O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI
PREZIDENTI HUZURIDAGI
DAVLAT SIYOSATI VA BOSHQARUVI
AKADEMIYASI

JAMIYAT VA BOSHQARUV

Общество и управление / Society and Administration

2026/3(113)

1997-yildan nashr etiladi

ISSN: 2181-7340
E-ISSN: 3093-9208

Toshkent – 2026

O‘ZBEKISTONDA DAVLAT QARZINI BARQAROR BOSHQARISH: VALYUTA XATARLARINI KAMAYTIRISHNING USTUVOR YO‘NALISHLARI



Umidjon PARDAYEV,
O'zbekiston Respublikasi Prezidenti huzuridagi Davlat siyosati va boshqaruvi akademiyasi, “Gumanitar va ijtimoiy fanlar” maktabi professori, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Annotatsiya: ushbu maqolada O‘zbekiston davlat qarzining barqarorligi nafaqat hajmi, balki tarkibi – xususan, valyuta tarkibi – nuqtayi nazaridan baholanadi. Qarz/YaIM nisbati nisbatan past (31,9 foiz) bo'lishiga qaramay, davlat qarzining 87,8 foizi chet el valyutasida shakllangani mamlakat uchun jiddiy tarkibiy zaiflikni yuzaga keltiradi; iqtisodiy adabiyotda bu holat «asl gunoh» (original sin) hodisasi sifatida talqin qilinadi. Tadqiqotda klassik Domar qarz dinamikasi modeli ichki va tashqi qarz bo'yicha alohida foiz stavkalari hamda valyuta qayta baholash kanali bilan kengaytirilib, bazaviy, optimistik va keskinlashgan ssenariylar, 20 000 ta ssenariyli Monte-Karlo stoxastik prognozi hamda Ghosh va hammualliflari metodologiyasi asosida xavfsiz qarz chegarasi baholandi. Hisob-kitoblar Iqtisodiyot va moliya vazirligi, Markaziy bank va byudjet qonunlarining 2019–2025-yillardagi rasmiy ma'lumotlariga asoslangan. Asosiy topilma: chet el valyutasidagi qarz ulushi 87,8 foiz bo‘lganda kuchli devalvatsiya xavfsiz qarz chegarasini 33,4 foizgacha – amaldagi darajaga deyarli tenglashtiradi, ulush 50 foizgacha pasaytirilsa, chegara 100 foizdan yuqoriga kengayadi. Demak, asosiy fiskal xatar qarz hajmida emas, uning valyuta tarkibida mujassam. Maqolada milliy valyutadagi qarz ulushini oshirish va ichki obligatsiyalar bozorini chuqurlashtirish bo'yicha miqdoriy asoslangan tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Kalit so'zlar: *davlat qarzi, fiskal barqarorlik, valyuta tarkibi, asl gunoh, fiskal makon, Domar modeli, Monte-Karlo prognozi, fiskal chegara, dollarlashuv darajasini pasaytirish, O‘zbekiston.*

Устойчивое управление государственным долгом в Узбекистане: приоритетные направления снижения валютных рисков

Умиджон Пардаев,
Профессор Школы гуманитарных и социальных наук Академии государственной политики и управления при Президенте Республики Узбекистан, доктор экономических наук, доцент.

Аннотация: в статье устойчивость государственного долга Узбекистана оценивается не только с точки зрения его объёма, но и структуры, прежде всего валютного состава. Несмотря на относительно низкое отношение долга к ВВП (31,9%), то, что 87,8% долга номинировано в иностранной валюте, создаёт существенную структурную уязвимость — явление, известное как «первородный грех». Классическая модель Домара расширена за счёт раздельных ставок по внутреннему и внешнему долгу и канала валютной переоценки; проведены сценарный анализ, стохастическое моделирование методом Монте-Карло (20 000 сценариев) и оценка безопасного предела долга по методологии Ghosh et al. Расчёты основаны на официальных квартальных данных за 2019–2025 годы. Ключевой результат: при доле валютного долга 87,8% сильная девальвация снижает безопасный предел долга до 33,4% – почти до фактического уровня, тогда как при доле 50% предел расширяется выше 100% ВВП. Таким образом, основной фискальный риск Узбекистана связан не с объёмом долга, а с его валютной структурой. Предложены количественно обоснованные рекомендации по расширению фискального пространства.

Ключевые слова: *государственный долг, фискальная устойчивость, валютная структура, первородный грех, фискальное пространство, модель Домара, прогноз Монте-Карло, фискальный предел, дедолларизация, Узбекистан.*

Sustainable public debt management in Uzbekistan: priority directions for mitigating currency risks

Umidjon Pardaev,
Professor at the School of Humanities and Social Sciences of the Academy of Public Policy and Administration under the President of the Republic of Uzbekistan, Doctor of Economic Sciences, Associate Professor.

Abstract. This article assesses the sustainability of Uzbekistan's public debt from the perspective of its structure — particularly currency composition — rather than size alone. Although the debt-to-GDP ratio is relatively low (31.9%), the fact that 87.8% of public debt is denominated in foreign currency creates significant structural vulnerability, a phenomenon known as "original sin." The classical Domar model is extended with separate interest rates for domestic and foreign-currency debt and an exchange-rate revaluation channel; baseline, optimistic and stress scenarios, a Monte Carlo simulation of 20,000 scenarios, and a Ghosh et al.-based safe debt limit are estimated using official quarterly data for 2019–2025. The key finding is that with an 87.8% foreign-currency share, a strong depreciation reduces the safe debt limit to 33.4% — close to the actual level — while cutting the share to 50% widens the limit beyond 100% of GDP. Uzbekistan's main fiscal risk therefore lies not in the size of its debt but in its currency composition. Quantitatively grounded recommendations for expanding fiscal space are offered.

Keywords: *public debt, fiscal sustainability, currency composition, original sin, fiscal space, Domar model, Monte Carlo forecast, fiscal limit, de-dollarization, Uzbekistan.*

Davlat qarzini boshqarish zamonaviy davlat moliyasining markaziy masalalaridan biri hisoblanadi: to'g'ri boshqarilganda u iqtisodiy o'sishni tezlashtiruvchi investitsiyalarni moliyalashtirish vositasiga, noto'g'ri boshqarilganda esa fiskal va makroiqtisodiy barqarorlikka tahdid soluvchi omilga aylanishi mumkin. So'nggi yillarda O'zbekiston tashqi moliyaviy resurslarni faol jalb qildi: Iqtisodiyot va moliya vazirligi ma'lumotlariga ko'ra, davlat qarzi 2019-yildagi 17,8 milliard dollardan 2025-yil yakuniga kelib, 46,9 milliard dollarga yetdi [1; 2]. Ayni paytda, yalpi ichki mahsulot ham jadal o'sgani (2025-yilda real o'sish 7,7 foiz) tufayli qarz/YaIM nisbati nisbatan barqaror – 31,9 foiz atrofida – saqlanib qoldi.

Bu ko'rsatkich "Davlat qarzi to'g'risida"gi Qonunda (O'RQ-836, 2023) belgilangan 60 foizlik chegaraga nisbatan xavfsiz hisoblanadi [3]; Xalqaro valyuta jamg'armasi O'zbekistonning tashqi qarz inqirozi xatarini "past" deb baholagan [4], 2025–2026-yillarda esa, S&P, Fitch va Moody's mamlakat suveren reytingini izchil oshirdi [5–7]. Biroq qarz tarkibining 87,8 foizi chet el valyutasida (asosan, AQSh dollari – 63,2 foiz) ifodalangani jiddiy tarkibiy zaiflikka olib keladi: davlat daromadi deyarli to'liq so'mda shakllanadi, qarz majburiyatining asosiy qismi esa, chet el valyutasida, shu sababli milliy valyuta qadrsizlansa, qarzning so'mdagi qiymati va unga xizmat ko'rsatish yuki avtomatik oshadi. Iqtisodiy adabiyotda bu hodisa ─ mamlakatning xalqaro bozorda o'z milliy valyutasida uzoq muddatli qarz ola olmasligi – "asl gunoh" (original sin) deb ataladi [8; 9].

Tadqiqot muammosi shundan iboratki, qarz barqarorligini faqat qarz/YaIM nisbatining mutlaq darajasi orqali baholash chalg'ituvchi xulosaga olib kelishi mumkin: past nisbat xavfsizlik taassurotini bersa-da, u yuqori valyuta nomutanosibligini va o'zgaruvchan foiz stavkasidagi qarzning katta ulushini (40 foiz) yashiradi. Shu sababli tadqiqot savoli quyidagicha qo'yiladi: qarz/YaIM nisbati mo'tadil bo'lishiga qaramay, valyuta tarkibi O'zbekistonning fiskal makonini qay darajada toraytiradi va chet el valyutasidagi qarz ulushini pasaytirish xavfsiz qarz chegarasini qanchalik kengaytiradi?

Tadqiqotning maqsadi ─ O'zbekiston davlat qarzining rasmiy ma'lumotlari asosida holati va tendensiyalarini tahlil qilish, qarz dinamikasini ssenariy va stoxastik usullar bilan prognoz qilish hamda valyuta tarkibining fiskal barqarorlikka ta'sirini fiskal chegara tahlili orqali miqdoriy o'lchashdir. Tadqiqot to'rt jihatdan ilmiy yangilikka ega: (1) to'liq rasmiy choraklik ma'lumotlarga asoslanadi [1; 2]; (2) klassik Domar modelini valyuta tarkibi, stoxastik prognoz va fiskal chegara tahlili bilan yagona doiraga birlashtiradi; (3) qarz barqarorligini hajm o'rniga tarkib nuqtayi nazaridan baholab, dollarlashuv darajasini pasaytirishning muqobil variantlarini (70/50/30 foiz) miqdoriy taqqoslaydi; (4)

qarzga xizmat ko'rsatish yuki, yalpi moliyalashtirish ehtiyoji va valyuta buferi kabi indikatorlar tizimini O'zbekiston misolida jamlab baholaydi. Mahalliy adabiyotda davlat krediti va qarz boshqaruvi masalalari yetarlicha o'rganilgan bo'lsa-da [10; 11; 12; 13], qarzning valyuta tarkibi bilan fiskal makon o'rtasidagi bog'liqlik hozirgacha miqdoriy modellashtirilmagan – ushbu maqola aynan shu bo'shliqni to'ldirishga qaratilgan.

Tadqiqotning asosiy topilmasi shuni ko'rsatadiki, O'zbekiston davlat qarzi muammosi hajm ma'nosidagi to'lov qobiliyati muammosi emas, balki qarzning chet el valyutasida ifodalanganidan kelib chiquvchi balans zaifligidir – shu ma'noda, mamlakat qarzi "hajman xavfsiz, tarkiban zaif" deb tavsiflanadi.

Davlat qarzi barqarorligi bo'yicha adabiyotni ushbu tadqiqot nuqtayi nazaridan to'rtta o'zaro bog'liq bahs atrofida tizimlashtirish mumkin.

Birinchi bahs – qarz barqarorligi uchun hajm muhimmi yoki tarkibi? Domar (1944) modeliga ko'ra, qarz/YaIM nisbati nominal o'sish va foiz stavkasi farqiga bog'liq [14]; bu yondashuv XVJ va Jahon banki metodologiyalarining asosiga aylandi [15; 16]. Reinhart va Rogoff (2010) ilgari surgan «90 foizlik chegara» gipotezasi [17] Herndon, Ash va Pollin (2014) tomonidan tanqid qilindi [18], Ostry, Ghosh va Espinoza (2015) hamda Blanchard (2019) esa, qarzning fiskal xarajati an'anaviy qarashlardagidan kichik bo'lishi mumkinligini ko'rsatdi [19; 20]. Reinhart, Rogoff va Savastano (2003) "qarzga chidamsizlik" konsepsiyasi orqali rivojlanayotgan davlatlar ancha past qarz darajalarida ham inqirozga uchrashini, buning sababi qarz tarkibidagi zaifliklar ekanini asoslagan [21]. Xulosa: qarz hajmining o'zi yetarli axborot bermaydi – tahlil markazi tarkib, valyuta va muddat profiliga ko'chishi lozim.

Ikkinchi bahs — "asl gunoh" hodisasi. Eichengreen va Hausmann (1999, 2005) rivojlanayotgan davlatlarning xalqaro bozorda milliy valyutada uzoq muddatli qarz ololmasligini "asl gunoh" deb atagan [8; 9]; keyingi tadqiqotlar (2023) bu hodisa yumshagani, ammo to'liq bartaraf etilmaganini tasdiqlagan [22]. Krugman (1999) va Céspedes, Chang, Velasco (2004) balans-varaq modellari orqali devalvatsiyaning chet el valyutasidagi majburiyatlar yukini oshirib inqirozni chuqurlashtirishini izohlagan [23; 24]; Calvo va Reinhart (2002) buni "suzishdan qo'rqish" hodisasi bilan, Bordo va Meissner (2006) esa, tarixiy ma'lumotlar bilan bog'lagan [25; 26].

Uchinchi bahs — milliy valyutada qarz olish xavfni chindan kamaytiradimi? Carstens va Shin (2019) "asl gunohning qaytishi" tushunchasini kiritib, milliy valyutadagi qarzning katta qismini xorijiy investorlar ushlab tursa, valyuta xatari yo'qolmay, kreditorlar zimmasiga ko'chishini ko'rsatgan [27]; buni Hofmann, Patel, Wu (2022) va Bertaut, Bruno, Shin (2023) modellar bilan tasdiqlagan [28; 29]. Onen, Shin va von Peter (2023) yirik rivojlanayotgan davlatlarning milliy valyutada ko'proq obligatsiya chiqarib, bu muammoni bosqichma-bosqich yengishda erishgan yutuqlarini, biroq bunda institutsional rivojlanish va ichki investorlar bazasi hal qiluvchi ahamiyat kasb etishini ko'rsatadi

[30]. Xulosa: dollarlashuvni pasaytirish zarur, ammo yetarli emas – qarz kimning qo'lida ekani ham muhim.

To'rtinchi bahs – xavfsiz qarz chegarasi universalmi? Bohn (1998) fiskal reaksiya funksiyasini qarz barqarorligining yetarli sharti sifatida taklif etgan [31]; Ghosh va hammualliflari (2013) yuqori qarz darajasida bu reaksiya zaiflashishini – "fiskal charchoq" holatini – asoslab, "xavfsiz qarz chegarasi" va "fiskal makon" tushunchalarini kiritgan [32]. Eberhardt va Presbitero (2015) qarz-o'sish bog'liqligining mamlakatlararo turlichaligini ko'rsatib, universal chegara g'oyasiga qarshi dalil keltirgan [33]. XVJ shu sababli davlatlarni xususiyatlariga qarab, turli metodologik doiralar (SRDSF, LIC DSF) asosida baholaydi [34; 35]; O'zbekiston bu doirada tashqi qarz inqirozi xatari "past" deb topilgan [4].

Mahalliy ilmiy maktabda davlat qarzi uchta yo'nalishda o'rganilgan: fundamental o'quv-nazariy asoslar (Vahobov, Malikov) [36; 11], byudjet tizimi va moliya boshqaruvi tadqiqotlari (Srojiddinova) [37; 38] hamda 2019-yildan keyingi amaliy-tahliliy ishlar [39,12,13, 40]. Biroq bu ishlarda qarz, asosan, tavsifiy-institutsional nuqtayi nazardan, yillik jamlanma ma'lumotlar asosida o'rganilgan; valyuta tarkibi, ayirboshlash kursi shoklari va fiskal makon o'rtasidagi bog'liqlik miqdoriy modellashtirilmagan. Ushbu maqola aynan shu bo'shliqni – milliy an'anani xalqaro miqdoriy metodologiya bilan bog'lab – to'ldirishga qaratilgan.

Institutsional-huquqiy asos

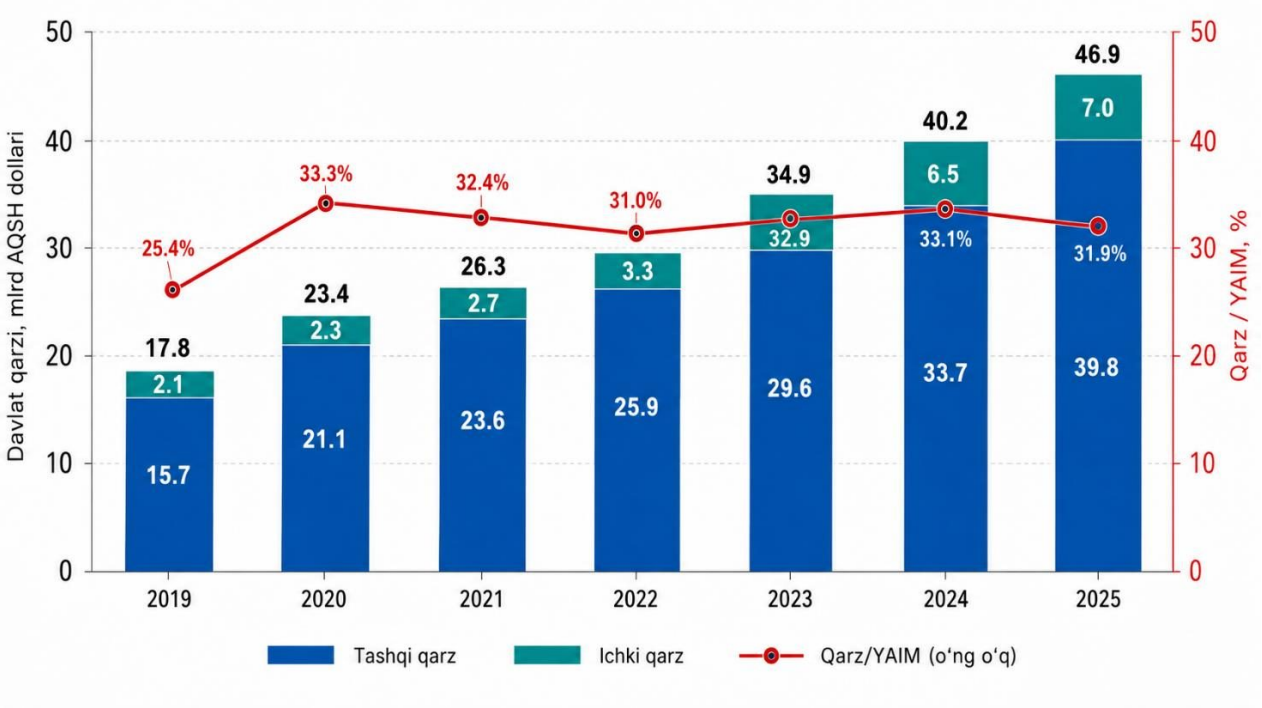
O'zbekistonda davlat qarzini boshqarish huquqiy bazasi bosqichma-bosqich shakllantirildi: dastlab, «Xorijdan mablag' jalb qilish to'g'risida»gi Qonun va davlat kafolatlari tartibini belgilovchi hukumat qarorlari qabul qilindi [41–43], 2018-yilda ichki qarz bozori uchun davlat qimmatli qog'ozlarini muomalaga chiqarish tartibi qayta yo'lga qo'yildi [44]. Tizimli burilish 2023-yilda «Davlat qarzi to'g'risida»gi Qonun bilan yuz berdi: unda YaIMga nisbatan 60 foizlik yuqori chegara, yillik qarz jalb qilish limitlari va o'rta muddatli qarz boshqaruvi strategiyasi ishlab chiqish majburiyati mustahkamlandi [3]. Yillik byudjet qonunlari tashqi qarz jalb qilish (2025 – 5,5 mlrd $, 2026 – 5,0 mlrd $) va so'mdagi qimmatli qog'ozlar sof emissiyasi (30 trln so'm) bo'yicha aniq chegaralar o'rnatadi [45; 46], shuningdek, qarzga xizmat ko'rsatish kafolat jamg'armasi likvidlik buferi vazifasini bajaradi [43].

Qarz hajmi va dinamikasi

Davlat qarzi 2019-yildagi 17,8 mlrd dollardan 2025-yil yakuniga kelib, 46,9 mlrd dollarga – 2,6 baravarga – o'sdi (1-rasm), shundan tashqi qarz 39,8 mlrd $ (85%), ichki qarz 7,0 mlrd $ (15%) ni tashkil etadi. Eng jadal o'sish 2020-yilda (pandemiya, +31%) va 2023–2025-yillarda kuzatildi. Shu bilan birga, qarz/YaIM nisbati 2020-yildagi 35,2 foizlik cho'qqidan keyin pasayish tendensiyasiga kirib, 2025-yilda 31,9 foizga tushdi – bu nominal YaIMning jadal o'sishi bilan izohlanadi.

Qarz portfelining 60 foizi qat'iy, 40 foizi o'zgaruvchan foiz stavkasida (deyarli to'liq tashqi qarzga to'g'ri keladi – 18,7 mlrd $); bazaviy stavkalarning har 1 foiz bandiga oshishi yillik foiz xarajatlarini

taxminan 190 mln dollarga oshiradi. O'rtacha so'ndirish muddati 7,9 yilni tashkil etsa-da, bir yil ichida so'ndiriladigan qisqa muddatli qarz 2019-yildagi 0,15 mlrd dollardan 2025-yilda 3,0 mlrd dollarga ko'tarilgan – bu qayta moliyalashtirish yukini ehtiyotkorlik bilan boshqarishni talab qiladi.



1-rasm. 2019–2025-yillarda O'zbekiston davlat qarzining hajmi va YaIMga nisbati dinamikasi.
Manba: ***Iqtisodiyot va moliya vazirligi ma'lumotlari asosida muallif hisob-kitobi***

Qarz portfelining 60 foizi qat'iy, 40 foizi o'zgaruvchan foiz stavkasida (deyarli to'liq tashqi qarzga to'g'ri keladi – 18,7 mlrd $); bazaviy stavkalarning har 1 foiz bandiga oshishi yillik foiz xarajatlarini taxminan 190 mln dollarga oshiradi. O'rtacha so'ndirish muddati 7,9 yilni tashkil etsa-da, bir yil ichida so'ndiriladigan qisqa muddatli qarz 2019-yildagi 0,15 mlrd dollardan 2025-yilda 3,0 mlrd dollarga ko'tarilgan – bu qayta moliyalashtirish yukini ehtiyotkorlik bilan boshqarishni talab qiladi.

Valyuta tarkibi

Qarzning valyuta tarkibi ushbu tadqiqot uchun eng muhim tahliliy o'lchov hisoblanadi (1-jadval). 2025-yil yakunida qarzning 63,2 foizi – AQSh dollarida,8,7 foizi – yevroda, 5,7 foizi – yapon iyenasida, 4,5 foizi – SDRda, 3,2 foizi xitoy yuanida – jami 87,8 foizi chet el valyutasida shakllangan; so'mdagi ulush atigi 12,2 foizni tashkil etadi.

Ijobiy tendensiya sifatida milliy valyutadagi ulush 2019-yildagi 5,6 foizdan ikki baravardan ko'proqqa oshgan, davlat tashqi bozorda so'm obligatsiyalari (2025-yilda 1,1 mlrd $ ekvivalenti), BRM (2021) va «yashil» obligatsiyalar (2023) kabi yangi instrumentlarni ham joriy etgan [48; 49]. Biroq chet el valyutasi ulushi hamon 90 foizga yaqinligi O'zbekistonni valyuta shoklariga nihoyatda sezgir qilib qolmoqda.

1-jadval

Davlat qarzining valyuta tarkibi, 2019–2025 (jamiga nisbatan, %)

Valyuta turi	2019	2022	2025
AQSh dollari	67,1	71,2	63,2
O'zbek so'mi (milliy valyuta)	5,6	7,6	12,2
Yevro	4,1	4,2	8,7
Yapon iyenasi	10,9	7,2	5,7
Maxsus qarz olish huquqi (SDR)	8,2	6,4	4,5
Xitoy yuani	1,4	1,4	3,2
Boshqa valyutalar	2,7	1,9	2,5
Chet el valyutasi, jami	94,4	92,4	87,8

Manba: Iqtisodiyot va moliya vazirligi ma'lumotlari asosida muallif hisob-kitobi.

Kreditorlar va tarmoqlar tarkibi

Tashqi qarzning kreditorlar tarkibi sifat jihatidan yaxshilandi: xalqaro moliya institutlari ulushi 47,5 foizdan 56,0 foiz-gacha oshdi (Jahon banki – 22%, Osiyo taraqqiyot banki – 21%), ikki tomonlama kreditorlar ulushi (asosan, Xitoy hisobiga) 46,1 foizdan 29,3 foizgacha qisqardi, xalqaro obligatsiya egalari ulushi esa, 6,4 foizdan 14,7 foizgacha oshib, 2025-yilda suveren obligatsiyalarga talab taklifdan 2,8 baravar yuqori bo'ldi [10] – bu xalqaro kapital bozoriga kirish imkoniyati kengaya-yotganini, shu bilan birga, bozor xatarlariga sezgirlik ham oshayotganini bildiradi.

Tarmoqlar kesimida eng tub o'zgarish – qarzning maqsadli (loyihaviy) yo'nalishi-dan umumiy byudjetni qo'llab-quvvatlashga siljishi: bunday qarz ulushi 2019-yildagi 11,3 foizdan 2025-yilda 49,8 foizgacha oshib, tashqi qarzning yarmini tashkil etmoqda, yoqilg'i-energetika ulushi esa, 27,2 foizdan 14,1 foizgacha qisqargan. Bunday qarzlarni qaytarish endi aniq loyiha daromadlaridan ko'ra, kelajakdagi byudjet daromadlari va fiskal intizomga bog'liq bo'lib qolmoqda.

Qarzga xizmat ko'rsatish yuki va xavf indikatorlari

2-jadvalda umumlashtirilgan indicator-lar ikki xil holatni ko'rsatadi. Birinchidan, qarzga xizmat ko'rsatish va likvidlik holati barqaror: foiz to'lovlari byudjet daromad-larining qariyb 5 foizini, yalpi moliyalash-tirish ehtiyoji YaIMning taxminan 4,6 foizini tashkil etadi (XVJning 10–15 foizlik xavf chegarasidan ancha past), xalqaro zaxiralar (66,3 mlrd $, 2026-yil 1-yanvar holatiga) chet el valyutasidagi qarzni 1,6 baravar qoplaydi [47; 2].

Ikkinchidan, qarz tarkibida sezilarli xatarlar mavjud: qarzdorlikning 87,8 foizi chet el valyutasida, 40 foizi o'zgaruvchan stavkada, ichki obligatsiyalar bozori esa, YaIMning 4 foiziga ham yetmaydi. Shu sababli O'zbekiston davlat qarzining amal-

dagi holatini «hajmi bo'yicha xavfsiz, tarkibi bo'yicha zaif» deb tavsiflash mumkin — bu xulosa keyingi bo'limlarda dinamik model asosida tekshiriladi.

2-jadval

Davlat qarzi xavf indikatorlari tizimi, 2025-yil yakuni

Indikator	Qiymati
Davlat qarzi / YaIM	31,9%
Chet el valyutasidagi qarz ulushi	87,8%
O'zgaruvchan foiz stavkasidagi qarz ulushi	40,0%
Foiz to'lovlari / byudjet daromadlari	5,1%
Yalpi moliyalashtirish ehtiyoji (GFN) / YaIM	4,6%
O'rtacha so'ndirish muddati (ATM)	7,9 yil
Chet el valyutasidagi qarz / xalqaro zaxiralar	62,0%
Milliy valyutadagi davlat q.q. / YaIM	3,9%
Suveren kredit reytingi (S&P/Fitch; Moody's)	BB / Ba2

Manba: Iqtisodiyot va moliya vazirligi, Markaziy bank [1; 2], byudjet ijrosi va reyting agentliklari ma'lumotlari [45; 47; 5–7] asosida muallif hisob-kitoblari.

Ma'lumotlar bazasi

Tadqiqot Iqtisodiyot va moliya vazirligining 2019-yildan 2026-yil I choragigacha bo'lgan 26 ta choraklik davlat qarzi statistikasiga [1], shuningdek, Markaziy bank [2], Milliy statistika qo'mitasi [48], byudjet qonunlari va ularning ijrosi [45–47] hamda XVJ prognozlari [49] ma'lumotlariga asoslanadi. Vazirlik va Markaziy bank ko'rsatkichlari metodologik farq sababli bir xil emasligi sababli, izchillikni ta'minlash uchun vazirlik ma'lumotlari asosiy qator sifatida qabul qilindi.

Valyuta tarkibini hisobga oluvchi kengaytirilgan Domar modeli

Klassik Domar modeli qarz dinamikasini yagona o'rtacha foiz stavkasi orqali baholaydi va valyuta tarkibini e'tiborga olmaydi. Shu sababli model ikki jihatdan kengaytirildi: ichki va tashqi qarz uchun alohida foiz stavkalari kiritildi hamda valyuta qayta baholash ta'siri alohida ajratildi. Qarz/YaIM nisbatining harakat tenglamasi quyidagicha:

$$dt = [((1-\alpha t-1)\cdot rd + \alpha t-1\cdot rf) - g] / (1+g)\cdot dt-1 - pbt + \alpha t-1\cdot \varepsilon t\cdot dt-1 / (1+g) + sft \quad (1)$$

bu yerda: dt – joriy yil qarz/YaIM nisbati; αt−1 – chet el valyutasidagi qarz ulushi (2025-yilda 0,878); rd, rf – milliy va chet el valyutasidagi qarzning nominal foiz stavkalari; εt – so'mning nominal qadrsizlanish darajasi; g – nominal YaIM o'sishi; pbt – birlamchi balans (profitsit musbat ishora

bilan); sft – zaxira-oqim tuzatmasi. Qarz/YaIM o'zgarishi to'rt komponentga ajratiladi: (1) «foiz–o'sish» farqi – nominal o'sish foiz stavkasidan yuqori bo'lsa, qarzni kamaytiradi; (2) birlamchi balans; (3) valyuta qayta baholash – so'm qadrsizlanishining bevosita ta'siri; (4) zaxira-oqim tuzatmasi. Doimiy taqchillik va o'sish sharoitida qarz/YaIM uzoq muddatda muvozanat darajasiga intiladi (masalan, 3 foiz taqchillik va 11 foiz nominal o'sishda v taxminan 30 foiz atrofida), bu O'zbekiston uchun ijobiy tarkibiy xususiyat hisoblanadi.

Ssenariylar va stress farazining asoslanishi

Qarz dinamikasi 2026–2028-yillar uchun uch ssenariyda baholandi: bazaviy (real o'sish 6%/yil, taqchillik 3% YaIM, valyuta ta'siri neytral) [45; 46; 50], optimistik (o'sish 6,5%, taqchillik 2,3–2,8%) va keskinlashgan – stress (o'sish 2–3%, taqchillik 3,8–4,2%, so'mning 20 foizga bir martalik qadrsizlanishi). 20 foizlik shok 2017-yilda so'mning 48%, 2020-yilda 10% qadrsizlanishi hamda mintaqadagi tenge (2015, 46%) va rubl (2014–2015, 2022, >40%) tajribasiga asoslangan. Fiskal chegara tahlilida davomli stress uchun 15 foizlik qadrsizlanish qo'llanildi.

Stoxastik (ehtimollik) prognoz usuli

Uch ssenariy cheklangan holatlarni aks ettirgani sababli 2026–2030-yillar uchun Monte-Karlo usulida 20 000 ta tasodifiy ssenariy generatsiya qilindi: nominal o'sish (bazaviy yo'l atrofida ±2,5 f.b.), byudjet taqchilligi (o'rtacha 3%, ±0,8 f.b.) va so'mning qadrsizlanishi (o'rtacha 3%, ±6 f.b.) 2019–2025-yillar asosida kalibrlangan taqsimotlardan tasodifiy tanlandi, shu jumladan, keskin qadrsizlanish ehtimoli ham hisobga olindi. Natijada, har yil uchun qarz/YaIM nisbatining ehtimollik taqsimoti va 5/25/50/75/95-foizlik chegaralari («ehtimollik konusi») aniqlandi – bu yondashuv XVJning stoxastik qarz barqarorligi tahliliga mos keladi [15].

Fiskal chegara usuli va dollarlashuvni pasaytirish dizayni

Ghosh va hammualliflari (2013) yondashuvi asosida [18] soddalashtirilgan xavfsiz qarz chegarasi d* = pb_max ⁄ (r_eff − g) formulasi bilan hisoblandi, bunda samarali foiz yuki (r_eff) devalvatsiya (ε) va chet el valyutasidagi ulush (α) ga bog'liq: chet el valyutasi ulushi qanchalik yuqori bo'lsa, devalvatsiya samarali yukni shunchalik ko'p oshiradi va xavfsiz qarz chegarasini shunchalik pasaytiradi. Hisob-kitoblarda konservativ farazlar qo'llanildi: pb_max = 2,5%, bazaviy stavka r0 = 4%, stress sharoitidagi nominal o'sish g = 9%, davomli devalvatsiya bosimi ε = 15%. Shu asosda amaldagi daraja (α = 87,8%) uchta muqobil holat – 70%, 50% va 30% – bilan taqqoslandi.

Metodologik cheklovlar

Modelda maksimal birlamchi profitsit doimiy deb qabul qilingan, devalvatsiya, inflyatsiya, o'sish va foiz stavkalari o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik to'liq hisobga olinmagan, ma'lumotlar qatori qisqaligi sababli fiskal reaksiya funksiyasi ekonometrik baholanmagan, davlat korxonalari qarzi va DXSh majburiyatlari bazaviy hisob-kitoblarga kiritilmagan. Shu sababli natijalar ehtiyotkorlik bilan talqin qilinishi lozim.

Ssenariy va dekompozitsion tahlil

Domar modeli natijalariga ko'ra, baza-

viy ssenariyda qarz/YaIM nisbati 2025-yildagi 31,9 foizdan 2028-yilda 30,5 foizgacha, optimistik ssenariyda 28,8 foizgacha pasayadi – buning sababi nominal o'sishning samarali foiz stavkasidan yuqori bo'lishi (g > r_eff). Stress ssenariysida esa, nisbat 2026-yilda – 37,3 foizga, 2027-yilda 39,1 foizga ko'tarilib, 2028-yilda 38,7 foizni tashkil etadi; bazaviy va stress o'rtasidagi farq 8,2 foiz bandiga yetadi va bu farqning asosiy qismi valyuta kursi ta'siri bilan izohlanadi. Dekompozitsion tahlil shuni ko'rsatadiki, barcha ssenariylarda foiz–o'sish farqi qarz yukini yiliga 2–3 foiz bandiga kamaytiradi, biroq stress ssenariysida valyuta qayta baholash sof ta'siri 2026-yilda +3,8 foiz bandini tashkil etib, asosiy xavf omiliga aylanadi – bu «asl gunoh» hodisasining O'zbekiston sharoitidagi aniq namoyon bo'lishidir.

Valyuta shokiga sezgirlik

Amaldagi 87,8 foizlik valyuta ulushida so'mning 10 foizga qadrsizlanishi qarz/YaIM nisbatini 2,8 foiz bandiga, 20 foizga qadrsizlanish 5,6 foiz bandiga, 30 foizga qadrsizlanish 8,4 foiz bandiga oshiradi. Agar chet el valyutasidagi ulush 12 foiz atrofida bo'lganida, 20 foizlik qadrsizlanishning ta'siri atigi 0,8 foiz bandini tashkil etgan bo'lardi – bu qarz hajmi past bo'lsa-da, uning valyuta tarkibi muhim xavf manbai ekanini yana bir bor tasdiqlaydi.

Stoxastik prognoz natijalari

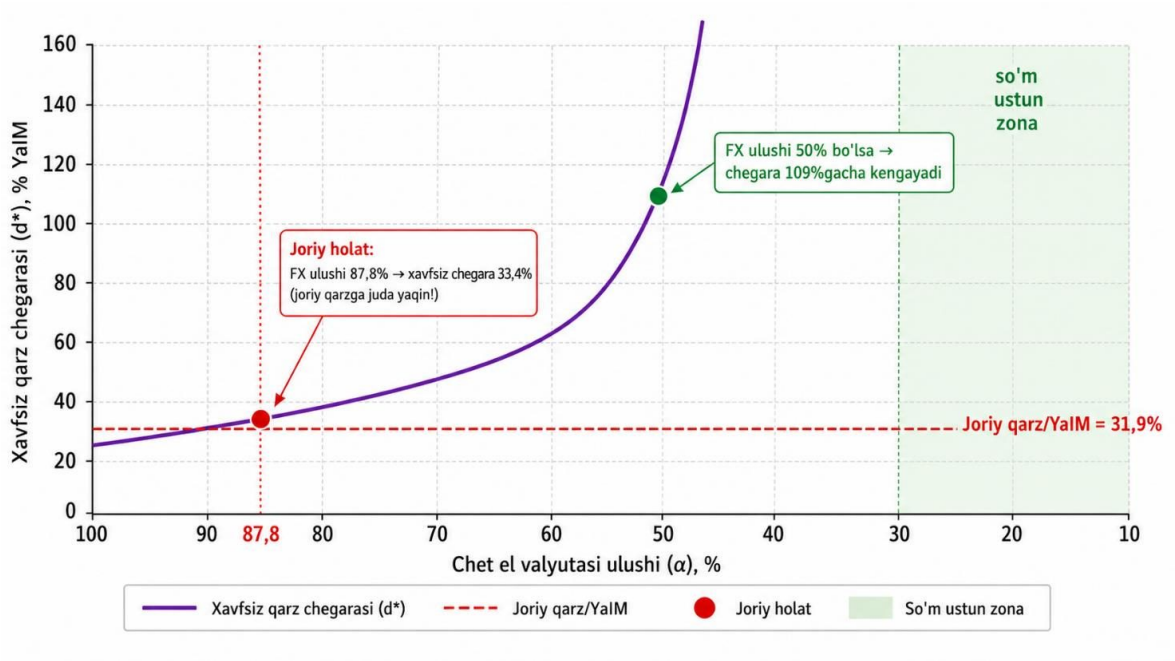
20 000 ta simulyatsiyaga ko'ra, 2030-yilda qarz/YaIM nisbatining median qiymati – 33,6 foizni, 90 foizlik ehtimollik oralig'i 28,4–39,8 foizni tashkil etadi. Nisbatning 40 foizdan oshish ehtimoli – 4,6 foiz, 50 foizdan oshish ehtimoli esa deyarli nolga teng; yuqori qarz darajalari kuzatiladigan ssenariylar, asosan, so'mning keskin qadrsizlanishi bilan bog'liq bo'lib, bu yana valyuta tarkibining asosiy xavf manbai ekanini ko'rsatadi.

Fiskal chegara: valyuta ulushining hal qiluvchi roli

So'mning davomli 15 foizga qadrsizlanishi sharoitida chet el valyutasidagi qarz ulushi 87,8 foiz bo'lgani sababli samarali foiz yuki 17,2 foizgacha oshadi va iqtisodiy o'sish sur'atidan yuqoriga chiqadi (2-rasm). Natijada, xavfsiz qarz chegarasi 33,4 foizgacha pasayadi – bu amaldagi 31,9 foizlik qarz darajasidan atigi 1,5 foiz bandi yuqori, ya'ni fiskal zaxira amalda minimal.

Chet el valyutasidagi ulush kamaygan sari bu xavf keskin pasayadi (3-jadval): ulush 70 foizga tushirilganda xavfsiz chegara 49,5 foizgacha, 50 foizga tushirilganda 100 foizdan yuqoriga kengayadi, 30 foizdan past darajada esa, qat'iy fiskal chegara umuman shakllanmaydi. Demak, milliy valyutadagi qarz ulushini oshirish davlat qarzining valyuta shoklariga chidamliligini sezilarli kuchaytiradi va bu xulosa Onen, Shin va von Peter (2023) topilmalari bilan mos keladi [30].

2-rasm. Davlat qarzining valyuta ulushi va xavfsiz qarz chegarasi o'rtasidagi bog'liqlik (15% devalvatsiya stressi)



Manba: muallif hisob-kitoblari, Ghosh va boshq. (2013) metodologiyasi asosida.

3-jadval

Dollarlashuv darajasini pasaytirish muqobil ssenariylari: xavfsiz qarz chegarasi (15% devalvatsiya stressida)

Ssenariy	Chet valyuta ulushi (α)	Samarali foiz yuki	Xavfsiz qarz chegarasi
Amaldagi holat	87,8%	17,2%	33,4%
O'rtacha pasayish	70%	14,5%	49,5%
Chuqur pasayish	50%	11,5%	109,0%
Rivojlangan ichki bozor	30%	8,5%	shakllanmaydi

Manba: muallif hisob-kitoblari, Ghosh va boshq. (2013) metodologiyasi asosida (pb_max = 2,5%; r0 = 4%; g = 9%; ε = 15%).

Natijalarning umumlashtirilgan bahosi

Uch xil yondashuv – ssenariy tahlili, stoxastik prognoz va fiskal chegara – birgalikda shuni ko'rsatadiki, qarz barqarorligini faqat qonunchilikdagi 60 foizlik chegaraga tayanib baholash yetarli emas: stress ssenariysidagi 38,7 foizlik ko'rsatkich rasmiy chegaradan past, ammo valyuta tarkibini hisobga oluvchi 33,4 foizlik stress-chegaradan yuqori. Bu qarz rasmiy limitdan oshmasa-da, valyuta tarkibi barqarorlikka real xavf tug'dirishidan dalolat beradi.

Tahlil natijalari O'zbekiston davlat qarzining ikki tomonlama xususiyatga ega ekanini tasdiqlaydi: bir tomondan, qarz

hajmi, muddati va xizmat ko'rsatish xarajatlari nuqtayi nazaridan holat mustahkam (past qarz/YaIM, uzoq so'ndirish muddati – 7,9 yil, past foiz yuki, imtiyozli kreditorlar ulushining yuqoriligi); ikkinchi tomondan, qarzning valyuta tarkibi (87,8%) va o'zgaruvchan stavkali qismning katta ulushi (40%) jiddiy tarkibiy zaiflik manbai bo'lib qolmoqda.

Mintaqaviy va tarkibiy jihatdan yaqin to'qqiz mamlakat bilan taqqoslash (XVJ IV modda hisobotlari, WEO va Jahon banki ma'lumotlari asosida) [4; 51; 49] shuni ko'rsatadi: O'zbekistonning qarzga xizmat ko'rsatish ko'rsatkichlari (foiz to'lovlari, yalpi moliyalashtirish ehtiyoji) Turkiya, Armaniston va Mongoliyaga qaraganda barqaror, biroq chet el valyutasidagi qarz ulushi (87,8%) bo'yicha faqat Tojikiston va Mongoliyaga yaqin, milliy valyutadagi obligatsiyalar bozori esa, taqqoslangan mamlakatlar orasida eng sayoz (YaIMning atigi 3,9 foizi). Vyetnam tajribasi buning uchun muhim misol bo'la oladi: u ichki qarz bozorini izchil rivojlantirish orqali chet el valyutasidagi qarz ulushini 15 foizdan pastga tushirib, tashqi shoklarga sezgirlikni sezilarli kamaytirgan – bu yo'nalish O'zbekiston uchun ham dolzarb.

Shu bilan birga, Carstens va Shin (2019) ko'rsatganidek, milliy valyutada qarz olishning o'zi valyuta xatarini to'liq bartaraf etmaydi – agar so'mdagi obligatsiyalarning katta qismi xorijiy investorlar qo'lida bo'lsa, xavf kapitalning tez chiqib ketishi ko'rinishida qaytadi («asl gunohning qaytishi») [27; 28]. Shu sababli O'zbekiston uchun nafaqat so'mdagi qarz ulushini oshirish, balki banklar, pensiya jamg'armalari, sug'urta kompaniyalari va aholi kabi barqaror ichki investorlar bazasini kengaytirish ham muhim ahamiyat kasb etadi.

Nihoyat, fiskal barqarorlikni baholashda shartli majburiyatlarni ham hisobga olish zarur: Markaziy bank ma'lumotlariga ko'ra, 2025-yil yakunida korxonalar va banklarning norezidentlar oldidagi qarzi 41,7 mlrd dollarni (YaIMning 28,4 foizini) tashkil etgan [2], xalqaro tajriba esa, stress holatida bunday majburiyatlarning bir qismi davlat zimmasiga o'tishi mumkinligini ko'rsatadi [18]. Olingan natijalarning deterministik, stoxastik va fiskal chegara tahlillarida bir-biriga yaqin chiqishi xulosalarning ishonchliligini oshiradi; kelgusi tadqiqotlarda fiskal reaksiya funksiyasini ekonometrik baholash va kengaytirilgan davlat sektori balansini shakllantirish maqsadga muvofiq.

Ushbu maqolada O‘zbekiston davlat qarzining barqarorligi qarz hajmi bilan birga uning tarkibiy xususiyatlari, xususan, valyuta tarkibi nuqtayi nazaridan baholandi. Tahlil natijalari shuni ko‘rsatdiki, O‘zbekiston davlat qarzining asosiy fiskal xatari uning umumiy hajmida emas, balki valyuta tarkibida mujassam. Qarz/YAIM nisbati 31,9 foizni tashkil etib, qonunchilikda belgilangan 60 foizlik yuqori chegaradan ancha past bo‘lsa-da, davlat qarzining 87,8 foizi chet el valyutasida shakllangani mamlakatni valyuta shoklariga sezgir qiladi. Fiskal chegara bo‘yicha hisob-kitoblar ushbu xulosani miqdoriy jihatdan tasdiqlaydi: kuchli devalvatsiya sharoitida xavfsiz qarz chegarasi 33,4 foizgacha pasayadi, ya’ni amaldagi qarz /YAIM darajasiga juda yaqinlashadi.

Mazkur holat davlat qarzi barqarorligi-

ni faqat qarz/YAIM nisbatining mutlaq darajasi orqali baholash yetarli emasligini ko‘rsatadi. Stress ssenariyda qarz/YAIM nisbati 38,7 foizga yetib, qonuniy 60 foizlik chegaradan past qoladi, biroq valyuta tarkibi ta’sirida shakllanadigan stress fiskal chegarasidan yuqoriga chiqadi. Monte-Karlo usuli asosidagi stoxastik prognoz ham shuni tasdiqlaydi: qarz/YAIM nisbatining yuqori tomonga cho‘zilgan xatar oralig‘i, avvalo, chet el valyutasidagi qarz ulushining yuqoriligi bilan bog‘liq. Demak, tarkibiy xatarlar rasmiy qarz chegarasidan ancha oldin ishga tushishi mumkin.

Tadqiqot natijalaridan kelib chiqib, birinchi navbatda, davlat qarzi tarkibida milliy valyutadagi majburiyatlar ulushini bosqichma-bosqich oshirish maqsadga muvofiq. Amaldagi 12,2 foizlik darajani o‘rta muddatda 25–30 foizgacha, uzoq muddatda esa 50 foizgacha yetkazish qarz portfelining valyuta shoklariga sezgirligini sezilarli kamaytiradi. Model natijalariga ko‘ra, chet el valyutasidagi qarz ulushining pasayishi xavfsiz qarz chegarasini 33 foiz atrofidagi darajadan 100 foizdan yuqori darajagacha kengaytirishi mumkin. Bu esa milliy valyutadagi qarzni kengaytirish nafaqat xatarni kamaytirishini, balki fiskal makonni ham sezilarli darajada oshirishini anglatadi.

Ikkinchidan, ichki davlat obligatsiyalari bozorini chuqurlashtirish zarur. Buning uchun so‘mdagi davlat qimmatli qog‘ozlari bo‘yicha to‘liq daromadlilik egri chizig‘ini shakllantirish, emissiyalarni oldindan e’lon qilinadigan muntazam jadval asosida amalga oshirish hamda ikkilamchi bozor likvidligini oshirish lozim. Bu xorijiy valyutadagi qarzga muqobil, barqaror va ishonchli ichki moliyalashtirish manbasini shakllantirishga xizmat qiladi.

Uchinchidan, so‘mdagi davlat obligatsiyalari uchun barqaror ichki investorlar bazasini kengaytirish muhim. Pensiya jamg‘armalari, sug‘urta kompaniyalari, banklar va aholini davlat qimmatli qog‘ozlariga faol jalb qilish milliy valyutadagi qarz bozorining barqarorligini oshiradi. Bu, o‘z navbatida, “asl gunoh” hodisasining zamonaviy ko‘rinishi, ya’ni milliy valyutada chiqarilgan qarzlarning xorijiy investorlar qo‘lida haddan tashqari to‘planishi bilan bog‘liq xatarlarni kamaytiradi.

To‘rtinchidan, valyuta xatarini boshqarish tizimli yo‘lga qo‘yilishi lozim. Chet el valyutasidagi qarzlarni, imkon qadar, valyutada tushum keltiruvchi loyihalar bilan bog‘lash tabiiy himoya mexanizmini yaratadi. Shu bilan birga, yangi qarzlarni jalb qilishda valyuta tarkibi bo‘yicha aniq chegaralar belgilash, zarur hollarda bozor vositalari orqali xatarlarni yumshatish va qarz portfelining valyuta tarkibini muntazam qayta ko‘rib borish zarur.

Beshinchidan, qarz barqarorligi bahosiga majburiy valyuta stress-testlarini kiritish lozim. Har yili davlat qarzi barqarorligini baholashda 15–20 foizlik devalvatsiya ssenariylari, fiskal chegara hisob-kitoblari va valyuta tarkibi bo‘yicha sezgirlik tahlili alohida amalga oshirilishi kerak. Qarz/YAIM nisbati bilan bir qatorda, chet el valyutasidagi qarz ulushini ham rasmiy maqsadli ko‘rsatkich sifatida belgilash maqsadga muvofiq.

Oltinchidan, shartli majburiyatlar va xalqaro obligatsiyalar bilan bog‘liq xatarlar-

ni alohida nazorat qilish zarur. Davlat korxonalari qarzlari, davlat kafolati ostidagi majburiyatlar va ularning valyuta tarkibi muntazam monitoring qilinishi lozim. Xalqaro obligatsiyalar bo‘yicha esa qayta moliyalashtirish xatarlarini kamaytirish uchun so‘ndirish muddatlarini tekislash, investorlar bazasini diversifikatsiya qilish va bozor sharoitlariga bog‘liqlikni ehtiyot-korlik bilan boshqarish muhimdir.

Umuman olganda, ushbu tavsiyalar amalga oshirilsa, O‘zbekiston fiskal siyosa-Tining asosiy tarkibiy cheklovi – valyuta nomutanosibligi bosqichma-bosqich kama-yadi. Nati-jada, xavfsiz qarz chegarasi kengayadi, devalvatsiya shoklariga sezgirlik pasayadi va davlat qarzi barqarorligi nafaqat odatiy sha-roitda, balki stress holatlarida ham mustah-kamlanadi. Bu choralar rasmiy fiskal konsolidatsiya siyosatini to‘ldirgan holda O‘zbekistonning uzoq muddatli fiskal barqarorligini ta’minlashga xizmat qiladi.

Manba va adabiyotlar ro‘yxati:

1. O‘zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi (2026). Davlat qarzi to‘g‘risida ma’lumot (imv.uz).

2. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki (2026). To‘lov balansi, xalqaro investitsiyaviy mavqei va tashqi qarzi: 2025-yil hisoboti. Toshkent.

3. O‘zbekiston Respublikasining 2023-yil 29-apreldagi «Davlat qarzi to‘g‘risida»gi, O‘RQ-836-son Qonuni.

4. International Monetary Fund (2025). Republic of Uzbekistan: Staff Report for the Article IV Consultation. IMF Country Report. Washington, D.C.

5. S&P Global Ratings (2025). Uzbekistan Upgraded to 'BB'; Outlook Stable. November 21, 2025.

6. Fitch Ratings (2025). Fitch Upgrades Uzbekistan to 'BB'; Outlook Stable.

7. Moody's Ratings (2026). Moody's Upgrades Uzbekistan's Ratings to Ba2; Outlook Stable. June 2026

8. Eichengreen, B., Hausmann, R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. NBER Working Paper No. 7418.

9. Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U. (2005). The Pain of Original Sin. In: Other People's Money. University of Chicago Press..

10. bne IntelliNews (2026). Uzbekistan Government Bond Issuance Doubles from 2023 to 2025. April 2026.

11. Malikov, T. S., Vahobov, D. R. (2012). Moliya: chizmalarda. – Toshkent: «Iqtisod-Moliya». 2010, -660 b.

12. Jo‘raqobilova, S. G‘., Shukurov, A. O., Umarov, M. (2022). Davlat krediti va davlat qarzini samarali boshqarish // CyberLeninka.

13. Davlatyarov, S. A. (2023). Davlat qarzini boshqarish masalalari // CyberLeninka.

14. Domar, E. D. (1944). The "Burden of the Debt" and the National Income. American Economic Review, 34(4), 798–827.

15. International Monetary Fund (2022). Staff Guidance Note on the Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework for Market Access Countries. Washington, D.C.: IMF.

16. International Monetary Fund, World Bank (2018). Guidance Note on the Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low Income Countries. Washington, D.C.

17. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2010). Growth in a Time of Debt. American Economic Review: Papers & Proceedings, 100(2), 573–578.

18. Herndon, T., Ash, M., Pollin, R. (2014). Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? Cambridge Journal of Economics, 38(2), 257–279.

19. Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Espinoza, R. (2015). When Should Public Debt Be Reduced? IMF Staff Discussion Note SDN/15/10.

20. Blanchard, O. (2019). Public Debt and Low Interest Rates. American Economic Review, 109(4), 1197–1229.

21. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., Savastano, M. A. (2003). Debt Intolerance. Brookings Papers on Economic Activity, 2003(1), 1–74.

22. Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U. (2023). Yet It Endures: The Persistence of Original Sin. Open Economies Review, 34, 1–42.

23. Krugman, P. (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. International Tax and Public Finance, 6, 459–472.

24. Céspedes, L. F., Chang, R., Velasco, A. (2004). Balance Sheets and Exchange Rate Policy. American Economic Review, 94(4), 1183–1193.

25. Calvo, G. A., Reinhart, C. M. (2002). Fear of Floating. Quarterly Journal of Economics, 117(2), 379–408.

26. Bordo, M. D., Meissner, C. M. (2006). The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises. Journal of Banking & Finance, 30(12), 3299–3329.

27. Carstens, A., Shin, H. S. (2019). Emerging Markets Aren't Out of the Woods Yet. Foreign Affairs, March 15.

28. Hofmann, B., Patel, N., Wu, S. P. C. (2022). Original Sin Redux: A Model-Based Evaluation. BIS Working Papers No. 1004.

29. Bertaut, C., Bruno, V., Shin, H. S. (2023). Original Sin Redux: Role of Duration Risk. BIS Working Papers No. 1109.

30. Onen, M., Shin, H. S., von Peter, G. (2023). Overcoming Original Sin: Insights from a New Dataset. BIS Working Papers No. 1075.

31. Bohn, H. (1998). The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits. Quarterly Journal of Economics, 113(3), 949–963.

32. Ghosh, A. R., Kim, J. I., Mendoza, E. G., Ostry, J. D., Qureshi, M. S. (2013). Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies. The Economic Journal, 123(566), F4–F30.

33. Eberhardt, M., Presbitero, A. F. (2015). Public Debt and Growth: Heterogeneity and Non-linearity. Journal of International Economics, 97(1), 45–58.

34. Ize, A., Levy Yeyati, E. (2003). Financial Dollarization. Journal of International Economics, 59(2), 323–347.

35. Levy Yeyati, E. (2006). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. Economic Policy, 21(45), 62–118.

36. Vahobov, A. V., Malikov, T. S. (2011). Moliya: darslik. – Toshkent: «Noshir».

37. Срожиддинова, З. Х. (2010). Бюджетная система Республики Узбекистан: учебник. – Ташкент: infoCOM.UZ / ПРООН.

38. Срожиддинова, З. Х. (2023). Система государственных финансов // Финансовый журнал, 15(3), 122–132.

39. Pardayev, U. (2018). Davlat byudjetini prognozlashtirish uslubiyotini takomillashtirish: PhD dissertatsiyasi avtoreferati. – Toshkent.

40. Abdullayev Z. A. (2023). Davlat qarzlarini boshqarish. Darslik. – Toshkent: O‘zbekiston Respublikasi Jamoat xavfsizligi universiteti.

41. O‘zbekiston Respublikasining 1996-yil 29-avgustdagi «Xorijdan mablag‘ jalb qilish to‘g‘risida»gi 263-I-son Qonuni.

42. O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2003-yil 28-noyabrdagi 534-son va 2004-yil 8-yanvardagi 7-son qarorlari.

43. O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2020-yil 21-sentyabrdagi 573-son qarori.

44. O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2018-yil 14-dekabrdagi 1016-son qarori.

45. O‘zbekiston Respublikasining 2024-yil 24-dekabrdagi O‘RQ-1011-son Qonuni («2025-yil byudjeti»).

46. O‘zbekiston Respublikasining «2026-yil davlat byudjeti to‘g‘risida»gi Qonuni (2025-yil dekabr).

47. O‘zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi (2026). 2025-yil konsolidatsiyalashgan byudjet ijrosi bo‘yicha dastlabki yakunlar.

48. O‘zbekiston Respublikasi Milliy statistika qo‘mitasi (2026). 2025-yil YaIM bo‘yicha dastlabki ma’lumotlar.

49. International Monetary Fund (2026). World Economic Outlook Update. Washington, D.C.: IMF, January 2026.