



ДАВЛАТ ҚАРЗИНИ БОШҚАРИШНИНГ 2026-2028 ЙИЛЛАРГА МЎЛЖАЛЛАНГАН СТРАТЕГИЯСИ

МУНДАРИЖА

I. КИРИШ	3
II. ДАВЛАТ ҚАРЗИНИНГ ЖОРИЙ ҲОЛАТИ.....	5
2.1. Давлат қарзи динамикаси ва таркиби	5
2.2. Давлат қарзи портфелининг харажат ва хатар кўрсаткичлари	8
2.2.1. Давлат қарзи портфелининг харажат кўрсаткичлари.....	9
2.2.2. Қайта молиялаштириш хатарлари	11
2.2.3. Валюта курсининг ўзгариши билан боғлиқ хатарлар	12
2.2.4. Фоииз ставкалари ўзгариши билан боғлиқ хатарлар	14
3. Давлат ғазначилик облигациялари бозори	15
III. МАКРОИҚТИСОДИЙ КУТИЛМАЛАР ВА МОЛИЯВИЙ БОЗОРЛАРНИНГ ЖОРИЙ ҲОЛАТИ.....	19
1. Макроиктисодий кутилмалар	19
2. Ташқи молия бозорларидаги ҳолат	19
IV. ҲУКУМАТНИНГ ҚАРЗГА БЎЛГАН ЭҲТИЁЖИНИ МОЛИЯЛАШТИРИШДА МУҚОБИЛ ВА ЭНГ МАҚБУЛ СТРАТЕГИЯЛАР	21
1. Молиялаштириш сценарийлари	21
2. Молиялаштириш сценарийларининг харажат ва хатарлар таҳлили	21
V. ДАВЛАТ ҚАРЗИНИ БОШҚАРИШНИНГ 2026-2028 ЙИЛЛАРГА МЎЛЖАЛЛАНГАН СТРАТЕГИЯСИ	24
1. Ҳукуматнинг молиялаштиришга бўлган эҳтиёжини харажатлар ва хатарларнинг энг мақбул даражасида таъминлаш.	24
2. Давлат ташқи қарзи ҳисобидан молиялаштириладиган инвестиция лойиҳалари самарадорлигини ошириш.....	25
3. Ўзбекистон Республикаси суверен кредит рейтингини ошириш чоралари	25
4. Давлат қарзини самарали бошқариш бўйича амалга ошириладиган бошқа чоралар	25

I. КИРИШ

Давлат қарзини бошқаришнинг 2026-2028 йилларга мўлжалланган стратегияси Ўзбекистон Республикаси “Давлат қарзи тўғрисида”ги ЎРҚ-836-сон Қонунининг 9-моддасига мувофиқ ишлаб чиқилди.

Давлат қарзини бошқариш стратегияси давлат қарзини бошқариш принциплари ва мақсадларидан келиб чиққан ҳолда давлат қарзини бошқаришнинг асосий йўналишларини белгилайдиган ҳужжатдир.

Стратегия республиканинг макроиқтисодий ривожланиши, 2026-2028 йиллар учун Фискал стратегия, 2026 йил учун тасдиқланган Давлат бюджети параметрлари, давлат қарзи динамикаси ҳамда ташқи ва ички омиллар прогнозлари асосида ишлаб чиқилди. Стратегия макроиқтисодий кўрсаткичлар ва прогнозлар асосида ҳар йили қайта кўриб чиқилади ҳамда йил давомида янгилаб борилади.

Мазкур стратегия ҳукуматнинг қарзни бошқаришда шаффофликни таъминлашга ҳамда кредиторлар, инвесторлар, рейтинг агентликлари ва жамоатчилик орасида бу масала бўйича хабардорликни ошириш мақсадида Халқаро валюта жамғармаси ва Жаҳон банки тавсиялари ва методологияси асосида ишлаб чиқилди.

“Давлат қарзи тўғрисида”ги Қонунга мувофиқ Иқтисодиёт ва молия вазирлиги давлат қарзини бошқариш бўйича ваколатли орган ҳисобланади ҳамда Ўзбекистон Республикаси Президенти ёки Вазирлар Маҳкамаси томонидан қабул қилинган тегишли норматив-ҳуқуқий ҳужжатларга мувофиқ Ўзбекистон Республикаси номидан ва давлат кафолати остида қарз маблағлари жалб қилади.

“Ўзбекистон – 2030” стратегиясига мувофиқ, республика “даромади ўртачадан юқори бўлган давлатлар” қаторига қўшилиши кутилмоқда. Иқтисодиёт ҳажмининг сезиларли даражада ўсиши ҳамда аҳоли жон бошига ўртача даромаднинг ошиши ҳукуматнинг молиялаштиришга эҳтиёжини мос равишда орттириши туфайли халқаро молия институтларининг имтиёзли кредитлари билан бир қаторда ички ва ташқи молиялаштириш манбаларини диверсификация қилишни тақозо этади.

Шу билан бирга, жаҳон молия бозорларида кузатилаётган ноаниқликлар ҳамда фоиз ставкалар динамикаси давлат ғазначилик облигациялари бозорини ривожлантириш аҳамиятини оширади.

“Давлат қарзи тўғрисида”ги Қонунга мувофиқ давлат қарзини бошқаришнинг асосий принциплари қуйидагиларни ўз ичига олади:

Давлат қарзини бошқаришда макроиқтисодий барқарорликка таҳдид солувчи хатарларнинг давлат томонидан маблағ жалб қилиш миқдори, давлат томонидан жалб қилинган маблағлардан мақсадли ва самарали фойдаланилиши устидан қатъий назорат қилиш;

Давлат қарзи устувор ва тенг мақомга эга бўлиши, асосий қарз, фоизлар ва бошқа тўловлар Ўзбекистон Республикасининг консолидациялашган бюджети даромадлари билан таъминланиши;

Давлат қарзи бўйича хизмат кўрсатиш ва давлат кафолатини бажариш билан боғлиқ харажатлар Ўзбекистон Республикаси Давлат бюджетининг устувор харажати ҳисобланиши ва мажбуриятларнинг ўз вақтида ва тўлиқ бажарилиши;

Давлат томонидан маблағ жалб қилиш ҳисобидан лойиҳаларни амалга ошириш бўйича ташаббус билан чиққан қарз олувчилар ушбу лойиҳаларнинг натижадорлигини таъминлаш учун жавобгар бўлиши;

Давлат қарзини бошқариш тўғрисидаги ахборотни оммавий ахборот воситаларида эълон қилиниши ва Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлисининг палаталарига киритилиши.

Давлат қарзини бошқариш стратегияси қуйидаги мақсадларга эришишни назарда тутган ҳолда ишлаб чиқилди:

давлат қарзини барқарор даражада сақлаб туриш;

ўрта муддатли истиқболда Ўзбекистон Республикасининг Давлат бюджети тақчиллигини қоплашга, шунингдек давлат томонидан маблағ жалб қилиш ҳисобидан амалга ошириладиган лойиҳаларни молиялаштиришга бўлган эҳтиёжни харажатлар ва хатарларнинг энг мақбул даражасида таъминлаш;

давлат қарзини тўлашнинг ўртача муддатини узайтириш, шунингдек давлат қарзини валюталар ва манбалар бўйича диверсификация қилиш;

давлат томонидан Ўзбекистон Республикаси валютасида маблағ жалб қилиш амалиётини кенгайтириш;

давлат қарзи бўйича хизмат кўрсатиш билан боғлиқ хатарларнинг олдини олиш, уларни бартараф этиш ёки камайтириш.

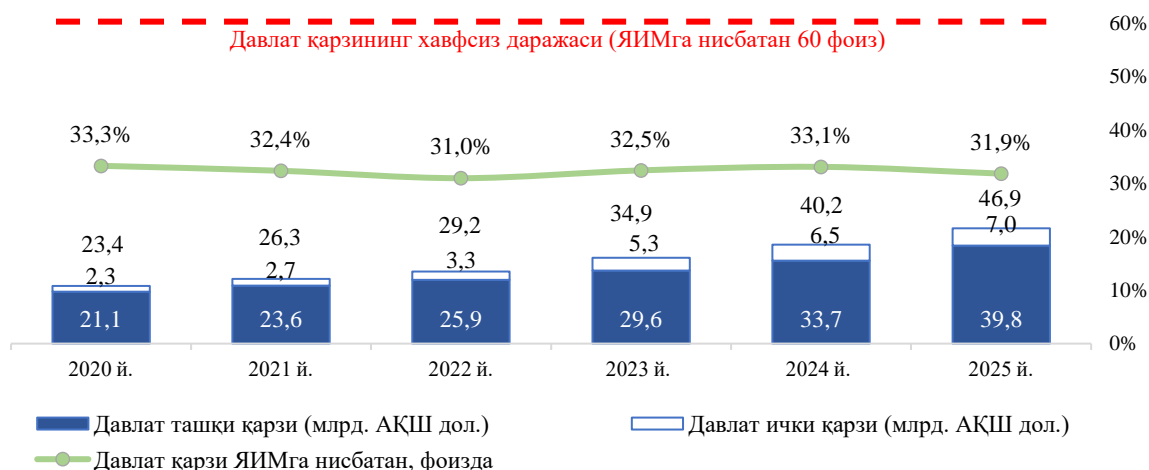
Кўп сценарийли таҳлилларга асосланган ҳолда юқорида қайд этилган мақсадларга эришиш имкониятини берувчи стратегия “2026 йил учун Ўзбекистон Республикасининг Давлат бюджети тўғрисида”ги Қонунидаги ички ва ташқи манбалардан давлат қарзини жалб қилиш бўйича лимитларда ҳамда йиллик қарз олиш режасида ўз аксини топган.

II. ДАВЛАТ ҚАРЗИНИНГ ЖОРИЙ ҲОЛАТИ¹

2.1. Давлат қарзи динамикаси ва таркиби

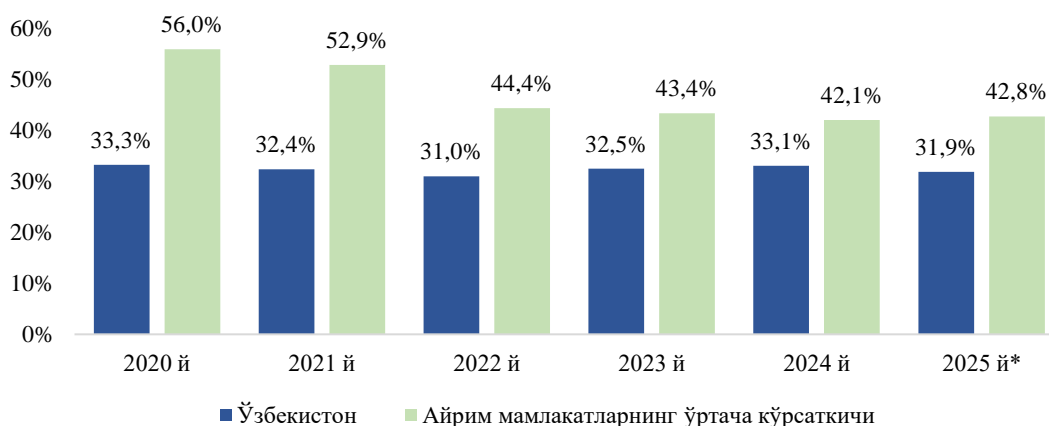
2026 йилнинг 1 январь ҳолатига, давлат қарзи ҳажми 46,9 млрд АҚШ долларини (шундан, давлат ташқи қарзи – 39,8 млрд АҚШ долл., давлат ички қарзи – 7,0 млрд АҚШ долл.) ёки ялпи ички маҳсулотга (ЯИМ) нисбатан 31,9 фоизни ташкил этди.

1-расм. Ўзбекистон Республикаси давлат қарзи динамикаси²



Халқаро меъёрларга кўра, Ўзбекистоннинг давлат қарзи ҳажми хавфсиз даражада ҳисобланади. Хусусан, мамлакатларнинг макроиктисодий ҳолати, жумладан қарздорлик даражасини таҳлил қилиб борувчи Халқаро валюта жамғармасига кўра³ Ўзбекистоннинг давлат қарзи билан боғлиқ хатарлар паст даражада эканлиги қайд этилган.

2-расм. Айрим мамлакатларнинг давлат қарзи динамикаси⁴



¹ Стратегиядаги таҳлиллар 2025 йил 1 октябрь ҳолатидаги маълумотларга асосланган. Шу билан бирга, қисқасий таҳлилларда 2026 йил 1 январь ҳолатига мавжуд маълумотлардан фойдаланилган.

² Давлат қарзининг ЯИМга нисбатлари 2025 йил 1 декабрь ҳолатига Миллий статистика қўмитасининг расмий маълумотларига асосланган.

³ <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2025/06/23/republic-of-uzbekistan-2025-article-iv-consultation-press-release-and-staff-report-567977>

⁴ ХВЖ маълумотлари асосида Арманистон (ВВ-), Албания (ВВ), Туркия (ВВ-), Грузия (ВВ), Бразилия (ВВ), Озарбайжон (ВВВ-), Қозоғистон (ВВВ-) ва Қирғизистон (В+) кўрсаткичларининг ўртача қиймати.

* Бошқа давлатлар учун ХВЖнинг 2025 йилга қўтилмасидан фойдаланилди.

Давлат қарзининг ЯИМга нисбати барқарор даражада сақланиши куйидаги асосий омиллар билан изоҳланади:

а) Республикада амалга оширилган изчил ислоҳотлар доирасида мамлакатимиз аҳолисининг яшаш шароитини яхшилашга қаратилган лойиҳалар (*ичимлик суви, барқарор электр энергияси, уй-жойлар қуриши, таълим ва соғлиқни сақлаш*) билан бирга иқтисодиётда узоқ йиллар давомида инвестицияларга бўлган юқори талаб шаклланган ҳолатда иқтисодиётни ривожлантириш учун зарур инфратузилмани яратиш, ишлаб чиқариш қувватларини кенгайтириш, уларни модернизация қилиш ва рақобатбардошлигини ошириш учун фаол ташқи қарз жалб қилиниши (*3-расм*) ялпи ички маҳсулотнинг юқори суръатлар билан ўсиши учун замин яратди.

2020-2025 йилларда ЯИМ ҳажмининг реал ўсиши йиллик ўртача ҳисобда 6,1 фоизни, 2025 йилда эса реал иқтисодий ўсиш 7,7 фоизни таъкил этди. ЯИМ ҳажми 2020 йилдаги 70,1 млрд АҚШ долларидан 2025 йилга келиб 147,1 млрд АҚШ долларига етди.

3-расм. Давлат ташқи қарзи тармоқлар кесимида (2025 йил 1 октябрь ҳолатига)



б) Давлат қарзини хавфсиз даражада сақлаш макроиқтисодий барқарорликни таъминлашнинг асосий омилларидан бири эканлигини инобатга олиб, 2020 йилдан бошлаб фискал қоидалар, хусусан янги жалб қилинадиган давлат ташқи қарзи (*2021 йилдан бошлаб давлат ички қарзи*) учун йиллик лимитлар Қонун билан белгилаб келинмоқда. 2023 йилда кучга кирган Ўзбекистон Республикасининг “Давлат қарзи тўғрисида”ги Қонуни билан давлат қарзининг энг юқори миқдори ЯИМга нисбатан 60 фоиздан ошмаслиги, давлат қарзи ЯИМга нисбатан 50 фоизга етган ҳолатда давлат қарзини пасайтириш чоралари кўрилиши доимий амал қиладиган фискал қоида сифатида қатъий белгилаб қўйилди.

2025 йилда давлат ташқи қарзини жалб қилиш бўйича йиллик лимит 5,5 млрд доллар (*бюджет тақчиллигини қоплаш учун 3 млрд доллар, инвестиция лойиҳалари учун 2,5 млрд доллар*) белгиланган бўлса, 2026 йилда давлат ташқи қарзини жалб қилиш йиллик лимити аввалги йилга нисбатан пасайтирилиб 5 млрд доллар (*бюджет тақчиллигини қоплаш учун 2,5 млрд доллар, инвестиция лойиҳалари учун 2,5 млрд доллар*) миқдоридан тасдиқланди.

в) 2021 йилдан бошлаб давлат корхоналари ва банкларининг лойиҳаларини давлат кафолатисиз мустақил молиялаштиришга ўтказиш чоралари кўрилмоқда.

Мисол учун, 2025 йил якунига 15 та давлат корхоналари халқаро кредит рейтингини олди, 8 та давлат корхоналари (Ўзбекнефтгаз, Ўзавтомоторс, Навоий КМК, Навоийуран) ва тижорат банклари (СҚБ, Миллий банк, Агробанк, Ипотека банки) томонидан жами 8,1 млрд АҚШ доллари экв. миқдорида халқаро облигациялар чиқарилди ҳамда тижорат кредитлари кафолатсиз жалб қилинди.

Давлат томонидан маблағ жалб қилиш Ўзбекистон Республикаси номидан давлат қимматли қоғозларини чиқариш ва жойлаштириш, Ўзбекистон Республикаси номидан кредитлар ва кредит линиялари воситасида маблағ жалб қилиш ҳамда давлат кафолати остида маблағ жалб қилиш тарзида амалга оширилиши мумкин.

2025 йил 1 октябрь ҳолатига Давлат қарзи таркибида:

• Ўзбекистон Республикаси номидан жалб қилинган кредитлар ва кредит линиялари давлат қарзи портфелининг 64,5 фоизини (*шундан, халқаро молия институтларининг кредитлари – 45,1 фоиз, хорижий ҳукумат молия ташкилотларининг кредитлари – 13,4 фоиз, ички кредитлар ва бошқалар – 6,0%*);

• Давлат кафолати остида жалб қилинган маблағлар – 13,4 фоиз;

• Давлат қимматли қоғозлари – 22,1 фоизни (*суверен халқаро облигациялар – 13,3 фоиз, Давлат газначилик облигациялари – 8,8 фоиз*) ташкил этди.

Халқаро молия институтлари ва хорижий ҳукумат молия ташкилотларининг узоқ муддатли имтиёзли шартлардаги кредитлари инвестиция лойиҳаларини ҳамда бюджет тақчиллигини молиялаштириш эҳтиёжини қоплаш мақсадида жалб қилиниши давлат қарзи таркибини оптималлаштириш ҳамда харажат ва хатарлар кўрсаткичларини мақбул даражада сақлаш имконини бермоқда.

Шу билан бирга, молиялаштириш манбаларини диверсификация қилиш, валюта ва қайта молиялаштириш хатарларини қарз юқини кескин оширмаган ҳолда босқичма-босқич пасайтириб бориш, жаҳон молия бозорларида Ўзбекистон эмитентлари учун қулай бенчмарк яратиш мақсадида суверен халқаро облигациялари ва давлат газначилик облигациялари мунтазам равишда чиқариб келинмоқда.

4-расм. Давлат қарзи инструментлар кесимида
(2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига)



1-жадвал. Давлат ташқи қарзи кредиторлар кесимида
(2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига)

Ташқи кредиторлар	Сумма	Улуғи
Жаҳон банки	\$8,0 млрд	22%
Осиё тараққиёт банки	\$7,5 млрд	20%
Халқаро инвесторлар	\$5,8 млрд	16%
Хитой молия ташкилотлари	\$3,8 млрд	10%
Япония молия ташкилотлари	\$3,1 млрд	8%
Осиё инфратузилмавий инвестициялар банки	\$1,7 млрд	5%
Франция молия ташкилотлари	\$1,2 млрд	3%
Ислон тараққиёт банки	\$932 млн	3%
Бошқалар	\$4,7 млрд	13%
Жами	36,7 млрд долл	100%

2.2. Давлат қарзи портфелининг харажат ва хатар кўрсаткичлари

Давлат қарзини бошқариш стратегияси доирасида давлат қарзи портфелининг қуйидаги харажат ва хатар кўрсаткичлари таҳлил этилди:

харажат кўрсаткичлари (*қарз юки*);

қайта молиялаштириш хатарлари;

фоиз ставкаси ўзгариши билан боғлиқ хатарлар;

валюта курсининг ўзгариши билан боғлиқ хатарлар ва бошқалар.

2.2.1. Давлат қарзи портфелининг харажат кўрсаткичлари

Давлат қарзи портфелининг харажат кўрсаткичлари қарз юкини акс эттиради. Хусусан, республиканинг давлат қарзи бўйича фоиз харажатларининг ЯИМга нисбати 2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига 1,0 фоизни ташкил этган.

Давлат қарзи портфелининг харажат кўрсаткичлари давлат қарзи портфелининг умумий қарз юкини, жумладан бюджетга тушадиган юкломани акс эттиради ҳамда фоиз харажатларининг мақбуллик даражасини кўрсатади.

2-жадвал. Айрим мамлакатларнинг давлат қарзи бўйича фоиз харажатларининг ЯИМга нисбатлари динамикаси⁵

Давлат номи	Рейтинг баҳоси	2025 й*
Арманистон	BB-	3,20%
Албания	BB	2,43%
Туркия	BB-	3,85%
Грузия	BB	1,51%
Бразилия	BB	6,98%
Мўғулистон	BB-	1,40%
Қозоғистон	BBB-	2,43%
Қирғизистон	B+	1,57%
Ўзбекистон	BB	1,00%

* Ўзбекистон кўрсаткичлари 2025 йил 1 октябрь ҳолатига келтирилган. Бошқа мамлакатлар учун "S&P" халқаро рейтинг агентлигининг 2025 йил якунига қўтилмасидан фойдаланилди.

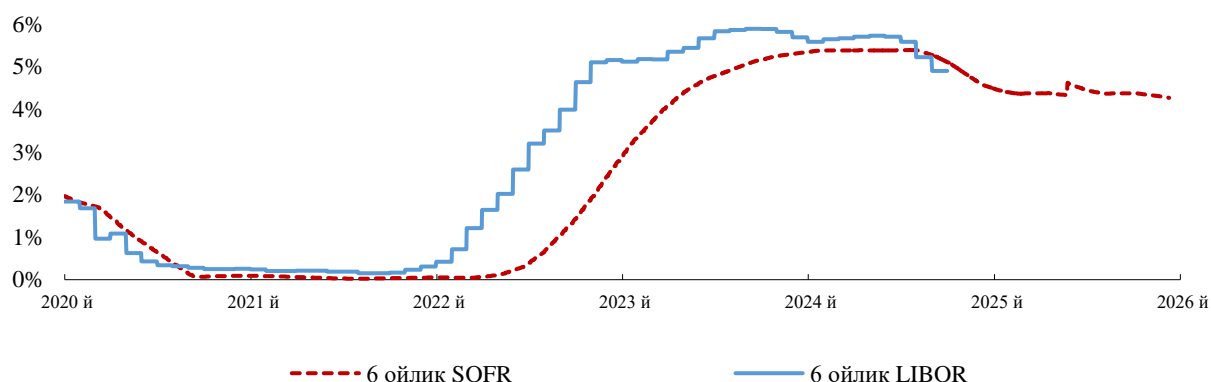
Ўзбекистон Республикаси давлат қарзи бўйича фоиз харажатлари ЯИМга нисбатининг ўсиши билан бирга қарз юкининг бошқа давлатлар кўрсаткичларига (2-жадвал) нисбатан пастроқ даражада шаклланиши янги давлат қарзини жалб қилиш учун лимитлар белгиланиши, имтиёзли ва тижорий шартлардаги молиялаштириш манбаларини танлашда қўлланилган стратегия ҳамда қуйидаги омиллар билан изоҳланади:

- 2022 йилдан бошлаб жаҳон молия бозорларида фоиз ставкаларининг кескин ошиши (*LIBOR/SOFR ставкаси 0,1 фоиздан 5,4 фоизгача, 5-расм*) ҳамда ички молия бозорларида ДФО фоиз ставкаларининг, мос равишда, ошиши натижасида давлат қарзи бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси 2025 йил 1 октябрь ҳолатига 4,9 фоизни ташкил этди (3-жадвал);

- давлат қарзи ҳажми 2020-2025 йилларда 23,4 млрд АҚШ долларидан 46,9 млрд АҚШ долларигача ошган бўлса-да, ЯИМ ҳажми, мос равишда, 70,1 млрд АҚШ доллардан 2025 йилда 147,1 млрд АҚШ долларига етди. Бошқача қилиб айтганда, жалб қилинаётган давлат қарзи ҳажмига мутаносиб даражадаги ЯИМ ўсишининг таъминланиши туфайли қарз юки кескин ошишининг олди олинди.

⁵ 2025 йилнинг 11 декабрь ҳолатига "S&P" халқаро рейтинг агентлиги маълумотлари

5-расм. 6 ойлик SOFR ва LIBOR динамикаси⁶



3- жадвал. Давлат қарзи портфелининг харажат ва хатар кўрсаткичлари динамикаси

Харажат ва хатар кўрсаткичлари		2025 йил 1 октябрь ҳолатига
Давлат қарзининг ЯИМга нисбати, фоизда		29,9%
Харажат кўрсаткичлари	Жами тўланадиган давлат қарзи бўйича фоиз харажатларнинг ЯИМга нисбати	1,0%
	Давлат ташқи қарзи бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси	4,4%
	Давлат ички қарзи бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси	7,5%
	Давлат қарзи бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси	4,9%
Қайта молиялаштириш хатари	Давлат ташқи қарзининг ўртача тортилган сўндириш даври (йилларда)	9,0
	Давлат ички қарзининг ўртача тортилган сўндириш даври (йилларда)	2,2
	Давлат қарзининг ўртача тортилган сўндириш даври (йилларда)	7,9
	1 йил ичида сўндириладиган давлат қарзи (жами давлат қарзидаги улуши)	7,5%
Фоиз ставкаси хатари	Қатъий белгиланган фоиз ставкали давлат қарзи, жами давлат қарзига улуши	63,2%
	Ўзгарувчан фоиз ставкали давлат қарзи, жами давлат қарзидаги улуши	36,8%
Валюта айирбошлаш хатари	Хорижий валютадаги давлат қарзи, жами давлат қарзига нисбати, фоизда	87,5%

⁶ <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr-averages-and-index>

2.2.2. Қайта молиялаштириш хатарлари

Ўзбекистон Республикаси давлат қарзининг ўртача тортилган сўндириш даври бошқа давлатларга нисбатан (4-жадвал) узоқроқ бўлиши республика томонидан молиялаштириш учун жалб қилинган қарзларнинг асосий қисми (82,0 фоиз) узоқ муддатли имтиёзли кредитлар ҳиссасига тўғри келиши билан изоҳланади.

Давлат қарзининг ўртача тортилган сўндириш даври давлат қарзи портфелидаги жами қарзларнинг ўртача неча йилда қайтарилишини кўрсатади. Қарзни қайтариш муддати узоқроқ бўлиши асосий қарзни қайтариш йиллик харажатларини нисбатан камайтиради ва қарзни қайта молиялаштириш учун маблағ жалб қилиш имкониятини оширади.

Шу билан бирга, сўнгги беш йил давомида глобал иқтисодиётда фоиз ставкаларининг ошиши (6 ойлик SOFR ўртачаси: 2020 йилда – 0,59 фоиз, 2024 йилда – 5,35 фоиз) сабабли ривожланаётган мамлакатларда, шу жумладан, Ўзбекистонда (7,9 йилга) қарз жалб қилиш муддатларининг қисқариши кузатилди.

4-жадвал. Айрим мамлакатларнинг давлат қарзини ўртача сўндириш даври динамикаси (йилда)⁷

Давлат номи	Рейтинг баҳоси	2025 й 1 октябрь ҳолатига
Арманистон	BB-	6,9
Туркия	BB-	4,2
Грузия	BB	7,5
Бразилия	BB	5,96
Мўғулистон	BB-	7,6
Ўзбекистон	BB	7,9

Шунингдек, давлат қарзини ўртача сўндириш даври пасайишига қуйидаги омиллар ҳам таъсир кўрсатди:

- айрим халқаро молия институтлари ва хорижий ҳукумат молия ташкилотлари томонидан имтиёзли қарзлар бериш муддати 12-15 йилни ташкил этиши ҳамда аввалги йилларда жалб қилинган узоқ муддатли кредитларни қайтариш бошланганлиги туфайли давлат ташқи қарзини ўртача тортилган сўндириш муддати 9 йилни ташкил этди;

- молиялаштириш манбаларини диверсификация қилиш ва Ўзбекистон эмитентлари учун бенчмаркни янгилаш мақсадида 2020-2025 йиллар давомида 3-10 йиллик АҚШ доллари, Евро ва миллий валютада умумий қиймати 5,6 млрд АҚШ доллар экв суверен халқаро облигациялар чиқарилди;

⁷ Мамлакатларнинг Молия вазирлиги маълумотлари

- валюта хатарларини пасайтириш ҳамда ички манбалардан молиялаштириш имкониятларини кенгайтириш мақсадида фоиз ставкалари пасайиш фонида босқичма-босқич давлат ғазначилик облигациялари ҳажми ва муддатлари узайтириб борилди. Хусусан, қисқа муддатли (1 йилгача) ДҒО улуши 2020 йилда чиқарилган 5 трлн сўм миқдоридаги жами облигацияларнинг 90 фоизини (4,5 трлн сўм) ташкил этган бўлса, 2025 йилда чиқарилган 34,1 трлн сўмлик жами облигацияларнинг 31 фоизгача (10,7 трлн сўм) пасайган.

Мос равишда, бир йил ичида сўндириладиган давлат қарзининг жами давлат қарзидаги улуши 2020 йилдаги 2,1 фоиздан 2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига 7,5 фоизгача ошди.

Давлат қарзини сўндириш графигига мувофиқ, 2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига 2025-2030 йилларда қайтариладиган асосий қарз тўловлари давлат қарзи портфелининг 55,0 фоизини ташкил этади. Шундан:

инвестиция лойиҳалари ҳамда бюджет тақчиллигини қоплаш учун жалб қилинган ташқи кредитлар – қарз портфелининг 30,5 фоизи;

суверен халқаро облигациялар – қарз портфелининг 9,3 фоизи;

давлат ғазначилик облигациялари – қарз портфелининг 8,6 фоизи;

ички манбалардан жалб қилинган кредитлар – қарз портфелининг 6,6 фоизи.

2.2.3. Валюта курсининг ўзгариши билан боғлиқ хатарлар

Валюта курси ўзгариши билан боғлиқ хатарлар давлат қарзи портфелидаги хорижий валютада деноминация қилинган улуши орқали баҳоланади.

Валюта курсининг ўзгариши билан боғлиқ хатарлар валюта айирбошлаш курси ўзгаришининг давлат қарзи ҳажми ва унга хизмат кўрсатиш харажатларига салбий ёки ижобий таъсир қилиши орқали юзага келади. Хусусан, миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан қадрсизланиши давлат қарзи ҳажми ва унга хизмат кўрсатиш харажатларини ошириши мумкин.

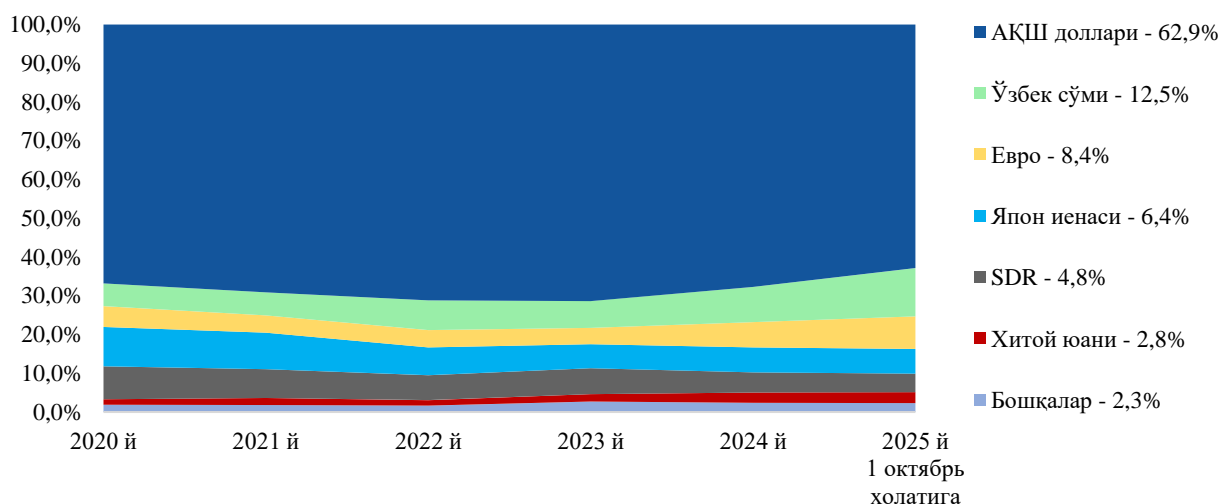
Валюта хатарларини пасайтириш мақсадида 2020-2025 йиллар давомида ички ва ташқи манбалардан миллий валютада жалб қилинган қарз ҳажми босқичма-босқич ошириб борилиши натижасида миллий валютадаги қарзининг давлат қарзидаги улуши 2020 йилдаги 5,9 фоиздан 2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига 12,5 фоизгача оширилди.

Хусусан, бюджет тақчиллигини молиялаштириш мақсадида чиқариладиган давлат ғазначилик облигациялари соф ҳажми 2020 йилдаги 3,4 трлн сўмдан 2025 йилда 30 трлн сўмга етказилиши натижасида 2025 йилда муомаладаги давлат ғазначилик облигациялари 49,9 трлн сўмни ташкил қилди. Шунингдек, 2020-2025

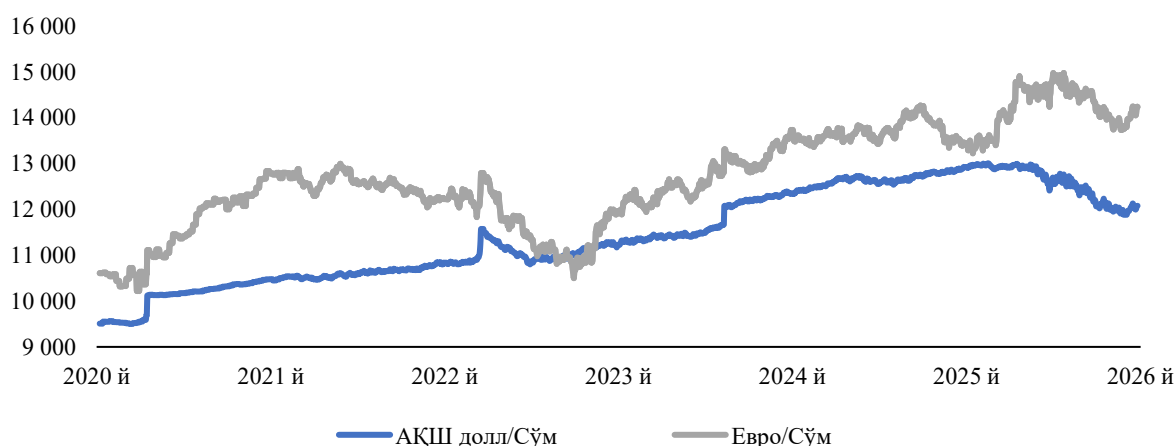
йиллар давомида миллий валютада чиқарилган суверен халқаро облигациялар қиймати 17,8 трлн сўмни ташкил этди.

Шу билан бирга, давлат қарзи портфелини диверсификация қилиш ва маълум бир хорижий валютага боғлиқликни камайтиришга қаратилган стратегия қўлланиши натижасида 2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига, давлат қарзининг 62,9 фоизи АҚШ доллариди, 8,4 фоизи еврода, 6,4 фоизи Япон иенасида, 4,8 фоизи СДРда, 2,8 фоизи Хитой юанида ва 2,3 фоизи бошқа валюталарда шаклланди.

6-расм. Давлат қарзининг валюта таркиби ўзгариши динамикаси (2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига)



7-расм. Ўзбек сўмининг Евро ва АҚШ долларига нисбатан ўзгариши (2020-2025 йиллар)



Хорижий валюталар айирбошлаш курсларининг тебраниши валюта хатарларини бошқаришда янада эҳтиёткорлик билан ёндашиш ва миллий валютада қарз жалб қилишга эътиборни кучайтиришни тақозо этади (7-расм).

2.2.4. Фоиз ставкалари ўзгариши билан боғлиқ хатарлар

Фоиз ставкалари ўзгариши билан боғлиқ хатарлар қатъий белгиланган фоиз ставкада жалб қилинган давлат қарзининг жами давлат қарзидаги улуши ва давлат қарзи портфели бўйича фоиз ставкаларининг янгиланиши ўртача даври орқали баҳоланади.

Давлат қарзи портфели бўйича фоиз ставкаларининг янгиланиши ўртача даври бу қарз портфелининг фоиз ставкаси ўртача неча йилда тўлиқ янгиланишини аниқлатади. Қарз портфелида қатъий фоиз ставкали қарзнинг улуши юқори бўлса, фоиз ставкаларининг янгиланиши даври узаяди, фоиз ставкаси ўзгариши билан боғлиқ хатарлар пасаяди ва келгусидаги фоиз харажатларини прогноз қилиш осонлашади.

Шу билан бирга, юқори фоиз ставкали муҳитда ўзгарувчан фоиз ставкали қарз ҳажмини вақтинчалик ошириш орқали юқори фоиз ставкали қарзни узок муддатда тўлаб бориш бўйича мажбуриятларни қатъий белгилашнинг олдини олиш имконияти яратилади.

Ўзбекистон Республикаси давлат қарзи портфелида қатъий белгиланган фоиз ставкали давлат қарзининг жами давлат қарзида улуши 2025 йилнинг 1 октябр ҳолатига 63,2 фоизни ташкил этиши қуйидагилар билан изоҳланади:

- Қатъий белгиланган фоиз ставкаларида чиқариладиган давлат ғазначилик облигацияларининг жами давлат қарзидаги улуши 2020 йилдаги 1,6 фоиздан 2025 йилнинг 1 октябр ҳолатига 8,8 фоизга етди. Бунда, қайта молиялаштириш хатарларининг кескин ошиб кетишининг олдини олиш мақсадида эмиссия қилинган вақтдаги ДҒОнинг ўртача сўндириш муддати, мос равишда, 11 ойдан 2,4 йилга (5-жадвал) узайтирилди (миллий валютада ДҒО чиқарувчи бошқа давлатларда ҳам қатъий белгиланган фоиз ставкали қарз улуши нисбатан юқори, 6-жадвал);

Шу билан бирга, нисбатан юқори даражадаги номинал фоиз ставкаларини узок муддатда сақланишининг олдини олиш чоралари доирасида асосан қисқа ва ўрта муддатли ДҒО чиқарилишига аҳамият берилди. Бунда, ички молия бозорларини ривожлантириш чораларини амалга оширилиши натижасида фоиз ставкаларининг пасайиш тенденцияси фонида ўрта ва узок муддатли ДҒО ҳажми босқичма-босқич ошириб борилди (батафсил – 16 б.).

5-жадвал. Давлат ғазначилик облигацияларининг ўртача сўндириш муддати динамикаси

	2020 й	2021 й	2022 й	2023 й	2024 й	2025 й
Йиллик ўртача кўрсаткич	0,9 йил	1,2 йил	1,5 йил	0,8 йил	1,6 йил	2,4 йил

- 2022 йилдан бошлаб глобал иқтисодиётда юқори фоиз ставкалар шаклланиши туфайли ҳамда қайта молиялаштириш хатарларининг кескин ўсишини олдини олиш мақсадида қатъий белгиланган фоиз ставкаларида чиқарилган суверен халқаро облигацияларнинг сўндириш муддати 7 йилдан оширилмади ҳамда узоқ муддатли имтиёзли ташқи қарз фоиз ставкалари қисман жалб қилиниши натижасида давлат ташқи қарзи портфелида қатъий белгиланган фоиз ставкали қарз улуши 2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига 47 фоизни ташкил этди.

6-жадвал. Қатъий белгиланган фоиз ставкадаги қарзларнинг улуши

Т/р	Давлатлар	2025 й 1 октябрь ҳолатига
1	Арманистон	86,2%
2	Албания	85,8%
3	Туркия	66,2%
4	Грузия	63,4%
5	Мўғулистон	84,6%
6	Ўзбекистон	63,2%

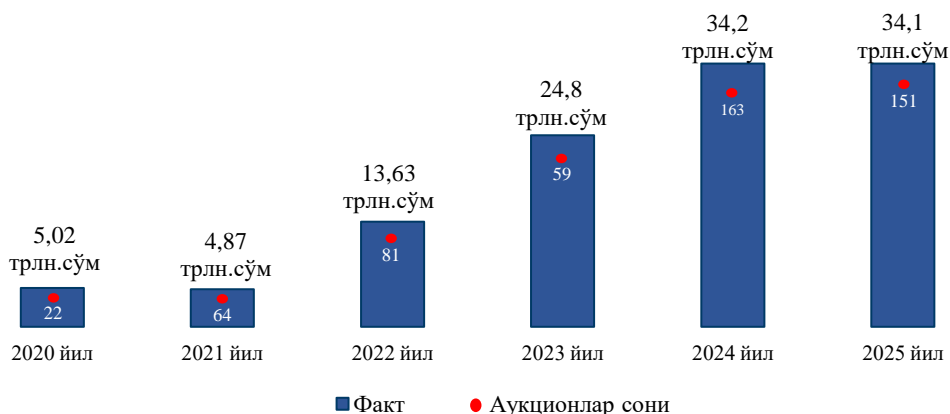
Манба: Давлатларнинг Молия вазирлиги маълумотлари

3. Давлат ғазначилик облигациялари бозори

Давлат бюджети тақчиллигини молиялаштириш манбалари ва давлат қарзи портфелини диверсификация қилиш ҳамда валюта хатарини пасайтириш мақсадида сўнгги йилларда давлат ғазначилик облигацияларини чиқариш ҳажми сезиларли даражада оширилди.

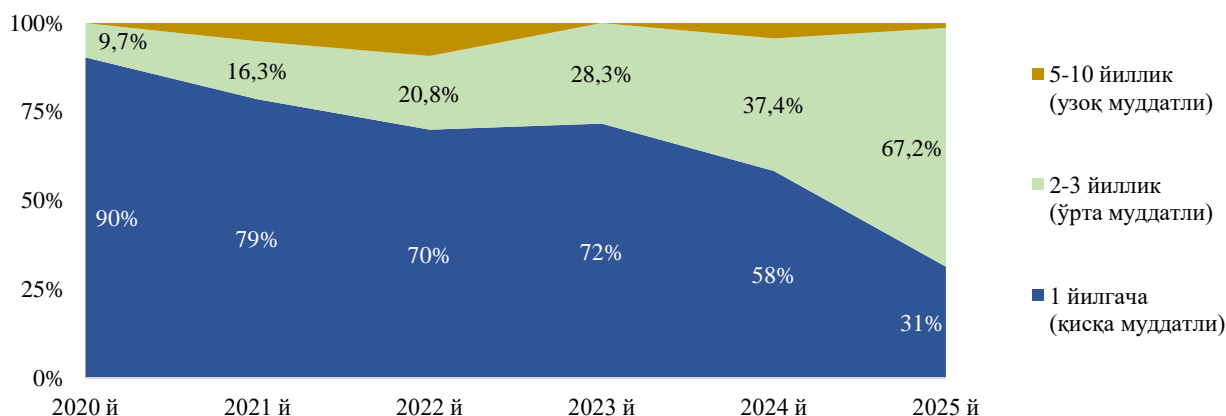
Хусусан, 2020 йилда 22 та аукцион орқали соф ҳажми 3,4 трлн сўм бўлган ДҒО жойлаштирилган бўлса, 2025 йилда 121 та аукционда соф 30 трлн сўм миқдоридagi ДҒО жойлаштирилди (8-расм).

8-расм. 2020-2025 йиллар давомида жами жойлаштирилган давлат ғазначилик облигациялари ҳажми



Давлат қарзини ўртача сўндириш муддатини узайтириш ва ДҒОлар даромадлилик эгри чизигини шакллантириш мақсадида 2020-2025 йилларда ўрта муддатли ДҒОлар эмиссия ҳажми босқичма-босқич ошириб келинди (10 фоиздан 67 фоизгача). Хусусан, 2025 йилда жами чиқарилган давлат қимматли қоғозларининг 69 фоизи 3 йил ва ундан юқори бўлган ДҒОлар ҳиссасига тўғри келади (9-расм).

9-расм. 2020-2025 йилларда жойлаштирилган ДҒО инструментлар кесимидаги улуши



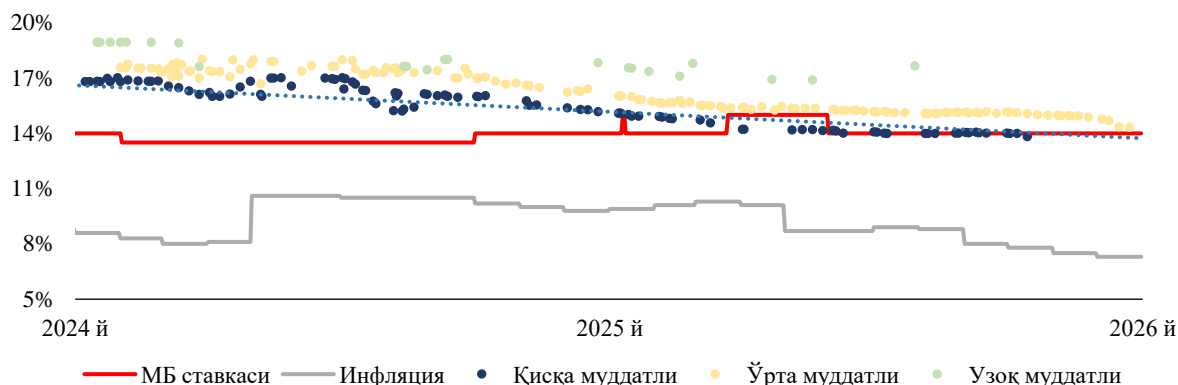
Шу билан бирга, бирламчи дилерлик тизими доирасида Халқаро валюта жамғармаси ва Жаҳон банки тавсиялари асосида давлат ғазначилик облигациялари бозорини ривожлантириш бўйича амалга оширилган чора-тадбирлар натижасида ДҒО фоиз ставкаларини сезиларли пасайтиришга эришилди.

Хусусан, 1 йиллик ДҒО даромадлигининг ўртача тортилган фоиз ставкаси 2024 йилдаги 16,3 фоиздан 2025 йилда 14,4 фоизгача (-1,9%) ва 3 йиллик ДҒО 17,3 фоиздан 15,3 фоизгача (-2 %) пасайиши кузатилди (7-жадвал).

7-жадвал. Давлат ғазначилик облигацияларининг йиллик ўртача даромадлилик кўрсаткичлари динамикаси

ДҒО	2020 й.	2021 й.	2022 й.	2023 й.	2024 й.	2025 й.
1 йиллик	14,7%	13,4%	16,8%	17,1%	16,3%	14,4%
2 йиллик	14,6%	13,4%	17,1%	17,7%	17,4%	-
3 йиллик	-	14,0%	19,3%	-	17,3%	15,3%
5 йиллик	-	13,5%	17,6%	-	18,5%	17,2%
10 йиллик	-	-	18,1%	-	18,0%	17,7%

10-расм. 2024-2025 йилларда жойлаштирилган давлат ғазначилик облигациялари даромадлилиги



Давлат ғазначилик облигацияларини жойлаштириш ҳажми мунтазам оширилиши натижасида 2025 йилда ДҒО қолдиғи 49,9 трлн сўмни ташкил этади. Муомаладаги ДҒОларнинг қарийб 55 фоизи 3 йиллик ДҒОлар (2024 йилда 12,9 фоиз) ҳиссасига тўғри келмоқда.

Давлат қимматли қоғозлари бозорини ривожлантириш борасида амалга оширилган айрим чоралар:

- халқаро идентификация кодларини бериш орқали давлат ғазначилик облигацияларини жойлаштириш амалиёти ва 1 та идентификация коди (ISIN) доирасида бенчмарк облигациялари чиқарилиши йўлга қўйилди;
- давлат ғазначилик облигациялари бозорини ривожлантириш доирасида 2022–2024 йилларда ХВЖнинг техник кўмаклари жалб қилинди ва ўрта муддатли истиқбол учун берилган тавсиялари амалиётга қўлланилмоқда;

2025 йилнинг март ойида Халқаро валюта жамғармасининг “Мажбуриятларни бошқариш” миссияси билан “олдиндан сотиб олиш” ва “алмаштириб бериш” амалиётлари ўрганилди.

- аукцион натижалари бўйича ҳисоб-китоблар T+0, T+1 ва T+2 халқаро стандартлари асосида амалга оширилмоқда;
- давлат ғазначилик облигациялари бўйича фоиз тўловларини тўлаш халқаро стандартларга мос ҳар олти ойда амалга оширилмоқда;
- ДҒО бозорида ликвидликни ошириш, барқарор талабни таъминлаш ва иккиламчи бозор фаолиятини ривожлантириш мақсадида бирламчи дилерлик институти шакллантирилди.

Бугунги кунда 9 та банк (Ўзсаноатқурилишбанк, Ипак йўли банк, Ҳалқа банки, Ўзмиллийбанк, Капитал банк, Азия альянс банк, Ипотека банк, БРБ ва Асака банк) бирламчи дилер ҳисобланади.

- давлат ғазначилик облигациялари бозоридаги операциялар тўғрисидаги ахборотлар (*аукцион ўтказиш бўйича эълонлар, аукцион натижалари ва инвесторлар учун зарурий маълумотлар*) мунтазам равишда Иқтисодиёт ва молия вазирлиги, Марказий банк ва Ўзбекистон Республика валюта биржасининг расмий веб-сайтларида эълон қилиб келинмоқда;

- ички молия бозорида бирламчи дилерлар орқали хорижий инвесторларга сотилган ДҒО ҳажми 2025 йилнинг январь-ноябрь ойларида 1,3 трлн сўмга етиши (*2024 йилда – 508 млрд сўм*) инвесторлар базасини кенгайтиришга хизмат қилмоқда;

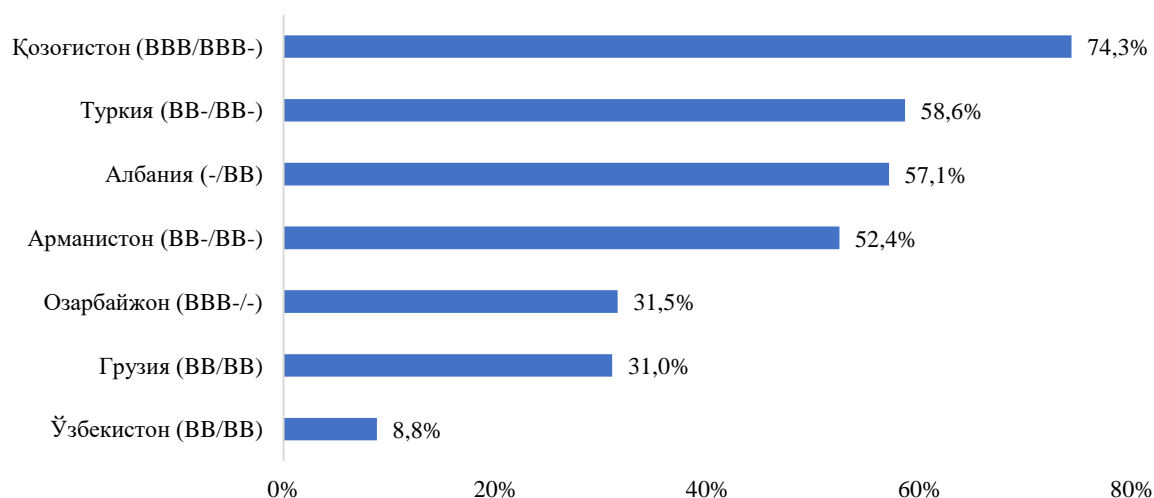
- ўртача тортилган сўндириш муддати 2023 йилдаги 0,8 йилдан 2025 йилда 2,4 йилгача узайди ва 23,4 трлн сўмлик ДҒО сўндириш муддати 2028-2035 йилларга сурилди.

- ДҒО бозорида ўрта ва узоқ муддатли инструментлар ҳажмини ошиши натижасида 2025 йилда иккиламчи бозорда 3 йил ва ундан ортиқ ДҒО савдоси улуши 63 фоизга етди.

Натижада, ДҒОларнинг жами давлат қарзидаги улуши сўнгги йилларда сезиларли ошди ва жорий йилнинг 1 октябрь ҳолатига 8,8 фоизни ташкил қилди.

Ўтказилган таҳлилларга кўра Қозоғистон, Қирғизистон, Арманистон, Молдова ва Туркия каби қатор мамлакатларда ҳам давлат ғазначилик облигацияларини чиқариш ҳажми кенгайиб бормоқда. Бунда, айрим мамлакатларда инфляция даражаси ва қайта молиялаштириш (*асосий*) ставкалари юқори бўлишига қарамадан, юқори фоиз ставкаларида ички бозорда қарз жалб қилишга устуворлик берилмоқда (*11-расм*).

11-расм. Айрим мамлакатлар давлат ғазначилик облигацияларининг давлат қарзидаги улуши (2025 йилнинг 1 октябрь ҳолатига)



Манба: Давлатларнинг Молия вазирлиги маълумотлари.

III. МАКРОИҚТИСОДИЙ КУТИЛМАЛАР ВА МОЛИЯВИЙ БОЗОРЛАРНИНГ ЖОРИЙ ҲОЛАТИ

1. Макроиқтисодий кутилмалар

“Ўзбекистон - 2030” стратегиясида белгиланган мақсадларга эришиш мақсадида 2026-2028 йилларда ЯИМнинг йиллик ўсишини камида 6,5-7 фоиз даражасида таъминлаш, бюджет тақчиллигини ЯИМга нисбатан 3 фоиздан оширмаслик, инфляция даражасини 5 фоизлик таргетга етказиш ҳамда давлат қарзини барқарор даражада сақлаб туриш назарда тутилади⁸.

8-жадвал. Асосий макроиқтисодий кўрсаткичлар прогнозлари⁹

Кўрсаткичлар	2026 йил	2027 йил	2028 йил
	Прогноз		
Ялпи ички маҳсулот	1 976 трлн сўм	2 256 трлн сўм	2 576 трлн сўм
ЯИМ ўсиш суръати	6,6%	6,8%	6,9%
Консолидациялашган бюджет даромадлари	515,8 трлн сўм	585,0 трлн сўм	663,2 трлн сўм
ЯИМга нисбатан	26,1%	25,9%	25,7%
Консолидациялашган бюджет харажатлари	576,0 трлн сўм	653,3 трлн сўм	741,3 трлн сўм
ЯИМга нисбатан	29,1%	29,0%	28,8%
Фискал тақчиллик	60,2 трлн сўм	68,4 трлн сўм	78,1 трлн сўм
ЯИМга нисбатан	3,0%	3,0%	3,0%
Инфляция	7,0%	5,0-6,0%	5,0%

* Давлат дастурларини молиялаштириш учун депозитлар, бюджет ссудалари ва кредит линиялари сальдоси ҳисобга олган ҳолда

2. Ташқи молия бозорларидаги ҳолат

АҚШ Федерал захира тизими (ФЗТ) АҚШ савдо тарифларининг мамлакат иқтисодиётига таъсири билан боғлиқ ноаниқликлар фонида 2025 йил бошидан асосий фоиз ставкасини 4,25-4,50 фоиз оралиғида сақлаб турди.

Бироқ, ФЗТнинг иқтисодиётда нархлар билан бирга бандлик даражасини барқарор даражада сақлаш мандати бўлгани туфайли АҚШда инфляция даражаси 2 фоизлик таргетдан юқори бўлса ҳам кутилмаларга нисбатан ишсизлик даражаси ошгани ва иқтисодий ўсиш секинлашгани асосий ставкани жорий йилнинг сентябрь ойида 4,00–4,25 фоизга ва октябрь ойида 3,75-4,00 фоизга пасайтирилишига сабаб бўлди.

⁸ https://api.mf.uz/media/filestore/2026-2028-yillar_uchun_Budjetnoma.pdf

⁹ <https://lex.uz/docs/7949060>

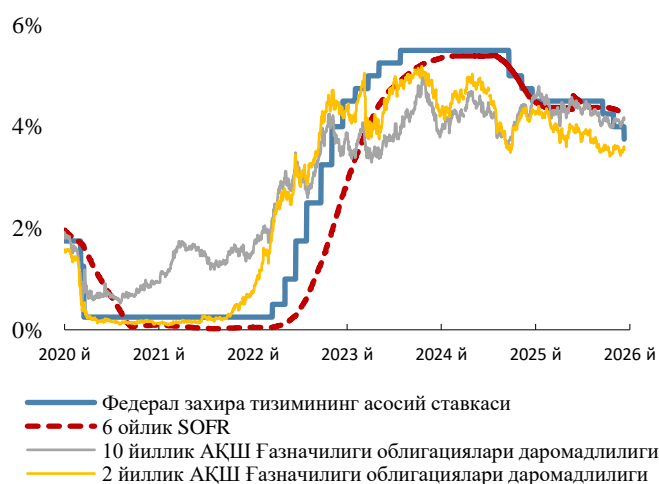
Жорий йилнинг 10 декабрь куни ФЗТ томонидан бу йил учун 3-маротаба асосий ставка 0,25 фоизга пасайтирилди ва 3,50-3,75 фоизни ташкил қилмоқда. Асосий ставканинг пасайтирилиши инфляция (2025 йилнинг сентябрь ойига 3,0 фоиз) ФЗТ кутилмаларига нисбатан юқори бўлса-да, мамлакатда ишсизлик даражаси ошгани (2025 йилнинг сентябрь ойига 4,4 фоиз) ва бандлик даражасини барқарор ушлаб туриш мақсади билан изоҳланган.

“JP Morgan”га кўра молия бозор иштирокчилари ФЗТнинг асосий ставкаси декабрда пасайтирилгандан сўнг 2026 йил июнь ойига қадар ўзгармаслигини кутмоқда.

ФЗТ асосий ставкасининг ўзгариши SOFR фоиз ставкасига ҳам таъсир қилади. 2025 йилнинг декабрь ойида ўртача 6 ойлик SOFR фоиз ставкаси 4,3 фоизни (йил бошида 5,0 фоиз) атрофида ташкил қилди. Ўз навбатида, халқаро банклар ва экспертлар ўрта муддатда ФЗТ ставкаси билан бирга SOFR фоиз ставкаси пасайишини прогноз қилмоқда.

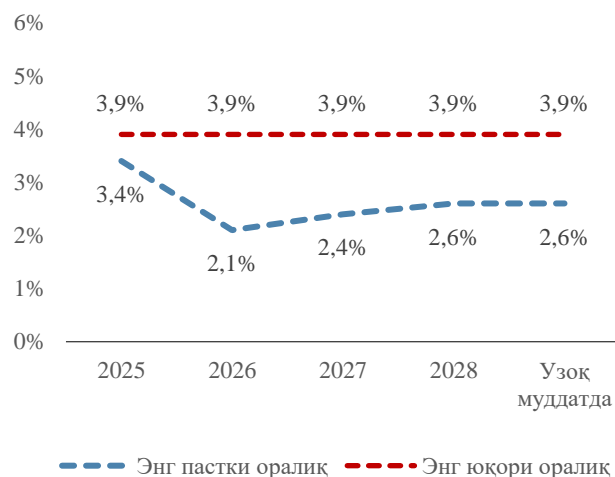
Шу билан бирга, жаҳондаги геосиёсий вазият туфайли ноаниқликлар ва инфляцион босимлар кучайиши ФЗТ асосий ставкаси ва SOFR фоиз ставкаси динамикасига ўз таъсирини ўтказиши мумкин.

12-расм. ФЗТнинг асосий ставкаси, 6 ойлик SOFR ва АҚШ Ҳазначилиги даромадлиги динамикаси¹⁰, фоизда



13-расм. ФЗТ бошқарув аъзоларининг асосий ставка бўйича оралиқ прогнозлари¹¹

(2025 йилнинг 10 декабрь ҳолатига)



¹⁰ <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr-averages-and-index>
<https://fred.stlouisfed.org/series/DGS2>

¹¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcproptabl20251210.htm>

IV. ҲУКУМАТНИНГ ҚАРЗГА БЎЛГАН ЭҲТИЁЖИНИ МОЛИЯЛАШТИРИШДА МУҚОБИЛ ВА ЭНГ МАҚБУЛ СТРАТЕГИЯЛАР

1. Молиялаштириш сценарийлари

2026-2028 йиллар учун ҳукуматнинг қарзга бўлган эҳтиёжи бюджет тақчиллигини қоплаш, давлат қарзининг асосий қисмини қайтариш ҳамда инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш учун талаб этиладиган маблағлар ва макроиқтисодий кутилмалар асосида аниқланган.

Ҳукуматнинг қарзга бўлган эҳтиёжини молиялаштиришнинг энг мақбул стратегиясини аниқлаш мақсадида қуйидаги 4 та муқобил стратегиялар таҳлил қилинди.

1-стратегияга мувофиқ қарзга бўлган талабнинг 70 фоизи ташқи манбалардан ва 30 фоизи ички манбалардан молиялаштирилиши назарда тутилган.

2-стратегияга мувофиқ қарзга бўлган талабнинг 60 фоизи ташқи манбалардан ва 40 фоизи ички манбалардан молиялаштирилиши назарда тутилган.

3-стратегияга мувофиқ қарзга бўлган талабнинг 30 фоизи ташқи манбалардан ва 70 фоизи ички манбалардан молиялаштирилиши назарда тутилган.

4-стратегияга мувофиқ қарзга бўлган талабнинг 80 фоизи ташқи манбалардан ва 20 фоизи ички манбалардан молиялаштирилиши назарда тутилган.

2. Молиялаштириш сценарийларининг харажат ва хатарлар таҳлили

1-стратегия амалга оширилган тақдирда, 2028 йилга келиб давлат қарзининг ЯИМга нисбати 2025 йил якунига (*31,9 фоиз*) нисбатан бироз пасайиши ва 31,0 фоизни ташкил этиши прогноз қилинмоқда.

Шунингдек, 1-стратегия фоиз харажатлари (*қарз юки*), қайта молиялаштириш ва фоиз кўрсаткичларини яхшилаш ҳамда валюта хатарларини бироз пасайтириш имконини беради. Хусусан:

- қарз портфелининг ўртача тортилган фоиз ставкасини 4,93 фоиздан 4,82 фоизгача ҳамда давлат қарзи бўйича фоиз харажатларининг ЯИМга нисбатлари йил якунидаги 1,39 фоиздан 1,28 фоизгача пасайиши прогноз қилинмоқда;

- давлат қарзини ўртача сўндириш даври 7,9 йилдан 9 йилгача ошиши ҳар йили давлат қарзини қайта молиялаштириш хатарларини пасайтириш имконини беради. Шу билан бирга, 1 йил давомида сўндириш лозим бўлган давлат қарзи ҳажми жорий 7,5 фоиздан 11,8 фоизгача ошиши, асосан, аввалги йилларда фаол жалб қилинган қарз маблағларининг асосий қисмини қайтариш муддатлари келиши билан боғлиқ;

- давлат қарзи портфели бўйича фоиз ставкаларининг янгиланиши ўртача даври жорий 4,37 йилдан 4,81 йилгача ошиши фоиз ставкаларнинг кескин ўзгариши

билан боғлиқ хатарларни биров пасайтириш ҳамда фоиз харажатларини прогноз қилишни осонлаштириш имконини беради. Қатъий белгиланган фоиз ставкаларнинг давлат қарзи портфелида кескин оширмаслик, асосан, ташқи молия бозорларида сақланиб келаётган юқори фоиз ставкаларининг келгусида пасайиш тенденциялари бўйича кутилмалар билан боғлиқ;

- шу билан бирга, 1-стратегия валюта хатарларини нисбатан барқарор даражада сақлаш имкониятини беради. Бундай ёндашув миллий валютанинг алмашув курсида 2025 йилда кузатилган янги тенденцияларни баҳолаш ва келгусида ишлаб чиқиладиган стратегияларда алмашув курсида шаклланган фундаментал тенденцияларни инобатга олиш имконини беради. Шу билан бирга, миллий валютада қарз жалб қилиш имкониятларидан келиб чиқиб унинг ҳажмларини ошириш имконияти сақланиб туради.

Муқобил стратегиялар таҳлили қуйидагиларни кўрсатмоқда:

- 2-стратегия миллий валютадаги давлат қимматли қоғозлари улушини 1-стратегияга нисбатан оширишни назарда тутди. Мазкур ёндашув давлат қарзини ЯИМга нисбатан ҳамда валюта хатарларни пасайтириш имконини берса-да, 1-стратегияга нисбатан ўртача тортилган фоиз ставкалари, қарз юки ва қайта молиялаштириш хатарларини сезиларли ошишига олиб келади.

- 3-стратегия миллий валютадаги давлат қимматли қоғозларини улушини кескин (*жами жалб қилинадиган қарзнинг 70 фоизи*) оширишни назарда тутди. Мазкур ёндашув доирасида ДҚҚ бўйича ставкалари ҳамда янги чиқариладиган ДҚҚ таркибида қисқа муддатли облигациялар ҳажмининг ошиши туфайли қарз юки ва қайта молиялаштириш хатарлари кескин ошиб кетади;

- 4-стратегия жалб қилинадиган янги қарзнинг 80 фоизини ташқи манбалардан, 20 фоизини ички манбалардан жалб қилишни назарда тутди. Имтиёзли шартларда жалб қилинадиган кредитлар қарз юки, қайта молиялаштириш ва фоизлар ўзгариши хатарларини сезиларли даражада яхшилади. Шу билан бирга, талаб этиладиган ҳажмларда имтиёзли кредитларни жалб қилиш имконияти чекланган. Валюта хатарлари кескин ошиши туфайли давлат қарзи кўрсаткичларини ташқи шокларга (*2020 йилдаги Ковид-19, 2022 йилдаги минтақадаги геосиёсий вазият*) таъсирчанлиги сезиларли даражада ошади.

Шунингдек, жаҳон молия бозорларида ноаниқликлар кучайган ҳамда бошқа ташқи манбалардан қарз олиш имкони чекланган ҳолатларда ички молия бозори етарлича ривожлантирилмаганлиги сабабли зарур миқдордаги маблағларни жалб қилиш имкони бўлмади.

Юқоридаги 4 та муқобил стратегиялар таҳлиliga кўра, 2026-2028 йиллар учун ҳукуматнинг молиялаштиришга бўлган эҳтиёжини харажатлар ва хатарларнинг энг мақбул даражасида таъминлаш учун 1-стратегияни танлаш мақсадга мувофиқ.

Шу билан бирга, давлат қарзини бошқариш стратегияси асосий макроиқтисодий кўрсаткичларининг прогноз кўрсаткичлардан сезиларли даражада ўзгариши, хусусан, бюджет тақчиллигининг ошиши сабабли қўшимча қарз жалб қилиш, ташқи ёки ички шоклар таъсирида республиканинг ЯИМ ҳажмига таъсир кўрсатиши, инфляция даражасининг кескин ўзгариши, валюта курси ва халқаро молия бозорларида фоиз ставкалари динамикаларида янги тенденциялар шаклланиши ҳамда шартли мажбуриятларнинг амалга ошиши каби омиллар мазкур стратегияни қайта кўриб чиқиш ва янгилашни талаб этади.

9-жадвал. Стратегиянинг харажат ва хатарлари даражаси

Харажат ва хатар кўрсаткичлари		2028 йил якуни ҳолатига
Давлат қарзининг ЯИМга нисбати, фоизда		31,02%
Харажат кўрсаткичлари	Давлат қарзи бўйича фоиз харажатларининг ЯИМга нисбати	1,28%
	Давлат ташқи қарзи бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси	4,0%
	Давлат ички қарзи бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси	10,0%
	Давлат қарзи бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси	4,82%
Қайта молияштириш хатари	Давлат ташқи қарзининг ўртача тортилган сўндириш даври (йилларда)	10,04
	Давлат ички қарзининг ўртача тортилган сўндириш даври (йилларда)	2,12
	Давлат қарзининг ўртача тортилган сўндириш даври (йилларда)	9,03
	1 йил ичида сўндириладиган давлат қарзи (жами давлат қарзидаги улуши)	11,83%
Фоиз ставкаси хатари	Давлат қарзи портфели фоиз ставкаларининг янгиланиши ўртача даври	4,81
	Фоиз ставкалари янгиланадиган давлат қарзининг жами давлат қарзидаги улуши	52,63%
	Қатъий белгиланган фоиз ставкали давлат қарзи, жами давлат қарзига улуши	56,14%
Валюта айирбошлаш хатари	Хорижий валютадаги давлат қарзи, жами давлат қарзига нисбати, фоизда	87,47%

V. ДАВЛАТ ҚАРЗИНИ БОШҚАРИШНИНГ 2026-2028 ЙИЛЛАРГА МЎЛЖАЛЛАНГАН СТРАТЕГИЯСИ

Давлат қарзини бошқариш мақсадлари ва танлаб олинган стратегиядан келиб чиқиб давлат қарзини бошқаришнинг 2026-2028 йилларга мўлжалланган стратегияси қуйидаги асосий йўналишларни ўз ичига олади:

1. Ҳукуматнинг молиялаштиришга бўлган эҳтиёжини харажатлар ва хатарларнинг энг мақбул даражасида таъминлаш. Бунда, ички давлат қимматли қоғозлари бозорини ривожлантиришга алоҳида аҳамият бериш.

Давлат бюджетини кўллаб-қувватлаш ва инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш учун халқаро молия институтларининг узоқ муддатли ва имтиёзли шартлардаги кредитлари жалб қилиниши давом эттирилади.

Давлат қарзи портфелида валюта хатарини камайтириш ва миллий валюта улушини ошириш, шунингдек, молиялаштириш манбаларини диверсификация қилиш мақсадида бозор шароитидан келиб чиқиб мақбул фоиз ставкаларида давлат ғазначилик облигацияларини чиқариш ошириб борилади.

Давлат қарзини тўлашнинг ўртача муддатини узайтириш ва давлат ғазначилик облигациялари бозорига хорижий инвесторлар кириши учун шароит яратиш мақсадида ўрта ва узоқ муддатли ДҒОлар улуши босқичма-босқич ошириб борилади.

Шунингдек, давлат қарзини валюталар ва манбалар бўйича диверсификация қилиш, шунингдек инвесторлар кўламини ошириш мақсадида бозор шароитига қараб ҳар йили суверен халқаро облигациялар чиқарилади.

2026-2028 йилларда давлат ғазначилик облигациялари бозорини тизимли ривожлантириш мақсадида қуйидаги чора-тадбирлар амалга оширилади:

- Бир идентификация рақами (“*ISIN*”) доирасида 2 трлн сўм ва ундан кўп миқдорда чиқарилган ДҒОни сўндиришда ликвидлик хатарларини камайтириш учун “олдиндан сотиб олиш” (“*buyback*”) ва “алмаштириб бериш” (“*switch*”) амалиётини жорий этиш;

- Халқаро молия институтлари ва инвестиция банклари кўмагида бирламчи дилерлар салоҳиятини яхшилаш чораларини кўриш. Бунда ДҒО бозори ликвидлигини ошириш ва маркет-мейкерлар учун рағбатлантириш;

- Халқаро инвесторларни давлат ғазначилик облигациялари бозорига жалб қилиш. Бунда зарур инфратузилмани шакллантириш мақсадида халқаро инвестиция банкларини ички бозорга жалб қилиш ва уларнинг кастодиан хизматларидан фойдаланиш бўйича эришилган келишувларни амалиётга тадбиқ этиш.

2. Давлат ташқи қарзи ҳисобидан молиялаштириладиган инвестиция лойиҳалари самарадорлигини ошириш

- Халқаро молия ташкилотлари маблағлари иштирокидаги лойиҳаларни жадаллаштириш ва ўзлаштириш самарадорлигини ошириш, мавжуд лойиҳалар доирасидаги маблағларни ўзлаштириш асосида янги лойиҳаларга ташқи қарзларни жалб қилиш;
- Инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришда натижага асосланган молиялаштириш (*PforR*) ва бошқа инструментлардан самарали фойдаланиш;
- Халқаро экспертларни жалб қилган ҳолда марказлашган инвестицияларни бошқариш (*PIM*) ёндашуви асосидаги тизимни шакллантириш;
- Давлат корхоналарига Ўзбекистон Республикаси номидан жалб қилинган ташқи қарзни қайта кредитлаш ёки давлат кафолатини тақдим этишни такомиллаштириш ва умумий шартларни ишлаб чиқиш;
- Кафолат жамғармаси фаолиятини такомиллаштириб бориш;

3. Ўзбекистон Республикаси суверен кредит рейтингини ошириш чоралари

- Рейтинг агентликлари билан коммуникация стратегиясига мувофиқ, проактив алоқани йўлга қўйиш, агентликлар ҳисоботларида қайд этилган Ўзбекистоннинг рейтинг кўрсаткичларига таъсир этувчи асосий омиллар бўйича амалга оширилган ишлар ва келгусидаги режаларга бағишланган семинар-тақдимотлар ташкил этиб бориш;
- 2030 йилга қадар Ўзбекистон Республикаси суверен кредит рейтингини инвестиция (“*BBB-*”) даражасига етказиш бўйича белгиланган мақсадга эришиш учун амалга ошириладиган ишлар доирасида рейтинг агентликларининг баҳолаш методологияси асосида рейтингни оширишга қаратилган қисқа ва узоқ муддатли “йўл харита” ишлаб чиқиш ва уни амалга ошириш.

4. Давлат қарзини самарали бошқариш бўйича амалга ошириладиган бошқа чоралар

- Давлат қарзини бошқариш стратегияси ва қарз инструментлари кесимида йиллик қарз жалб қилиш режасини эълон қилиш;
- Давлат ташқи қарзини жалб қилишни, хусусан, давлат кафолати остида ташқи қарз олишда Парламент ролини ошириш бўйича таклифлар ишлаб чиқиш;
- Давлат қарзи статистикасини халқаро методологияга уйғунлаштиришни давом эттириш ва лимитларни миллий валютада белгилаш имкониятларини ўрганиб чиқиш;
- Хорижий инвесторлар билан проактив алоқани амалга ошириш, жумладан инвесторларга мўлжалланган ахборот материалларини қулай шаклда доимий тақдим этиб бориш;

- Давлат қарзига хизмат кўрсатиш харажатларини оптимизация қилиб бориш ва валюта хатарларини самарали бошқариш мақсадида хеджерлаш инструментларидан фойдаланиш имкониятларини ўрганиш;

- Давлат қарзини бошқариш бўйича ходимлар салоҳиятини ошириб бориш;

- Давлат қарзи портфелини диверсификация қилиш мақсадида қарз жалб қилишнинг муқобил инструментларини қўллаш имкониятларини ўрганиш.

Давлат қарзини бошқаришнинг 2026-2028 йилларга мўлжалланган стратегиясида назарда тутилган йўналишлар ва халқаро тажриба асосида давлат қарзининг энг мақбул хатарлар даражаси бўйича қуйидаги мақсадли кўрсаткичларга 2028 йил якунигача эришилиши прогноз қилинмоқда (*10-жадвал*).

Бунда, давлат ташқи қарзининг ўртача сўндирилиши даврини камида 9,2 йилдан ва давлат ички қарзининг ўртача сўндирилиши даврини камида 2,0 йилдан пасайтирмаслик талаб этилади.

Бир йил ичида сўндириладиган давлат қарзининг жами давлат қарзидаги улуши 15 фоиздаги ошмаслиги мақсадга мувофиқ бўлади.

Шунингдек, давлат қарзининг фоиз хатарини камайтириш мақсадида жами давлат қарзи қолдиғи таркибида қатъий фоиз ставкаси улушини 50 фоиздан туширмаслик назарда тутилмоқда. Миллий валютадаги давлат қарзининг портфелдаги улушини жорий 12,5 фоиздан кам бўлмаган ҳолда сақлаш режалаштирилмоқда.

**10- жадвал. Давлат қарзининг энг мақбул хатарлар даражаси бўйича
2028 йил якунигача эришиладиган мақсадли кўрсаткичлар**

Давлат қарзининг хатар даражаси		2028 йил*
Қайта молияштириш хатари	ташки қарз ўртача сўндириш даври	камида 9,2 йил
	ички қарз ўртача сўндириш даври	камида 2,0 йил
	1 йил ичида сўндириладиган қарз улуши	максимум 15 фоиз
Фоиз хатари	қатъий белгиланган фоиз ставкали қарз улуши	камида 50 фоиз
Валюта хатари	миллий валютадаги қарз улуши	камида 12,5 фоиз

* Мақсадли кўрсаткичлар ташқи ва ички шоклар бўлганда қайта кўриб чиқилиши мумкин.

11-жадвал. 2026 йил учун давлат қарзини жалб қилиш режаси

2026 йил учун давлат қарзини жалб қилиш режаси	Жалб қилиш миқдори
1. Бюджетни қўллаб-қувватлаш	4,9 млрд доллар
Халқаро молия институтлари кредитлари	2,5 млрд доллар
Давлат қимматли қоғозлари (<i>газначилик ва халқаро облигациялар</i>)	соф 30 трлн сўм
2. Инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш	2,5 млрд доллар

12-жадвал. 2026 йил учун ДФО аукцион ўтказиш календари

Январь							Февраль							Март							
ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	
			1	2	3	4							1								1
5	6	7	8	9	10	11	2	3	4	5	6	7	8	2	3	4	5	6	7	8	
12	13	14	15	16	17	18	9	10	11	12	13	14	15	9	10	11	12	13	14	15	
19	20	21	22	23	24	25	16	17	18	19	20	21	22	16	17	18	19	20	21	22	
26	27	28	29	30	31		23	24	25	26	27	28		23	24	25	26	27	28	29	
														30	31						

Апрель							Май							Июнь						
ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК
		1	2	3	4	5					1	2	3	1	2	3	4	5	6	7
6	7	8	9	10	11	12	4	5	6	7	8	9	10	8	9	10	11	12	13	14
13	14	15	16	17	18	19	11	12	13	14	15	16	17	15	16	17	18	19	20	21
20	21	22	23	24	25	26	18	19	20	21	22	23	24	22	23	24	25	26	27	28
27	28	29	30				25	26	27	28	29	30	31	29	30					

Июль							Август							Сентябрь						
ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК
		1	2	3	4	5						1	2		1	2	3	4	5	6
6	7	8	9	10	11	12	3	4	5	6	7	8	9	7	8	9	10	11	12	13
13	14	15	16	17	18	19	10	11	12	13	14	15	16	14	15	16	17	18	19	20
20	21	22	23	24	25	26	17	18	19	20	21	22	23	21	22	23	24	25	26	27
27	28	29	30	31			24	25	26	27	28	29	30	28	29	30				
							31													

Октябрь							Ноябрь							Декабрь						
ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК	ДУ	СЕ	ЧО	ПА	ЖУ	ША	ЯК
			1	2	3	4							1		1	2	3	4	5	6
5	6	7	8	9	10	11	2	3	4	5	6	7	8	7	8	9	10	11	12	13
12	13	14	15	16	17	18	9	10	11	12	13	14	15	14	15	16	17	18	19	20
19	20	21	22	23	24	25	16	17	18	19	20	21	22	21	22	23	24	25	26	27
26	27	28	29	30	31		23	24	25	26	27	28	29	28	29	30	31			
							30													

 Асосий аукцион ўтказиладиган кун
 Қўшимча аукцион ўтказиладиган кун

1 январь - Янги йил
8 март - Халқаро хотин-қизлар куни
21 март - Нағруз байрами
9 май - Хотира ва қадрлаш куни
1 сентябрь - Мустақиллик куни
1 октябрь - Ўқитувчилар куни
8 декабрь - Конституция куни

* Аукцион санаси қонун ҳужжатларига мувофиқ дам олиш ва (ёки) иш куни бўлмаган кун деб эътироф этиладиган кунга тўғри келса, аукцион ўтказиш дам олиш кунидан ва (ёки) иш куни бўлмаган кундан бошқа иш кунига кўчирилади.

** Эмитент ушбу графикакка ўзгартириш ва қўшимча киритиш ҳуқуқига эга.