

ФОРМИРОВАНИЕ ЭФФЕКТИВНОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА: ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ВЫЗОВЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ГОСОБЛИГАЦИЙ В УЗБЕКИСТАНЕ

Режаббаев Сарвар

Ташкентский государственный экономический университет

ORCID: 0000-0002-4786-6149

s.rejabbaev@tsue.uz

Каримова Дилором

Ташкентский государственный экономический университет

ORCID: 0009-0008-0532-393X

krmvd1624@gmail.com

Аннотация. В данной статье проведен всесторонний анализ состояния и структуры рынка государственных ценных бумаг Республики Узбекистан по спросу и размещению за период 2018-2024 гг., который считается одним из ключевых элементов финансовой системы и способствует мобилизации внутренних и внешних инвестиционных ресурсов. Особое внимание уделяется выявлению институциональных и структурных ограничений, препятствующих полноценному развитию данного сегмента финансового рынка. К ним относятся ограниченный выбор доступных долговых инструментов, низкая ликвидность вторичного рынка, преобладание краткосрочных облигаций и отсутствие гибких инструментов, таких как облигации с плавающей ставкой. Обосновывается, что создание полноценной многоуровневой инфраструктуры обращения государственных облигаций требует внедрения инновационных инструментов, включая индексированные, „зеленые“ и социальные облигации, которые могут повысить устойчивость бюджетного финансирования и укрепить инвестиционный климат. Сделан вывод о стратегической важности развития рынка государственных облигаций как механизма бюджетной стабилизации и повышения прозрачности государственной долговой политики.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, инвестиционная привлекательность, Узбекистан, облигации с плавающей ставкой, долгосрочные инвестиции, фискальная политика, зеленые облигации.

SAMARALI QARZ BOZORI SHAKLLANISHI: O'ZBEKISTON DAVLAT OBLIGATSIYALARINING RIVOJLANISH ISTIQBOLLARI VA INSTITUTSIONAL MASALALARI

Rejabbayev Sarvar

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti

Karimova Dilorom

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti

Annotatsiya. Mazkur maqolada 2018–2024 yillar davomida O'zbekiston Respublikasida davlat qimmatli qog'ozlari bozorining holati va tuzilishi, jumladan talab va joylashtirish ko'rsatkichlari bo'yicha har tomonlama tahlil qilingan. Davlat obligatsiyalari moliyaviy tizimning muhim elementi hisoblanib, ichki va tashqi investitsion resurslarni safarbar etishga xizmat qiladi. Tadqiqotda ushbu bozor segmentining to'liq rivojlanishiga to'sqinlik qilayotgan institutsional va

tuzilma bilan bog'liq cheklovlar aniqlangan. Ular qatoriga mavjud qarz instrumentlarining cheklanganligi, ikkilamchi bozorda likvidlikning pastligi, qisqa muddatli obligatsiyalarning ustuvorligi hamda foiz stavkalari o'zgaruvchan obligatsiyalar kabi moslasha oladigan vositalarning mavjud emasligi kiradi. Muallif tomonidan davlat obligatsiyalari muomalasining to'liq ko'p bosqichli infratuzilmasini yaratish uchun indekslashgan, "yashil" va ijtimoiy obligatsiyalar kabi innovatsion vositalarni joriy etish zarurligi asoslab berilgan. Shu bilan birga, davlat qarzi siyosatida shaffoflikni ta'minlash va byudjet moliyalashtirilishining barqarorligini kuchaytirishda davlat obligatsiyalari bozorini rivojlantirish strategik ahamiyatga ega ekani ta'kidlangan.

Kalit so'zlar: davlat qimmatli qog'ozlari, investitsion jozibadorlik, O'zbekiston, o'zgaruvchan foizli obligatsiyalar, uzoq muddatli investitsiyalar, fiskal siyosat, "yashil" obligatsiyalar.

FORMATION OF AN EFFECTIVE DEBT MARKET: INSTITUTIONAL CHALLENGES AND DEVELOPMENT PROSPECTS OF GOVERNMENT BONDS IN UZBEKISTAN

Rejabbayev Sarvar

Tashkent State University of Economics

Karimova Dilorom

Tashkent State University of Economics

Abstract. This article presents a comprehensive analysis of the state and structure of the government securities market in the Republic of Uzbekistan during the period 2018–2024, focusing on demand and placement trends. Government bonds are considered a key element of the financial system and play an important role in mobilizing both domestic and foreign investment resources. Particular attention is given to identifying institutional and structural constraints hindering the full development of this financial market segment. These include the limited range of available debt instruments, low liquidity in the secondary market, a predominance of short-term bonds, and the absence of flexible instruments such as floating-rate bonds. The study argues that the establishment of a fully functional, multi-level infrastructure for the circulation of government bonds requires the introduction of innovative instruments, including indexed, "green," and social bonds, which could enhance the sustainability of budget financing and strengthen the investment climate. It concludes that the development of the government bond market is of strategic importance for ensuring budgetary stability and increasing the transparency of public debt policy.

Keywords: government securities, investment attractiveness, Uzbekistan, floating-rate bonds, long-term investments, fiscal policy, green bonds.

Введение.

В современных условиях, без активного привлечения инвестиций невозможно достигнуть устойчивое экономическое развитие, что в свою очередь делают необходимым наличие хорошо развитой и диверсифицированной финансовой инфраструктуры. Одним из его ключевых элементов являются государственные облигации, которые обычно воспринимаются как надежный инструмент размещения временно свободных средств как для институциональных, так и для частных инвесторов. Однако рынок государственных ценных бумаг в Узбекистане на данный момент не достиг той самой зрелости, которая присуща аналогичным рынкам развивающихся стран, что ограничивает его потенциал для создания эффективного инвестиционного климата.

Государственные ценные бумаги (ГЦБ) — это долговые инструменты, выпускаемые правительством с целью привлечения средств для различных

государственных нужд, таких как покрытие дефицита бюджета, выполнение государственных программ, финансирование инфраструктурных проектов и обслуживание государственного долга. Эти ценные бумаги считаются одними из самых надежных среди облигационных инструментов, поскольку эмитентом этих ценных бумаг является государство, обладающее полномочиями в области налогообложения и денежно-кредитной политики.

Ограничение доступных финансовых инструментов на рынке проявляется узким спектром выпущенных ценных бумаг, стандартными сроками обращения и слабой активностью на вторичном рынке. Таким образом, структура обращающихся облигаций в значительной степени является краткосрочной, выпускаемой Министерством экономики и финансов, в то время как средне- и долгосрочные инструменты имеют очень ограниченный объем (Режаббаев, Валиева, 2024). Это не позволяет сделать государственные ценные бумаги привлекательными для долгосрочных инвесторов и препятствует построению полной кривой доходности, которая необходима для сравнения с другими сегментами финансового рынка.

Целью данного исследования является определение влияния ограниченных финансовых инструментов на инвестиционную активность в Узбекистане, с акцентом на анализ текущего состояния и проблем функционирования рынка государственных облигаций. Исследование направлено на выявление наиболее важных факторов, препятствующих развитию данного сегмента финансового рынка, а также разработка предложений по расширению спектра инструментов и повышению инвестиционной привлекательности инструментов государственного долга.

Обзор литературы.

Для оценки текущего состояния и основных ограничений развития рынка государственных облигаций Республики Узбекистан в период с 2018 по 2024 год было проведено сочетание статистического анализа данных, предоставленных Министерством экономики и финансов о размещениях и спросе на государственные ценные бумаги, а также графического анализа динамики показателей объемов спроса и выпуска. Проведенный анализ позволил выявить дисбалансы между спросом и предложением инвесторов, сделать выводы о степени ликвидности и привлекательности отдельных категорий государственных облигаций для разных групп инвесторов.

Развитие рынка государственных облигаций на развивающихся рынках рассматривается в многочисленных научно-прикладных исследованиях. В международной практике рынок государственных облигаций играет ключевую роль в управлении государственным долгом, регулировании ликвидности и формировании кривой доходности.

Американский ученый Джон Халл в своей книге «Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты» рассматривает государственные облигации как основу для создания производных инструментов (фьючерсов и опционов) и подчеркивает их важность для хеджирования рисков и стабилизации финансовых рынков (Вильямс, 2016).

Фредерик С. Мишкин в своей книге «Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков» анализирует государственные облигации как центральный инструмент денежно-кредитной политики. Он объясняет, что операции (покупка и продажа) государственных ценных бумаг влияют на денежную массу, инфляцию и экономическую активность. Кроме того, он указывает на их международное значение, поскольку государственные ценные бумаги включены в резервы центральных банков других стран (Вильямс, 2006).

Российский ученый Рубцов Б.Б., доктор экономических наук, в своей диссертации «Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития» рассматривает государственные облигации как важный инструмент международных инвестиций и средство хеджирования рисков. Он указывает, что их надежность зависит от кредитоспособности эмитента, а доходность государственных ценных бумаг влияет на формирование процентных ставок по всему спектру финансовых активов (Рубцов, 2000).

В учебнике «Рынок ценных бумаг» (Галанова и Басова, 2006) государственные ценные бумаги рассматриваются как инструменты покрытия дефицита бюджета и реализации экономической политики. Авторы сосредотачиваются на их регулирующей функции, поскольку они представляют собой центральный инструмент денежно-кредитной политики.

В учебнике «Финансовые рынки и ценные бумаги» российский ученый описывает Шохазамий (2005) утверждает, что государственные облигации исторически возникли как инструмент доверия к государству, и их развитие неразрывно связано с эволюцией национальных финансовых систем. Автор подчеркивает, что процесс размещения государственных ценных бумаг значительно изменился – с закрытых аукционов на открытые торги, что повысило прозрачность и доступность рынка для более широкого круга инвесторов.

До настоящего времени в Узбекистане не проводилось комплексное исследование, детально исследующих институциональные и структурные ограничения, препятствующие развитию рынка государственных облигаций. Большинство существующих работ ограничивается описанием общей динамики выпуска и размещения государственных облигаций без углубленного анализа факторов, сдерживающих инвестиционную активность.

Особенностью этого исследования является то, что в нем впервые систематически обобщаются данные о спросе и предложении на рынке государственных облигаций за период 2018-2024 годов с выделением наиболее важных дисбалансов по категориям сроков погашения. Кроме того, рассматриваются текущие макроэкономические условия и особенности инвестиционного поведения в Узбекистане, что позволяет сформулировать практические рекомендации по повышению эффективности рынка государственных ценных бумаг.

Методология.

Методологической основой данного исследования послужил комплексный подход анализа рынка государственных облигаций Республики Узбекистан на период 2018-2024 гг. В работе использовались как количественные, так и качественные методы исследования. Эмпирическую основу составили официальные статистические данные Министерства экономики и финансов, включающие показатели объема эмиссии, спроса, размещения и доходности государственных облигаций различных сроков погашения.

Методы сравнительного анализа, графической интерпретации и расчета коэффициентов удовлетворенности спросом для каждого сегмента (краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные государственные облигации) использовались для оценки структуры рынка и выявления институциональных ограничений. Анализ позволил сравнить объем предложения с фактическим спросом и выявить неиспользованный инвестиционный потенциал рынка.

Анализ и результаты.

С момента обретения независимости, отечественный фондовый рынок претерпел значительные качественные изменения, вызванные созданием благоприятных условий для функционирования рыночного механизма, основанного на свободном определении

цен с точки зрения спроса и предложения. На этапе экономического развития возникла острая необходимость в эффективных инструментах финансового регулирования, направленных на стабилизацию и рост финансовой системы страны. Также требуется дальнейшее развитие современных методов управления доходами и расходами государственного бюджета, а также развитие денежного рынка и рынка капитала.

Министерство экономики и финансов совместно с Центральным банком с 1996 года занимается формированием рынка государственных ценных бумаг, основной целью которого является обеспечение альтернативных источников финансирования дефицита бюджета без создания инфляционного давления. Это стало важным этапом в развитии национального фондового рынка и, тем самым, определило дальнейший путь развития фондового рынка.

В период с 1996 по 1999 год наблюдался значительный рост объемов размещения государственных ценных бумаг. В последующие годы отмечались как периоды снижения, так и незначительного роста объемов выпусков. Однако в целом в этот период наблюдается значительное снижение объемов размещения государственных облигаций, что наглядно представлено на Рисунке 1.

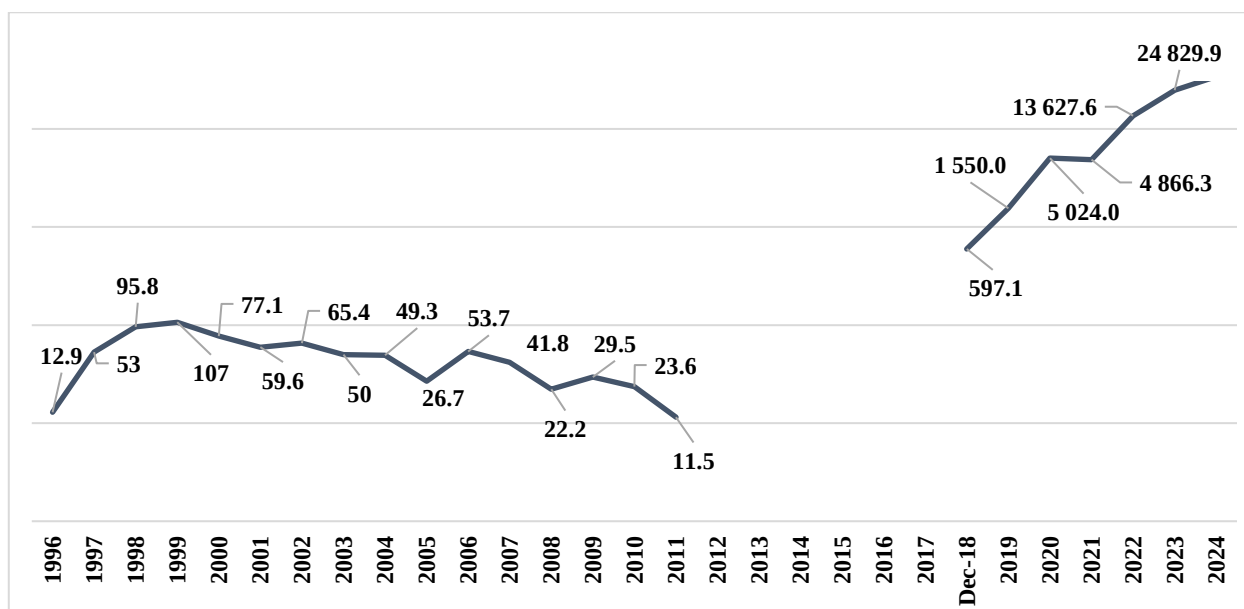


Рис. 1: Объёмы размещенных ГЦБ за 1996–2024 годы (млрд. сум) (imv.uz, 2025)

Из графика видно, что максимальный объем выпуска государственных облигаций был достигнут в 1999 году, после чего объем государственных заимствований начал снижаться. С 2004 года среднесрочные казначейские обязательства стали занимать большую долю в структуре государственных заимствований. Данные свидетельствуют о том, что на протяжении всего периода обращения облигаций наблюдается устойчивая тенденция к снижению объемов выпуска и доходности государственных ценных бумаг. Это обосновывается растущим числом альтернативных финансовых инструментов, таких как банковские депозиты и корпоративные облигации с более высокой доходностью, что более привлекательны с точки зрения инвесторов по сравнению с казначейскими облигациями.

Следует отметить, что со второго полугодия 2011 года выпуск государственных облигаций в Республике Узбекистан был полностью приостановлен, что свидетельствует об изменении политики государственных заимствований и регулирования финансовых рынков. Это решение было обосновано Министерством финансов, что при достаточном объеме государственного бюджета нет необходимость в выпуске государственных ценных бумаг.

В декабре 2018 года Постановлением Кабинета Министров №1016 «О мерах по организации выпуска государственных казначейских обязательств и облигаций Республики Узбекистан» возобновляется проспект эмиссии государственных облигаций, что является значительным этапом в развитии рынка государственных ценных бумаг. Данный нормативно-правовой акт определяет основные механизмы выпуска, размещения и обращения с государственными долговыми инструментами, а также институциональные аспекты управления ими.

Объем выпуска государственных ценных бумаг в Узбекистане в последние годы значительно вырос. Причинами этого считаются увеличение потребности бюджета в финансировании инфраструктурных и социальных проектов, ростом доверия зарубежных инвесторов к нему, а также улучшением торгов на вторичном рынке. Правительство активно развивает рынок облигаций, внедряя в обращение инструменты долгосрочного финансирования и упрощая платформу торгов как на первичном, так и на вторичном рынке ГЦБ.

Что касается привлекательности ГЦБ, то у таких облигаций есть несколько преимуществ для инвесторов. Во-первых, риск невелик, поскольку они защищены государственными гарантиями, что делает их безопасным инструментом. Во-вторых, ликвидность: ГКО обладают высокой ликвидностью на вторичном рынке, что позволяет инвесторам быстро продавать или покупать эти ценные бумаги. В-третьих, краткосрочные облигации предлагают гибкость: они позволяют инвесторам диверсифицировать свои портфели в зависимости от состояния экономики и рыночных изменений, что делает их привлекательными для тех, кто заинтересован в быстрой адаптации к новым условиям.

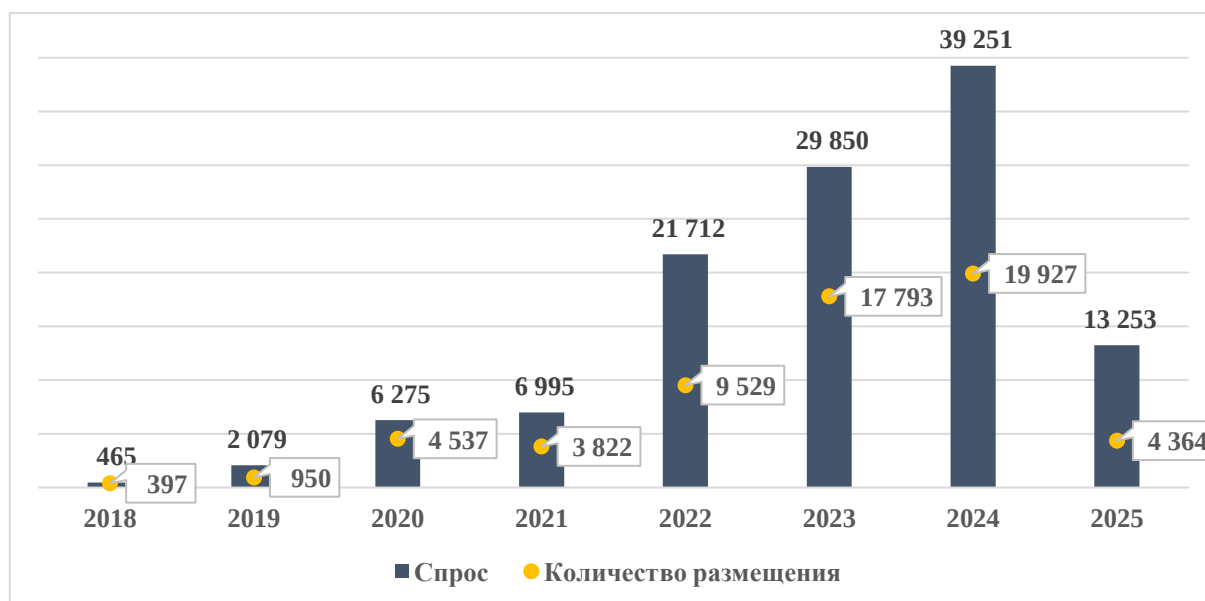


Рис. 2: Динамика общего объема спроса и количество размещений краткосрочных обязательств (млрд. сум) - на состояние 1 квартала 2025 года. (imv.uz, 2025)

Наибольший интерес инвесторов наблюдается в сегменте краткосрочных государственных ценных бумаг (рис. 2). Высокая инвестиционная привлекательность в краткосрочной перспективе демонстрируют устойчивый и быстрый рост начиная 2022 года. Особенно выделился 2024 год, где спрос достиг своего пика - более 39 триллионов сумов. Это говорит о том, что инвесторы рассматривают краткосрочные инструменты как надежный и ликвидный способ вложения денег. Общий объем спроса в этой категории на конец 2024 года составил 106 627 млрд. сум, что делает их бесспорными лидерами по привлекательности для первичных дилеров. Однако фактический объем

размещения был значительно меньше – всего 56 956 млрд. сум. Таким образом, было удовлетворено около 53,4% заявленного спроса, а абсолютное несоответствие между спросом и предложением составило 49 671 млрд. сум. Этот факт может указывать на то, что государство хочет ограничить краткосрочные заимствования, чтобы минимизировать бюджетные риски, связанные с необходимостью регулярного погашения.

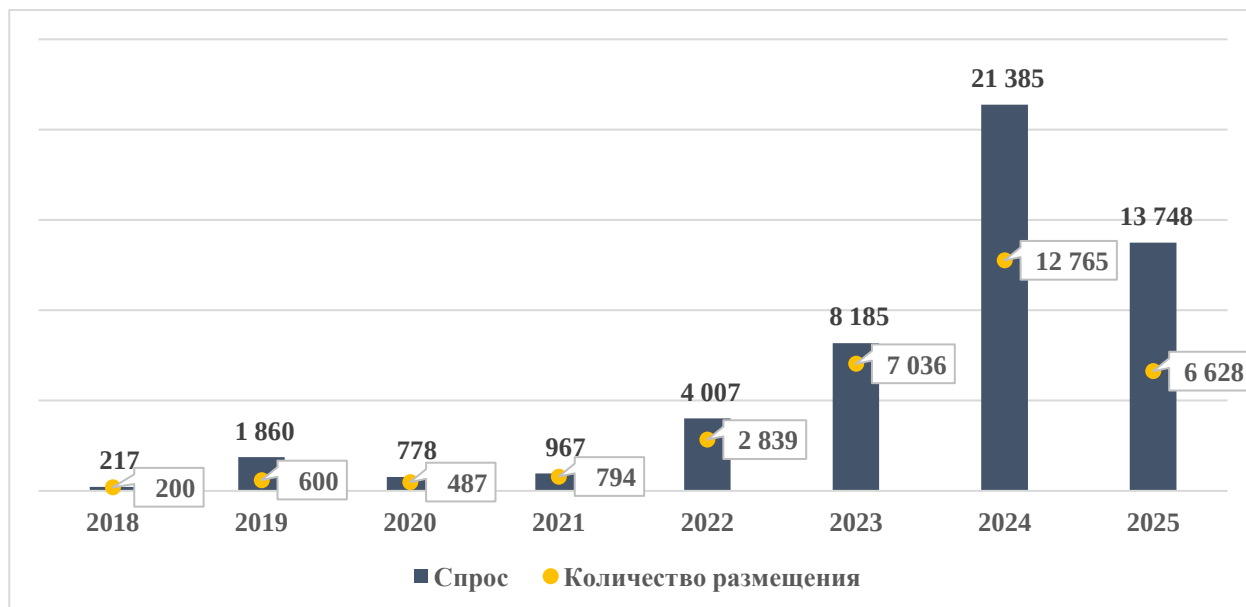


Рис. 3: Динамика общего объема спроса и количество размещений среднесрочных облигаций (млрд. сум) - на состояние 1 квартала 2025 года. (imv.uz, 2025)

Среднесрочные облигации также пользуются стабильным спросом, который каждый год превышает объем их размещения (рис. 3). Это означает, что инвесторы готовы инвестировать в долгосрочной перспективе, в ожидании стабильности макроэкономических условий и надежности государственного долга. Это особенно заметно в 2024 году, когда спрос почти вдвое превышает предложение (21 385 млрд. сумов против 12 765 млрд.), что создает предпосылки для корректировки кредитной политики государства для увеличения предложения таких ценных бумаг. Совокупный спрос на этот вид ценных бумаг на конец 2024 года составил 37 398 млрд сумов, в то время как объем фактически размещенных облигаций достиг 24 721 млрд сумов. Это соответствует коэффициенту покрытия спроса 66,1%. Такая ситуация может указывать на то, что среднесрочное кредитование рассматривается как компромиссное решение, позволяющее как оптимизировать затраты на обслуживание долга, так и постепенно увеличивать средний срок погашения долговых обязательств.

Несмотря на то, что спрос на долгосрочные облигации меньше, чем на краткосрочные и среднесрочные, интерес к ним постепенно растет (рис. 4). Например, в 2024 году спрос составил более 2 млрд. сумов. Это может указывать на то, что инвесторы становятся все более уверенными в экономике и готовы вкладывать свои средства на длительный период и ожидая стабильный доход. Общий объем спроса составил на конец 2024 года составил 4 245 млрд сумов, в то время как объем размещения составил 2 974 млрд сумов, что составляет 70% от заявленного спроса. Хотя абсолютные значения в этом сегменте остаются крайне низкими, здесь наблюдается самый высокий уровень удовлетворения спроса. Это может указывать на то, что правительство пытается продлить срок погашения государственного долга, тем самым уменьшая давление на бюджет в краткосрочной перспективе.

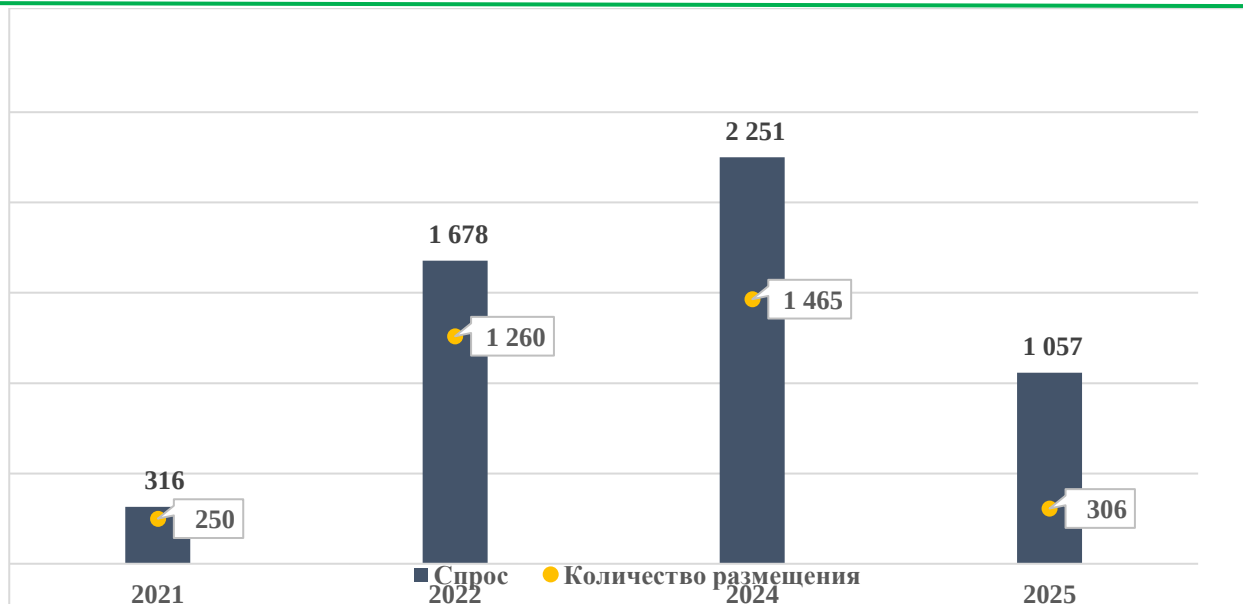


Рис. 4: Динамика общего объема спроса и количество размещений долгосрочных облигаций (млрд. сум) - на состояние 1 квартала 2025 года. (imv.uz, 2025)

Сравнивая три категории облигаций, рынок краткосрочных облигаций остается наиболее активным по объему, поскольку на него приходится как самый большой спрос, так и наибольшее количество размещений (Режаббаев, Каримова, 2025). Это связано с их низким уровнем риска и высоким оборотом, что делает их привлекательными для широкого круга инвесторов. Промежуточную позицию занимают среднесрочные облигации, спрос на которые постоянно превышает предложение, что может служить сигналом для увеличения объема эмиссии в будущем. Долгосрочные инструменты пока остаются нишей, но наблюдается тенденция к росту интереса к ним, особенно среди инвесторов, которые ценят долгосрочную прибыль.

Выводы.

Несмотря на положительную динамику формирования рынка государственных ценных бумаг в Республике Узбекистан, его деятельность по-прежнему связана с рядом структурных и институциональных ограничений, которые существенно влияют на темпы и особенности его роста. Современные реалии требуют от страны интенсивного использования гибких и инновационных форм заимствования, способных продуктивно адаптироваться к изменившимся условиям на финансовых рынках. В настоящее время структура рынка государственных облигаций все еще довольно консервативна и недостаточно диверсифицирована. Рынок государственных облигаций Узбекистана представлен в основном классическими долговыми инструментами с фиксированной процентной ставкой и стандартными сроками обращения (краткосрочными, среднесрочными и долгосрочными).

Конечно, такие инструменты выполняют важную макроэкономическую функцию, а также служат механизмом получения государственных займов, обеспечивая возможность накопления бюджетных средств и, кроме того, являются инструментом управления текущей ликвидностью в рамках экономической концепции (Режаббаев, 2023). Однако в условиях стремительного развития финансовых технологий и улучшения условий для инвесторов подобные инструменты уже не в полной мере отвечают современным реалиям.

Особо следует отметить тот факт, что на рынке отсутствуют инструменты такие, как облигации с плавающей ставкой. Подобные финансовые инструменты широко используются в международной практике и предоставляют инвесторам

дополнительный уровень гибкости, поскольку размер купонного дохода корректируется в соответствии с текущей рыночной конъюнктуры - обычно привязывается к ключевой ставке центрального банка или другими рыночными показателями. Это позволяет оптимально контролировать процентные риски и адаптировать инвестиционные стратегии к изменяющимся условиям.

Отсутствие на рынке таких гибких и адаптируемых инструментов существенно ограничивает его функциональность, снижает его привлекательность для потенциальных инвесторов – как отечественных, так и иностранных – и препятствует в долгосрочной перспективе полному превращению рынка в стабильную и глубоко интегрированную часть национальной финансовой системы.

Разнообразие финансовых инструментов на внутреннем рынке государственных облигаций является ключевым фактором стабильности финансовой системы и эффективности реализации фискальной политики. Для достижения этих целей необходима реализация комплекса мер, направленных на расширение инструментов, выпускаемых государством и развитие рыночной инфраструктуры. Первоначально основное внимание уделяется выпуску ценных бумаг с различными параметрами доходности и сроком обращения, таких как облигации с плавающей ставкой, индексированные облигации и так называемые «зеленые» и «социальные» облигации, доходы от которых пойдут на реализацию экологически важных и социально необходимых проектов. Это в свою очередь создаст более гибкую, адаптированную к макроэкономическим изменениям финансовую инфраструктуру, которая окажет положительное влияние на стабильность национальной экономики.

Литература/Reference:

- imv.uz, (2025) Сайт Министерства экономики и финансов РУз – <https://www.imv.uz>.
- Вильямс (2016) Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты: учебник / Дж. К. Халл – 8-е изд. – Пер. с англ. — М.: -1024 с.
- Вильямс, (2006) Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф.С. Мишкин – 7-е изд. – Пер. с англ. - М.: - 880 с.
- Галанова В.А., Басова А.И. (2006) Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. - 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, – 448 с.
- Режаббаев С.У. (2023) Фондовые рынки и финансовая грамотность: путь к финансовому осознанию. С.У. Режаббаев // *Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot*. № 11–12. С. 488–498. DOI: https://doi.org/10.55439/GED/vol2_iss11-12.
- Режаббаев С.У., Валиева О.О. (2024) Воздействие централизованного порядка выплаты доходов по ценным бумагам на ликвидность рынка: эмпирическое исследование на примере Узбекистана. "Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil" ilmiy elektron jurnal, 2024-yil, oktabr, 416-424 б. DOI: <https://doi.org/10.60078/2992-877X-2024-vol2-iss10-pp416-424>.
- Режаббаев С.У., Каримова Д.М. (2025) Роль государственного заимствования в достижении целей устойчивого развития и финансирования климатических проектов. Республиканская научная онлайн конференция, 2025- май, 48-53 стр.
- Рубцов Б.Б. (2000) Мировые фондовые рынки (Проблемы и тенденции развития): Дис. д-ра экон. Наук. – М., – 440 с.
- Шохаъзамий Ш.Ш. (2005) Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга 2: учебник – Т.: «iqtisod-moliya», – 854 с.