UO'K: 338.2:553.411(575.1)

OLTIN NARXLARI VOLATILLIGI SHAROITIDA XOMASHYO DAROMADLARINI BOSHQARISH: O'ZBEKISTON UCHUN SUVEREN FOND VA FISKAL QOIDALAR

Sobirov Hurrambek Muzaffar o'g'li
Stajyor-o'qituvchi, Toshkent gumanitar fanlar universiteti
E-mail: sobirovh330@gmail.com

Annotatsiya. Tezisda 2025–2026-yillarda jahon bozorida oltin narxlarining keskin o'sishi va tebranishi sharoitida O'zbekiston iqtisodiyotining xomashyo daromadlariga bog'liqligi, «Gollandiya kasalligi» xavfi va ushbu daromadlarni boshqarish mexanizmlari tahlil qilingan. Oltin eksporti va xalqaro zaxiralar tarkibi asosida iqtisodiyotning tashqi zarbalarga sezgirligi baholangan, Norvegiya, Chili va Qozog'iston tajribasi asosida suveren fond va fiskal qoidalarni takomillashtirish bo'yicha takliflar berilgan.

Kalit so'zlar: oltin narxi, xomashyo daromadlari, «Gollandiya kasalligi», suveren boylik fondi, fiskal qoida, xalqaro zaxiralar, eksport diversifikatsiyasi.

Abstract. The paper analyses Uzbekistan's dependence on commodity revenues, the risk of «Dutch disease» and mechanisms for managing these revenues amid the sharp rise and volatility of world gold prices in 2025–2026. The sensitivity of the economy to external shocks is assessed on the basis of gold exports and the composition of international reserves, and proposals for a sovereign wealth fund and improved fiscal rules are made drawing on the experience of Norway, Chile and Kazakhstan.

Keywords: gold price, commodity revenues, Dutch disease, sovereign wealth fund, fiscal rule, international reserves, export diversification.

2025–2026-yillarda jahon oltin bozorida tarixiy o'zgarishlar ro'y berdi: 2025-yil oktabrida oltin narxi ilk bor bir troya unsiyasi uchun 4 000 AQSh dollaridan oshdi, 2026-yil mart oyi boshida esa 5 100 dollardan yuqori darajaga chiqdi [2; 4]. Oltinning yirik ishlab chiqaruvchisi va eksportchisi bo'lgan O'zbekiston uchun bu holat bir vaqtning o'zida ham tarixiy imkoniyat, ham yangi tavakkalchilik manbaiga aylandi. Muallifning magistrlik dissertatsiyasi doirasida o'tkazilgan ekspert baholashda xomashyo eksportiga bog'liqlik mamlakat iqtisodiy tizimi barqarorligini cheklovchi eng jiddiy muammo sifatida baholangan (10 ballik shkalada 9,3 ball), ko'p omilli regression tahlilda esa barqarorlik indeksiga statistik ahamiyatli salbiy ta'sir ko'rsatgan ($\beta = -0{,}18$; $p < 0{,}05$) [3].

Rasmiy ma'lumotlarga ko'ra, oltin eksporti 2019–2022-yillarda yiliga 4,1–5,8 mlrd dollar atrofida bo'lgan bo'lsa, 2025-yilda rekord darajadagi 9,9 mlrd dollarni tashkil etdi (1-jadval). 2025-yilda oltin jami eksportning 29,3 foizini, 9 oylik yakunlariga ko'ra esa 37 foizini tashkil etgan [1; 2].

1-jadval

O'zbekistonda oltin eksporti dinamikasi, mlrd AQSh dollari

Yillar	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

Yillar	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Oltin eksporti	4,9	5,8	4,1	4,1	8,1	7,4	9,9

Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida [1].

Oltin narxining o'sishi Markaziy bank xalqaro zaxiralarini ham tarixiy maksimumga olib chiqdi: 2026-yil mart holatiga zaxiralar 77,1 mlrd dollarga yetib, ularning 87,8 foizini monetar oltin tashkil etdi [4]. Biroq zaxiralar tarkibidagi bunday yuqori konsentratsiya ularni narx tebranishlariga o'ta sezgir qiladi. Jumladan, 2026-yil sentabrida oltin narxi bir troya unsiyasi uchun qariyb 4 660 dollardan 4 176 dollargacha (taxminan 10 foizga) pasaygach, xalqaro zaxiralar bir oy ichida 5,54 mlrd dollarga (7,7 foizga) qisqarib, 66,58 mlrd dollarni tashkil etdi; oltinning zaxiralardagi ulushi esa qariyb 90 foizga yetdi [5]. Ushbu holat oltin daromadlarining beqarorligini va ularni boshqarishning maxsus mexanizmi zarurligini yaqqol ko'rsatadi.

Iqtisodiy nazariyada xomashyo bumining salbiy oqibatlari «Gollandiya kasalligi» sifatida tanilgan. W. Corden va J. Neary [6] modeliga ko'ra, xomashyo eksportidan tushumning keskin oshishi milliy valyutaning real mustahkamlanishiga va qayta ishlash sanoatining raqobatbardoshligi pasayishiga olib keladi. J. Sachs va A. Warner [7] tabiiy resurslarga boy mamlakatlarda iqtisodiy o'sish sur'atlari pastroq bo'lishini empirik jihatdan asoslagan, F. van der Ploeg [8] esa «resurs la'nati»ning asosiy sababi resurslarning o'zi emas, balki daromadlarni boshqarish institutlarining sifati ekanligini ko'rsatgan. O'zbekistonda bu xavfning ayrim belgilari ko'zga tashlanmoqda: 2025-yilda so'm AQSh dollariga nisbatan 6,9 foizga mustahkamlandi [9], tashqi savdo defitsiti 13,5 mlrd dollardan oshdi, sanoat tovarlarining eksportdagi ulushi esa 11,8 foizni tashkil etdi [1]. Dissertatsiya doirasida Solow modeli asosida bajarilgan hisob-kitoblar ham iqtisodiy o'sishda texnologik taraqqiyot hissasi atigi 20 foiz ekanligini ko'rsatgan [3].

Mamlakatda xomashyo daromadlarini boshqarishga oid ayrim institutlar mavjud. 2006-yilda tashkil etilgan O'zbekiston Respublikasi Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi asosan infratuzilma va sanoatni modernizatsiya qilish loyihalarini moliyalashtiruvchi taraqqiyot instituti sifatida faoliyat yuritmoqda: uning ishtirokida umumiy qiymati qariyb 27,7 mlrd dollarlik 136 ta investitsiya loyihasi moliyalashtirilgan [10]. Fiskal siyosat sohasida 2025-yilda konsolidatsiyalashgan byudjet defitsiti YaIMning 2,1 foizini tashkil etib, belgilangan 3 foizlik chegaradan past bo'ldi, 2027-yilgi byudjetdan boshlab esa mineral resurslardan tashqari (nomineral) birlamchi defitsitga nominal chegara joriy etilishi ko'zda tutilmoqda [9]. Bu ijobiy qadam bo'lsa-da, oltin narxining uzoq muddatli darajasidan ortiq tushumlarni shaffof jamg'arish va xorijiy aktivlarga investitsiyalash qoidalari, investitsion siyosat va hisobotlari ochiq e'lon qilinadigan, xalqaro standartlarga mos tizim hali to'liq shakllanmagan.

Xorijiy tajriba bu borada tayyor yechimlarni taklif etadi. Norvegiyada neft-gaz daromadlari to'liq Hukumat pensiya jamg'armasiga (Government Pension Fund Global) yo'naltiriladi va faqat xorijiy aktivlarga investitsiya qilinadi, byudjetga esa 2017-yildan buyon jamg'arma qiymatining kutilayotgan real daromadliligiga teng – qariyb 3 foizlik qism o'tkaziladi [11]. Chilida 2001-yildan tarkibiy byudjet balansi qoidasi amal qiladi: mis narxining uzoq muddatli mezon darajasini mustaqil ekspertlar qo'mitasi belgilaydi, undan ortiq tushumlar esa Iqtisodiy va ijtimoiy barqarorlashtirish jamg'armasida to'planadi [12]. Qozog'istonda 2000-yilda tashkil etilgan Milliy jamg'arma neft daromadlarini jamg'arish va byudjetga belgilangan hajmdagi transfertlar orqali foydalanish tizimiga asoslangan. Suveren fondlar boshqaruvining xalqaro standarti sifatida «Santyago tamoyillari» [13] qabul qilingan.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

Yuqoridagi tahlil asosida O'zbekistonda oltin daromadlarini boshqarish tizimini takomillashtirish bo'yicha quyidagi takliflar ishlab chiqildi:

1) **«Mezon narx» qoidasini joriy etish:** oltin qazib oluvchi davlat korxonalaridan tushadigan soliq, renta va dividend daromadlarining oltinning uzoq muddatli mezon narxidan (mustaqil ekspertlar belgilaydigan yoki so'nggi 10 yillik o'rtacha narx) ortiq qismini avtomatik ravishda barqarorlashtirish va jamg'arish jamg'armasiga yo'naltirish.

2) **Jamg'armaning institutsional shaklini belgilash:** Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi tarkibida alohida jamg'arish kichik jamg'armasi yoki mustaqil «Kelajak avlodlar jamg'armasi»ni tashkil etib, uning aktivlarini xorijiy diversifikatsiyalangan moliyaviy aktivlarga investitsiya qilish. Bu valyuta tushumlarining ichki bozorga bosimini kamaytirib, so'mning ortiqcha real mustahkamlanishini cheklaydi.

3) **Fiskal langarni qonunda mustahkamlash:** mineral resurslardan tashqari birlamchi defitsit chegarasini Byudjet kodeksida doimiy qoida sifatida belgilash va undan chetga chiqish shartlarini aniq ko'rsatish.

4) **Shaffoflik va boshqaruv:** jamg'arma faoliyatini Santyago tamoyillariga muvofiq tashkil etish – mustaqil kuzatuv kengashi, ochiq investitsion deklaratsiya hamda tashqi auditdan o'tgan yillik hisobotlarni e'lon qilish.

5) **Tabiiy kapitalni inson kapitaliga aylantirish:** jamg'armaning asosiy kapitalini emas, balki undan olinadigan daromadning bir qismini ilmiy tadqiqotlar va ta'limga yo'naltirish. Dissertatsiya tadqiqotida ilmiy-tadqiqot xarajatlari YaIMning atigi 0,2 foizini tashkil etishi va innovatsion salohiyat iqtisodiy barqarorlikka kuchli ijobiy ta'sir ko'rsatishi ($\beta = +0{,}45$) aniqlangan [3].

6) **Zaxiralar tarkibini diversifikatsiya qilish:** Markaziy bank zaxiralarini boshqarish siyosatida oltin ulushining yuqoriligi bilan bog'liq konsentratsiya xavfini muntazam baholash va zaxiralar tarkibini bosqichma-bosqich diversifikatsiya qilish mezonlarini ishlab chiqib, e'lon qilish.

Xulosa qilib aytganda, 2026-yil sentabrida oltin narxining bir oyda 10 foizga pasayishi xalqaro zaxiralarni 5,5 mlrd dollarga kamaytirgani oltin daromadlariga haddan tashqari tayanish xavfli ekanligini ko'rsatdi. Taklif etilayotgan mexanizm vaqtinchalik narx yuksalishidan olingan daromadni doimiy milliy boylikka aylantirish, «Gollandiya kasalligi» xavfini kamaytirish va byudjet barqarorligini ta'minlash imkonini beradi. Bu esa muallif tomonidan ishlab chiqilgan «ITBRM-2030» konsepsiyasining resurs samaradorligi (ITBRM-R) komponentini amalga oshirishning amaliy yo'nalishlaridan biri hisoblanadi.

Foydalanilgan adabiyotlar:

1. Uzbekistan's foreign trade tops $81bn in 2025 as gold exports surge // Kun.uz. – 2026. – URL: https://kun.uz/en/18273717
2. Why global gold price shocks matter for Uzbekistan's economy // Kun.uz. – 2025-yil 28-noyabr. – URL: https://kun.uz/en/news/2025/11/28/why-global-gold-price-shocks-matter-for-uzbekistans-economy
3. [Muallifning familiyasi va ismi]. O'zbekistonda iqtisodiy tizimni barqaror rivojlantirish mexanizmlarini takomillashtirish: magistrlik dissertatsiyasi. – [Shahar]: [Oliy ta'lim muassasasi], [yil].
4. Uzbekistan's International Reserves Reach Record $77.1 Billion // INVEXI. – 2026. – URL: https://invexi.org/press/uzbekistan-s-international-reserves-reach-record-77-1-billion/

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

5. Uzbekistan's international reserves fall by $5.5 billion in September to below $67 billion // Spot.uz. – 2026-yil 9-oktabr. – URL: https://www.spot.uz/en/2026/10/09/gold-reserves
6. Corden W.M., Neary J.P. Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy // The Economic Journal. – 1982. – Vol. 92, No. 368. – P. 825–848.
7. Sachs J.D., Warner A.M. Natural Resource Abundance and Economic Growth // NBER Working Paper. – 1995. – No. 5398.
8. van der Ploeg F. Natural Resources: Curse or Blessing? // Journal of Economic Literature. – 2011. – Vol. 49, No. 2. – P. 366–420.
9. IMF. Uzbekistan: Staff Concluding Statement of the 2026 Article IV Mission. – Washington, D.C., 2026. – URL: https://www.imf.org/en/news/articles/2026/04/13/mcs041326-uzbekistan
10. O'zbekiston Respublikasi Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi. Rasmiy sayt. – URL: https://en.ufrd.uz
11. Norges Bank Investment Management. Government Pension Fund Global. – URL: https://www.nbim.no
12. Frankel J.A. A Solution to Fiscal Procyclicality: The Structural Budget Institutions Pioneered by Chile // NBER Working Paper. – 2011. – No. 16945.
13. International Working Group of Sovereign Wealth Funds. Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices («Santiago Principles»). – 2008.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.