# RAQAMLI VALYUTALAR VA STABLECOINLARNING ZAMONAVIY PUL TIZIMIGA TA’SIRI: PUL-KREDIT SUVERENITETI VA MOLIYAVIY BARQARORLIK MUAMMOLARI

**Axmedov Rahmonjon Mamadjanovich**
Namangan davlat universiteti
ORCID:0009-0001-9620-8310
e-mail: axmedov_rahmonjon@namdu.uz
**Tursunaliyeva Hayotxon Roxatali qizi**
Namangan davlat universiteti
Bank ishi yo‘nalishi 2-kurs talabasi
e-mail: tursunaliyevahayotxon07@gmail.com
https://doi.org/10.5281/zenodo.24161147

**ANNOTATSIYA**

Mazkur maqolada raqamli moliyaviy texnologiyalarning rivojlanishi sharoitida stablecoinlar va boshqa raqamli valyutalarning zamonaviy pul tizimiga ta’siri, xususan, milliy pul-kredit suvereniteti va moliyaviy barqarorlik bilan bog‘liq masalalar tadqiq etilgan. Tadqiqotning maqsadi stablecoinlarning iqtisodiy mohiyatini pul nazariyasining asosiy tamoyillari asosida yoritish, ularning milliy pul tizimiga ta’sir ko‘rsatish mexanizmlarini aniqlash hamda rivojlanayotgan mamlakatlar uchun tegishli institutsional va tartibga solish yo‘nalishlarini asoslashdan iborat. Tadqiqotda tizimli tahlil, qiyosiy tahlil, institutsional yondashuv va ilmiy manbalarni umumlashtirish usullaridan foydalanilgan. Xalqaro hisob-kitoblar banki, Xalqaro valyuta jamg‘armasi va Moliyaviy barqarorlik kengashining tegishli tahliliy materiallari asosida stablecoinlarning pul funksiyalari, valyuta substitutsiyasi, bank depozitlari, kapital oqimlari va pul-kredit siyosati transmissiyasiga ta’siri o‘rganilgan. Tahlil natijasida stablecoinlarning iqtisodiy samaradorligi bilan bog‘liq imkoniyatlar va ular yuzaga keltirishi mumkin bo‘lgan makroiqtisodiy xavflar o‘rtasidagi bog‘liqlik ochib berilgan. Xususan, xorijiy valyutaga bog‘langan stablecoinlardan keng foydalanish milliy valyutaga talabni kamaytirishi, banklarning moliyalashtirish manbalariga ta’sir ko‘rsatishi va markaziy bankning monetar siyosati samaradorligini cheklashi mumkinligi asoslangan. Shu bilan birga, ularning transchegaraviy to‘lovlarni tezlashtirish va raqamli moliyaviy xizmatlardan foydalanish imkoniyatlarini kengaytirish salohiyati ham ko‘rsatib berilgan. Yakunda stablecoinlar faoliyatini tartibga solish, zaxira aktivlari shaffofligini ta’minlash, foydalanuvchilarning mablag‘larini qaytarib olish huquqini kafolatlash va milliy raqamli to‘lov infratuzilmasini rivojlantirish bo‘yicha ilmiy-amaliy takliflar ishlab chiqilgan.

**Kalit so‘zlar:** raqamli valyuta, stablecoin, pul nazariyasi, pul-kredit suvereniteti, moliyaviy barqarorlik, raqamli dollarizatsiya, markaziy bank, pul-kredit siyosati, kapital oqimlari.

**ABSTRACT**

This article examines the impact of stablecoins and other digital currencies on the modern monetary system amid the development of digital financial technologies, with particular emphasis on issues related to national monetary sovereignty and financial stability. The purpose of the study is to explore the economic nature of stablecoins based on the fundamental principles of monetary theory, identify the mechanisms through which they affect national monetary systems, and substantiate relevant institutional and regulatory approaches for developing countries. The study employs systematic analysis, comparative analysis, an institutional approach, and the synthesis of academic literature. Drawing on relevant analytical materials published by the Bank for International Settlements, the International Monetary Fund, and the



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

Financial Stability Board, the study examines the impact of stablecoins on monetary functions, currency substitution, bank deposits, capital flows, and monetary policy transmission. The findings reveal the relationship between the economic efficiency opportunities offered by stablecoins and the macroeconomic risks they may generate. In particular, the study demonstrates that the widespread use of foreign currency-pegged stablecoins may reduce demand for the national currency, affect banks’ funding sources, and constrain the effectiveness of central banks’ monetary policies. At the same time, the potential of stablecoins to accelerate cross-border payments and expand access to digital financial services is highlighted. Finally, the study develops a set of academic and practical recommendations concerning the regulation of stablecoin activities, ensuring the transparency of reserve assets, guaranteeing users’ rights to redeem their funds, and developing national digital payment infrastructure.

**Keywords:** digital currency, stablecoin, monetary theory, monetary sovereignty, financial stability, digital dollarization, central bank, monetary policy, capital flows.

**KIRISH**

Zamonaviy iqtisodiyotda raqamli texnologiyalarning jadal rivojlanishi moliyaviy munosabatlar, to‘lov tizimlari va pul muomalasining shakllariga sezilarli ta’sir ko‘rsatmoqda. Ayniqsa, blokcheyn texnologiyasi, raqamli aktivlar va tokenlashtirilgan moliyaviy instrumentlarning kengayishi pulning iqtisodiy mohiyati, uning muomala vositasi sifatidagi vazifasi hamda davlatning pul-kredit siyosatini amalga oshirish mexanizmlarini qayta ko‘rib chiqish zaruratini yuzaga keltirmoqda.

An’anaviy pul tizimida pul qiymat o‘lchovi, muomala vositasi, to‘lov vositasi va jamg‘arish vositasi funksiyalarini bajaradi. Ushbu funksiyalarning samarali amalga oshishi pul birligiga bo‘lgan ishonch, huquqiy kafolatlar, markaziy bank siyosati va moliyaviy infratuzilmaning barqarorligiga bog‘liq. Raqamli moliyaviy vositalarning paydo bo‘lishi esa mazkur funksiyalarning texnologik shaklini o‘zgartirmoqda.

Bugungi kunda raqamli moliya muhitida markaziy bank raqamli valyutalari (CBDC), tokenlashtirilgan bank depozitlari, kriptoaktivlar va stablecoinlar kabi instrumentlar shakllangan. Ular texnologik jihatdan o‘zaro yaqin bo‘lishiga qaramay, iqtisodiy mohiyati, emitentining huquqiy maqomi, qiymatni ta’minlash mexanizmi va pul tizimidagi o‘rni bilan farqlanadi.

Stablecoinlar qiymatini odatda AQSH dollari, yevro yoki boshqa aktivga bog‘lash orqali nisbatan barqaror saqlashga intiluvchi raqamli tokenlardir. Ularning asosiy xususiyati blokcheyn tarmoqlarida muomalada bo‘lishi, raqamli hamyonlar orqali saqlanishi va ayrim hollarda xalqaro to‘lovlarni tezkor amalga oshirish imkoniyatini yaratishidir. Biroq muayyan valyutaga bog‘langanlik stablecoinning qiymati mutlaq kafolatlanganligini anglatmaydi. Uning barqarorligi emitentning moliyaviy holati, zaxira aktivlarining sifati, likvidligi va tokenni nominal qiymatda qaytarib sotib olish mexanizmlariga bog‘liq.

Mazkur jarayon pul-kredit suvereniteti masalasini ham dolzarb qilib qo‘ymoqda. Pul-kredit suvereniteti davlat va markaziy bankning milliy valyuta, pul taklifi, foiz stavkalari, inflyatsion jarayonlar va to‘lov tizimlariga ta’sir ko‘rsatish imkoniyatlarini anglatadi. Agar iqtisodiy agentlar milliy valyuta o‘rniga xorijiy valyutaga bog‘langan stablecoinlardan keng foydalana boshlasa, milliy pul birligining iqtisodiy muomaladagi o‘rni qisqarishi mumkin.

Xalqaro hisob-kitoblar bankining (BIS) tadqiqotlarida stablecoinlarning keng tarqalishi bank tizimining moliyalashtirish manbalari, kredit taklifi, pul-kredit siyosati transmissiyasi va rivojlanayotgan mamlakatlardagi dollarizatsiya jarayonlariga ta’sir ko‘rsatishi mumkinligi qayd etilgan. Xalqaro valyuta jamg‘armasi (IMF) materiallarida ham xorijiy valyutaga bog‘langan raqamli aktivlar kapital oqimlari va milliy pul-kredit siyosati samaradorligi bilan bog‘liq muammolar nuqtayi nazaridan o‘rganilgan.



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

Shu bilan birga, stablecoinlar zamonaviy moliya tizimi uchun muayyan imkoniyatlarni ham yaratadi. Jumladan, xalqaro hisob-kitoblarni tezlashtirish, vositachilik xarajatlarini kamaytirish, raqamli iqtisodiyotda to‘lov xizmatlarini kengaytirish va moliyaviy xizmatlardan foydalanish imkoniyati cheklangan qatlamlarga yangi vositalarni taqdim etish shular jumlasidandir.

Demak, stablecoinlarni faqat texnologik yangilik yoki kriptoaktivlar bozorining tarkibiy qismi sifatida o‘rganish yetarli emas. Ularning pul nazariyasi, milliy valyuta barqarorligi, bank tizimi va davlatning monetar siyosati bilan bog‘liq jihatlarini kompleks tahlil qilish zarur.

Tadqiqotning maqsadi - raqamli valyutalar va stablecoinlarning zamonaviy pul tizimiga ta’sirini iqtisodiy-nazariy va institutsional jihatdan tahlil qilish, ularning pul-kredit suvereniteti va moliyaviy barqarorlikka ta’sir mexanizmlarini aniqlash hamda tegishli takliflar ishlab chiqish.

Tadqiqot maqsadidan kelib chiqib, quyidagi vazifalar belgilandi:

- raqamli valyutalar va stablecoinlarning iqtisodiy mohiyatini ochib berish;
- stablecoinlarning pul funksiyalarini bajarish imkoniyatlarini tahlil qilish;
- xorijiy valyutaga bog‘langan stablecoinlarning milliy pul tizimiga ta’sir kanallarini aniqlash;
- stablecoinlar va an’anaviy bank tizimi o‘rtasidagi iqtisodiy munosabatlarni o‘rganish;
- stablecoinlarning moliyaviy barqarorlikka ta’sir qiluvchi asosiy xavflarini tizimlashtirish;
- rivojlanayotgan mamlakatlarda raqamli moliyaviy innovatsiyalarni tartibga solish bo‘yicha takliflar ishlab chiqish.

Tadqiqotning asosiy ilmiy muammosi raqamli moliyaviy innovatsiyalarning iqtisodiy samaradorligidan foydalanish bilan birga milliy pul-kredit suvereniteti va moliyaviy barqarorlikni qanday ta’minlash mumkinligini aniqlashdan iborat.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi stablecoinlarning pul tizimiga ta’sirini beshta o‘zaro bog‘liq yo‘nalish — valyuta substitutsiyasi, pul-kredit siyosati transmissiyasi, banklarning moliyalashtirish manbalari, kapital oqimlari va qaytarib sotib olishga bo‘lgan ishonch orqali izohlovchi konseptual yondashuvni ishlab chiqishdan iborat.

**TADQIQOT METODOLOGIYASI**

Tadqiqot nazariy-tahliliy va qiyosiy yondashuv asosida tashkil etildi. Uning axborot bazasini raqamli valyutalar, stablecoinlar, pul-kredit siyosati va moliyaviy barqarorlikka oid xalqaro ilmiy tadqiqotlar hamda xalqaro moliya institutlarining ochiq e’lon qilingan tahliliy materiallari tashkil etadi.

Jumladan, quyidagi tashkilotlarning materiallaridan foydalanildi:

- Xalqaro hisob-kitoblar banki (BIS);
- Xalqaro valyuta jamg‘armasi (IMF);
- Moliyaviy barqarorlik kengashi (FSB).

Manbalarni tanlashda ularning tadqiqot mavzusiga bevosita aloqadorligi, institutsional ishonchliligi, ilmiy asoslanganligi va amaliy ahamiyati hisobga olindi.

Tadqiqotda quyidagi usullardan foydalanildi:

Tizimli tahlil usuli — stablecoinlarning pul tizimi, bank sektori va davlatning pul-kredit siyosati bilan o‘zaro bog‘liqligini yaxlit tizim sifatida o‘rganish uchun qo‘llanildi.

Qiyosiy tahlil usuli — markaziy bank raqamli valyutalari, tokenlashtirilgan bank depozitlari va xususiy stablecoinlarning iqtisodiy hamda institutsional xususiyatlarini solishtirishda foydalanildi.

Institutsional yondashuv — stablecoinlarning emitentlari, huquqiy maqomi, zaxira aktivlari, foydalanuvchilarning talab huquqi va davlat tomonidan nazorat qilinish mexanizmlarini tahlil qilishga xizmat qildi.



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

Ilmiy umumlashtirish usuli — xalqaro tadqiqotlar va institutsional hisobotlarda keltirilgan yondashuvlarni birlashtirish, asosiy muammolarni tasniflash va mualliflik konseptual modelini shakllantirishda qo‘llanildi.

Tadqiqotda raqamli pul instrumentlari ularning emitenti, huquqiy tabiati, qiymatni ta’minlash mexanizmi va qaytarib olish imkoniyatlari asosida tasniflandi.

Bunda uchta asosiy instrument alohida ko‘rib chiqildi:

1. Markaziy bank raqamli valyutasi (CBDC) - markaziy bank tomonidan chiqariladigan va uning majburiyati hisoblangan raqamli pul shakli.
2. Tokenlashtirilgan bank depoziti - tijorat bankidagi depozit majburiyatining raqamli token ko‘rinishida ifodalanishi.
3. Stablecoin - xususiy emitent tomonidan chiqariladigan va qiymati muayyan valyuta yoki aktivga bog‘lanishga intiluvchi raqamli token.

Mazkur tasnif raqamli shaklning o‘zi pulning iqtisodiy mohiyatini belgilamasligini, balki emitent va uning majburiyatlari muhim ahamiyatga ega ekanligini ko‘rsatadi.

Stablecoinlarning pul-kredit suvereniteti va moliyaviy barqarorlikka ta’sirini tizimlashtirish uchun quyidagi konseptual model ishlab chiqildi:

Bu yerda:

- **SC** — stablecoinlardan foydalanish darajasi;
- **CS** — valyuta substitutsiyasi;
- **MPT** — pul-kredit siyosati transmissiyasi;
- **BF** — banklarning moliyalashtirish manbalari;
- **CF** — kapital oqimlari;
- **RR** — stablecoinlarni qaytarib sotib olish xavfi;
- **MS** — pul-kredit suvereniteti;
- **FS** — moliyaviy barqarorlik.

Mazkur model statistik jihatdan baholangan ekonometrik tenglama emas. U xalqaro ilmiy va institutsional manbalar tahlili asosida ishlab chiqilgan konseptual yondashuv bo‘lib, stablecoinlarning iqtisodiy tizimga ta’sirini izohlashga xizmat qiladi.

**TADQIQOT NATIJALARI**

Raqamli valyutalar zamonaviy pul tizimida yagona iqtisodiy kategoriya sifatida namoyon bo‘lmaydi. Ularning ayrimlari markaziy bank majburiyatini, boshqalari tijorat banki yoki xususiy emitentning moliyaviy majburiyatini ifodalaydi. Shu sababli ularni bir xil pul shakli sifatida baholash to‘g‘ri emas.

Markaziy bank raqamli valyutasi davlatning pul emissiyasi bilan bog‘liq institutsional vakolatlari doirasida shakllanadi. Tokenlashtirilgan bank depozitlari tijorat bankining mijoz oldidagi depozit majburiyatini raqamli shaklda ifodalaydi. Stablecoinlar esa xususiy emitent tomonidan chiqarilib, ularning qiymati muayyan aktiv yoki valyutaga bog‘lanadi.

| Taqqoslash mezoni | CBDC | Tokenlashtirilgan depozit | Stablecoin |
|---|---|---|---|
| Emitent | Markaziy bank | Tijorat banki | Xususiy emitent |
| Majburiyatning mohiyati | Markaziy bank majburiyati | Bank depoziti | Emitentning token bo‘yicha majburiyati |
| Qiymat barqarorligi | Milliy pul birligiga nominal bog‘liq | Milliy pul birligiga nominal bog‘liq | Zaxira va qaytarish mexanizmiga bog‘liq |



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

| | | | |
|---|---|---|---|
| Asosiy ta’minot | Markaziy bank balansi | Bank balansi va prudensial talablar | Emitentning zaxira aktivlari |
| Qaytarib olish | Belgilangan huquqiy tartibda | Bank shartlari va qonunchilik asosida | Emitent shartlari va huquqiy tartibga bog‘liq |
| Monetar siyosat bilan aloqa | Bevosita | Bank tizimi orqali | Bilvosita |
| Asosiy xavflar | Kiberxavfsizlik va texnologik uzilishlar | Bank likvidligi va operatsion xavflar | Zaxira, likvidlik va emitent xavfi |

**1-jadval. Raqamli pul instrumentlarining qiyosiy tavsifi**

Jadvaldan ko‘rinadiki, raqamli pul instrumentlari o‘rtasidagi asosiy farq ularning texnologik shaklida emas, balki iqtisodiy majburiyatning kim tomonidan chiqarilishi va qanday kafolatlanishida namoyon bo‘ladi.

Stablecoinlar markaziy bank puliga tenglashtirilmaydi, chunki ular odatda markaziy bank majburiyati emas. Ularning nominal qiymatni saqlashi zaxira aktivlari, emitentning moliyaviy holati va foydalanuvchining qaytarib olish huquqiga bog‘liq.

Pul nazariyasida pulning iqtisodiy mohiyati uning bajaradigan funksiyalari orqali namoyon bo‘ladi. Stablecoinlar ushbu funksiyalarning ayrimlarini bajarishi mumkin, biroq ularning barcha sharoitlarda to‘laqonli pul sifatida ishlashi kafolatlanmaydi.

**Muomala vositasi sifatida.** Stablecoinlar raqamli platformalarda tovarlar va xizmatlar uchun to‘lovlarni amalga oshirish imkonini beradi. Ularning transchegaraviy hisob-kitoblarda qo‘llanishi ayrim hollarda operatsiyalar tezligini oshirishi va vositachilar sonini kamaytirishi mumkin. Biroq tarmoq komissiyasi, konvertatsiya xarajatlari va likvidlik bilan bog‘liq cheklovlar mavjud.

**Qiymat o‘lchovi sifatida.** AQSH dollariga bog‘langan stablecoinlar ayrim foydalanuvchilar uchun narxlarni ifodalash va hisob-kitoblarni amalga oshirishda qulay vosita bo‘lishi mumkin. Biroq ular keng tarqalgan sharoitda milliy valyutaning hisob birligi sifatidagi mavqeiga ta’sir ko‘rsatishi ehtimoli mavjud.

**Jamg‘arish vositasi sifatida.** Yuqori inflyatsiya yoki milliy valyuta qadrsizlanishi xavfi mavjud mamlakatlarda xorijiy valyutaga bog‘langan stablecoinlar jamg‘arma vositasi sifatida tanlanishi mumkin. Lekin ularning ishonchliligi emitentning zaxira aktivlari va qaytarib olish mexanizmining samaradorligiga bog‘liq.

**To‘lov vositasi sifatida.** Stablecoinlar dasturlashtiriladigan to‘lovlar, raqamli shartnomalar va avtomatlashtirilgan hisob-kitoblarda qo‘llanishi mumkin. Shu bilan birga, bunday operatsiyalarning huquqiy yakuniyligi va foydalanuvchi huquqlarining himoyasi muhim masala bo‘lib qoladi.

Demak, stablecoinlarning pul funksiyalarini bajarish darajasi ularning texnologik imkoniyatlaridan tashqari iqtisodiy ishonch va institutsional kafolatlarga ham bog‘liq.

Pul-kredit suvereniteti davlat va markaziy bankning milliy valyuta, pul taklifi, foiz stavkalari va iqtisodiy jarayonlarga monetar vositalar orqali ta’sir ko‘rsatish imkoniyatini anglatadi. Stablecoinlarning keng tarqalishi ushbu imkoniyatlarga bir necha yo‘nalishda ta’sir qilishi mumkin.

Valyuta substitutsiyasi iqtisodiy agentlarning milliy valyuta o‘rniga xorijiy valyutadan foydalanishga moyilligini anglatadi. An’anaviy dollarizatsiya naqd xorijiy valyuta, bank depozitlari va shartnomaviy hisob-kitoblar orqali shakllangan bo‘lsa, stablecoinlar ushbu jarayonning raqamli ko‘rinishini yuzaga keltirishi mumkin.



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

Masalan, milliy valyutaning qadrsizlanishi yoki inflyatsion kutilmalarning kuchayishi sharoitida jismoniy va yuridik shaxslar AQSH dollariga bog‘langan stablecoinlarni jamg‘arish va hisob-kitob vositasi sifatida tanlashi mumkin.

Bunday holatda milliy valyutaga bo‘lgan talabning qisqarishi, xorijiy valyutadagi raqamli aktivlarga talabning ortishi ehtimoli yuzaga keladi. Natijada pul-kredit siyosatini amalga oshirish mexanizmlari murakkablashishi mumkin.

BIS tadqiqotlarida stablecoinlarning aksariyati AQSH dollarida denominatsiyalanganligi va ularning keng tarqalishi ayrim rivojlanayotgan mamlakatlarda raqamli dollarizatsiya xavfini kuchaytirishi mumkinligi ta’kidlanadi.

Markaziy bank foiz stavkalari, likvidlik operatsiyalari va boshqa monetar instrumentlar orqali kreditlash, iste’mol va investitsiya faolligiga ta’sir ko‘rsatadi. Ushbu jarayon pul-kredit siyosati transmissiyasi deb yuritiladi.

Agar iqtisodiy agentlar milliy valyutadagi bank depozitlari va boshqa moliyaviy aktivlar o‘rniga xorijiy valyutaga bog‘langan stablecoinlardan keng foydalansa, markaziy bank foiz stavkalarining iqtisodiy qarorlarga ta’siri ayrim segmentlarda susayishi mumkin.

Bunday sharoitda ichki foiz stavkalari va milliy valyutadagi moliyaviy aktivlar jozibadorligining o‘zgarishi iqtisodiy agentlarning barcha qarorlariga bir xil darajada ta’sir ko‘rsatmaydi. Bu esa markaziy bankning pul-kredit siyosatini amalga oshirish imkoniyatlarini cheklashi ehtimolini yuzaga keltiradi.

Stablecoinlar ayrim sharoitlarda bank depozitlariga muqobil raqamli aktiv sifatida namoyon bo‘ladi. Agar aholi va korxonalar mablag‘larining bir qismini bank depozitlaridan stablecoinlarga o‘tkazsa, tijorat banklarining resurs bazasi o‘zgarishi mumkin.

Bank depozitlarining qisqarishi moliyalashtirish xarajatlarining ortishi, likvidlikni boshqarishdagi qiyinchiliklar va kreditlash imkoniyatlarining cheklanishiga olib kelishi ehtimoli mavjud. Biroq bu ta’sir stablecoinlardan foydalanish ko‘lami, emitentlarning zaxira siyosati va bank tizimi bilan moliyaviy bog‘liqligiga qarab farqlanadi.

Shu sababli stablecoinlarning bank tizimiga ta’sirini baholashda faqat ularning umumiy hajmini emas, balki bank depozitlari va kreditlash bilan o‘zaro munosabatlarini ham hisobga olish lozim.

Stablecoinlarning moliyaviy barqarorlikka ta’siri ularning muomaladagi hajmi, zaxira aktivlari, emitentning moliyaviy holati va boshqa moliyaviy institutlar bilan o‘zaro aloqalariga bog‘liq.

| **Xavf turi** | **Xavfning yuzaga kelish mexanizmi** | **Ehtimoliy iqtisodiy oqibat** | **Xavf turi** |
|---|---|---|---|
| Likvidlik xavfi | Zaxira aktivlarini tezkor sotish imkoniyatining cheklanishi | Qaytarib olish talablarini bajarish qiyinlashadi | Likvidlik xavfi |
| Emitent xavfi | Emitentning moliyaviy yoki operatsion muammolari | Token qiymatiga ishonch pasayadi | Emitent xavfi |
| Ommaviy qaytarib olish xavfi | Foydalanuvchilarning bir vaqtda mablag‘larini qaytarishga urinishi | Zaxira aktivlarini shoshilinch realizatsiya qilish zarurati | Ommaviy qaytarib olish xavfi |



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

| | | | |
|---|---|---|---|
| Bank tizimi xavfi | Depozitlarning stablecoinlarga ko‘chishi | Banklarning moliyalashtirish bazasi qisqarishi mumkin | Bank tizimi xavfi |
| Valyuta xavfi | Xorijiy valyutadagi stablecoinlar ulushining ortishi | Milliy valyuta va valyuta siyosatiga bosim | Valyuta xavfi |
| Kiberxavfsizlik xavfi | Raqamli hamyon, platforma yoki smart-kontrakt zaifliklari | Aktivlarning yo‘qotilishi va operatsion uzilishlar | Kiberxavfsizlik xavfi |
| Huquqiy xavf | Turli davlatlarda tartibga solish talablarining farqlanishi | Foydalanuvchi huquqlarini himoya qilish murakkablashadi | Huquqiy xavf |

**2-jadval. Stablecoinlar bilan bog‘liq asosiy moliyaviy xavflar**

Jadvaldan ko‘rinadiki, stablecoinlar bilan bog‘liq xavflar o‘zaro bog‘liq xususiyatga ega. Masalan, emitentning zaxira aktivlari sifati bo‘yicha shubhalar yuzaga kelishi foydalanuvchilarning ommaviy ravishda mablag‘larini qaytarib olishiga sabab bo‘lishi mumkin. Agar zaxira aktivlari yetarli darajada likvid bo‘lmasa, emitent barcha talablarni o‘z vaqtida bajarishda qiyinchilikka duch keladi.

Natijada stablecoinning nominal qiymati bilan bozordagi real qiymati o‘rtasida tafovut paydo bo‘lishi mumkin. Bu esa foydalanuvchilarning ishonchini pasaytirib, moliyaviy bozorlarda beqarorlikni kuchaytirish ehtimolini yuzaga keltiradi.

Moliyaviy barqarorlik kengashining (FSB) xalqaro tartibga solish bo‘yicha sharhlarida ham stablecoinlar faoliyatini nazorat qilishda davlatlar o‘rtasidagi huquqiy va institutsional nomuvofiqliklar muhim xavf omili sifatida ko‘rsatiladi.

Stablecoinlarning muhim xususiyatlaridan biri ularning transchegaraviy operatsiyalarda qo‘llanish imkoniyatidir. Raqamli hamyonlar va blokcheyn tarmoqlari orqali mablag‘larni turli mamlakatlar o‘rtasida o‘tkazish ayrim hollarda an’anaviy moliyaviy vositachilik xarajatlarini kamaytirishi mumkin.

Biroq xorijiy valyutaga bog‘langan stablecoinlarning transchegaraviy muomalasi kapital oqimlarini boshqarish, valyuta nazorati va to‘lov balansini tahlil qilishda yangi masalalarni yuzaga keltiradi.

Agar stablecoinlar orqali amalga oshiriladigan operatsiyalar tegishli davlatning moliyaviy nazorat tizimida yetarli darajada aks etmasa, kapital harakatining haqiqiy ko‘lamini baholash murakkablashishi mumkin. Bu holat ayniqsa valyuta bozori likvidligi cheklangan va milliy moliya tizimi tashqi shoklarga sezgir bo‘lgan mamlakatlarda muhim ahamiyat kasb etadi.

Shu bilan birga, stablecoinlardan foydalanishning o‘zi kapital qochishini anglatmaydi. Uning real ta’siri mamlakatning makroiqtisodiy holati, valyuta rejimi, moliyaviy infratuzilmasi va nazorat mexanizmlariga bog‘liq.

Stablecoinlar va markaziy bank raqamli valyutalari ayrim texnologik o‘xshashliklarga ega bo‘lishi mumkin. Biroq ularning iqtisodiy va huquqiy mohiyati bir xil emas.

Markaziy bank raqamli valyutasi markaziy bank majburiyati sifatida namoyon bo‘ladi. Stablecoin esa xususiy emitentning majburiyatidir. Shu sababli CBDCning nominal qiymati markaziy bank pul birligiga bevosita bog‘liq bo‘lsa, stablecoinning nominal qiymatni saqlashi zaxira aktivlari, emitentning moliyaviy holati va qaytarib olish mexanizmiga bog‘liq.



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

Bu farq zamonaviy pul tizimining ikki pog‘onali tuzilishi uchun muhimdir. Markaziy bank pullari pul tizimining ishonchli tayanchi bo‘lib xizmat qiladi, tijorat banklari depozitlari va boshqa xususiy pul shakllari esa ushbu institutsional asos bilan o‘zaro bog‘liq holda faoliyat yuritadi.

Shunday qilib, raqamli moliyaviy innovatsiyalarni rivojlantirishda asosiy vazifa xususiy stablecoinlarni pul tizimining yagona tayanchiga aylantirish emas, balki markaziy bank pullari va tartibga solinadigan xususiy moliyaviy vositalar o‘rtasida ishonchli hamda samarali integratsiyani ta’minlashdan iborat.

**MUHOKAMA**

Tadqiqot natijalari stablecoinlarning zamonaviy pul tizimidagi o‘rnini faqat texnologik qulayliklar orqali baholash yetarli emasligini ko‘rsatadi. Ularning iqtisodiy ahamiyati pulning an’anaviy funksiyalarini bajarish darajasi, emitentga bo‘lgan ishonch, zaxira aktivlarining sifati va davlat tomonidan tartibga solinish mexanizmlariga bog‘liq.

Birinchi muhim jihat shundaki, stablecoinlar pulning ayrim funksiyalarini bajarishi mumkin bo‘lsa-da, ularni markaziy bank pullari bilan tenglashtirish to‘g‘ri emas. Chunki stablecoinning qiymat barqarorligi xususiy emitentning majburiyatlari va zaxira aktivlariga bog‘liq. Bu esa pulning umumiy qabul qilinishi va nominal qiymatining kafolatlanishi masalasini dolzarb qiladi.

Ikkinchi jihat — raqamli dollarizatsiya xavfidir. Xorijiy valyutaga bog‘langan stablecoinlar milliy valyutaga nisbatan muqobil aktiv sifatida shakllanishi mumkin. Biroq mazkur jarayonning asosiy sababi faqat raqamli texnologiyalarning rivojlanishi emas. Inflyatsion kutilmalar, milliy valyutaga ishonch, moliyaviy xizmatlar sifati va makroiqtisodiy barqarorlik ham muhim omillardir.

Demak, stablecoinlarga nisbatan samarali siyosat faqat taqiqlash yoki cheklash bilan chegaralanmasligi lozim. Milliy valyutaning barqarorligini ta’minlash, inflyatsiyani nazorat qilish, bank tizimiga ishonchni oshirish va raqamli to‘lov infratuzilmasini takomillashtirish ham muhim ahamiyatga ega.

Uchinchi jihat — bank tizimining moliyaviy barqarorligi. Stablecoinlarga talabning ortishi bank depozitlari tarkibiga va moliyalashtirish manbalariga ta’sir qilishi mumkin. Shu bilan birga, stablecoin emitentlarining zaxira aktivlari tarkibi ham moliyaviy bozorlar bilan bog‘liqlikni kuchaytiradi. Shuning uchun ularni tartibga solishda bank tizimi bilan o‘zaro aloqalarni alohida hisobga olish zarur.

To‘rtinchi jihat — xalqaro tartibga solish muvofiqligi. Stablecoinlar turli davlatlar hududida muomalada bo‘lishi mumkinligi sababli faqat milliy nazorat mexanizmlari bilan cheklanib qolish yetarli emas. Emitentlar faoliyatini litsenziyalash, zaxira aktivlarini tekshirish, foydalanuvchilar huquqlarini himoya qilish va transchegaraviy ma’lumot almashinuvi xalqaro standartlar bilan uyg‘unlashtirilishi kerak.

O‘zbekiston kabi rivojlanayotgan mamlakatlar uchun ushbu masala alohida ahamiyatga ega. Raqamli moliyaviy innovatsiyalar iqtisodiy faoliyat samaradorligini oshirish imkoniyatiga ega, biroq ularning rivojlanishi milliy valyuta barqarorligi va pul-kredit siyosati mustaqilligiga salbiy ta’sir ko‘rsatmasligi zarur.

Shu sababli mamlakatda stablecoinlar bilan bog‘liq iqtisodiy jarayonlarni o‘rganishda ularning bank depozitlari, valyuta operatsiyalari, to‘lov xizmatlari va kapital oqimlariga ta’sirini kompleks baholash maqsadga muvofiq.

**Tadqiqot asosida ishlab chiqilgan amaliy takliflar**

Tahlil natijalaridan kelib chiqib, quyidagi takliflar ilgari suriladi:

**Birinchidan**, stablecoin emitentlarining huquqiy maqomi, litsenziyalash talablari, boshqaruv tizimi va foydalanuvchilar oldidagi majburiyatlarini aniq belgilash lozim.

**Ikkinchidan**, stablecoinlarni ta’minlovchi zaxira aktivlari tarkibi, likvidligi va saqlanishi yuzasidan muntazam axborot oshkor etilishi hamda mustaqil audit mexanizmlari joriy qilinishi zarur.



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

**Uchinchidan**, foydalanuvchilarning stablecoinlarni belgilangan nominal qiymatda qaytarib olish huquqi va ushbu jarayonning muddatlari huquqiy jihatdan kafolatlanishi kerak.

**To‘rtinchidan**, markaziy bank va tegishli nazorat organlari stablecoinlarning bank depozitlari, valyuta bozori va kapital oqimlariga ta’sirini baholash uchun muntazam monitoring tizimini rivojlantirishi lozim.

**Beshinchidan**, stablecoinlar bilan bog‘liq transchegaraviy operatsiyalarni nazorat qilish va xalqaro ma’lumot almashinuvi bo‘yicha hamkorlikni kuchaytirish zarur.

**Oltinchidan**, milliy raqamli to‘lov infratuzilmasini rivojlantirish, tezkor va xavfsiz to‘lov xizmatlarini kengaytirish orqali milliy valyutaning raqamli iqtisodiyotdagi o‘rnini mustahkamlash maqsadga muvofiq.

**Yettinchidan**, moliyaviy savodxonlikni oshirish, stablecoinlarning iqtisodiy va huquqiy xususiyatlari, ularning xavflari hamda foydalanuvchi huquqlari to‘g‘risida aholining xabardorligini kuchaytirish lozim.

**XULOSA**

Raqamli valyutalar va stablecoinlarning rivojlanishi zamonaviy pul tizimining iqtisodiy va institutsional tuzilishiga yangi talablarni yuzaga keltirmoqda. Ushbu jarayon pulning an’anaviy funksiyalari, milliy valyutaning iqtisodiy muomaladagi o‘rni, markaziy banklarning monetar siyosati va moliyaviy barqarorlik masalalarini yangicha yondashuv asosida o‘rganishni talab etadi.

Tadqiqot davomida stablecoinlarning zamonaviy pul tizimiga ta’siri nazariy va institutsional jihatdan tahlil qilindi. Natijada ularning iqtisodiy ta’siri beshta asosiy kanal orqali namoyon bo‘lishi mumkinligi aniqlandi: valyuta substitutsiyasi, pul-kredit siyosati transmissiyasi, banklarning moliyalashtirish manbalari, kapital oqimlari va qaytarib sotib olishga bo‘lgan ishonch.

Xorijiy valyutaga bog‘langan stablecoinlardan keng foydalanish milliy valyutaning muomala va jamg‘arish vositasi sifatidagi mavqeiga ta’sir ko‘rsatishi mumkin. Bu holat raqamli dollarizatsiya xavfini yuzaga keltirib, markaziy bankning pul-kredit siyosati orqali iqtisodiy jarayonlarga ta’sir ko‘rsatish imkoniyatlarini cheklashi ehtimoli mavjud.

Stablecoinlarning bank depozitlariga muqobil aktiv sifatida rivojlanishi banklarning resurs bazasi, moliyalashtirish qiymati va kreditlash imkoniyatlariga ta’sir qilishi mumkin. Bunda stablecoin emitentlarining bank tizimi bilan o‘zaro moliyaviy aloqalari muhim ahamiyat kasb etadi. Stablecoinlarning moliyaviy barqarorligi ularning texnologik imkoniyatlaridan tashqari zaxira aktivlari sifati, likvidligi, emitentning moliyaviy holati va foydalanuvchilarning qaytarib olish huquqi bilan belgilanadi. Shu sababli ularni tartibga solishda huquqiy kafolatlar va risklarni boshqarish mexanizmlari ustuvor ahamiyatga ega. Stablecoinlarning transchegaraviy muomalasi valyuta operatsiyalari va kapital oqimlarini boshqarish tizimiga yangi talablarni qo‘yadi. Bu jarayonni samarali nazorat qilish uchun milliy tartibga solish mexanizmlari xalqaro standartlar bilan uyg‘unlashtirilishi zarur.

Umuman olganda, stablecoinlar zamonaviy pul tizimida yangi imkoniyatlar bilan birga institutsional va makroiqtisodiy xavflarni ham yuzaga keltiradi. Ularning iqtisodiy samaradorligini ta’minlash uchun raqamli innovatsiyalar, milliy pul-kredit suvereniteti va moliyaviy barqarorlik o‘rtasida muvozanat shakllantirilishi lozim.

O‘zbekiston kabi rivojlanayotgan mamlakatlarda ushbu muvozanatni ta’minlash milliy valyutaga ishonchni mustahkamlash, samarali pul-kredit siyosatini amalga oshirish, bank tizimi barqarorligini saqlash va zamonaviy raqamli to‘lov infratuzilmasini rivojlantirish bilan chambarchas bog‘liq.

Kelgusidagi tadqiqotlarda stablecoinlardan foydalanish ko‘lami, bank depozitlari dinamikasi, valyuta kursi o‘zgaruvchanligi va pul-kredit siyosati ko‘rsatkichlari o‘rtasidagi bog‘liqlikni mamlakatlar kesimida statistik va ekonometrik usullar yordamida o‘rganish maqsadga muvofiq.



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

**FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR**

1. Adrian, T., Bains, P., Bechara, M., Cerutti, E., Forte, S., Grinberg, F., Gullo, A., Hengge, M., Jekabsone, A., Kao, K., Mancini Griffoli, T., Martinez Peria, S., Miccoli, M., Reuter, M., & Sugimoto, N. (2025). Understanding stablecoins. International Monetary Fund.
2. Aldasoro, I., Aquilina, M., Lewrick, U., & Lim, S. H. (2025). Stablecoin growth – policy challenges and approaches. BIS Bulletin (No. 108). Bank for International Settlements.
3. Aldasoro, I., Frost, J., & Ito, H. (2026). The impact of stablecoins on the international monetary and financial system (BIS Paper No. 170). Bank for International Settlements.
4. Bank for International Settlements. (2026). Annual Economic Report 2026. BIS.
5. Financial Stability Board. (2025). Thematic review on the FSB global regulatory framework for crypto-asset activities. FSB.
6. International Monetary Fund. (2025). Global Financial Stability Report: Shifting ground beneath the calm. IMF.
7. Li, B., Mancini-Griffoli, T., Miccoli, M., Tan, B. J., & Zhang, L. (2026). Making stablecoins stable (IMF Working Paper No. 2026/074). International Monetary Fund.



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