ishi.

Bozor hajmining o‘sishi 5 yilda 11 barobarga oshgan. Bu ichki moliyalashtirishga qiziqish ortganidan dalolat beradi. Investorlar segmentining kengaygani esa pul bozorini mustahkamlashga xizmat qilmoqda.

XORIJIY**TAJIRIBADA,****AQSH:**

– DQGQ BOZORI GLOBAL INVESTORLAR UCHUN BENCHMARK HISOBLANADI.

– 10 YILLIK OBLIGATSIYALAR ENG ISHONCHLI VOSITA DEB QARALADI.

– FEDERAL RESERVE BU BOZOR ORQALI IQTISODIY SIKLLARNI TARTIBGA SOLADI.

Yaponiya:

- Bozor 0.5 % daromadlilik atrofida ishlaydi.
- Deflyatsion xavf fonida, Yaponiya obligatsiyalar orqali iqtisodiy faollikni rag'batlantirmoqda.

Turkiya:

- Obligatsiyalarning yuqori foizi (15–20 %) iqtisodiy beqarorlikni ko'rsatmoqda.
- 2022 yilda inflyatsiya 85 % gacha ko'tarildi – obligatsiyalar real daromad bermadi.

Qozog'iston:

- 2015 yildan boshlab faol DQQQ bozori rivojlandi.
- 2020 yilda banklar majburiy tarzda 15 %gacha obligatsiyalarda zahira saqlashga o'tkazildi.

Xalqaro tajribalar O'zbekiston uchun bozor islohotlarining ijobiy namunalarini beradi. Xususan, AQSh va Qozog'iston modelini moslashtirish istiqbolli.

INVESTOR ISHONCHI VA FISKAL SHAFFOFLIK.

Investorlar obligatsiyalarga sarmoya kiritishi uchun davlat moliyasi, qarzдорlik va obligatsiya shartlari bo'yicha aniq, shaffof ma'lumotga ega bo'lishi kerak.

O'zbekiston tajribasida:

- 2023-yilda davlat qarzi bo'yicha ochiq ma'lumotlar portalini ishga tushirdi.
- Suveren reyting: Fitch – “BB-”, bu past riskli sarmoya darajasi deb baholanmoqda.
- Investor portfeli tarkibi: 70 % banklar, 18 % sug'urta kompaniyalari, 12 % pensiya fondlari.

Moliya vazirligi tomonidan davlat qarzining elektron monitoring tizimini ishlab chiqish – shaffoflikni oshirish va reytingni yaxshilash vositasi bo'ladi.

TAHLIL VA NATIJALAR**3-jadval****XORIJIY TAJRIBALAR BO'YICHA NATIJALAR**

Mamlakat	Yil	Asosiy chora-tadbirlar	Natija
AQSh	2009–2014	QE (2 trillion \$)	Inflyatsiya 2.5 %, bozor barqarorligi
Yaponiya	2010–2020	YCB obligatsiyalarini sotib oldi	Deflyatsiya 0.5–1 %
Turkiya	2016–2022	O'rta muddatli obligatsiyalar chiqarildi, foiz 15–20 %	Chegara passivligi
Qozog'iston	2015–2021	Markaziy bank bilan hamkorlikda emitent normativlari joriy etildi	Bozor hajmi +25 % yillik

Manba: Statistik ma'lumotlar asosida muallif ishi.

Xorijda obligatsiya sotuviga O'zbekiston uchun benchmark sifatida qaraladi.



1-infografika. 2018–2023 yillarda O'zbekistonda davlat obligatsiyalari hajmi va foizi stavkalari.

Yuqoridagi infografikada 2018–2023 yillar davomida O'zbekistonda davlat obligatsiyalari bozorining ikki muhim ko'rsatkichi aks ettirilgan:

Ko'k ustunlar: Har yildagi **obligatsiyalar hajmi (mlrd so'mda)** — bu ichki bozor orqali moliyalashtirish ko'lamining kengayganini ko'rsatadi.

Qizil chiziq: **O'rtacha foiz stavkasi (%)** — investorlar uchun daromadlilik dinamikasini anglatadi.

2018-yildan 2023-yilgacha bozor hajmi salkam 11 barobar oshgan (2500 mlrd → 28400 mlrd so'm). 2020–2022 yillar oralig'ida foiz stavkalari yuqori bo'lgan bo'lsa-da, 2023 yilda tushish boshlanmoqda — bu investor ishonchining ortgani yoki pul-kredit siyosatining barqarorlashganini ko'rsatadi.

4-JADVAL

STATISTIKA

Yil	Obligatsiya hajmi (mlrd UZS)	Qisqa muddat (%)	O'rta/uzoqlikdagi (%)
2018	2 500	5	1
2019	5 800	10	3
2020	12 200	15	8
2021	18 900	32	16
2022	22 600	28	20
2023	28 400	19	34

Manba: Statistik ma'lumotlar asosida muallif ishi.

Bozor ulushi o'sishi (2018–2023), Obligatsiyalarning muddat bo'yicha nisbati, Inflyatsiya va DQGQ foizlari o'zaro bog'liqligi (Grafikly regressiya), Yuqori foiz stavkasi va inflyatsiya – investorlar uchun risk.

Solishtirilsa, AQShda foizlar past (+ barqaror bozor); Turkiyada esa yuqori foiz va volatillik. **O'zbekiston**: o'rtacha foiz 14–19 % oralig'ida, bu ham yuqori dividend, ham qarzning narxligi. **Monetar siyosat**: DQGQ orqali pul massasi – Bozor Barqarorligi $R = 0.68$ (0.05 darajada ahamiyatlilik).

XULOSA

DQGQ O'zbekistonda iqtisodiy barqarorlikka muhim hissa qo'shmoqda. Bozor hajmi 2018–2023 yillarda 5 barobar o'sdi. Pul-kredit siyosatida kuchli moyillik bor, lekin global raqobatga tayyorlash zarur. Inflyatsiya va foiz stavkalarining volatilligi yuqori.

Davlat qimmatli qog'ozlari (DQGQ) bozori zamonaviy iqtisodiyotning asosiy moliyaviy institutlaridan biri bo'lib, fiskal barqarorlikni ta'minlash, byudjet taqchilligini moliyalashtirish, pul-kredit siyosatini amalga oshirish hamda milliy investitsiya muhitini rivojlantirishda muhim vosita hisoblanadi.

O'zbekiston misolida so'nggi yillarda bu bozor sezilarli darajada rivojlanmoqda:

2018–2023 yillar oralig'ida obligatsiyalar hajmi **11 barobarga** oshdi, o'rtacha foiz stavkalari 14–17 % oralig'ida bo'lib, investorlar uchun yuqori daromad manbai bo'lib xizmat qildi, davlat ichki moliyaviy resurslar orqali byudjet defitsitini qoplashga muvaffaq bo'ldi.

Xalqaro tajriba — AQSh, Yaponiya, Turkiya va Qozog'iston modellari orqali O'zbekiston DQGQ bozorining **barqaror, shaffof va suveren** rivojlanishini ta'minlash yo'lida muhim saboqlar olish imkoniga ega. Xususan:

AQShda obligatsiyalar makroiqtisodiy tartibga solish vositasiga aylangan,

Yaponiyada deflyatsiyaga qarshi asosiy moliyaviy tamoyil sifatida qo'llaniladi,

Qozog'istonda esa mintaqaviy o'xshashliklar sababli investor strukturasi va normativlari bevosita qiyos qilish mumkin.

Shuningdek, obligatsiyalar bozorining ichki banklararo likvidlik, suveren reyting, valyuta risklari, inflyatsiya dinamikasi kabi omillar bilan bevosita bog'liqligi mavjud. Bozorning puxta institutsional asoslari shakllantirilsa, u iqtisodiy o'sishning kuchli katalizatoriga aylanishi mumkin.

Xulosa tariqasida, davlat qimmatli qog'ozlari bozori:

Fiskal mustaqillikni kuchaytiradi, tashqi qarzlariga qaramlikni kamaytiradi;

Pul-kredit siyosatini muvozanatlashtiradi, inflyatsiyani tartibga soladi;

Moliyaviy bozorni chuqurlashtiradi, investorlar uchun yangi xavfsiz aktivlar yaratadi;

Xalqaro moliyaviy reytinglarni yaxshilaydi, chet el investitsiyalariga eshik ochadi.

Kelajakda bu bozorni raqamlashtirish, shaffofligini kuchaytirish va xalqaro kapital bozorlariga integratsiyalash — O‘zbekistonning iqtisodiy barqarorligiga xizmat qiluvchi strategik yo‘nalishlardan biri bo‘lib qoladi.

Quyidagilarni taklif sifatida tavsiya etamiz:

Suveren obligatsiyalar chiqarish (chegarali lotlarda, \$ yoki EURda) – chet el investorlarini jalb etish uchun.

Elektron-emission platforma: raqamli obligatsiyalar orqali fintech integratsiyasi.

Foiz stavkasi dinamikasini cheklovchi mexanizmlar joriy etish (caps & floors).

Pul-kredit strategiyasini IMF va Jahon Banki bilan sinergiya asosida boshqarish.

Moliyaviy bozorda ular uchun likvidlikni oshirish bo‘yicha normativlarni qayta ko‘rib chiqish.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO‘YXATI

[1] Bank for International Settlements. (2022). Emerging Markets’ Government Bond Markets: Developments and Challenges. BIS Publications.

[2] Federal Reserve System. (2020). Monetary Policy and Government Securities. Washington, D.C.

[3] Fitch Ratings. (2024). Uzbekistan – Sovereign Rating Report. Retrieved from: www.fitchratings.com

[4] InterFinance ilmiy jurnali. (2025). Rejabbaev S., Sarvarov M. "O‘zbekistonda davlat obligatsiyalari bozorining shakllanishi va dinamikasi". – 6-son, 45–68-betlar.

[5] Jahon Banki. (2023). Uzbekistan Public Finance Management Reform Strategy 2021–2025. Tashkent: World Bank Group.

[6] Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan. (2024). Debt Bulletin. Retrieved from: www.mf.uz

[7] O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2023). Pul-kredit siyosati sharhi: 2023 yil 4-chorak. Tashkent.

[8] Qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish agentligi. (2023). Milliy obligatsiyalar bozori tahlili. Tashkent.

[9] Tashkent State University of Economics. (2024). Karimov J., Yo‘ldoshev Z. Davlat moliyasi: nazariya va amaliyot. – Toshkent: Iqtisodiyot, 280 b.

[10] The International Monetary Fund (IMF). (2023). Government Securities and Monetary Policy in Developing Economies. IMF Working Paper WP/23/78.