



Ўзбекистон Республикаси
Марказий банки

Стейблкоинлар бўйича маълумотнома

МУНДАРИЖА

Резюме	3
1. Стейблкоинлар ривожланишининг жорий босқичи	4
2. Стейблкоинларнинг барқарорлик механизмлари	6
3. Стейблкоинларнинг пул-кредит сиёсати ва банк тизимига таъсири..	8
4. Ривожланиш истиқболлари	11
5. Хулосалар	12
Илова.....	13

Резюме

Сўнги йилларда халқаро молия бозорида рақамли активларнинг ҳажми ва мавқеи ўсиб бормоқда. Жумладан, 2025 йил якунига кўра стейблкоинлар ҳажми 305 млрд долларга етиб, улар билан амалга оширилган ойлик ўртача транзакциялар ҳажми 925 млрд долларни ташкил этган (*ўтган йилга нисбатан 75 фоизга ўсган*). Стейблкоинларнинг асосий улушини АҚШ долларида боғланган токенлар ташкил этмоқда.

Стейблкоинлар бошқа криптоактивлардан фарқли тўлов воситаси, қиймат бирлиги ва жамғариш воситаси каби пулнинг классик функцияларини бажаради. Стейблкоинлар нархини барқарорлигини таъминлаш учун ҳар бир токен учун таъминот сифатида фиат валютадаги активлар ва криптоактивлар таъминот сифатида қўлланиши ва баъзи токенлар учун алгоритмик механизмлардан фойдаланилади.

Глобал стейблкоинларни кенг тарқалиши иқтисодиётда долларлашув даражасини ошириши ҳамда Марказий банк пул-кредит сиёсати мустақиллигини йўқотишига олиб келиш хатари мавжуд.

Банк тизими барқарорлиги учун асосий хатарлар банк тизими ресурс базасини қисқариши ва баъзи сценарийлар капитал чиқиб кетиши хавфлари мавжуд.

Етакчи молия институтларининг прогнозларга кўра, 2030 йилда стейблкоинлар ҳажми базавий сценарий бўйича 1,9 трлн АҚШ долларида етиши кутилмоқда.

1. Стейблкоинлар ривожланишининг жорий босқичи

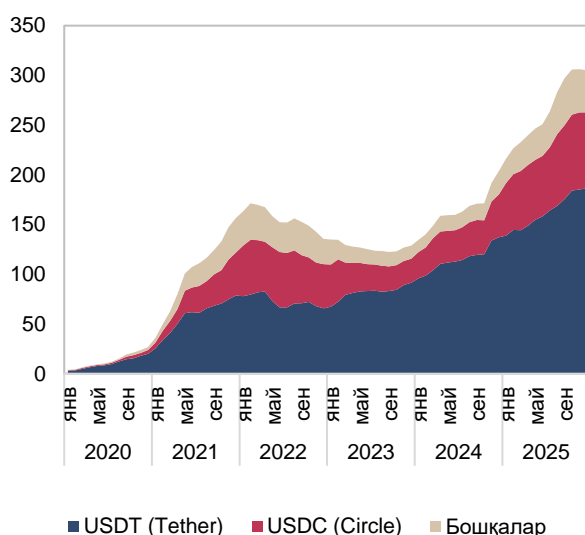
Сўнги ўн йил давомида халқаро молия тизимининг рақамли трансформацияси иқтисодиётда стейблкоинларнинг пайдо бўлиши ҳамда ривожланишига олиб келди. Дастлаб, криптоактивларнинг юқори тебранувчанлигидан сақланиш учун яратилган стейблкоинлар ҳозирги даврда молия тизимининг муҳим элементига айланиб бормоқда.

Стейблкоинлар (*Stable coins*) – қиймати фиат валюталар, биржа товарлари ёки смарт шартномаларга боғланган (*менглаштирилган*) рақамли токенлар бўлиб, марказлашмаган молия (*DeFi*)¹ ва анъанавий молия тизими ўртасида боғловчи воситага айланди.

Бошқа юқори тебранувчан криптоактивлардан фарқли равишда стейблкоинлар пулнинг учта классик функциясини бажаради: тўлов воситаси, қиймат бирлиги ва жамғариш воситаси.

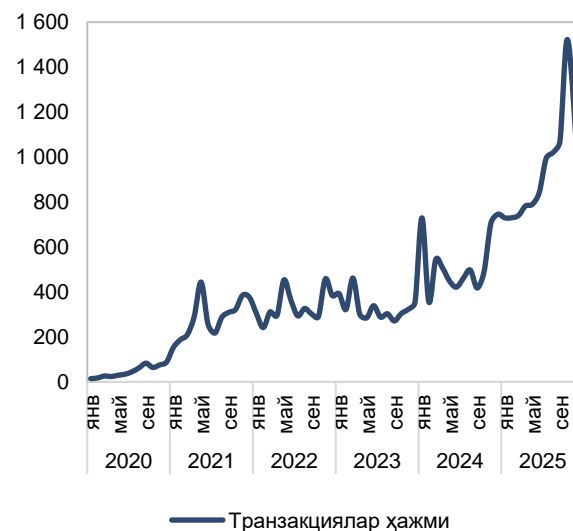
Халқаро молия тизимида эмиссия қилинган стейблкоинлар ҳажми 2025 йил якунига келиб 305 млрд АҚШ доллариغا етди (*1-расм*) ва халқаро молия институтлари прогнозларига кўра ушбу кўрсаткич келгусида яна ўсиши кутилмоқда.

1-расм. Стейблкоинлар таклифи, млрд АҚШ долл



Манба: Artemis Analytics

2-расм. Стейблкоинлар билан транзакциялар ҳажми, млрд АҚШ долл



Манба: Visa

¹ Марказлашмаган молия (*DeFi – Decentralized Finance*) – бу блокчейн технологияси асосида ишлайдиган молиявий хизмат ва инструментлар. Марказлашмаган молия тизими смарт-контрактлар асосида, марказий бошқарув ва инсон иштирокисиз дастурий код асосида автоматик равишда фаолият юритади.

Стейблкоинлар ҳажми ўсиши билан бирга улар ёрдамида транзакциялар ҳажми ҳам юқори суръатларда ўсиб бормоқда. Хусусан, Visa таҳлилларига кўра стейблкоинлар билан 2025 йилда ойлик ўртача 925 млрд АҚШ долларда тўловлар амалга оширилган бўлиб, ушбу кўрсаткич 2024 йилга нисбатан қарийб 75 фоизга ошган (2-расм).

Шу билан бирга, муомаладаги стейблкоинларнинг асосий қисми АҚШ долларига тенглаштирилган токенларга тўғри келмоқда. Бунда, ушбу бозор сегментида Tether USD (2025 йил декабрь якунига – 186 млрд АҚШ доллари) ҳамда Circle USD (76 млрд АҚШ доллари) стейблкоинлари юқори улушга эга. Ўз навбатида, ушбу глобал токенларнинг фаол тарқалиши макроиқтисодий вазият ва банк тизимида сезиларли таъсир кўрсатади.

2. Стейблкоинларнинг барқарорлик механизмлари

Биткоин каби юқори ўзгарувчан криптоактивлардан фарқли стейблкоинлар ўз нархи барқарорлигини таъминлайди. Ушбу тизимнинг қандай ишлашини тушуниш учун асосий иштирокчилар ва нарх барқарорлигини сақлаш механизмларини ажратиб кўрсатиш муҳимдир.

I. Асосий иштирокчилар:

1. **Эмитент** – стейблкоинларни муомалага чиқарадиган (*mint*), сўндирадиган (*burn*) ҳамда стейблкоинлар таъминоти бўлган резервларни бошқарадиган ташкилот. Булар марказлашган компаниялар ёки марказлашмаган смарт-контрактлар бўлиши мумкин.

2. **Фойдаланувчилар** – стейблкоинлардан савдо қилиш, жамғариш, тўловлар учун ёки бозорда тебранишлар пайтида суғурталаш мақсадида фойдаланувчи жисмоний шахслар ва институционал инвесторлар.

3. **Кастодианлар** – стейблкоинлар қийматини таъминловчи резерв активларини сақлайдиган учинчи ташкилотлар (*банклар ёки бошқа молиявий институтлар*).

4. **Арбитражчилар** – стейблкоин нархининг боғланган кўрсаткичдан (*паритетдан*) кичик тебранишидан фойда кўрувчи бозор иштирокчилари. Улар ўз операциялари билан бозордаги талаб ва таклифни тартибга солиб, стейблкоин нархини паритет даражасига қайтардилар.

II. Нарх барқарорлигини таъминлаш механизмлари:

1. **Фиат таъминоти** энг оддий механизм бўлиб, бунда ҳар бир рақамли токен банк ҳисобрақамидаги пул маблағлари ёки облигация билан таъминланади. Стейблкоин нархи барқарорлиги 1:1 нисбатда тўғридан-тўғри айирбошлаш имконияти ҳисобига сақланади.

Давлат қимматли қоғозлари ҳам стейблкоинлар учун таъминот бўлиши мумкин. Ушбу амалиёт мамлакатимизда “Nimo token” стейблкоини эмиссиясида фойдаланилмоқда.

2. **Крипто-гаров таъминоти:** Стейблкоинлар бошқа криптовалюталар гарови остида чиқарилади. Гаров нархи тушиб кетиш хавфини олдини олиш учун “ортиқча таъминот” (*over-collateralization*) ва ликвидация механизмлари қўлланилади.

Ортиқча гаров таъминоти: 100 та стейблкоин эмиссияси учун фойдаланувчи эмиссия миқдоридан юқори бўлган крипто-активларни таъминотга қуйиши керак.

Ликвидация (сўндириш): гаров қиймати критик даражадан пастга тушса, смарт-контракт стейблкоинлар қийматини сақлаб қолиш учун уларни қайта сотиб олиш ва сўндириб юбориш мақсадида гаровни автоматик равишда сотиб юборади.

3. Алгоритмик механизмлар: бундай стейблкоинлар тўғридан-тўғри гаровга эга эмас. Уларнинг нархи жорий талабга қараб таклифни автоматик равишда оширадиган ёки қисқартирадиган смарт-контрактлар орқали тартибга солинади.

Стейблкоин нарх паритетдан юқори бўлса, алгоритм янги токенларни чиқариб, таклифни оширади (нарх тушади). Агар нарх паритетдан паст бўлса, алгоритм таклифни камайтириш (нарх кўтарилиши) учун фойдаланувчиларни токенларни сўндириб юборишга рағбатлантиради.

3. Стейблкоинларнинг пул-кредит сиёсати ва банк тизимига таъсири

Стейблкоинларнинг амалиётга татбиқ этилиши пул-кредит сиёсатининг самарадорлиги ҳамда анъанавий банк тизимининг барқарорлигига таъсир кўрсатади. Хусусан:

1. Пул-кредит сиёсати самарадорлигига таъсири жиҳатидан иқтисодиётдаги миллий валютанинг чет эл валютасига боғланган токенлар билан алмаштирилиши миллий валютадаги маблағларга бўлган талабни камайтириши ва иқтисодиётда **долларлашув даражасининг ошишига** хизмат қилади. Бу эса, ўз навбатида, Марказий банкнинг асосий ставкаси трансмиссиясини ёмонлашишига олиб келади.

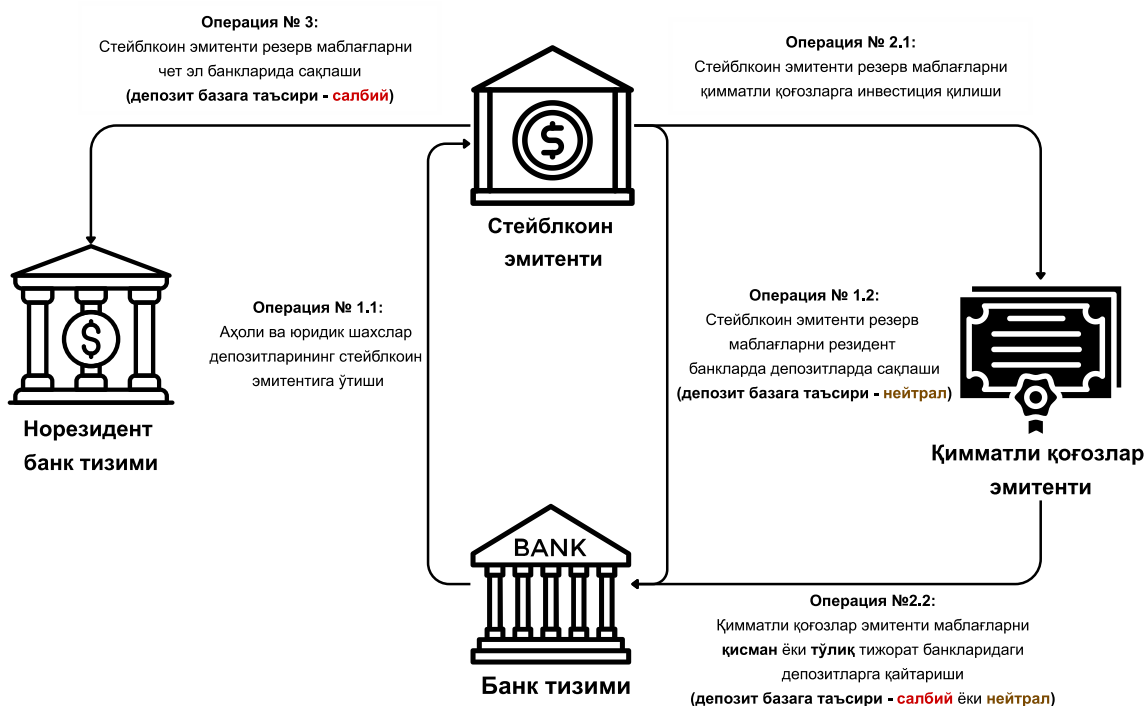
Шунингдек, чет эл валютасидаги стейблкоинлардан кундалик тўловларда кенг фойдаланиш маҳаллий нархларнинг хорижий марказий банклар пул-кредит сиёсатига боғланиб қолишига сабаб бўлади. Бу эса Марказий банкнинг **инфляцияни жиловлаш қобилиятини** ва **мустақиллигини** чеклайди.

Тижорат банкларидаги тўловлар ва маблағларнинг маълум бир қисми анъанавий депозитлардан стейблкоинларга ўтиши ва уларнинг пул-кредит сиёсати асосий ставкасига таъсирчан бўлмаганлиги ўз навбатида Марказий банк томонидан иқтисодиётда **фоиз ставкаларни бошқариш**, жумладан пул нархини белгилаш ва пировардида иқтисодиётда ялпи талабни самарали бошқариш имкониятларини пасайтиради.

2. Банк тизими барқарорлигига таъсири жиҳатидан, Федерал захира тизими таҳлилларига кўра, стейблкоинлар банк тизими барқарорлигига, жумладан депозитлар шаклланиш жараёнига таъсири токенлар талабининг манбаси, токенларга айлантирилаётган маблағлар тури ва иқтисодий цикл динамикасига қараб фарқланиши мумкин.

Жумладан, иқтисодиётда стейблкоинларга эркин конвертация бўлиши шароитида стейблкоинлар эмитентлари учун захира активлари мувофиқлиги даражаси бўйича минимал талаблар ҳамда эмитентларнинг маблағларни бошқариш стратегияси мамлакат банк тизими **депозит базаси ўзгаришига** таъсир қилади (3-расм).

3-расм. Стейблкоинлар билан операцияларнинг эҳтимолий схемаси



Хусусан, эмитентлар резервларни асосан банк омонатлари шаклида сақласа, бу банк тизими депозитларининг умумий ҳажмини сақлаб қолади, лекин шу билан бирга мамлакатда омонатларнинг катта қисми эмитент қўлида **концентрациялашишига** олиб келади.

Агар эмитентлар асосан бошқа молиявий активларга (*масалан, қимматли қоғозларга*) сармоя киритадиган бўлса, бу банк **омонатларининг қисқаришига** олиб келиши мумкин, бироқ таъсир стейблкоинлар эмитентларининг контрагентлари томонидан ушбу маблағларни банк тизимига қайтаришига боғлиқ бўлади.

Бироқ, стейблкоин эмитентлари маблағларни чет эл банкларида сақлайдиган бўлса, иқтисодиётда **капиталнинг четга чиқиб кетишига** ва пировардида банк тизимининг депозит базаси пасайишига олиб келади.

Шунингдек, стейблкоинларнинг чакана тўловларда кенг фойдаланиши, банклардаги талаб қилиб олингунча маблағлар ҳажмига салбий таъсир кўрсатади, бу эса банкларни молиялаштиришнинг энг арзон манбасининг камайишига ва натижада **банк хизматлари нархи ошишига** олиб келади.

Юқори фоиз ставкалари даврида фоизсиз стейблкоинларни сақлашнинг муқобил қиймати юқори бўлади ва иқтисодий агентлар банк омонатларини афзал кўришлари мумкин. Бироқ, молиявий нобарқарорлик даврида глобал стейблкоинлар хавфсизроқ актив бўлиши мумкин, бу эса капиталнинг чиқиб кетишига сабаб бўлиб, **молиявий ва валюта бозорларининг барқарорлигига** таъсир қилиши мумкин.

Депозитларнинг стейблкоинларга ўтиши банк кредитларини тақдим этишга учта ўзаро боғлиқ канал орқали таъсир кўрсатиши мумкин: депозитларнинг умумий ҳажмини қисқариши, депозитлар таркибини ўзгариши, молиялаштириш қиймати ва тақсимлаш схемалари ўзгариши. Депозитлар ҳажмининг пасайиши ёки уларнинг юқори ўзгарувчанлиги кредитлар беришни чеклайди ва ликвидликни бошқариш харажатларини оширади, бу эса портфелнинг **қайта мувозанатлашувига, кредитлаш стандартларининг қатъийлашувига** ва **кредитлар ставкаларининг ошишига** олиб келади.

Стейблкоинлар билан рақобатлашиш учун Марказий банклар ўз рақамли валютасини (*МБРВ*) ишлаб чиқмоқдалар. Марказий банк рақамли валюталарини жорий этилиши бу давлатнинг хусусий тўлов тизимлари ва активлар ривожланишига жавоби бўлиб, ушбу валюталар орқали аҳоли ва бизнесга хавфсиз тўлов воситасини тақдим этиш билан бирга, пул-кредит сиёсати ва молиявий барқарорлик устидан назоратни сақлаб қолишга хизмат қилади.

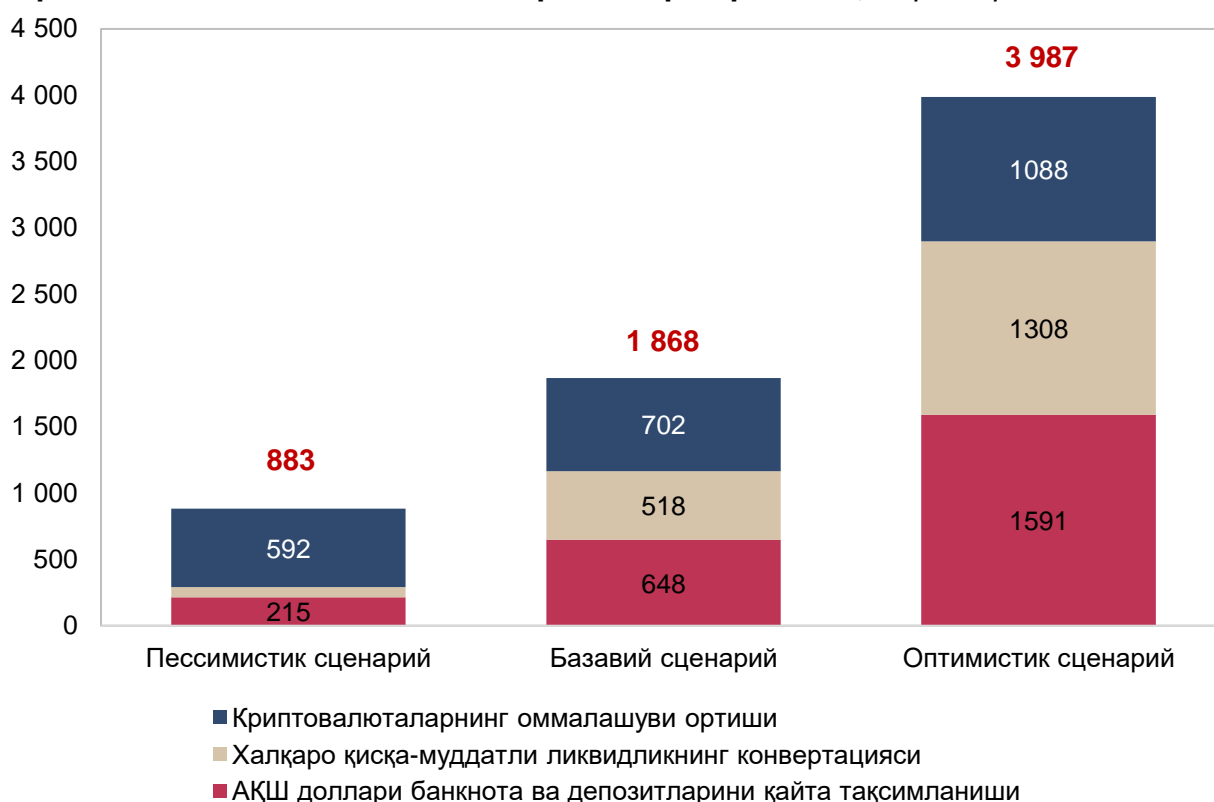
Шунингдек, халқаро йирик банклар томонидан ўзида депозитларнинг қулайлиги ва рақамли токенлар технологиялари бирлаштирилган токенизация қилинган депозит маҳсулотларини ишлаб чиқмоқдалар. Хусусан, JPMorgan банки томонидан ишлаб чиқилган ва ҳозирги кунда муомалага киритилган JPM Coin (*JPMD*) токенлаштирилган депозит лойиҳаси мисол бўлиши мумкин.

Стейблкоинларнинг анъанавий банк тизимиغا интеграциялашуви тижорат банклари учун нафақат хатарлар, балки янги имкониятларга ҳам олиб келиши мумкин. Бунда, тижорат банклари учун стейблкоинлар эмитентлари учун кастодиал ва захираларни бошқариш хизматлари, брокерлик хизматларини кўрсатиш каби янги имкониятлар ва маҳсулотлар пайдо бўлади.

4. Ривожланиш истиқболлари

Халқаро молия институтлари прогнозларига² кўра, стейблкоинлар ҳажми, 2030 йилда базавий сценарий бўйича 1,9 трлн АҚШ долларига етиши кутилмоқда (4-расм). Криптовалюта бозорлари юқори даражада тебранувчанлиги туфайли уларнинг прогнози пессимистик ва оптимистик сценарийларда кескин фарқ қилади.

4-расм. 2030 йилга стейблкоинлар таклифи прогнози, млрд АҚШ долл



Манба: Citi Institute

Прогнозларга кўра, криптоактивларнинг тартибга солиш ва назорат қилиш тизими аниқлиги ўсишининг натижасида халқаро бозорга институционал инвесторларнинг кириши қарийб 700 млрд долларлик оширувчи таъсир қилиши кутилмоқда.

Шунингдек, прогнозларда халқаро қисқа муддатли ликвидликнинг ҳамда АҚШ долларларидаги нақд пул ва депозитларнинг стейблкоинларга конвертация бўлиши мос равишда 518 ва 648 млрд АҚШ доллар ҳажмида оширувчи таъсир кўрсатади.

² Citi Institute – Stablecoins 2030

5. Хулосалар

Ривожланган мамлакатлар стейблкоинлар билан боғлиқ хатарларни баҳолаш ва бошқариш мақсадида ҳуқуқий нормативларни ишлаб чиқмоқда ва ушбу нормативларнинг умумий тамойилларидан (*1-илова*) келиб чиққан ҳолда стейблкоинларни Ўзбекистон бозорига татбиқ этишда қўйидаги жиҳатларга эътибор қаратилиши керак:

1. Стейблкоин эмитентлари ваколатли регулятор томонидан лицензияланган ва доимий назорат қилинадиган юридик шахслар бўлиши шарт. Бу эмитентнинг молиявий барқарорлиги ва корпоратив бошқарув стандартларига жавоб беришини кафолатлаши керак.

2. Стейблкоинлар эмитентларининг ўз мажбуриятлари бўйича доимий сўндириш қобилиятини таъминлаш учун стейблкоинлар тўлиқ юқори ликвидли активлар билан таъминланган бўлиши керак.

3. Эмитентнинг ўз мажбуриятлари ва резерв активлари бир-биридан қатъий ажратилиши (*сегрегация*) лозим. Бу эмитент банкрот бўлган тақдирда ҳам, резервлар фақатгина стейблкоин эгалари олдидаги қарздорликни ёпишга йўналтирилишини таъминлаш лозим.

4. Стейблкоин эгалари ҳар қандай вақтда ўз активларини номинал қийматда (*фиат валютасига*) қайтариб сотиб олиш ёки тўлаб бериш талабини қўйиш ҳуқуқига эга бўлишлари шарт. Бу жараён аниқ белгиланган ва шаффоф механизм асосида ишлаши лозим.

5. Стейблкоинларнинг тўлов воситаси сифатидаги вазифасини сақлаб қолиш ва уларнинг банк омонатлари функциясини бажаришини ва параллел молия тизими яратилишини олдини олиш мақсадида, эмитентлар томонидан стейблкоин эгаларига фоизлар тўланиши тақиқлаш керак.

Стейблкоинларни тартибга солиш бўйича хорижий тажриба

Юрисдикциялар	Мувофиқ захира активлари	Қайтариб сотиб олиш ҳуқуқи ва чекловлар	Пруденциал талаблар	Хорижий стейблкоинларга қўлланиши
Европа Иттифоқи (ЕИ)	Резервларнинг камида 30 фоизи (тизимли аҳамиятга эга эмитентлар учун 60 фоиз) депозитлар	Санация режаси ишга туширилгунигача қадар – комиссиясиз, номинал қиймат бўйича кечиктирмасдан қайтариб бериш	Таваккалчиликка асосланган ёндашув ва регулятор ихтиёри	ЕИ ҳудудида алоҳида юридик шахс ташкил этиш ҳамда ЕИ ҳудудидаги резерв активларда сақлаш
АҚШ	Нақд пул, талаб қилиб олингунча депозитлар, Федерал захира тизимидаги маблағлар, ғазначилик ДҚҚ ва улар билан тескари РЕПО операциялари	Аниқ қоидалар асосидаги ўз вақтида қайтариб бериш	Таваккалчиликка асосланган ёндашув	Резидентларнинг ликвидликка эҳтиёжларини қоплаш учун етарли захираларни АҚШ молия муассасаларида сақлаш
Япония	Резервларнинг 50 фоизи қисқа муддатли давлат облигацияларида ва муддатли депозитларда; қолган қисми талаб қилиб олингунча депозитлар	Кечиктирмасдан қайтариб сотиб олиш	Белгиланган минимал миқдор	Хизмат провайдерлари Япония резидентлари (эгалари) учун резервлар хавфсизлигини таъминлаши шарт
Буюк Британия	“Асосий таъминот активлари” – қисқа муддатли депозитлар (камида 5 фоиз) ва ДҚҚ Тизимли аҳамиятга эга эмитентлар учун резервларнинг камида 40 фоизи Марказий банкдаги депозитларда, қолган 60 фоизи фунт стерлингда деноминация бўлган ДҚҚ	Кейинги иш кунидан кечиктирмасдан, максимал комиссия миқдори бўйича Тизимли аҳамиятга эга эмитентлар учун – ариза берилган куннинг якунигача, имкон қадар реал вақт режимда номинал қиймат бўйича қайтариш, бунда комиссиялар харажатларга мутаносиб бўлиши ва имкон қадар бепул амалга ошириш	Таваккалчиликка асосланган ёндашув	Муҳокамада

Манба: Халқаро валюта жамғармаси