

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМий ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 РАҚАМЛИ ИЛМий КЕНГАШ
АСОСИДА БИР МАРТАЛИК ИЛМий КЕНГАШ

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХОШИМОВ ЭЛМУРОД АБДУСАТТОРОВИЧ

РАҚАМЛИ ИҚТИСОДИЁТ ШАРОИТИДА ЎЗБЕКИСТОН
РЕСПУБЛИКАСИ ВАЛЮТА СИЁСАТИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ МЕТОДОЛОГИК ЖИҲАТЛАРИ

08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит»
08.00.16 – «Рақамли иқтисодиёт ва халқаро рақамли интеграция»

Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ

Тошкент шаҳри – 2022 йил

Фан доктори (DSc) диссертацияси автореферати мундарижаси

Оглавление автореферата докторской (DSc) диссертации

Content of the Doctoral (DSc) Dissertation Abstract

Хошимов Элмурод Абдусатторович

Рақамли иқтисодиёт шароитида Ўзбекистон Республикаси валюта сиёсатини такомиллаштиришнинг методологик жиҳатлари 3

Хошимов Элмурод Абдусатторович

Методологические аспекты совершенствования валютной политики Республики Узбекистан в условиях цифровой экономики..... 37

Khoshimov Elmurod Abdusattorovich

Methodological aspects of improving the currency policy of the Republic of Uzbekistan in the context of digital economy 71

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ
List of published works..... 76

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ
АСОСИДА БИР МАРТАЛИК ИЛМИЙ КЕНГАШ

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХОШИМОВ ЭЛМУРОД АБДУСАТТОРОВИЧ

РАҚАМЛИ ИҚТИСОДИЁТ ШАРОИТИДА ЎЗБЕКИСТОН
РЕСПУБЛИКАСИ ВАЛЮТА СИЁСАТИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ МЕТОДОЛОГИК ЖИҲАТЛАРИ

08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит»
08.00.16 – «Рақамли иқтисодиёт ва халқаро рақамли интеграция»

Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ

Тошкент шаҳри – 2022 йил

Фан доктори диссертацияси мавзуси **Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси** хузуридаги **Олий аттестация комиссиясида В2021.2.DSc/Iqt312** рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган
Диссертация автореферати уч тилда (Ўзбек, рус ва инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифасида (www.tsue.uz) ва «Ziyouet» Ахборот-таълим порталида (www.ziyouet.uz) жойлаштирилган

Илмий маслаҳатчи: **Жумоев Нодир Хоснилович**
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар: **Ғуломов Саидхорор Саидхмедович**
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор, академик

Тошқулов Абдуқодир Хамидович
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Тешабоев Тўлқин Закирович
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Етақчи ташкилот: **«Алоқабанк» АТБ**

Диссертация химояси Тошкент давлат иқтисодиёт университети хузуридаги илмий-даражалар берувчи DSc.03/30.12.2019.1.16.01 рақамли илмий кенгаш асосидаги бир марталик илмий кенгашнинг 2022 йил «12» Март соат 10⁰⁰ даги мажлисида бўлиб ўтади (Манзил: 100066, Тошкент шаҳри, И.Каримов кўчаси, 49-уй. Тел.: +99871-239-28-71, факс: +99871-239-43-51, e-mail: info@tsue.uz)

Диссертация билан Тошкент давлат иқтисодиёт университети Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (1114 рақам билан рўйхатга олинган). (Манзил: 100066, Тошкент шаҳри, И.Каримов кўчаси, 49-уй. Тел.: +99871-239-28-71, факс: +99871-239-43-51, e-mail: info@tsue.uz)

Диссертация автореферати 2022 йил «28» Февраль кунин тарқатилди.
(2022 йил «28» Февраль даги 4 рақамли реестр баённомаси).



М.П.Этов
Илмий даражалар берувчи бир марталик Илмий кенгаш раиси, и.ф.д., профессор

Б.Т.Бердияров
Илмий даражалар берувчи бир марталик Илмий кенгаш хотиби, и.ф.д., профессор

Д.Х.Суюшов
Илмий даражалар берувчи бир марталик Илмий кенгаш қошидаги Илмий семинар раиси, и.ф.д., профессор

КИРИШ (фан доктори (DSc) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Жаҳон амалиётида валюта сиёсатидан тўлов балансини мувозанатлаштириш, миллий валюта курсининг барқарорлигини таъминлаш ва шунинг асосида давлатнинг ташқи иқтисодий позициясини барқарорлаштиришда кенг фойдаланилади. Айни пайтда, валюта сиёсати шаклларида фойдаланиш ва унинг самарадорлиги ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда фарқ қилади. Чунончи ривожланган мамлакатлар дисконт сиёсати орқали капиталлар ҳаракатига сезиларли таъсир кўрсатгани ҳолда, ривожланаётган мамлакатлар валюта сиёсатини амалга оширишда асосан девиз сиёсати ва валютани тартибга солиш механизмларига таянади. Сўнгги молиявий инқирозлар шароитида марказий банклар томонидан ортиқча ликвидликнинг яратилиши ва иқтисодиётга киритилиши натижасида пул-кредит ва валюта сиёсатининг стандарт инструментлари, хусусан, очик бозор операциялари ва валюта интервенция сиёсати юқори самара бермай кўйди. Бундан ташқари, рақамли технологияларнинг янги авлодлари, хусусан, FinTech ривожланиши билан марказий банкнинг пул устидан монополияси, анъанавий молиявий воситачилик, трансакциялар устидан марказлашган назорат тизимига нисбатан жиддий таҳдид юзага келмоқда. Хусусий, марказлашган эмиссия органига эга бўлмаган криптовалюталарнинг ривожланишига жавобан Марказий банк рақамли валютасини (МБРВ) жорий этиш борасида ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар монетар органлари жиддий шуғулланмоқда.

Жаҳоннинг 60 дан ортиқ марказий банклари 2014 йилдан бошлаб рақамли валюталарини муомалага чиқариш бўйича лойиҳаларини маълум қилган бўлиб, “уларнинг 88 фоизидан кўпроғида блокчейн технологияларидан фойдаланиш кўзда тутилган”¹. Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотларига кўра, 2021 йилнинг март ойи ҳолатига, “жаҳон марказий банкларининг 86 фоизи МБРВни жорий этиш бўйича «рақамли пойга»га кўшилган”². МБРВнинг чакана ва улгуржи шакллари борасида тадқиқотлар ташкил этилиб, уларнинг эмиссия технологияси синовдан ўтказилмоқда.

Сўнгги йилларда Ўзбекистонда валюта сиёсатини эркинлаштириш, рақамли иқтисодиётни ривожлантириш борасида изчил ислоҳотлар амалга оширилмоқда. Айни пайтда, валюта сиёсатини либераллаштириш натижасида иқтисодиётда долларлашув даражасининг сезиларли ошганлиги, инфляцион таргетлаш режимига ўтиш шароитида валюта курсининг инфляция даражасига таъсири юқорилиги, ташқи қарз ҳажмидаги ўсиш тенденцияси жорий валюта бозори ликвидлигини ошириш, муддатли валюта бозорини ривожлантириш, криптоактивларни тартибга солишнинг миллий тизими шакллантириш каби йўналишларда комплекс чоралар ишлаб чиқишни тақозо этади. 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида «илғор халқаро тажрибада

¹ PwC Global CBDC Index 2021. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/pwc-cbdc-global-index-1st-edition-april-2021.pdf>

² Bank for International Settlements, BIS. <https://www.bis.org/publ/work976.pdf>

қўлланиладиган инструментлардан фойдаланган ҳолда пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш, шунингдек валютани тартибга солишда замонавий бозор механизмларини босқичма-босқич жорий этиш, миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш»³ вазифалари белгиланган. Шунингдек, 2022-2026 йилларга мўлжалланган Янги Ўзбекистоннинг тараққиёт стратегиясида «Рақамли иқтисодиётни асосий «драйвер» соҳага айлантириб, унинг ҳажмини камида 2,5 баравар оширишга қаратилган ишларни олиб бориш»⁴ мақсади қўйилган.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги «Инфляция таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида»ги ПФ-5877-сон, 2020 йил 12 майдаги «2020-2025 йилларга мўлжалланган Ўзбекистон Республикасининг банк тизимини ислоҳ қилиш стратегияси тўғрисида» ПФ-5992-сон ҳамда 2020 йил 5 октябрдаги ««Рақамли Ўзбекистон – 2030» стратегиясини тасдиқлаш ва уни самарали амалга ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-6079-сон фармонлари, шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 28 апрелдаги «Рақамли иқтисодиёт ва электрон ҳукуматни кенг жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4699-сонли қарорида белгиланган вазифалар ижроси ва соҳадаги ислоҳотларни амалга оширишда мазкур диссертация муҳим методологик асос бўлиб хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги.

Мазкур диссертация иши республика фан ва технологиялар ривожланишининг «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ, «Демократик ислоҳотларни янада чуқурлаштириш, фуқаролик жамиятини шакллантириш, миллий иқтисодиётни модернизациялаш ва эркинлаштиришнинг илмий асосларини ишлаб чиқиш» лойиҳаси доирасида бажарилган. Шунингдек, унинг айрим қисмлари «Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида валюта сиёсатини эркинлаштиришнинг назарий-концептуал асослари» (ЁА2-ФҚ-1-20656 ЁА2-013) номли илмий лойиҳаси доирасида ҳам ёритилган.

Диссертациянинг мавзуси бўйича хорижий илмий-тадқиқотлар шарҳи⁵. Рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсати ва криптоактивларни

³ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли фармонига 1-илова. (<https://lex.uz/docs/3107036>).

⁴ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2022 йил 28 январдаги «2022-2026 йилларга мўлжалланган Янги Ўзбекистон тараққиёт стратегияси тўғрисида»ги ПФ-60-сонли фармонига 1-илова.

⁵ Диссертация ишида қуйидаги хорижий илмий-тадқиқотлар ва иқтисодчи олимларнинг илмий-изланишларидан фойдаланилган: IMF: Digital Technology: How It Could Transform the International Monetary System. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/06/30/sp063021>; IMF (2018). Measuring the digital economy. IMF staff Report.; PwC Global CBDC Index 2021. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/pwc-cbdc-global-index-1st-edition-april-2021.pdf>; Bank for International Settlements, BIS; Department of the Treasury (2013). Financial Crimes Enforcement Network Guidance FIN-2013-G001. Available at: <https://www.fincen.gov/sites/default/files/shared/FIN-2013-G001.pdf>; ECB (2012). Virtual currency schemes. [Электрон ресурс]. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>; European Central Bank (2012) *Virtual Currency Schemes*. October. Frankfurt A.M. <https://www.etftrends.com/will->

тартибга солишга бағишланган илмий-амалий тадқиқотлар халқаро регуляторлар ҳамда миллий монетар органлар, шунингдек, жаҳоннинг етакчи олий таълим муассасалари ва илмий-тадқиқот институтлари, жумладан, UNCTAD, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Arab Monetary fund, Осиё тараққиёт банки, International Telecommunication Union, Европа Марказий банки, АҚШ Федерал захира тизими, Швеция Марказий банки, Япония банки, Канада Марказий банки, Англия банки, Янги Зеландия Резерв банки, Швейцария Марказий банки, Таиланд банки, National Bureau of Economic Research (USA), Centre for Economic Policy Research (UK), Берлин техника университети (Technische Universität Berlin), Sloan School of Management (Massachusetts Institute of Technology, USA) томонидан олиб борилмоқда.

Рақамли молиявий технологияларнинг валюта соҳасига таъсири ва рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсатини такомиллаштириш бўйича жаҳонда амалга оширилган илмий тадқиқотларда, жумладан, қуйидаги илмий натижалар олинган: блокчейн технологияларидан барқарор тараққиёт мақсадларида фойдаланишнинг устувор йўналишлари аниқланган, хусусан, криптовалюталар, токенлар ва онлайн тўлов тизимларида блокчейнни қўллаш хусусиятлари аниқланган (UNCTAD); криптоактивларни тартибга солиш йўллари ишлаб чиқилган (International Monetary Fund); Марказий банк рақамли валюталарини муомалага чиқариш моделлари таклиф этилган (Bank of England); Марказий банк рақамли валюталари бўйича халқаро ҳамкорликни ривожлантириш йўналишлари белгиланган (Bank for International Settlements); миллий регуляторларга рақамли хизматлар операторларини мажбурий лицензиялаш тартибини жорий қилиш ва уларнинг мижозлари ҳақидаги ахборотлар алмашувини йўлга қўйиш тавсия қилинган (FATF).

Дунёнинг етакчи олий таълим ва илмий-тадқиқот муассасалари, шунингдек, нуфузли халқаро молия-кредит ташкилотлари томонидан рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсати методологиясини такомиллаштириш бўйича қуйидаги йўналишларда илмий тадқиқотлар олиб борилмоқда: курс сиёсати бўйича Марказий банк жавобгарлиги чегараларини аниқлаш, Марказий банк рақамли валюталарига талабни прогнозлаш, рақамли валюталарнинг банк инқирозлари юзага келишига таъсирини баҳолаш, криптоиқтисодиётда стейблкоин муаммолари, хусусий рақамли валюталар шароитида валюта сиёсатини такомиллаштириш, трансчегаравий тўловларни

cryptocurrency-replace-fiat-money-in-the-

future/?utm_source=Yahoo&utm_medium=referral&utm_campaign=ReadMore; Nakamoto, S. (2008). Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Unpublished paper, available at <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.; Raphael Auer & Rainer Boehme, 2020. "The technology of retail central bank digital currency," BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, March.; Lagarde, C. (2017). Central banking and Fintech – A brave new world? IMF managing director, Bank of England conference, London. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/28/sp092917-centralbanking-and-fintech-a-brave-new-world>; Bordo M.D. and Levin A. T. (2017). Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy, NBER Working Paper Series, n. 23711.; Andolfatto, David (2018). Assessing the Impact of Central Bank Digital Currency on Private Banks/FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS Research Division, Working Paper 2018-026C <https://doi.org/10.20955/wp.2018.026>; Barrdear, John and Michael Kumhof (2016). The Macroeconomics of Central Bank Issued Digital Currencies, Bank of England Staff Working Paper No. 605.; The Libra Association (White Paper); <https://libra.org/en-US/white-paper/>.; The Riksbank's E-krona Project. Sveriges Riksbank, Report 1. 2017:4–5.

рақамлаштириш, криптовалюта нархини барқарорлаштириш, замонавий тўлов тизимларида рақобат ва самарадорликни таъминлаш, марказий банклар фаолиятида тақсимланган реестр технологияларини жорий қилиш.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Валюта сиёсатининг назарий-методологик масалалари бир қатор хорижлик таниқли иқтисодчи олимлар, жумладан, Ж.Кейнс, М.Фридмен, Ф.Махлуп, М.Пebro, Г.Кассель, Р.Манделл, М.Мусса, М.Обстфелд, Ж.Франкел, Дж.Тэйлор, Р.Дорнбуш, Леви-Йеати, К.Рейнхарт, К.Рогофф, Р.Маккиннон, Г.Шнабл, М.Голдштейн, Л.Красавина, С.Моисеевларнинг илмий ишларида ўз ифодасини топган⁶.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан Н.Жумаев, Т.Бобакулов, Т.Расулов, Б.Исламов, З.Бердиназаров, С.Чепель, Н.Сиражиддинов, Ш.Ражаббаев ва бошқаларнинг илмий тадқиқотларида валюта сиёсатининг айрим назарий-методологик ва амалий жиҳатлари тадқиқ қилинган⁷.

Жумладан, Н.Х.Жумаевнинг «Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш» номли монографиясида валюта муносабатларини давлат томонидан тартибга солиш, хусусан, валюта назоратини самарали қўллашнинг методологик асослари чуқур тадқиқ қилинган ва асослаб берилган⁸. Фикримизча, и.ф.д., проф. Н.Х.Жумаевнинг валюта курси режимини қўллаб-қувватлаш мақсадида савдо балансининг

⁶ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: ГЕЛИОС АРВ, 1999. – 352 с.; Friedman M. «The Case for Flexible Exchange Rates» in *Essays in Positive Economics*. – Chicago, University Press, 1953.; Machlup F. *International payments, debts, and gold*. – London: George Allen & Unwin, 1966. Part one. Foreign exchange and balance of payments. 1. The theory of foreign exchange, pp.7-50.; Пebro М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения: Пер. с франц./ Общ. Ред. Н.С.Бабинцевой. – М.: Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.; Кассель Г. Инфляция и валютный курс. – М.: Эльф-пресс, 1995, с.23.; Mundell R. Optimal currency areas// *American economic review* 53(September), 1963. – pp.717-725.; Mussa M. Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates// *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 25, 1986. – pp. 117-214.; Obstfeld M. Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features,»*European Economic Review* 40 (April), 1996. – 1037 p.; Jeffrey A. Frankel. No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. NBER Working Paper No. 7338. Issued in September 1999; Taylor J.B. The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules // *American Economic Review*, 2001. 91(2):263-267.; Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 1976. # 84, 1161–1176.; Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger «To Float or to Fix» *American Economic Review* 93(4), 2003. – pp.1173-1193.; Reinhart C.M., Rogoff K.S. The Modern History of Exchange Rate Arrangements // *Quarterly Journal of Economics* CXIX-1, 2004. – pp.1-48; McKinnon R., Schnabl G. The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin *Review of Development Economics*, 2004. 8(3), 331–360; Goldstein, M. *Managed Floating Plus*. Washington DC: Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics. 2002; Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Под. ред. Красавина Л.Н. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 608 с.; Моисеев С.Р. Международные валютно-кредитные отношения. – М.: Дело и Сервис, 2003. – 576 с.

⁷ Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш. – Т.: «Fan va texnologiya», 2007 й. – 232 б.; Бобакулов Т.И. Миллий валюта барқарорлигини таъминлаш: муаммо ва ечимлар. – Т.: «Fan va texnologiya», 2007 й. – 184 б.; Расулов Т.С. Валюта муносабатларининг назарий асослари. – Т.: «Молия», 2007 й. – 316 б.; Islamov B., Parpiev Z.»Challenges of Globalization and Exchange Rate Policies in Central Asian Independent States,» in *Hitotsubashi Journal of Economics*. 2000. -Vol. 41# 1, June, pp. 27-52.; Бердиназаров З.У. Валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришнинг назарий ва амалий асослари. Монография. – Т.: «Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи», 2018. – 254 б.; Чепель С.В. Либерализация валютного рынка в Узбекистане и перспективы укрепления потенциала экономического развития. URL: <http://www.uzbearingpoint.com/files/2/a13.pdf>; Sirajiddinov N. "Currency regime of Uzbekistan: goals, consequences, ways to improve," *International Relations: Politics, Economics, Law*: Vol. 2017: Iss. 1, Article 8. Available at: <https://uzjournals.edu.uz/intrel/vol2017/iss1/8>; Ражаббаев Ш.Р. и др. Риски и вызовы криптовалют для монетарной политики//*Экономика и современный менеджмент: теория и практика*, 2015. 15 с.

⁸ Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш. – Т.: «Fan va texnologiya», 2007 й. – 232 б.

ижобий сальдога эга бўлишини таъминлаш бўйича билдирган позицияси тўлов балансини тартибга солиш бўйича абсорбцион ёндашув қоидаларига мос келади. Чунончи, мазкур концепцияга мувофиқ, миллий даромад ва абсорбция ўртасидаги ижобий фарқини саклаб қолиш ва оширишга давлат органлари томонидан катта эътибор қаратилади.

З.У.Бердиназаров девальвация ва экспорт эластиклиги ўртасидаги боғлиқликни тадқиқ қилар экан, Ўзбекистонда узоқ йиллар мобайнида амалга оширилган «узлуксиз» девальвация сиёсати аксарият ҳолларда самарасиз бўлган, деган хулосага келади⁹.

Бироқ, С.Чепель 1998-2003 йилларда реал алмашув курси ва экспорт динамикасини таҳлил қилиш асосида сўмнинг юқори суръатлардаги девальвацияси реал алмашув курсининг пасайиши ҳисобига экспортёрларга янада қулайроқ шароитларни таъминлаганлигини эътироф этади¹⁰.

Н.Сирожиддинов 2017 йилга Ўзбекистонда амал қилган валюта режимини таҳлил қилар экан, унинг мамлакат савдо баланси мувозанатини таъминлашнинг энг оддий ва ишончли усули вазифасини ўташини, бироқ модернизация, ишлаб чиқаришни техник ва технологик янгилаш, иқтисодий таркибий қайта қуриш жараёнларини чекловчи бош омил бўлиб хизмат қилишини таъкидлаган¹¹.

Ш.Ражаббаевнинг фикрича, криптовалюталарнинг нархлар барқарорлигига таъсири иқтисодийдаги пул миқдорининг ошиши, муомаладаги пул айланиши тезлиги ва расмий алмашув курсига босим орқали юз беради¹².

Рақамли иқтисодий ривожлантириш масалалари, криптоактивлар муомаласи, Марказий банк рақамли валюталарини муомалага чиқариш масалалари Н.Негропонтэ, D.Tapscott, A.Tapscott, S.Nakamoto, R.Auer, R.Boehme, C.Lagarde, M.Bordo, A.Levin, D.Andolfatto, J.Barrdear, M.Kumhof каби иқтисодчи олимлар илмий ишларида ёритилган¹³.

⁹ Бердиназаров З.У. Валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришнинг назарий ва амалий асослари. Монография. – Т.: «Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи», 2018. – 254 б.

¹⁰ Чепель С.В. Либерализация валютного рынка в Узбекистане и перспективы укрепления потенциала экономического развития. URL: <http://www.uzbearingpoint.com/files/2/a13.pdf>.

¹¹ Sirajiddinov, N. (2017) "Currency regime of Uzbekistan: goals, consequences, ways to improve," International Relations: Politics, Economics, Law: Vol. 2017: Iss. 1, Article 8. Available at: <https://uzjournals.edu.uz/intrel/vol2017/iss1/8>

¹² Ражаббаев Ш.Р. и др. Риски и вызовы криптовалют для монетарной политики//Экономика и современный менеджмент: теория и практика, 2015. 15 с.

¹³ Negroponte N. Being Digital. – N.Y.: Knopf, 1995. – 256 p.; Tapscott D., Tapscott A. Blockchain Revolution: How the Technology Behind Bitcoin is Changing Money, Business, and the World, 2016. - 324 p.; Nakamoto, S. (2008). Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Unpublished paper, available at <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.; Raphael Auer & Rainer Boehme, 2020. "The technology of retail central bank digital currency," BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, March.; Lagarde, C. (2017). Central banking and Fintech – A brave new world? IMF managing director, Bank of England conference, London. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/28/sp092917-centralbanking-and-fintech-a-brave-new-world>; Bordo M.D. and Levin A. T. (2017). Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy, NBER Working Paper Series, n. 23711.; Andolfatto, David (2018). Assessing the Impact of Central Bank Digital Currency on Private Banks/FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS Research Division, Working Paper 2018-026C <https://doi.org/10.20955/wp.2018.026>; Barrdear, John and Michael Kumhof (2016). The Macroeconomics of Central Bank Issued Digital Currencies, Bank of England Staff Working Paper No. 605.

Маҳаллий иқтисодчи олимлардан С.С.Ғуломов, А.Т.Шермухамедов, Н.Х.Жумаев, А.Т.Кенжабаев, Т.С.Кучкаров, Б.Ю.Ходиев, Ш.И.Мустафоқулов изланишларида республикамізда рақамли иқтисодиётни ривожлантириш масалалари тадқиқ қилинган¹⁴.

Тадқиқотнинг диссертация бажарилган олий таълим ёки илмий тадқиқот муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги. Мазкур диссертация иши Тошкент давлат иқтисодиёт университети илмий-тадқиқот ишлари режаси билан боғлиқ ҳолда бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсати методологиясини такомиллаштириш бўйича илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари қуйидагилардан иборат:

валюта сиёсатининг моҳияти, шакллари ва амалга ошириш механизмларини тадқиқ қилиш;

алмашув курсини танлаш сиёсати ва валютавий интеграциялашувнинг илмий-назарий концепцияларини таҳлил қилиш;

рақамли иқтисодиёт ривожланишининг пул-кредит ва валюта сиёсати самарадорлигига таъсир этиш механизмининг аниқлаш;

хусусий рақамли валюталарнинг пайдо бўлишининг монетар сиёсат мустақиллигига таъсирини баҳолаш;

криптовалюталар бозори ривожланишининг замонавий тенденцияларини аниқлаш ва баҳолаш;

криптовалюталар муомаласини тартибга солиш бўйича хорижий тажрибаларни таҳлил қилиш ва умумлаштириш;

Марказий банк рақамли валютасини муомалага чиқариш моделлари ва технологияларини тадқиқ қилиш;

Ўзбекистонда валюта сиёсатини эркинлаштириш амалиёти ва унинг самарадорлигини таҳлил қилиш;

рақамли трансформация шароитида валюта сиёсатини амалга ошириш механизми самарадорлигини ошириш йўналишларини белгилаш.

Тадқиқот объекти сифатида Ўзбекистон Республикаси валюта сиёсати ва уни амалга ошириш механизми олинган.

Тадқиқот предмети рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсатини такомиллаштириш билан боғлиқ ташкилий-иқтисодий муносабатлар ҳисобланади.

¹⁴ Ғуломов С.С. ва бошқалар. Рақамли иқтисодиётда блокчейн технологиялар. Ўқув қўлланмаси. Т.: «Иқтисод ва молия». 2019. 447 б.; Shermukhamedov A.T., Gulamov S.S. Digital economy in the Republic of Uzbekistan: Development of the electronic government//Theoretical & Applied Science» N. 10(66). October, 2018. – Philadelphia, USA: 2018.-347-354 pp; Жумаев Н.Х. «Рақамли иқтисодиётсиз мамлакат иқтисодиётининг келажаги йўқ». «Янги Ўзбекистон», 2020 йил. 30 сентябрь, 167-сон. – 4 б.; Кенжабаев А.Т. Современное содержание и понятие цифровой экономики // Экономика и бизнес: теория и практика, 2021. – С.143-146.; Кучкаров Т.С. Совершенствование информационной системы казначейства Республики Узбекистан в условиях цифровой экономики: автореф. дис. докт. эконом. наук (DSc) по специальности 08.00.14 Информационные системы и технологии в экономике. Ташкент, 2019. – 76 с.; Ходиев Б.Ю. Узбекистан: построение цифровой экономики // Российский внешнеэкономический вестник, 2017. - №12. – С.3-12; Мустафоқулов Ш.И. «Энди Ўзбекистонда тараққиёт формуласи рақамли бўлади». «Халқ сўзи». 2020 йил 25 январь. №40.

Тадқиқот усуллари. Диссертация ишида абстракциялаш, индукция, дедукция, гуруҳлаш, анализ, синтез, тизимли ёндашув, қиёсий таққослаш, статистик таҳлил, иқтисодий-математик моделлаштириш усулларидадан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

валюта сиёсатини амалга ошириш механизми сифатида валютани тартибга солишнинг бозор механизмларидан фойдаланиш, хусусан, иқтисодий чора-тадбирларга устуворлик бериш орқали маъмурий усуллар ва чеклаш характеридаги чоралардан воз кечиш таклиф қилинган;

криптовалюталарни тартибга солишнинг миллий тизимини шакллантириш, хусусан, криптоактивлар билан боғлиқ рискларни пруденциал чоралар орқали тартибга солиш бўйича ёндашувлар ишлаб чиқилган;

рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсати самарадорлигининг муҳим шарти сифатида миллий иқтисодиётнинг долларлашув даражасини камайтириш зарурлиги асосланган, дедолларизация (долларсизлантириш) стратегияси йўналишлари ва усуллари таклиф қилинган;

Ўзбекистонда Марказий банк рақамли валютасини жорий этиш бўйича методологик ёндашув ишлаб чиқилган ва шарт-шароитлари асосланган;

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки валюта сиёсати самарадорлигини янада ошириш мақсадида валюта интервенциясини амалга ошириш инструментлари ва бозорларини ривожлантириш зарурлиги асослаб берилган;

рақамли иқтисодиёт шароитида янги молиявий воситачилик шакллариининг пайдо бўлиши ва тўлов хизматини кўрсатувчи ташкилотлар фаолиятининг ривожланишига жавобан Марказий банк ваколатларини кенгайтириш таклиф этилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

сўмнинг хорижий валюталарга нисбатан алмашув курси шаклланишининг бозор механизмлари асосида бўлиши, курс ўрнатилиши жараёни шаффофлиги ва мунтазамлигини таъминлаш мақсадида валюта савдоларида курс ўрнатишнинг оддий фиксинг усулидан воз кечиш таклиф этилган;

миллий валюта – сўмнинг барқарорлигини ошириш орқали унинг пул функцияларини тўлақонли бажаришига эришиш, иқтисодиётда долларлашув даражасининг кескин ошиб кетишига йўл қўймаслик бўйича таклифлар берилган;

тижорат банкларининг валюта бозоридаги маркет-мейкерлик фаолиятини ривожлантириш, хусусан, янги валюта жуфтликларини жорий этиш орқали хорижий валютадаги ресурсларни диверсификациялаш ва валюта позициясини бошқаришни такомиллаштириш таклиф қилинган;

Марказий банкнинг голд-своп операциялари амалга ошириш тартибини белгилаш ва шу орқали жорий валюта бозоридаги ликвидликка таъсир этиш механизминини яратиш зарурлиги асосланган;

тижорат банкларининг муддатли валюта бозоридаги иштирокини кучайтириш, хусусан, валюта рискени хеджирлаш воситаси сифатида форвард операциялари ва опцион битимларини ривожлантириш таклиф қилинган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги қўлланилган ёндашув ва усулларнинг мақсадга мувофиқлиги, маълумотларнинг расмий манбалардан, жумладан Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Марказий банк, тижорат банкларининг расмий маълумотларидан фойдаланганлиги ҳамда хулоса ва таклифларнинг тегишли ваколатли ташкилотлар томонидан амалиётга жорий этилганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти улардан рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсатини такомиллаштиришга оид назарий-методологик ва илмий-услубий аппарат ҳамда иқтисодий усулларни такомиллаштиришга бағишланган илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқотнинг амалий аҳамияти унинг натижаларидан валюта сиёсатини эркинлаштириш ва унинг механизмларини ривожлантириш, рақамли технологияларни монетар соҳага жорий этиш юзасидан қабул қилинаётган фармон ва қарорлар, дастурлар ва чора-тадбирлар режасини ишлаб чиқишда ҳамда уларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Рақамли иқтисодиёт шароитида Ўзбекистон Республикаси валюта сиёсатини такомиллаштиришнинг методологик жиҳатлари бўйича олинган илмий натижалар асосида:

валютани тартибга солиш ва валюта назорати соҳасидаги давлат сиёсатини амалга оширишда бозор механизмларидан фойдаланиш, хусусан, иқтисодий чораларга устуворлик бериш, валюта операцияларини амалга оширишда резидент ва норезидентларнинг ҳуқуқ ва иқтисодий манфаатларини ҳимоя қилиш валютани тартибга солиш соҳасида давлат сиёсатининг муҳим тамойили этиб белгиланиши бўйича таклифларидан “Валютани тартибга солиш тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикаси қонунига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш ҳақида”ги ЎРҚ-573-сон Қонунининг 5-моддасига киритилган қўшимчаларни шакллантиришда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлис Сенати Бюджет ва иқтисодий ислохотлар қўмитасининг 2021 йил 29 январдаги 1-сон маълумотномаси). Натижада республика валютани тартибга солиш тизимида бозор механизмларидан фойдаланиш ва валюта назорати соҳасидаги давлат сиёсатида иқтисодий чораларнинг устуворлиги ҳуқуқий жиҳатдан мустаҳкамланган;

тартибга солиш нуктаи-назаридан криптовалюталарга нисбатан инвестицион актив ва тўлов воситаси сифатидаги ёндашувларни ҳуқуқий жиҳатдан мустаҳкамлаш, криптовалюталарни тартибга солишнинг миллий тизимини шакллантириш, хусусан, криптоактивлар билан боғлиқ рискларни пруденциал чоралар орқали тартибга солиш таклифлари Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Қонунчилик палатаси Бюджет ва иқтисодий

ислохотлар кўмитаси томонидан соҳага оид қонунчиликни ривожлантиришда фойдаланиш учун қабул қилинган (Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Қонунчилик палатаси Бюджет ва иқтисодий ислохотлар кўмитасининг 2021 йил 10 декабрдаги 04/1-1322-сон маълумотномаси). Ушбу таклифларнинг амалиётга татбиқи натижасида банк секторида криптовалюталар муомаласини рискка асосланган ҳолда тартибга солиш амалиёти юзага келади ҳамда криптоактивлар қийматидаги тебранишларнинг тижорат банклари молиявий барқарорлигига салбий таъсирини камайтириш имконияти пайдо бўлган;

рақамли иқтисодиёт шароитида янги молиявий воситачилик шакллари пайдо бўлиши ва тўлов хизматини кўрсатувчи ташкилотлар фаолиятининг ривожланишига жавобан Марказий банк ваколатларини кенгайтириш таклифидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг тартибга солиш амалиётини такомиллаштиришда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2021 йил 3 декабрдаги 13-17/746-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалиётга татбиқи натижасида банклар томонидан кўрсатилаётган анъанавий тўлов хизматларини кўрсатаётган тижорат банклари, тўлов ташкилотлари, шунингдек, тўлов тизимининг операторлари фаолиятини тартибга солиш ва кузатиш асосида нақд пулсиз ҳисоб-китобларнинг самарадорлигини кенгайтириш имконияти таъминланган;

“Рақамли сўм” лойиҳасини ишлаб чиқиш, Евроосиё иқтисодий иттифоқи доирасида истиқболда улгуржи Марказий банк рақамли валютасини жорий этиш лойиҳасида иштирок этиш таклифларидан Олий Мажлис Қонунчилик палатаси Бюджет ва иқтисодий ислохотлар кўмитаси фаолиятида фойдаланиш учун қабул қилинган (Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Қонунчилик палатаси Бюджет ва иқтисодий ислохотлар кўмитасининг 2021 йил 10 декабрдаги 04/1-1322-сон маълумотномаси). Мазкур таклифларнинг амалиётга татбиқи натижасида Марказий банк рақамли валютаси лойиҳаси борасида изланишларни ташкил этиш, унинг эмиссия технологияси, сақлаш усуллари борасида бир тўхтама келиш, Евроосиё иқтисодий иттифоқига аъзо мамлакатлар марказий банклари билан ликвидликни бошқаришда қулай инструментга эга бўлиш, суверенитетни сақлаш қолиш имконияти юзага келган;

валюта сиёсати самарадорлигининг муҳим шарти сифатида миллий иқтисодиётнинг долларлашув даражасини камайтириш таклифидан Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсатини такомиллаштиришда (2021 йил 5 августдан бошлаб, хорижий валютада жалб қилинган депозитлар учун мажбурий захира меъёри 14%дан 18%га оширилган) (Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2021 йил 3 декабрдаги 13-17/746-сон маълумотномаси) ва тижорат банклари томонидан мажбуриятлар долларлашуви даражасини камайтириш ва миллий валютадаги депозитлар жозибадорлигини оширишга доир чораларни қўллашда фойдаланилган (Ўзсаноатқурилишбанк АТБнинг 2021 йил 13 декабрдаги 01-04/7104-сон ва “Трастбанк” хусусий акциядорлик банкининг 2021 йил 10 декабрдаги 01-01/3479-сон маълумотномалари). Ушбу таклифнинг амалиётга татбиқи

натижасида тижорат банклари томонидан хорижий валютада жалб қилинган депозитларнинг жами банк депозитларидаги улуши 2021 йилнинг 1 октябрга келиб 39,6 фоизни ташкил этган ва 2020 йилнинг мос даврига нисбатан 3,3 фоизли пунктга камайган. Шунингдек, мазкур даврда Ўзсаноатқурилишбанк АТБ ва “Трастбанк”нинг депозит базаси, мос равишда, 17% ва 25%га ошган;

жорий валюта бозори ликвидлигини ошириш мақсадида тижорат банкларининг валюта бозоридаги маркет-мейкерлик фаолиятини ривожлантириш таклифидан Ўзсаноатқурилишбанк акциядорлик тижорат банкининг валюта операцияларини ривожлантиришда фойдаланилган (Ўзсаноатқурилишбанк АТБнинг 2021 йил 13 декабрдаги 01-04/7104-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалиётга татбиқи натижасида Ўзсаноатқурилишбанк АТБнинг валюта операциялари ҳажми 2021 йилнинг 1 октябрь ҳолатига 3727,4 млн. АҚШ долларига етган ва ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 11%га ошган;

тижорат банкларининг муддатли валюта бозоридаги иштирокини кучайтириш, хусусан, валюта рискин хеджирлаш воситаси сифатида валютавий своп, форвард ва опцион битимлари билан операцияларни ривожлантириш таклифидан Ўзсаноатқурилишбанк АТБнинг муддатли валюта операцияларини ривожлантиришда фойдаланилган (Ўзсаноатқурилишбанк АТБнинг 2021 йил 13 декабрдаги 01-04/7104-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалиётга татбиқи натижасида Ўзсаноатқурилишбанк АТБнинг своп битимлари ҳажми 2021 йилнинг 1 октябрь ҳолатига 26,7 минг еврони ташкил этган ва ўтган йилнинг тегишли даврига нисбатан 297%га кўпайган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Мазкур тадқиқот натижалари 14 та, жумладан 8 та республика ва 6 та халқаро илмий-амалий конференцияда муҳокама қилинган ва ижобий хулосалар олинган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Диссертация мавзуси бўйича жами 50 дан ортиқ илмий иш, жумладан, 2 та монография, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 17 та мақола (14 та маҳаллий ва 3 та хорижий нашрларда) ва 20 та маъруза тезислари чоп этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация таркиби кириш, тўртта боб, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхати ҳамда иловалардан иборат. Диссертация ҳажми 234 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети шакллантирилган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги ва амалий натижалари баён этилган, олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти ёритиб берилган. Шунингдек, тадқиқот натижаларининг

амалиётга жорий этилиши, нашр қилинган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг «**Рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсатининг назарий-методологик асослари**» деб номланган биринчи боби рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсатининг назарий-методологик асосларига бағишланган бўлиб, валюта сиёсатининг моҳияти, шакллари ва амалга ошириш механизмлари, алмашув курсини танлаш сиёсати ва валютавий интеграциялашувнинг назарий-услубий жиҳатлари, рақамли иқтисодиёт ривожланиши ва хусусий рақамли валюталарнинг пул-кредит ва валюта сиёсати самарадорлигига таъсири ўрганилган.

Таниқли рус иқтисодчи олими Л.Н.Красавинанинг фикрича, валюта сиёсати қуйидаги тўрт йўналишларни қамраб олган ҳолда комплекс амалга оширилиши керак¹⁵: курс сиёсати самарадорлиги ошириш; халқаро резервларни бошқаришни такомиллаштириш; валютани тартибга солиш самарадорлигини ошириш; миллий валютанинг байналминаллашувини кучайтириш.

Бундан ташқари, О.В.Хмыз томонидан валюта сиёсатининг шакллари сифатида валютавий чекловлар, миллий валюта конвертирланиши даражаси ва курс режимини тартибга солиш, валюта интервенциялари, олтин-валюта захираларини бошқаришга асосий урғу берилган¹⁶.

Ж.М.Кейнс фикрича, харид қуввати паритетининг тебраниши валюта курси тебранишидан сезиларли даражада фарқ қилса, бу ҳолат товарларнинг икки гуруҳи, яъни халқаро савдо айланмаси объекти бўлган ва бўлмаган товарлар нисбий нархларида ўзгариш кузатилгани ёки кузатилишини англатади¹⁷.

1970-йилларга келиб валюта курсларини аниқлашда «товарли ёндашув»дан «активли ёндашув»га ўтиш кузатилди. Бироқ, Р.Миз ва К.Рогоф ўз илмий тадқиқотларида активли ёндашувга асосланган моделлар етакчи валюталарнинг алмашув курси тебранишини изоҳлаб бера олмаслиги асослаб беришди¹⁸. Кейинчалик Р.Миз активли ёндашув асосида моделлаштиришни умумлаштирган ҳолда «амалдаги моделларга асосланган валюта курсидаги тебранишларнинг улуши нолга тенг эканлигини қайд этади¹⁹.»

Ф.Махлуп хорижий валютага бўлган талаб ва таклиф эластиклигини бошқаришнинг фундаментал тамойилларини шакллантиришга муваффақ бўлган²⁰. Унга мувофиқ:

¹⁵ Красавина Л. Н. Концептуальные подходы к проблеме модернизации международных валютных, кредитных, финансовых отношений России в аспекте современных мировых вызовов // Деньги и кредит. 2014. № 10. – С. 47-49.

¹⁶ Хмыз О.В. Мировая валютная система и курсы валют: учеб. пособие / И.П.Васильева, О.В. Хмыз. – М.: МГИМО-Университет, 2008. – 128 с.

¹⁷ Кейнс Дж.М. Трактат о денежной реформе. М., 1925, с. 50.

¹⁸ Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange rate Models of the Seventies. – Journal of International Economics, 1983, vol. 14., p. 3-24.

¹⁹ Meese R. Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era. – Journal of Economic Perspectives, 1990, vol.4, p. 117-134.

²⁰ Collected essays by Fritz Machlup Princeton University. London: George Allen&Unwin, 1966. Part one. Foreign exchange and balance of payments. 1. The theory of foreign exchange, pp.7-50.

хорижий валютага бўлган талабнинг эластиклиги қанчалик юқори бўлса, импорт товарларига бўлган ички талабнинг эластиклиги ҳам шунчалик юқори бўлади;

хорижий валютага бўлган талабнинг эластиклиги қанчалик юқори бўлса, ички бозорда импорт товарлари билар рақобат қилувчи маҳаллий товарлар таклифи эластиклиги ҳам шунчалик юқори бўлади;

хорижий валютага бўлган талабнинг эластиклиги қанчалик юқори бўлса, мамлакат импорти моддалари бўйича хорижий ишлаб чиқарувчиларнинг таклифи ҳам шунчалик юқори бўлади;

хорижий валютага бўлган талабнинг эластиклиги қанчалик юқори бўлса, хорижий ишлаб чиқарувчиларнинг товарларига чет элдаги талаб ҳам шунчалик юқори бўлади.

М.Фридмен қатъий белгиланган алмашув курсларига нисбатан сузувчи курсларни илгари сурар экан, ўз позициясини эркин бозор тамойилларига таянган ҳолда асослайди²¹. Давлат иқтисодий сиёсатининг устувор йўналиши – бу миллий иқтисодиётнинг барқарорлиги экан, нега унда капиталлар ва товарлар ҳаракатига нисбатан чекловларни киритмасдан монетар мустақилликни таъминловчи ўзгарувчан валюта курслари тизимини жорий қилмаслик керак? – деган савол Фридменнинг юқоридаги илмий хулосаларига сабаб бўлган.

Шунингдек, АҚШ ФЗТ собиқ бошқарувчиси Б.Бернанкенинг фикрича, уч асосий жаҳон валюталаридан (АҚШ доллари, евро ва иена) фойдаланувчи иқтисодиётлар учун капитал ҳаракатчанлиги (мобиллиги) ва монетар сиёсат мустақиллигидан келадиган ижобий самара сузувчи валюта курсини амалга ошириш харажатларидан бир қанча юқори бўлади²².

Р.Манделл фикрича, «Бугунги кунга келиб, ўзгарувчан валюта курслари учун етарлича шарт-шароит мавжуд экан, бунда ўзгарувчан валюта курслари миллий валюталарга эмас, балки ҳудудий валюталарга асосланиши лозим. Бошқача айтганда, оптимал валюта зонаси – бу ҳудуддир»²³.

Г.Джонсон фикрича, ўзгарувчан валюта курслари учун фундаментал асос бўлиб, уларнинг ташқи мувозанатни автоматик таъминлаш орқали мамлакатларга халқаро битимларни амалга оширишнинг етарлича эркинлигини таъминлаш билан биргаликда монетар, фискал ва бошқа сиёсат инструментларини қўллашда мустақиллик бериши ҳисобланади²⁴. Бундан ташқари, К.Брода валюта курсининг эркин сузиш режимининг муҳим ижобий жиҳатларидан бири, унинг реал инқирозларга нисбатан силлиқ мослашишга имконият яратишида эканлигини таъкидлайди²⁵.

²¹ Friedman M. The Case for Floating Exchange Rates, December 18, 1989, Collected Works of Milton Friedman Project records, Hoover Institution Library & Archives, <https://miltonfriedman.hoover.org/objects/56655/the-case-for-floating-exchange-rates>

²² Bernanke B.S. Monetary Policy in a World of Mobile Capital – p. 2, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj25n1/cj25n1-1.pdf>

²³ Mundell, Robert «Optimal Currency Areas» American Economic Review, Vol. 51, Sept., 1961, p. 660.

²⁴ Johnson Harry G. «The case for Flexible Exchange rates, 1969.» Federal Reserve Bank of St. Louis review 52, 1970, pp. 12-24.

²⁵ Broda, Cristian «Coping with Terms of Trade Shocks: Pegs Versus Floats.» Calif.: Hoover Institution, pp. 49-56.

Муаллиф фикрича, монетар сиёсат инфляцион таргетлаш режимига асосланган бўлса, валюта курси режимини танлашда қуйидаги икки ҳолатга эътибор қаратиш жоиз:

биринчидан, инфляцион таргетлаш режими бошқа бир номинал мажбурият (мақсадли кўрсаткич) бўлишини инкор этади, яъни қатъий белгиланган курс режимидан воз кечиш талаб этилади;

иккинчидан, инфляциянинг паст даражаси монетар сиёсатнинг асосий мақсадига айланишига қарамасдан, валюта курси ҳаракатига Марказий банк жавобгар бўлади. Чунки валюта курси ҳаракати келгусидаги инфляция суръатини башорат қилиш ва сиёсат мақсадларини белгилашда муҳим ахборот вазифасини бажаради.

Таҳлилларимиз кўрсатишича, «рақамли иқтисодиёт» атамаси ва унга берилган таърифлар муаллифлар яшаган давр ва ундаги тенденцияларни ўзида акс эттирган. Масалан, рақамли иқтисодиёт борасидаги илк тушунчаларда асосан интернетга урғу берилади ва унинг 1990 йиллардаги энг муҳим технология сифатида юзага келганлиги эътироф этилади²⁶. Кейинчалик рақамли иқтисодиёт тушунчасини ифодалашда мобиль ва сенсор тармоқлари, булутли ҳисоблаш ва улкан маълумотлар каби янги технологиялардан фойдаланила бошланди.

Рақамли иқтисодиёт тушунчаси борасида турли қарашлар бўлишига қарамасдан, рақамли сектор, унинг маҳсулотлари ва трансакциялари ҳақида ягона тўхтамга келинмаган. Бирлашган Миллатлар ташкилоти Халқаро стандарт саноат таснифининг (International Standard Industrial Classification) сўнгги нашридан фақатгина Ахборот ва коммуникацион технологиялар сектори (Information and Communications Technology sector) ҳамда Контент ва медиа сектори (Content and Media Sector) жой олган. Шунингдек, Марказий маҳсулотлар таснифида (the Central Product Classification) ҳам онлайн платформалар (масалан, Google, Facebook, Alibaba) ва уларнинг маҳсулотлари тўлиқ қамраб олинмаган, шунингдек, платформага асосланган хизматлар (platform-enabled services) (масалан, Airbnb) аниқ ва равшан акс эттирилмаган. Бундан ташқари, маълумотлар базасини маҳсулот сифатида талқин қилиш яна бир очиқ муаммо бўлиб қолмоқда²⁷.

ХВФ экспертлари ёндашувига кўра, рақамли сектор таркибига онлайн платформалар, платформа асосидаги хизматлар (platform-enabled services) ва ахборот коммуникация технологиялари маҳсулот ва хизматларининг таъминотчилари киритилган²⁸. Бунда платформа асосидаги хизматлар «бўлишиш иқтисодиёти»ни (sharing economy) қамраб олиб, унинг таркибига воситачиларсиз қисқа муддатли мол-мулк ижараси (peer-to-peer short-term property rentals) ва меҳнат хизматлари (масалан, Uber), шунингдек, P2P

²⁶ Tapscott, D. The Digital Economy: Promise and Peril in the Age of Networked Intelligence. McGraw-Hill, New York. 1994.; Mesenbourg T.L. Measuring the Digital Economy, US Bureau of the Census, Suitland, MD. 2001. <https://www.census.gov/content/dam/Census/library/working-papers/2001/econ/umdigital.pdf>; Lane N. Advancing the digital economy into the 21st century, Information Systems Frontiers, 1999. 1(3), 317-320.

²⁷ IMF. Measuring the digital economy. IMF staff Report. 2018.

²⁸ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2018/022818MeasuringDigitalEconomy.ashx>

платформасида ҳамкорликка асосланган молия (Collaborative finance) киритилиши мумкин.

Муаллиф фикрича, рақамлаштириш – бу бутун иқтисодиёт бўйича рақамли технологиялардан фойдаланиш кўламининг ортишини аниқлаб, бизнес жараёнларини такомиллаштириш, маълумотлар билан ишлаш ва мижозлар билан муносабатларни янада самарали ташкил этиш орқали мутлақо янги усулларда қиймат яратиш имконини беради.

Блокчейн активлар оқимини қайд этишнинг инқилобий воситасига айланиши учун унинг икки жиҳати, яъни тақсимланган реестр ва криптография муҳим аҳамият касб этади. Тақсимланган реестр трансакцияларни амалга оширишда иштирок этадиган воситачиларнинг (марказий банк, тижорат банклари ва бошқ.) ролини тўлиқ инкор этади ва шу асосда трансакцион харажатларни қисқартириш ва тўловни тезкор амалга ошириш имкониятини яратади. Криптография эса блокчейн орқали ўтадиган миллиардлаб трансакцияларнинг хавфсиз бўлиши ва унга нисбатан кенг жамоатчилик ишончини қозонишга масъулдир.

Блокчейннинг хавфсизлик, махфийлик, кузатиш мумкинлиги (traceability), маълумотларнинг ишончилиги ва аниқлиги, вақтнинг қайд этилиши, ўчириб ёки ўзгартириб бўлмаслиги каби жиҳатлари унинг муайян соҳаларда қўлланилиши учун қулайлик яратади. Блокчейн ва унинг турли шакллари инсонлар ўртасида ёки машинадан машинага бўладиган исталган трансакцияларни ҳимоя қилиш мақсадида фойдаланмоқда.

Айни пайтда, блокчейн технологиялари билан боғлиқ барча патентларнинг 75 фоизи, буюмлар интернетига (IoT) харажатларнинг 50%и, булутли технологиялар бозорининг 75 %идан ортиғи АҚШ ва Хитой ҳиссасига тўғри келмоқда. Эътиборли жиҳати шундаки, дунёнинг 70 та йирик рақамли платформалари бозор капиталлашувининг 90 фоиздан ортиғини мазкур икки давлат улуши ташкил этади²⁹.

Муаллиф фикрича, рақамли молиявий технологиялар монетар сиёсатни амалга оширишнинг техник жиҳатларига ҳам таъсир ўтказмай қолмайди. Хусусан, молиявий маҳсулотлардаги ўзгаришлар, молиявий трансакцияларни ўтказиш жараёнлари, молиявий институтлар ва молия бозори тузилмаси монетар сиёсатнинг трансмиссион механизмига ва монетар сиёсатнинг алоҳида инструменти самарадорлигига таъсир қилади. Янги молиявий маҳсулотларнинг пайдо бўлиши, криптоактивлар билан операцияларнинг ривожланиши пул агрегатлари таркибини ҳам бойитишни тақозо этади. Худди шу сингари марказий банкларнинг прогнозлаштириш моделлари, молия бозорлари билан коммуникация стратегиялари ҳам ўзгариши талаб этилади.

Айни пайтда, виртуал валюталар ўзининг ҳисоб бирлиги ва тўлов тизимларига эга бўлиб, трансакцияларни амалга оширишда марказий клиринг институтларига, Марказий банкка эҳтиёж қолмайди. Ҳозирги кунда виртуал валюталарнинг ёрқин вакили биткоин бўлиб, у билан боғлиқ вазият марказий банклар ва уларнинг фиат пуллари орқали амалда бўлган тартибга нисбатан

²⁹ https://unctad.org/system/files/official-document/der2019_overview_ru.pdf

жиддий муаммо келтириб чиқарадиган даражага етгани йўқ. Бунинг сабаби шундаки, биткоиннинг қиймати юқори тебранувчанликни қайд этмоқда, юқори рискка эга, энергия сиғими ҳаддан зиёд юқори ва унинг асосини ташкил этувчи рақамли технологиялар «кўламнинг кенгайиши» борасида жиддий камчиликларга эга.

Биткоин каби криптовалюталардан фарқли равишда, глобал стейблкоинлар монетар сиёсатга турли каналлар орқали таъсир этади. Масалан, иқтисодиётдаги нархларнинг сезиларли қисми глобал стейблкоинда белгиланадиган бўлса, ички монетар сиёсат мазкур нархларга бевосита таъсир этиш имкониятига эга бўлмайди. Бундан ташқари, глобал стейблкоин ҳам барқарор ва кенг фойдаланиладиган валютага эга мамлакатларда, ҳам беқарор, кичик ҳажмдаги валютага эга мамлакатларда банк ресурсларига таъсири орқали кредит ставкалари ўзгаришига сабаб бўлиши мумкин.

Диссертация ишининг «**Рақамли иқтисодиёт шароитида криптовалюталар муомаласини тартибга солишнинг халқаро амалиёти**» деб номланган иккинчи бобда рақамли иқтисодиёт шароитида криптовалюталар муомаласини тартибга солишнинг халқаро амалиётига эътибор қаратилган, хусусан, криптовалюталар бозори ривожланишининг замонавий тенденциялари, криптовалюталар муомаласини тартибга солиш бўйича халқаро ёндашувлар, Марказий банк рақамли валютасини муомалага чиқариш бўйича халқаро амалиётдаги мавжуд лойиҳалар таҳлил қилинган.

Таҳлил натижалари кўрсатишича, криптовалюталарга нисбатан мамлакатлар ваколатли органларининг ёндашувларида кескин хилма-хиллик кўзга ташланади. Хусусан, Европа Марказий банки биткоинни конвертирланадиган марказлашмаган виртуал валюта сифатида таснифлайди³⁰. Германия Молия вазирлиги маълум қилишича, биткоин хорижий валюта ёки электрон пул сифатида таснифланмайди, бироқ «хусусий пул» ҳисобланади³¹. АҚШ Ҳазначилиги биткоинни конвертирланадиган марказлашган виртуал валюта сифатидан таснифлайди³². Шунингдек, Швеция молиявий назорат органи (Swedish Financial Supervisory Authority) биткоин ва бошқа рақамли валюталарни тўлов воситаси сифатида оммавий эълон қилган³³.

Таъкидлаш лозимки, биткоин миқдорининг ўсиши учун протокол к-фоизли қоидага ўхшаш жиҳатларга эга. Биткоин миқдори муайян фоизларда ошмаса ҳам, биткоин бирлигида доимий суръатда ўсиш кузатилади. Бироқ биткоиннинг ўсиш суръати ҳам вақт ўтган сари ўзгаради. Масалан, биткоин

³⁰ ECB (2012). Virtual currency schemes. [Электрон ресурс]. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

³¹ Clinch, Matt (2013). «Bitcoin recognized by Germany as ‘private money’». CNBC. Retrieved 18 January 2014.

³² Shasky Calvery J. (2014). Statement of Jennifer Shasky Calvery, Director Financial Crimes Enforcement Network United States Department of the Treasury Before the United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Subcommittee on National Security and International Trade and Finance Subcommittee on Economic Policy. [Электрон ресурс]. URL: [fi.ncen.gov/FinancialCrimesEnforcementNetwork. 19 November 2013](http://fi.ncen.gov/FinancialCrimesEnforcementNetwork/19November2013). Retrieved 1 June 2014.

³³ Financial Mirror (2014). 2014 04 16 ISSUU. [Электрон ресурс]. URL: http://issuu.com/financialmirror/docs/financial_mirror_2014_04_16_issuu, page 3.

билан операциялар йўлга қўйилишининг дастлабки 4 йилида майнерлар ҳар бир «қазиб олинган» блок учун 50 та биткоин олишган бўлса, 2019 йилга келиб, ҳар бир блок учун 12,5та биткоин тақдим этилади. Бундан ташқари, майнерлар ҳар бир блок учун ҳақ ҳам оладилар. Барча биткоинлар (қарийб 21 млн. та) қазиб олинган, майнерлар фақат ҳар бир блокда қайд этилган трансакциялар бўйича ёзувларни шифрдан чиқариш (de-encrypting) ва тасдиқлаш хизматлари учун ҳақ олишади.

Айни пайтда, Эфириум биткоиндан фарқли равишда ўз блокчейнида яратиладиган эфирлар (Ether) сонига нисбатан юқори чегарага (лимит) эга эмас. Ҳозирда эфир доимий суръатда ўсиш тенденциясига эга бўлиб, ҳар бир «қазиб олинган» блок учун 2 эфир ажратилади. Эфириум блокчейнида ҳар бир янги блок 14-15 секундда «қазиб олинади»³⁴. Бироқ ажратилган эфир сонининг ортиб боришига мос равишда мазкур криптовалюта миқдорининг ўсиш суръати пасайиб боради.

Coinmarketcap маълумотларига кўра, 2019 йил август ойининг бошларида 2420 та криптовалюталарнинг умумий бозор капитализацияси 302,7 млрд. АҚШ долларини ташкил этган бўлиб, бу кўрсаткич Бирлашган Миллатлар Ташкилоти томонидан тан олинган 159 та фиат пулларнинг 81 трлн. АҚШ доллари миқдоридаги айланмасининг атиги 0,36 фоизи демакдир³⁵.



1-расм. Криптовалюталарнинг бозор капиталлашувида биткоин ва эфириумнинг улушлари динамикаси

Манба: Coinmarketcap

Криптовалюталарнинг умумий бозор капитализациясида биткоиннинг улуши етакчи бўлиб қолмоқда (1-расмга қаранг). Шунга қарамай, криптовалюталарнинг бозор капиталлашувидаги улушида сезиларли тебранувчанлик мавжуд. Хусусан, биткоиннинг криптовалюталар

³⁴ Diedrich, H. (2016), Ethereum: Blockchains, Digital Assets, Smart Contracts and Decentralized Autonomous Organizations, Wildfire Publishing.

³⁵<https://www.fxempire.com/forecasts/article/the-fiat-market-vs-the-cryptocurrency-market-competition-or-partnership-2-594569>

капиталлашувидаги улуши 2013 йил 18 ноябрда 96,59 фоизга тенг бўлган бўлса, 2018 йил 15 январда бу кўрсаткич 32,81 фоизни ташкил этган. 2020 йил барча криптовалюталар учун муваффақиятли кечди, уларнинг бозор капиталлашуви 300 фоизга ошиб, 785 млрд. АҚШ долларига етди.

2021 йилга келиб, битта биткоин трансакция учун ўртача 1752,79 киловатт/соат энергия сарфи талаб қилинадиган бўлди. Бу эса 1,2 млн. VISA трансакциялари учун зарур бўлган энергия сарфига тенг демакдир³⁶. Бошқача айтганда, 2021 йилнинг май ойига 1 та биткоин майнинги учун ўртача уй хўжалигининг 13 йиллик электр энергия истеъмоли сарфланадиган бўлди³⁷.

Криптовалюталар саноатининг асосий секторлари қаторига рақамли ҳамёнлар ҳам тааллуқли бўлиб (1-жадвалга қаранг), 2020 йилнинг 29 декабрь ҳолатига уникал ҳамёнлардан фойдаланувчиларнинг умумий сони 63,288 млн. кишини ташкил этган. АҚШ фуқароларининг қарийб 11%и биткоинга эга³⁸. 2018 йилга келиб, биткоиннинг бозор капиталлашуви ХВФ томонидан чиқарилган барча СДРлар қийматидан (қарийб 291 млрд. АҚШ доллари) ошиб кетди³⁹.

Айни пайтда, таъкидлаш ўринлики, хусусий криптовалюталар монетар жиҳатдан экзоген бўлиб, олдиндан аниқ бўлган пул таклифига эга, яъни, криптовалюталарни фиат пуллар каби чексиз эмиссия қилиш имконияти мавжуд эмас.

1-жадвал

Криптовалюталар саноатининг асосий секторлари ва улар бажарадиган функциялар⁴⁰

Саноат секторлари	Асосий функциялари
Биржалар	Криптовалюталар билан савдони амалга ошириш
Ҳамёнлар	Криптовалюталарни сақлаш
Тўловлар	Криптовалюталар билан тўловларни қўллаб-қувватлаш
Майнинг	Блокчейнга қўшиладиган блокларни аниқлаш учун йирик миқдордаги хешларни ҳисоблаш орқали Глобал реестрнинг (блокчейн) хавфсизлигини таъминлайди.

Ривожланаётган мамлакатларнинг аксариятида расмий криптобиржалар суи ривожланганлиги боис, P2P платформалари орқали трансакцияларни амалга ошириш нисбатан юқори ҳисобланади. Масалан, Кения, Нигерия, Вьетнам, Венесуэла каби мамлакатларда резидентларнинг аксарияти P2P криптобиржаларидан фойдаланадилар. Бу ўринда криптовалюта трансферларининг асосий қисми кичик ва йирик ҳажмдаги чакана тўловларга тўғри келади⁴¹.

³⁶ <https://www.businessinsider.in/cryptocurrency/news/a-single-bitcoin-transaction-has-a-bigger-carbon-footprint-than-100000-hours-of-youtube-videos/articleshow/84373569.cms>

³⁷ <https://www.nytimes.com/interactive/2021/09/03/climate/bitcoin-carbon-footprint-electricity.html>

³⁸ <https://www.bitcoinmarketjournal.com/how-many-people-use-bitcoin/>

³⁹ <https://www.coindesk.com/2018-year-central-banks-begin-buying-cryptocurrency>

⁴⁰ Муаллиф томонидан тузилган.

⁴¹ <https://blog.chainalysis.com/reports/2021-global-crypto-adoption-index/>

2012 йилнинг октябрида Европа Марказий банки рақамли валюталар схемалари тўғрисида ҳисобот тайёрлади ва унда биткоин тизими, амалдаги европа қонунчилиги доирасида бундай тизимнинг ҳуқуқий мақоми таҳлили камраб олинди. Шунингдек, рақамли валюталарни «Электрон пуллар тўғрисида»ги Директива (2009/110/ЕИ) билан ўрнатилган «электрон пуллар» тушунчаси кўламига киритиш ва уларни мазкур ҳужжат доирасида тартибга солиш масаласи ҳам кўриб чиқилган. Ҳисоботда қайд этилишича, биткоин атамаси у ёки бу объектни электрон пулларга тенглаштиришнинг айрим мезонларига мос келади. Бироқ энг муҳими биткоин муомалага чиқарилган пулларнинг таъминланганлиги мезонига жавоб бермайди.

Европа суди 2015 йил 22 октябрда (European Court of Justice, ECJ) биткоинларни фиат валюталарга айирбошлаш операциялари қўшилган қиймат солиғидан (ҚҚС) озод қилиниши бўйича қарор қабул қилди. Суд қарорида аниқлик киритилишича, ҚҚС тўғрисидаги қонун ҳужжатлари товарларни етказиб бериш ва хизматлар кўрсатишга нисбатан татбиқ этилади⁴². Биткоиндаги трансакциялар тўлов операцияларига тааллуқли бўлганлиги боис, ҚҚСга тортилмайди. Шу боисдан Суд Европа Иттифоқининг барча аъзоларини криптовалюталарни солиққа тортиладиган активлар рўйхатидан чиқариш бўйича тавсия берган.

АҚШ Федерал захира тизими криптовалюталар бўйича тадқиқотлари кўрсатишича, Марказий банклар учун бу борадаги асосий муаммо махфийлик масаласи бўлиши мумкин. Хусусан, ФЗТ раиси Джером Пауэлл биткоинни олтиннинг муқобили эканлиги ва унинг қийматни сақлаш воситаси бўлиб хизмат қила олишини таъкидлаган⁴³.

Сингапур регуляторлари «Қимматли қоғозлар ва фючерслар тўғрисида»ги қонунга (the Securities and Futures Act) мувофиқ криптовалюталарни "қимматли қоғозлар" деб ҳисобламайдилар. Шу боисдан, Сингапурда криптовалюталарга нисбатан юқорида таъкидланган қонун ва «Молиявий маслаҳатчилар тўғрисида»ги қонунга мувофиқ инвесторларни ҳимоя қилиш ва бозорнинг яхлитлигини тартибга солиш, шунингдек, турли хил рўйхатга олиш, ошкор қилиш ва фирибгарликка оид мажбуриятлар татбиқ этилмайди.

Сингапур Криптовалюта корхоналари ва стартаплари ассоциацияси (Association of Crypto Currency Enterprises and Start-ups) 2014 йил 30 майда ташкил топган бўлиб, унинг мақсади, биринчидан, тартибга солувчилар ва бошқа манфаатдор томонлар билан мулоқотни ривожлантириш, иккинчидан, криптовалюта саноатининг "ўзини-ўзи бошқариши"ни амалга оширишдир. Бунда ўзини-ўзи бошқариш аъзолик мезонларидан бири сифатида фирмалар учун одоб-ахлоқ қоидаларини белгилаш орқали амалга оширилади. АССЕСС ўзини ўзи бошқариш мажбуриятини олишга тайёр кўринсада, жорий босқичда

⁴² The bill «On digital financial assets» - URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/419059-7> (Released September 19, 2019) (in Russian).

⁴³ Source: REUTERS / Jonathan Ernst

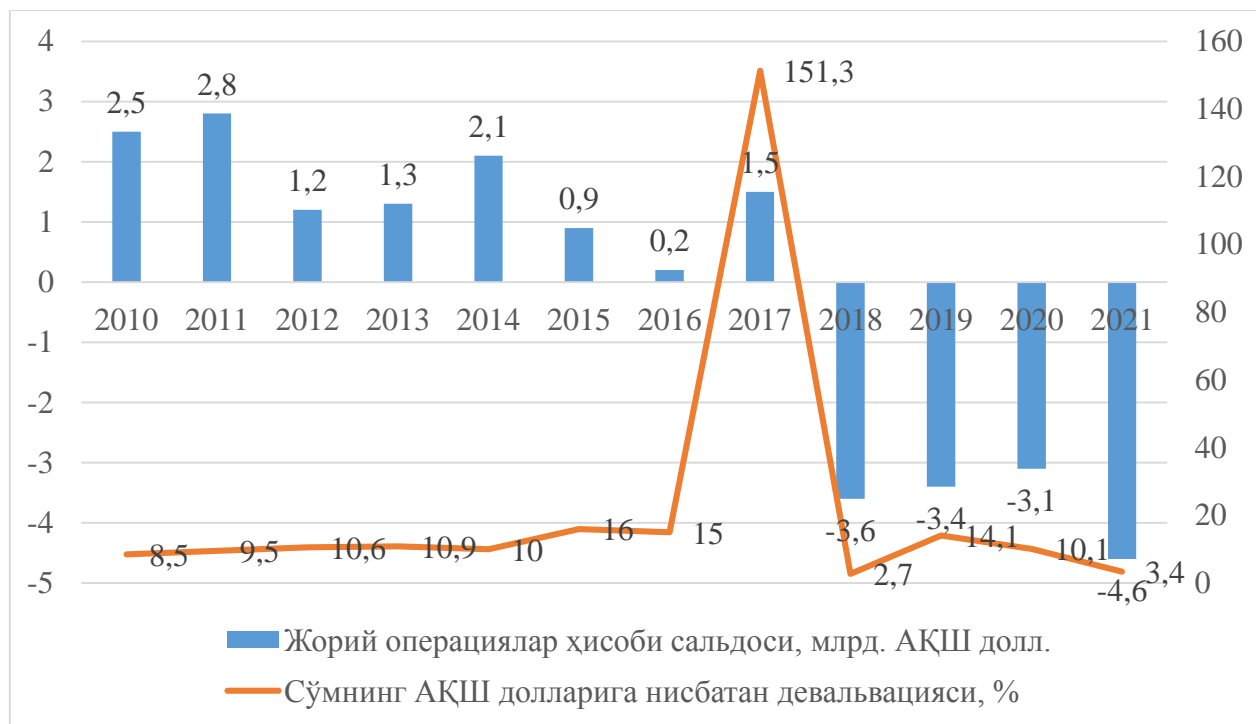
тизимда қандай тартибга солувчи рол ўйнаши мумкинлиги ва регуляторлар билан қандай даражадаги ҳамкорлик қилиш мумкинлиги ҳали ҳам аниқ эмас⁴⁴.

Ўзбекистонда ҳам рақамли иқтисодиётни шакллантиришнинг норматив-ҳуқуқий базасини мустаҳкамлаш йўлида муҳим қадамлар қўйилмоқда. Хусусан, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 3 июлдаги «Ўзбекистон Республикасида рақамли иқтисодиётни ривожлантириш чоратadbирлари тўғрисида»ги ПҚ-3832-сонли қарори қабул қилиниб, унга мувофиқ, рақамли иқтисодиётни жорий этиш ва ривожлантириш соҳасидаги ваколатли орган белгиланди, крипто-активлар айланмаси ва уни тартибга солиш масалаларига аниқлик киритилди. Эътиборли жиҳати шундаки, мамлакатимизда крипто-активлар айланмаси махсус норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар билан тартибга солинадиган бўлди. Бундан ташқари, юридик ва жисмоний шахсларнинг крипто-активлар айланмаси билан боғлиқ операциялари, жумладан норезидентлар томонидан амалга ошириладиган операциялар солиқ солинадиган объект ҳисобланмайди, мазкур операциялар юзасидан олинган даромадлар эса солиқлар ва бошқа мажбурий тўловлар бўйича солиқ солинадиган базага киритилмайди. Шунингдек, крипто-активлар айланмаси соҳасидаги фаолиятни амалга ошириш учун белгиланган тартибда лицензия олган шахслар томонидан ўтказиладиган крипто-активлар айланмаси билан боғлиқ валюта операцияларига валютани тартибга солиш тўғрисидаги қонун ҳужжатлари нормалари татбиқ этилмайди.

Диссертациянинг **«Ўзбекистонда валюта сиёсати ва валюта муносабатларини тартибга солиш амалиёти»** деб номланган учинчи боби Ўзбекистонда валюта сиёсати ва валюта муносабатларини тартибга солиш амалиётига бағишланган ва унда Ўзбекистонда валютани тартибга солиш ва валюта назорати тизимининг ривожланиш тенденциялари баҳоланган, Ўзбекистонда валюта бозори ва алмашув курси режимининг ўзига хос жиҳатлари аниқланган, Ўзбекистонда валюта сиёсатини эркинлаштириш амалиёти ва унинг самарадорлиги таҳлили, Ўзбекистонда валюта курсига таъсир этувчи омилларнинг эконометрик таҳлили амалга оширилган.

Таҳлилларимиз кўрсатишича, 2018-2021 йилларда Ўзбекистон Республикаси жорий ҳисоб балансининг дефицит билан чиқиши кузатилган. Бироқ мазкур даврда миллий валюта – сўмнинг АҚШ долларига нисбатан алмашув курси сезиларли даражада девальвация қилинган (2-расмга қаранг). Назарий жиҳатдан девальвация ташқи савдо қолдиғига ижобий таъсир этиши, хусусан экспортни рағбатлантирувчи характер касб этиши керак эди. Фикримизча, мазкур ҳолат мамлакатимиз савдо режими билан боғлиқ бўлиб, турли божлар ва бошқа чекловлар боис, импортнинг кескин тушиши ва экспортнинг ошишини етарлича рағбатлантирмаган.

⁴⁴ Lim, J. W. (2015). A Facilitative Model for Cryptocurrency Regulation in Singapore. Handbook of Digital Currency, 361–381. doi:10.1016/b978-0-12-802117-0.00018-7



2-расм. Сўмнинг АҚШ долларига нисбатан девальвацияси ва жорий ҳисоб баланси сальдоси динамикаси⁴⁵

Шу боисдан ҳам ҳозирги кунда мамлакатимизда валюта сиёсатини эркинлаштиришда нафақат валюта сиёсатининг бозор механизмларини жорий қилиш амалиётини такомиллаштиришга, балки хўжалик субъектлари экспорт салоҳиятини юксалтиришни рағбатлантиришнинг муқобил усулларига ҳам эътибор қаратилмоқда. Хусусан, маҳаллий ишлаб чиқарувчиларнинг ташқи бозорлардаги рақобатбардошлигини ошириш учун тижорат банклари томонидан экспорт кредитларини ажратиш амалиёти шулар жумласидандир. Шунингдек, савдо режимини эркинлаштириш бўйича ҳам муҳим қадамлар ташланаётганлиги, республикамизнинг Жаҳон савдо ташкилотига аъзолиги бўлиши учун етарли шарт-шароитларни таъминлашга жиддий ёндашув ҳам келгусида валюта сиёсати механизмларининг таъсирчанлигини оширишга хизмат қилади.

2018-2020 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг валюта бозоридаги интервенцияси ҳажмида ҳам ўсиш тенденцияси кузатилган. Хусусан, интервенция мазкур даврда 1,7 баробарга ошган. Айни пайтда, 2021 йилга келиб, Марказий банк интервенцияси ҳажми 40 фоизга камайган ва 3,2 млрд. АҚШ долларини ташкил этган (3 -расмга қаранг). 2021 йилда олтин экспорти 4,1 млрд. АҚШ долларини ёки умумий экспортнинг 24,7 фоизини ташкил этганлигини ҳисобга олсак, Марказий банк томонидан валюта интервенциясини амалга оширишда олтин-валюта захираларининг «нейтраллиги» тамойилига амал қилаётганлигини кўриш мумкин.

2021 йилда республика валюта бозорида юз берган муҳим ўзгаришлардан бири сифатида тижорат банкларининг хўжалик субъектлари билан биржадан

⁴⁵ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

ташқари валюта бозорида тўғридан-тўғри валюта операциялари ҳажмининг кескин ошганлигини таъкидлаш ўринлидир. Чунончи юридик шахслар билан жами валюта операцияларнинг 94 фоизи биржадан ташқари валюта бозорига тўғри келди. Ушбу ҳолат 2021 йилнинг 15 февралидан бошлаб, республикамизда валюта операцияларини амалга ошириш бўйича киритилган ўзгаришлар билан узвий боғлиқ.



3-расм. Ўзбекистон валюта бозорида талаб, таклиф ва Марказий банк интервенцияси ҳажмидаги ўзгаришлар динамикаси, млрд. АҚШ доллари⁴⁶

Республикамизда валюта курсига таъсири қилувчи омилларнинг регрессион таҳлилини амалга оширишда қуйидаги эконометрик модел тузилди:

$$\Delta rer_t = \alpha + \sum_{i=1}^T \beta_i rer_{t-i} + \sum_{j=1}^N \gamma_j \Delta X_{jt} + \varepsilon_t$$

бунда, rer_t – реал валюта курси ўсиши, X_{jt} валюта курсига таъсир этувчи омиллар тўплами. Ушбу тўплагма реал ЯИМ ўсиши, реал пул ўтказмалари ўсиши, реал экспорт ўсиши, реал импорт ўсиши, инфляция даражасининг ошиши, узоқ муддатли кредитлар ўртача фоиз ставкаси ўсиши, товар хом-ашёларнинг дунёдаги ўртача нарх даражаси ошиши, халқаро биржалардаги пахта хом-ашёсининг реал нархи ошиши, халқаро биржалардаги табиий газнинг реал нархи ошиши, ташқи савдо очиклигининг ошиши ва реал пул таклифи ўсиши киритилган.

Юқоридаги моделнинг регрессия натижалари қуйидаги келтирилган жадвалда келтирилган. Модел бир нечта спецификацияда баҳоланди ҳамда ҳар

⁴⁶ Марказий банк ҳисобот маълумотлари асосида диссертант томонидан тузилди.

бир спецификациянинг робастлиги (ишончилиги) бир қатор тестлар орқали текширилди.

2-жадвал

Регрессия натижалари

	Модел 1	Модел 2	Модел 3	Модел 4	Модел 5	Модел 6
$\Delta rgdp_t$	0.002 (-0.033)	0.650*** (-0.223)	0.776*** (-0.195)	0.775*** (-0.19)	0.799*** (-0.187)	0.762*** (-0.165)
Δrex_t	0.037 (-0.023)	-0.276** (-0.112)	-0.336*** (-0.097)	-0.322*** (-0.1)	-0.333*** (-0.098)	-0.311*** (-0.083)
Δrim_t	-0.053 (-0.044)	-0.356*** (-0.103)	-0.394*** (-0.088)	-0.384*** (-0.086)	-0.394*** (-0.085)	-0.382*** (-0.081)
Δcpi_t	0.582** (-0.268)	0.755*** (-0.268)	0.980*** (-0.257)	0.871*** (-0.26)	0.887*** (-0.26)	1.080*** (-0.253)
$\Delta rate_t$	-0.134*** (-0.038)	-0.135*** (-0.036)	-0.152*** (-0.035)	-0.159*** (-0.037)	-0.158*** (-0.037)	-0.136*** (-0.033)
Δcom_p_t	-0.196*** (-0.056)	-0.267*** (-0.061)	-0.319*** (-0.071)	-0.292*** (-0.084)	-0.297*** (-0.083)	-0.297*** (-0.084)
ΔTO_t		0.656*** (-0.222)	0.773*** (-0.195)	0.749*** (-0.195)	0.773*** (-0.192)	0.728*** (-0.174)
$\Delta rcot_t$			0.113*** (-0.035)	0.107*** (-0.038)	0.107*** (-0.039)	0.096*** (-0.035)
$\Delta rgas_t$			-0.068** (-0.03)	-0.068** (-0.03)	-0.070** (-0.028)	-0.047* (-0.024)
$\Delta rrem_t$				-0.023 (-0.026)	-0.021 (-0.026)	-0.031 (-0.025)
ΔrMS_t				-0.018 (-0.122)	-0.043 (-0.141)	-0.022 (-0.133)
rer_{t-1}					-0.003 (-0.005)	0.343*** (-0.112)
rer_{t-2}						-0.347*** (-0.112)
α	0.065*** -0.006	0.063*** -0.006	0.062*** -0.005	0.063*** -0.006	0.085** -0.04	0.073* (-0.038)
Кузатувлар	55	55	55	55	55	55
R ²	0.414	0.468	0.578	0.587	0.589	0.675
Breusch-Pagan test	0.77 [0.38]	0.14 [0.71]	1.2 [0.27]	2.46 [0.12]	2.52 [0.11]	1.03 [0.31]
Ramsey RESET test	1.66 [0.19]	0.99 [0.41]	0.56 [0.64]	0.19 [0.90]	0.11 [0.95]	1.25 [0.30]
Breusch-Godfrey test for autocorrelation	4.8 [0.03]	6.75 [0.00]	3.64 [0.06]	5.81 [0.02]	5.87 [0.01]	0.15 [0.69]
Durbin's test autocorrelation	4.5 [0.03]	6.44 [0.01]	3.11 [0.08]	4.96 [0.03]	4.89 [0.02]	0.11 [0.74]
Akaike IC	-183.3	-186.7	-195	-193	-191	-202
Bayesian IC	-169.3	-170.7	-175	-168	-165	-174

*** 1% лик статистик аҳамиятга эга.

** 5% лик статистик аҳамиятга эга.

* 10% лик статистик аҳамиятга эга.

2-жадвалда эконометрик моделнинг бир неча спецификацияда амалга оширилган регрессия натижалари келтирилган. Натижаларга кўра, реал ЯИМ ҳажмининг 1% га ортиши реал валюта курсини ўртача олганда 0.7% дан ортиқроқ ошишига олиб келади. Бу албатта бир томондан даромадининг ортиши билан юзага келадиган жамғармани инсонлар долларда жамғариши билан боғлиқ бўлса иккинчи томондан даромадларнинг ортиши импорт товар ва хизматларга бўлган талабнинг ортишига олиб келишига боғлиқ.

Реал экспорт ва реал импорт ҳажмининг ортиши реал валюта курсини пасайтиришига эмпирик факт тақдим этилди. Реал экспортнинг ортиши хорижий валюта тушумларини ортириши билан хорижий валюта таклифини оширади ва бу валюта курсининг мустақамланишига олиб келади. Шунингдек, реал импорт ҳажмининг ортиши экспорт қилинаётган товарлар учун хом-ашёга бўлган талабдан ошган бўлиши мумкинлиги реал валюта курси билан тесқари боғлиқликни келтириб чиқараётганлиги эҳтимоллиги юқори.

Инфляция даражасининг ўсиши миллий валюта қадрини пасайишига олиб келиши ҳам эмпирик ўз исботини топди. Бунда, инфляция ўсиш даражасининг 1% га ортиши валюта курсини 1% дан кўпроққа оширишига эмпирик факт тақдим этилди. Натижадан валюта курсини барқарорлигини таъминлашда барқарор инфляция даражаси муҳимлиги келиб чиқади. Иқтисодий қарор қабул қилувчиларнинг инфляцион кутилмаларининг ўсиши валюта курсини инфляцион кутилмалардан кўра кўпроқ миқдорда ортишига олиб келиши асосланди. Узоқ муддатли фоиз ставкаларнинг ўсиши валюта курси пасайишига олиб келсада, унинг таъсир кўлами инфляция ёки реал экспортчилик кучли эмас. Узоқ муддатли фоиз ставкаларининг 1% га ортиши валюта курсини 0,1% атрофида пасайтирмақда.

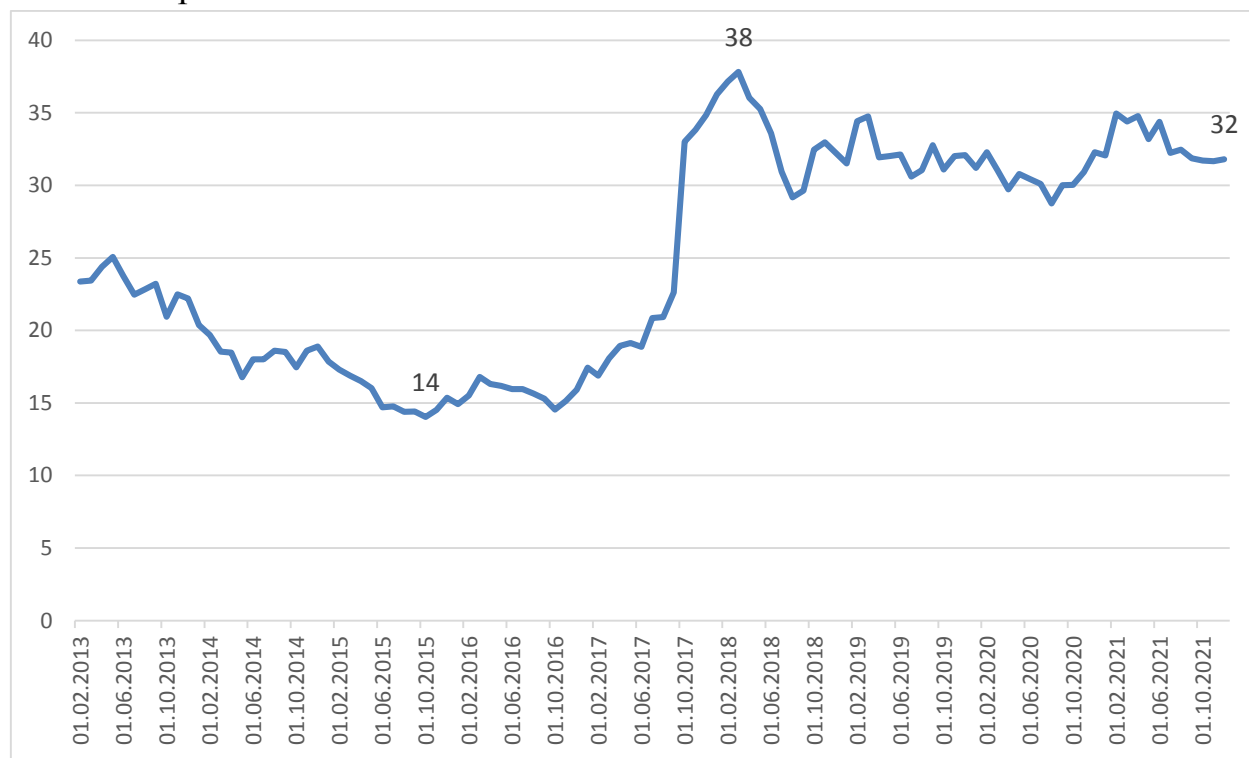
Моделнинг робастлигини текшириб кўриш учун иқтисодий назариядан келиб чиққан ҳолда бир қатор ўзгарувчилар моделга киритилган бўлиб, шулардан бири савдо очиклиги кўрсаткичидир. Савдо очиклиги жами экспортнинг жами импортга йиғиндисини ЯИМга нисбати шаклида ҳисобланган бўлиб, ушбу кўрсаткич ўсиш даражасининг 1% га ортиши валюта курси ўсишини 0,7% атрофида ошишига олиб келган. Албатта, савдо очиклиги хорижий валютага нисбатан талабни оширади. Аммо, эътиборли томони миллий валютанинг қадрсизланиши савдо очиклиги ўсишидан юқори бўлмаган.

Асосий экспорт қилинувчи хом-ашё сифатида пахта ҳамда табиий газ маҳсулотларининг ҳам реал нархи моделга киритилган ҳолда уларнинг валюта курсига таъсири тадқиқ этилди. Таҳлилларга кўра, реал пахта нархининг ортиши валюта курси ўсишининг ортишига олиб келса, табиий газ реал нархининг ошиши эса валюта курси пасайишига олиб келади. Бироқ, табиий газ реал нархи ошишининг таъсири пахтаники каби статистик жиҳатдан юқори даражада аҳамиятли эмас. Моделга киритилган пул ўтказмалари ўсиши ва пул таклифи ўсиши статистик жиҳатдан юқори даражада аҳамиятли эмас.

Модел натижалари ишончилигини текшириш учун ҳар бир модел спецификацияси билан бир қатор тестлар амалга оширилди. Биринчи навбатда

гетерокедастиклик тести амалга оширилди. Ушбу тест натижаларига кўра, барча моделда гетерокедастиклик муаммоси мавжуд бўлиб, муаммони бартараф этиш учун барча стандарт хатолар робаст стандарт хатолар сифатида баҳоланди. Шунингдек, автокорреляция билан боғлиқ тест натижаларига кўра, регрессия натижаларида автокорреляция муаммоси мавжуд бўлиб, тест натижаларидан муаммони ҳал қилишда реал валюта курсининг иккита лагидан фойдаланиш мақсадга мувофиқлиги ўз исботини топди. Бундан ташқари, бирор бир мустақил ўзгарувчи қолиб кетганлиги ҳам тест қилинди. Натижаларга кўра, муҳим мустақил ўзгарувчининг тушиб қолдирилганлик гипотезаси рад этилди. Амалга оширилган тестлар ва инфор­мацион мезонларга кўра, моделнинг 6-спецификацияси бизнинг статистик маълумотларга кўпроқ мос тушади.

Диссертацион тадқиқотнинг «**Рақамли иқтисодиёт шароитида Ўзбекистон валюта сиёсати самарадорлигини ошириш йўллари**» деб номланган тўртинчи бобида рақамли иқтисодиёт шароитида Ўзбекистон валюта сиёсати самарадорлигини ошириш йўллари ишлаб чиқилган. Хусусан, рақамли трансформация шароитида валюта сиёсатини амалга ошириш механизми самарадорлигини ошириш йўналишлари, миллий иқтисодиётда долларлашув даражасини камай­тириш орқали валюта сиёсати самарадорлигини ошириш, Ўзбекистонда Марказий банк рақамли валютасини муомалага чиқариш шарт-шароитлари, рақамли иқтисодиёт шароитида валютавий интеграцияни чуқурлаштириш истиқболлари илмий жиҳатдан асослаб берилган.



4-расм. Ўзбекистонда чет эл валютасидаги депозитларнинг пул массасига (M2) нисбати⁴⁷

⁴⁷ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида ҳисобланган.

2017 йилнинг сентябрь ойида сўмнинг АҚШ долларига нисбатан кескин девальвациясини келтириб чиқарган валюта сиёсатини либераллаштириш оқибатида хорижий валютадаги депозитларнинг пул массасидаги улуши 2017 йил 1 сентябрдаги 23 фоиздан 2017 йилнинг 1 октябрь ҳолатига 33 фоизга ошган. Бироқ кейинчалик ҳам мазкур кўрсаткич ўсишда давом этди ва 2018 йилнинг 1 март ҳолатига ўзининг энг юқори даражасини (38 %) қайд этди (4-расмга қаранг). 2021 йилнинг 1 январь ҳолатига келиб, чет эл валютасидаги депозитларнинг пул массасидаги улуши 32 фоизни ташкил этган ва бу сўнгги уч йилдаги нисбатан барқарор сақланиб қолаётган қарийб ўртача кўрсаткичдир.

Бундан ташқари, мамлакатимизда кредитлар ва депозитларнинг долларлашуви даражаси ҳам юқорилигича қолмоқда (3-жадвал). Таҳлил қилинаётган даврда кредитларнинг долларлашуви бироз бўлсада пасайиб, 2021 йилнинг декабрь ойига келиб, қарийб 49,5 фоизни ташкил этган.

3-жадвал

Ўзбекистонда банк кредитлари ва депозитларининг долларлашуви даражаси⁴⁸

	01.01.2018	01.07.2018	01.01.2019	01.07.2019	01.01.2020	01.07.2020	01.12.2020	01.12.2021
Хорижий валютадаги кредитларнинг жами кредит қўйилмаларидаги улуши, %да	62,3	56,8	55,9	56,9	47,7	49,8	49,1	49,5
Хорижий валютадаги депозитларнинг жалб қилинган жами депозитлардаги улуши, %да	48,4	39,5	38,1	42,5	43,9	44,1	43,3	38,6

Ваҳоланки, 2021 йилда кредитлар бўйича долларлашув даражасини 45 фоизга тушириш вазифаси қўйилган эди. Депозитлар долларлашуви кредитлар долларлашувига нисбатан пастроқ даражада бўлсада, 2019-2020 йилларда депозитлар долларлашуви ўсиш тенденциясини қайд этган.

Муаллиф фикрича, республикаимизда тадбиркорларни хорижий валютада кредит олишга ундаётган асосий омиллар сифатида қуйидагиларни келтириб ўтиш мумкин:

1. Хорижий валютадаги фоиз ставкаларининг миллий валютадаги фоиз ставкаларига нисбатан пастлиги (5-расмга қаранг).

2. Девальвация суръатларининг пастлиги (2021 йилнинг дастлабки ярим йилида миллий валюта курсининг девальвация даражаси 1,2 фоизни ташкил этди ва бу 2018 йилдан буён энг яхши кўрсаткич ҳисобланади).

Муаллиф фикрича, долларлашувга қарши кураш валюта сиёсатининг муҳим элементигина бўлиб қолмай, унинг самарадорлигини таъминлашнинг зарурий шарт-шароити ҳамдир.

⁴⁸ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

Долларлашувнинг монетар сиёсатга таъсири борасида иқтисодчи-олимлар ягона фикрга келишмаган бўлсада, умумий хулосага кўра, долларлашув пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмига салбий таъсир кўрсатади. Бундан ташқари, молиявий долларлашув даражаси юқори бўлган мамлакатларда марказий банклар хорижий валютада сўнгги навбатдаги кредитор функциясини тўла қонли базара олмаслиги ортидан хорижий валютадаги ликвидлик rischi даражаси ортади.



5-расм. Миллий ва хорижий валютадаги банк кредитлари бўйича фоиз ставкалари динамикаси⁴⁹

Шу боисдан, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки сўнгги пайтларда хорижий валютадаги депозитлар бўйича мажбурий захира талабномаларини ошириш орқали депозитлар долларлашуви муҳити жозибдорлигини пасайтиришга ҳаракат қилмоқда. Хусусан, 2 йилдан ортиқ муддатга жалб қилинган хорижий валютадаги депозитларга нисбатан мажбурий захира ставкаси 2018 йилда 0%ни ташкил этган бўлса, 2019 йилнинг 1 июлидан бошлаб, муддатидан қатъий назар, хорижий валютадаги депозитларга мажбурий захира ставкаси 14% этиб белгиланди. 2021 йилнинг 5 августидан бошлаб, миллий валютадаги депозитларга нисбатан мажбурий захира ставкаси ўзгаришсиз қолдирилгани ҳолда, хорижий валютадаги депозитларга нисбатан мажбурий захира ставкаси 18 %га оширилди (4-жадвал).

⁴⁹ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тузилган.

**Хорижий ва миллий валютадаги депозитларга нисбатан мажбурий
захира талабларининг ўзгариши⁵⁰**

Мажбурият валютаси	Муддати	01.01.2018 ҳолатига		01.10.2018 йилдан бошлаб	01.07.2019 йилдан бошлаб	05.08.2021 йилдан бошлаб
		Жисмоний шахслар учун	Юридик шахслар учун			
Миллий валюта	2 йилдан ортиқ	0%	0%	0%	4%	4%
	1 йилдан 2 йилгача	2%	7%	2%		
	Бошқа депозитлар	4%	14%	4%		
Чет эл валютаси	2 йилдан ортиқ	0%	0%	0%	14%	18%
	1 йилдан 2 йилгача	3%	8%	7%		
	Бошқа депозитлар	6%	16%	14%		

Ушбу сиёсат орқали Марказий банк тижорат банкларининг хорижий валютадаги ресурслари ҳажмини қисқартиришга ва шу орқали иқтисодиётдаги хорижий валютада кредитлаш ҳажмини қисқартиришни кўзда тутди.

Муаллиф фикрича, хорижий валютадаги давлат қарзига хизмат кўрсатишнинг оғирлашиши фискал рискларнинг кучайишига ва пировардида тизимли риск муаммоларини келтириб чиқариши мумкин. Шунингдек, молиявий долларлашув юқори бўлган шароитларда валюта курсининг ўзгариши (миллий валютанинг қадрсизланиши) хорижий валютадаги мажбуриятларни бажара олмаслик оқибатида тизимли банк инқирозларига сабаб бўлиши мумкин. Айтиш пайтда, алмашув курсининг доимий пасайиш тенденцияси аҳолининг Марказий банк салоҳиятига ва шу орқали миллий валютага нисбатан ишончи пасайишига сабаб бўлаётганлигини ҳам ёдда тутиш зарур. Чунки ривожланаётган мамлакатларда инфляция суръатлари юқорилиги боис, миллий валютанинг жамғарма воситаси функциясини бажариши қийин кечади ва бу функцияни ўринбосар сифатида барқарор етакчи валюталар (асосан АҚШ доллари ва евро) бажара бошлайди. Аҳоли жамғармаларини миллий банк тизими депозитларига хорижий валютада жойлаштиришни афзал билади. Натижада банк сектори мажбуриятларининг долларлашуви авж олади.

Бундан ташқари, рақамли иқтисодиёт шароитида заиф молиявий институтлар ва беқарор миллий валютага эга бўлган мамлакатларда бошқа мамлакатнинг барқарор валютасидан, айталик АҚШ долларидан фойдаланиш ўрнига виртуал валютани афзал билиш ҳолатлари ҳам авж олиши

⁵⁰ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тузилган.

эҳтимоли мавжуд. Мазкур ҳолат иқтисодчи олимлар томонидан «Долларлашув 2.0» концепцияси сифатида эътироф этилмоқда⁵¹.

Муаллиф валюта сиёсатини либераллаштириш йўлида ислохотларни изчил амалга ошираётган мамлакатимизда долларлашувга қарши курашда хорижий валютадаги кредитлар ва депозитларга нисбатан миқдорий чекловлар ёки таъқиқлар жорий этиш каби кескин чораларни қўллаш мақсадга мувофиқ эмас, деган хулосага келади.

Муаллиф фикрича, криптовалюталарни тўлов воситаси сифатида тан олиш келажакка оид қарор бўлсада, блокчейнга асосланган молиявий инструментлар, хусусан, миллий валютадаги облигацияларни муомалага чиқариш блокчейн имкониятларини баҳолашда муҳим восита бўлиб хизмат қилиши мумкин. Чунончи блокчейн технологиялари нафақат криптовалюталарни жорий этиш, балки облигация каби бошқа молиявий активлар учун ҳам имконият яратади. Блокчейнда облигация чиқариш «аклли» шартномалар ҳисобига автоматлашув даражасининг юқорилиги, шаффофлик, хавфсизлик, рискни юмшатиш ва самарадорликнинг ортиши каби қўшимча афзалликларга эга.

Шунингдек, республикаимизда тартибга солиш нуқтаи-назаридан криптовалюталарга нисбатан ёндашувни аниқлаштириш зарур: агар уларга инвестицион актив сифатида қаралса, хорижий валюта захираларини диверсификациялашда криптоактивлардан фойдаланиш масаласини кўриб чиқиш талаб этилади, уларга тўлов воситаси сифатида қаралса, унда бундай активлар нархига таъсир этувчи омиллар, криптоактивлар қиймати, сўм ва криптовалюта алмашув курслари тартибга солиш объектига айланиши мумкин.

Муаллиф фикрича, «рақамли сўм» лойиҳаси ишлаб чиқилиши ва жамоатчилик олдига муҳокамага қўйилиши зарур. Бу, биринчидан, жамоатчиликнинг хабардорлигини оширади, иккинчидан, аҳолининг ишончига таъсир қилади ва турли нотўғри талқинларга барҳам беради.

Айни пайтда, халқаро амалиётдан келиб чиқиб, чакана МБРВ лойиҳаси борасида изланишларни ташкил этиш, унинг эмиссияси технологияси, сақлаш усуллари борасида бир тўхтамага келиш зарур. Шунингдек, улгуржи МБРВ лойиҳаси Евроосиё иқтисодий иттифоқи доирасида валютавий ҳамкорликни самарали ташкил этишда аъзо мамлакатлар марказий банкларига ликвидлиликни бошқаришда муҳим монетар дастак вазифасини ўташи мумкин. Яна бир муҳим жиҳат шундаки, улгуржи МБРВни лойиҳасини амалга оширишда интеграцион бирлашмага аъзо мамлакатлар марказий банклари ўзаро ликвидлиликни бошқаришда қулай инструментга эга бўлгани ҳолда, маҳаллий доирада ўз суверенитетини сақлаб қоладилар.

⁵¹ Peprah, W. K., Afriyie, A. O., Abandoh-Sam, J. A., & Afriyie, E. O. (2018). Dollarization 2.0 a Cryptocurrency: Impact on Traditional Banks and Fiat Currency. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 8(6), 341–349.

ХУЛОСА

Диссертацион тадқиқотни бажариш жараёнида қуйидаги хулосалар олинди:

1. Криптовалюталар ва хорижий Марказий банк рақамли валюталарининг (МБРВ) миллий иқтисодиётда кенг фойдаланилиши ривожланаётган мамлакатлар учун «долларлашув 2.0» муаммосини келтириб чиқаради.

2. Беқарор валютага эга мамлакатларда маҳаллий аҳоли глобал стейблкоинни барқарорроқ жамғарма воситаси ҳисоблаб, миллий банк тизимидаги депозитларни глобал стейблкоинга ўтказишга қарор қилишлари оқибатида банкларнинг депозит базаси заифлашиши ва мос равишда миллий валютадаги банк ресурслари қимматлашиши юз бериши мумкин.

3. Криптовалюталарнинг пул айланиш тезлигига таъсири Марказий банкнинг пулга бўлган талабдаги ўзгаришларга жадал суръатларда жавоб қайтариши ва криптовалюталарнинг қонуний тўлов воситаси сифатида жамоатчилик томонидан тан олиншига боғлиқ. Агар нақд фиат пуллардан фойдаланиш даражаси пасайса, Марказий банк балансининг қисқариши юз беради ва шу орқали банк тизимига нисбатан таъсир юзага келади. Пировард натижада Марказий банкнинг қисқа муддатли фоиз ставкаларига таъсир кўрсатиш имконияти маълум даражада камаяди ва монетар сиёсатнинг трансмиссион механизми самарадорлигига путур етади.

4. Миллий МБРВ марказий банк учун криптовалюталар берадиган янги тўлов имкониятларига жавобан монетар сиёсат мақсадларига эришиш ва молия тизими барқарорлигини таъминлашнинг муҳим инструменти бўлиб хизмат қилади. Хорижий МБРВларга нисбатан захира талабларидан фойдаланиш самарали усул вазифасини ўташи мумкин.

5. МБРВ бўйича фоиз тўловларини (қатъий белгиланган ёки маблағ ҳажмидан келиб чиқиб дифференциаллашган) амалга ошириш рақамли валюталарга бўлган талабни рағбатлантирибгина қолмай, тижорат банкларининг депозитлари билан рақобат муҳитини ҳам шакллантиришга хизмат қилади. Бундан ташқари, Марказий банк пулга бўлган талабни ва умуман пул қийматини ўзгартиришда рақамли валюталар бўйича фоиз ставкаларини ўзгартиришдек қўшимча дастакка эга бўлади.

6. Биткоиннинг жаҳон валютасига айланиши учун тармоқ самараси ва уланиш харажатларининг юқорилиги каби омиллар етарлича хавф туғдириши мумкин. Чунки, биринчидан, анъанавий пул тизимидан воз кечиш ва биткоинга ўтиш катта харажатларни талаб этади, иккинчидан, тармоқ самарасига кўра, айтайлик, бир нарсадан қанчалик кўпчилик фойдаланса, унинг қиймати шунчалик юқори бўлади. Шу боисдан, ҳозирги кунда аксарият давлатлар фиат пулларга асосланган монетар тизимдан фойдаланар экан, унинг қиймати дунё ҳамжамияти учун сезиларли даражада юқори ва ундан воз кечиб криптовалюталарга ўтиш эҳтимоли паст ҳисобланади.

7. Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш шароитида долларлашув муаммоси курс барқарорлигини сақлаб қолишни мураккаблаштириши мумкин. Хусусан, истеъмол нархлари индекси саватига кирувчи товарлар

таркибида импорт қилинадиган ёки хом-ашёси импорт қилинадиган товарларнинг мавжудлиги инфляция суръатини пасайтиришга салбий таъсир кўрсатади. Шунингдек, банк сектори пасивлари таркибида хорижий валютадаги депозит ва мажбуриятларнинг юқорилиги шароитида уларга хизмат кўрсатиш учун хорижий валютага нисбатан доимий ўсиб боровчи талаб юзага келади. Бундан ташқари, мамлакат ташқи қарзи ҳажмининг ўсиш тенденциясига эга эканлиги, ташқи қарзга хизмат кўрсатишда хорижий валютага талабнинг сезиларли ошишига олиб келади.

8. Фикримизча, фиат пулларни эмиссия қилиш ҳажми чекланмаган ва уларнинг қийматига нисбатан доимо инфляцион босим мавжуд бўлса-да, Марказий банкнинг интервенцияси пул массасини самарали тартибга солиш имконини беради.

9. Марказий банкнинг валюта интервенцияси орқали сўмнинг хорижий валюталарга нисбатан алмашув курси барқарорлигини таъминлаши зарурати қуйидагилар билан белгиланади:

ташқи қарз ва ЯИМнинг прогноз кўрсаткичи нисбатига қонун билан чеклов ўрнатилганлиги (кескин девальвация шароитида ташқи қарзнинг ЯИМнинг 60%идан ошиб кетмаслигини таъминлаш жиддий муаммога айланиши мумкин);

давлат бюджети дефитини молиялаштириш учун ташқи қарздан фойдаланиш амалиётининг мавжудлиги (биргина 2019 йил якуни бўйича давлат бюджети дефицити ҳажми 5843,2 млрд. сўмни ташкил этган)

инфляцион таргетлаш режимига ўтиш шароитида 2023 йилдан бошлаб 5 фоизлик инфляция даражасини сақлаб туришда валюта курсининг узатиш самараси юқорилигини ҳисобга олиш кераклиги.

10. ЕОИИ доирасидаги ўзаро ҳисоб-китобларда миллий валюталардан фойдаланиш кўламининг пастлиги қуйидаги омиллар билан белгиланади:

1) аъзо мамлакатлар валюталари бўйича конверсион операциялар бозори ривожланмагалиги; 2) валюта рискларини хеджирлаш воситаларининг мавжуд эмаслиги; 3) миллий валюталарда ташқи савдони кредитлаш амалиётининг мавжуд эмаслиги; 4) молия бозори ликвидлилиги ва кўламининг пастлиги.

11. Яқин келажакда ЕОИИ доирасида аъзо мамлакатлар иқтисодиётидаги долларлашув даражасини камайтириш, валюта ва пул кредит сиёсати, макроиқтисодий сиёсатни мувофиқлаштириш, молия бозорларининг интеграциясини таъминлаш устувор вазифалар сифатида қаралиши мақсадга мувофиқ. Чунончи, валюта иттифоқини тузишдан келадиган иқтисодий наф кафолатланмаган. Айниқса, иттифоққа аъзо мамлакатларнинг иқтисодиёти кўламидаги сезиларли фарқлар валюта иттифоқи доирасида бой бериладиган монетар сиёсат суверенитети имкониятларини фискал чоралар орқали тўлиқ компенсация қилишни таъминлай олмайди.

Рақамли иқтисодиёт талабларидан келиб чиқиб, республикамизда валюта сиёсатини такомиллаштиришга қаратилган қуйидаги илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилди:

1. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки валюта сиёсати самарадорлигини янада ошириш мақсадида валюта интервенциясини амалга

ошириш инструментлари ва бозорларини ривожлантириш зарур. Фикримизча, спот валюта бозорида валюта жуфтликлари билан инструментларни ривожлантириш АҚШ доллари ва евро билан чекланмаслиги, республикамизнинг асосий савдо ҳамкорлари валюталари, хусусан, Евроосиё иқтисодий иттифоқига аъзо мамлакатлар валюталари билан ҳам савдо инструментларини ривожлантириш чораларини кўриш мақсадга мувофиқ. Бундан ташқари, Марказий банкнинг голд-своп операциялари амалга ошириш тартибини белгилаш ва шу орқали жорий валюта бозоридаги ликвидликка таъсир этиш механизмини шакллантириш лозим.

2. Республикамизда валюта операцияларини амалга оширувчи резидент ва норезидентларнинг иқтисодий манфаатларига зарар етказмасликка устуворлик берилиши ҳуқуқий жиҳатдан мустаҳкамлаб қўйилиши зарур.

3. Хорижий тажрибага таяниб, мамлакатимизда долларлашувга қарши курашни уч йўналишда ташкил этиш мақсадга мувофиқ: 1) макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш; 2) долларлашувга қарши пруденциал чоратадбирлар кучайтириш; 3) қарз жалб қилиш ва инвестиция имкониятларини ошириш мақсадида миллий капитал бозорини ривожлантириш чоратадбирларини амалга ошириш.

4. Кriptoактивлар ҳажмининг ортиши ва инновацион шаклларининг ривожланиши ва пировардида уларнинг молиявий барқарорликка таъсиридан келиб чиқиб, қуйидаги икки гуруҳ криптоактивларга нисбатан пруденциал чораларни ишлаб чиқиш зарур: а) биринчи гуруҳ криптоактивларга токенлашган анъанавий активлар ва стейблкоинлар тегишли бўлиб, уларни тартибга солиш амалдаги Базель қўмитаси талабларига муайян ўзгартиришлар киритиш орқали амалга оширилиши мумкин; б) иккинчи гуруҳ криптоактивлар биткоин каби криптовалюталардан иборат бўлиб, қўшимча юқори рискларни юзага келтириши боис, консерватив пруденциал назорат бўйича ёндашувларни ишлаб чиқиш талаб этилади.

5. Республикамизда МБРВни муомалага чиқаришнинг дастлабки шарт-шароитлари сифатида қуйидагиларни таъминлаш лозим: биринчидан, блокчейн технологияларидан фойдаланишнинг ҳуқуқий асосларини мустаҳкамлаш, хусусан, республикамизда тартибга солиш нуқтаи-назаридан криптовалюталарга нисбатан ёндашувни аниқлаштириш; иккинчидан, блокчейн технологияларини Марказий банк фаолиятига жорий қилиш, сунъий интеллект, улкан маълумотлар ва бошқа рақамли технологиялардан фойдаланиш йўналишларини белгилаш; учинчидан, «рақамли сўм» эмиссияси модели ва технологияларини танлаш.

6. Криптовалюталар муомаласини тартибга солиш, хусусан, унинг биржа савдоларини назорат қилиш ваколати Лойиха бошқаруви миллий агентлигидан Марказий банкка ўтказилиши зарур. Чунки, криптовалюталар қийматига юқори тебранувчанлик хос ва шу боисдан улар юқори рискка эга бўладилар. Бу эса молиявий сектор барқарорлигига масъул бўлган монетар органга мазкур соҳани тартибга солиш бўйича етарли ваколатлар берилишини тақозо этади. Иккинчидан, айнан ривожланаётган мамлакатларда (Кения, Нигерия, Вьетнам, Венесуэла) P2P платформаларида криптоактивлар билан

трансакцияларни амалга ошириш амалиёти жадал ривожланмоқда. Учинчидан, республикамиз молия тизими модели банклар етакчилигига асосланган, бошқача айтганда, банк тизими фонд бозорига нисбатан молиявий ресурслар таъминотида мутлоқ етакчилик қилади. Бу эса, криптоактивлар бозори ривожланган тақдирда ҳам унда банкларнинг иштироки сезиларли бўлиши эҳтимоли юқори эканлигидан далолат беради.

**РАЗОВЫЙ НАУЧНЫЙ СОВЕТ НА ОСНОВЕ НАУЧНОГО СОВЕТА
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ
ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ
УНИВЕРСИТЕТЕ**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

ХОШИМОВ ЭЛМУРОД АБДУСАТТОРОВИЧ

**МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ
ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН В
УСЛОВИЯХ ЦИФРОВОЙ ЭКОНОМИКИ**

08.00.07 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

08.00.16 – «Цифровая экономика и международная цифровая интеграция»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации доктора экономических наук (DSc)

город Ташкент – 2022 год

Тема диссертации доктора наук зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан под № В2021.2.DSc/Iq(312).

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-сайте Научного совета (www.tsue.uz) и информационно-образовательном портале «ZiyoNet» (www.ziynet.uz).

Научный консультант: Жумаев Нодир Хосниатович
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: Гулямов Саидахрор Саидахмедович
доктор экономических наук, профессор, академик

Тошқулов Абдуқодир Хамидович
доктор экономических наук, профессор

Тешабаев Тулкин Закирович
доктор экономических наук, профессор


Ведущая организация: АКБ «Алокабанк»


Защита диссертации состоится «12» марта 2022 года в 10⁰⁰ на заседании научного совета DSc 03/30.12.2019.1.16.01 по присуждению ученой степени при Ташкентском государственном экономическом университете. Адрес: 100066, г.Ташкент, ул. Ислама Каримова, 49. Тел.: +99871-239-28-71, факс: +99871-239-43-51, e-mail: info@tsue.uz).


С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (зарегистрировано № 1114). Адрес: 100066, г.Ташкент, ул. Ислама Каримова, 49. Тел.: +99871-239-28-71, факс +99871-239-43-51, e-mail: info@tsue.uz.

Автореферат диссертации разослан «23» сентября 2022 года.
(протокол реестра № 4 от «28» сентября 2022 года).




М.П. Этов
Председатель Разового научного
совета по присуждению ученой
степени, д.э.н., профессор


Б.Т. Бердиев
Ученый секретарь Разового научного
совета по присуждению ученой
степени, д.э.н., профессор


Д.Х. Суюнов
Председатель научного семинара при
разовом научном совете по
присуждению ученой степени, д.э.н.,
профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора наук (DSc))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В мировой практике валютная политика широко применяется для сбалансирования платежного баланса, обеспечения стабильности обменного курса национальной валюты и, следовательно, на ее основе стабилизации внешнеэкономического положения государства. Между тем использование формы валютной политики и ее эффективность различны в развитых и в развивающихся странах. Действительно, оказывая значительное влияние на движение капитала посредством дисконтной политики развитых стран, развивающиеся страны полагаются в основном на девизную политику и механизмы валютного регулирования при осуществлении валютной политики. В условиях недавних финансовых кризисов, в результате создания и введения центральными банками избыточной ликвидности в экономику, стандартные инструменты денежно-кредитной и валютной политики, в частности, операции на открытом рынке и политика валютных интервенций, оказались крайне неэффективными. Кроме того, с развитием новых поколений цифровых технологий, в частности, технологий FinTech, возникает серьезная угроза монополии Центрального банка на деньги, традиционному финансовому посредничеству, централизованной системе контроля за транзакциями. В ответ на развитие криптовалют, у которых нет частного централизованного органа по эмиссии, монетарные органы развитых и развивающихся стран серьезно занимаются внедрением цифровой валюты Центрального банка (ЦВЦБ).

С 2014 года более 60 центральных банков мира объявили о своих проектах по эмиссию цифровых валют, «более 88 процентов из которых предусмотрено использование блокчейн-технологий»¹. По данным Банком международных расчетов, по состоянию на март 2021 года «86 процентов Центральных банков мира присоединились к «Цифровой гонке» по внедрению ЦВЦБ»². Также, ведутся исследования розничных и оптовых форм ЦВЦБ и отработывается технология их эмиссии.

В последние годы в Узбекистане проводятся последовательные реформы по либерализации валютной политики, развитию цифровой экономики. На современном этапе в результате либерализации валютной политики, значительное повышение уровня долларизации в экономике, высокое влияние валютного курса на уровень инфляции в условиях перехода к режиму инфляционного таргетирования, тенденции к увеличению объема внешнего долга требуют разработку комплексных мер по таким направлениям, как повышение текущей ликвидности валютного рынка, развитие срочного валютного рынка, формирование национальной системы регулирования криптовалют. В Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан на 2017-2021 годы определены задачи по

¹ PwC Global CBDC Index 2021. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/pwc-cbdc-global-index-1st-edition-april-2021.pdf>

² Bank for International Settlements. BIS. <https://www.bis.org/publ/work976.pdf>

«дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики путем применения инструментов в соответствии с передовым международным опытом, а также поэтапному внедрению современных рыночных механизмов валютного регулирования, обеспечению стабильности национальной валюты»³. Кроме того, в Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы поставлена цель – «определение развития цифровой экономики в качестве основного «драйвера» с обеспечением увеличения ее объема как минимум в 2,5 раза»⁴.

Настоящее диссертационное исследование служит важной методологической основой для реализации задач и реформ в данной сфере, указанных в Указах и Постановлениях Президента Республики Узбекистан от 18 ноября 2019 года № УП-5877 «О совершенствовании денежно-кредитной политики с поэтапным переходом на режим инфляционного таргетирования», от 12 мая 2020 года № УП-5992 «О стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020-2025 годы», от 5 октября 2020 года № УП-6079 «Об утверждении Стратегии Цифровой Узбекистан-2030 и мерах по ее эффективной реализации», от 28 апреля 2020 года № ПП-4699 «О мерах по широкому внедрению цифровой экономики и электронного правительства».

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Данная диссертационная работа выполнена в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики» в рамках проекта «Дальнейшее углубление демократических реформ, формирование гражданского общества, разработка научных основ модернизации и либерализации национальной экономики». Также некоторые его части освещены в рамках научного проекта «Теоретико-концептуальные основы либерализации валютной политики в условиях модернизации экономики» (ЁА2-ФҚ-1-20656 ЁА2-013).

Обзор зарубежных исследований по теме диссертации⁵. Научно-практические исследования по регулированию валютной политики и

³ Указ Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года № УП-4947 «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан». Приложение 1. (<https://lex.uz/docs/3107036>).

⁴ Указ Президента Республики Узбекистан от 28 января 2022 года № УП-60 «О Стратегии развития нового Узбекистана на 2022-2026 годы». Приложение 1.

⁵ В диссертационной работе были использованы следующие зарубежные научные исследования и исследования экономистов: IMF: Digital Technology: How It Could Transform the International Monetary System. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/06/30/sp063021>; IMF (2018). Measuring the digital economy. IMF staff Report.; PwC Global CBDC Index 2021. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/pwc-cbdc-global-index-1st-edition-april-2021.pdf>; Bank for International Settlements. BIS; Department of the Treasury (2013). Financial Crimes Enforcement Network Guidance FIN-2013-G001. Available at: <https://www.fincen.gov/sites/default/files/shared/FIN-2013-G001.pdf>; ECB (2012). Virtual currency schemes. [Электрон ресурс]. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>; European Central Bank (2012) Virtual Currency Schemes. October. Frankfurt A.M. https://www.etftrends.com/will-cryptocurrency-replace-fiat-money-in-the-future/?utm_source=Yahoo&utm_medium=referral&utm_campaign=ReadMore; Nakamoto S. (2008). Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Unpublished paper, available at <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>; Raphael Auer & Rainer Boehme, 2020. The technology of retail central bank digital currency. BIS Quarterly Review, Bank for

криптоактивов в условиях цифровой экономики проводятся международными регуляторами и национальными монетарными органами, а также ведущими мировыми высшими образовательными учреждениями и научно-исследовательскими институтами, в частности, UNCTAD, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, Arab Monetary fund, Азиатским банком развития, International Telecommunication Union, Европейским Центральным банком, Федеральной резервной системой США, Центральным банком Швеции, Банком Японии, Центральным банком Канады, Банком Англии, Резервным банком Новой Зеландии, Центральным банком Швейцарии, Банком Таиланда, National Bureau of Economic Research (США), Centre for Economic Policy Research (Великобритания), Берлинским техническим университетом (Technische Universität Berlin), Sloan School of Management (Massachusetts Institute of Technology, USA).

В мировом научном исследовании, посвященном влиянию цифровых финансовых технологий на валютную сферу и совершенствованию валютной политики в условиях цифровой экономики получены, в частности, следующие научные результаты: определены приоритетные направления использования блокчейн-технологий в целях устойчивого развития, в частности, особенности использования блокчейна в системах криптовалют, токенов и онлайн платежей (UNCTAD); разработаны пути регулирования криптовалют (International Monetary Fund); предложены модели обращения цифровых валют Центрального банка (Bank of England); установлены направления развития международного сотрудничества по цифровым валютам Центрального банка (Bank for International Settlements); национальным регуляторам рекомендовано ввести обязательные процедуры лицензирования для операторов цифровых услуг и обмена информацией об их клиентах (FATF).

В ведущих мировых высших учебных и научно-исследовательских учреждениях, а также в международных финансовых институтах проводится ряд исследований по совершенствованию методологии валютной политики в условиях цифровой экономики по следующим направлениям: определение границ ответственности ЦБ за курсовую политику, оценка влияния цифровых валют на банковские кризисы, проблемы стейблкоина в криптовалютной экономике, совершенствование валютной политики в условиях частных цифровых валют, цифровизация трансграничных платежей, стабилизация цен на криптовалюты, обеспечение конкуренции и эффективности в современных платежных системах, внедрение технологий распределенного реестра в деятельность центральных банков.

International Settlements, March.; Lagarde, C. (2017). Central banking and Fintech – A brave new world? IMF managing director, Bank of England conference, London. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/28/sp092917-centralbanking-and-fintech-a-brave-new-world>; Bordo M.D. and Levin A. T. (2017). Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy, NBER Working Paper Series, n. 23711.; Andolfatto, David (2018). Assessing the Impact of Central Bank Digital Currency on Private Banks/FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS Research Division, Working Paper 2018-026C <https://doi.org/10.20955/wp.2018.026>; Barrdear, John and Michael Kumhof (2016). The Macroeconomics of Central Bank Issued Digital Currencies, Bank of England Staff Working Paper No. 605.; The Libra Association (White Paper); <https://libra.org/en-US/white-paper/>; The Riksbank's E-krona Project. Sveriges Riksbank, Report 1. 2017:4-5.

Степень изученности проблемы. Теоретико-методологические вопросы валютной политики отражены в научных работах таких известных зарубежных ученых-экономистов, как Ж.Кейнс, М.Фридмен, Ф.Махлуп, М.Пebro, Г.Кассель, Р.Манделл, М.Мусса, М.Обстфелд, Ж.Франкел, Дж.Тэйлор, Р.Дорнбуш, Леви-Йеати, К.Рейнхарт, К.Рогофф, Р.Маккиннон, Г.Шнабл, М.Голдштейн, Л.Красавина, С.Моисеев⁶.

В научных исследованиях ученых-экономистов из Узбекистана – Н.Жумаева, Т.Бабакулова, Т.Расулова, Б.Исламова, З.Бердиназарова, С.Чепеля, Н.Сиражиддинова, Ш.Раджаббаева и других исследованы некоторые теоретико-методологические и практические аспекты валютной политики⁷.

В частности, в монографии Н.Жумаева под названием «Совершенствование методологии регулирования валютных отношений в Узбекистане», подробно изучена и обоснована методологическая основа государственного регулирования валютных отношений, в частности, эффективного применения валютного контроля⁸. По нашему мнению, позиция проф. Н.Х.Жумаева по обеспечению положительного сальдо торгового баланса в целях поддержки режима валютного курса соответствует правилам абсорбционного подхода к регулированию платежного баланса. Действительно, в соответствии с этой концепцией государственные органы

⁶ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: ГЕЛИОС АРВ, 1999. 352 с.; Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates in *Essays in Positive Economics*. Chicago, University Press, 1953.; Machlup F. *International payments, debts, and gold*. London: George Allen & Unwin, 1966. Part one. Foreign exchange and balance of payments. 1. The theory of foreign exchange. P.7-50.; Пebro М. *Международные экономические, валютные и финансовые отношения: Пер. с франц./ Общ. ред. Н.С.Бабинцевой*. М.: Прогресс, Универс, 1994. 496 с.; Кассель Г. *Инфляция и валютный курс*. М.: Эльф-пресс, 1995. С.23.; Mundell R. *Optimal currency areas// American economic review*. 1963. 53 (September). P.717-725.; Mussa M. *Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates// Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 25. 1986. P. 117-214.; Obstfeld M. *Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features.*»*European Economic Review* 40 (April). 1996. 1037 p.; Jeffrey A. Frankel. *No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times*. NBER Working Paper No. 7338. Issued in September 1999.; Taylor J.B. *The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules // American Economic Review*. 2001. 91(2):263-267.; Dornbusch R. *Expectations and exchange rate dynamics// Journal of Political Economy*. 1976. # 84. 1161-1176.; Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger. *To Float or to Fix American Economic Review* 93(4). 2003. P.1173-1193.; Reinhart C.M., Rogoff K.S. *The Modern History of Exchange Rate Arrangements //Quarterly Journal of Economics CXIX-1*. 2004. P.1-48.; McKinnon R., Schnabl G. *The East Asian Dollar Standard. Fear of Floating, and Original Sin Review of Development Economics*. 2004. 8(3). 331-360.; Goldstein M. *Managed Floating Plus*. Washington DC: Institute for International Economics. *Policy Analyses in International Economics*. 2002.; *Международные валютно-кредитные и финансовые отношения/ Под. ред. Л.Н. Красавина*. М.: Финансы и статистика, 2001. 608 с.; Моисеев С.Р. *Международные валютно-кредитные отношения*. М.: Дело и Сервис, 2003. 576 с.

⁷ Жумаев Н.Х. *Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш*. Т.: Fan va texnologiya, 2007. 232 б.; Бобакулов Т.И. *Миллий валюта барқарорлигини таъминлаш: муаммо ва ечимлар*. Т.: Fan va texnologiya, 2007. 184 б.; Расулов Т.С. *Валюта муносабатларининг назарий асослари*. Т.: Молия, 2007. 316 б.; Islamov B., Parpiev Z. *Challenges of Globalization and Exchange Rate Policies in Central Asian Independent States// in Hitotsubashi Journal of Economics*. 2000. Vol. 41# 1. June. P. 27-52.; Бердиназаров З.У. *Валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришнинг назарий ва амалий асослари: Монография*. Т.: Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи, 2018. 254 б.; Чепель С.В. *Либерализация валютного рынка в Узбекистане и перспективы укрепления потенциала экономического развития*. URL: <http://www.uzbearingpoint.com/files/2/a13.pdf>; Sirajiddinov N. *Currency regime of Uzbekistan: goals, consequences, ways to improve*. *International Relations: Politics, Economics, Law: Vol. 2017. Iss. 1. Article 8*. Available at: <https://uzjournals.edu.uz/intrel/vol2017/iss1/8>; Ш.П. Ражаббаев и др. *Риски и вызовы криптовалют для монетарной политики//Экономика и современный менеджмент: теория и практика*. 2015. 15 с.

⁸ Жумаев Н.Х. *Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш*. Т.: Fan va texnologiya, 2007. 232 б.

будут уделять большое внимание сохранению и увеличению положительной разницы между национальным доходом и абсорбцией.

З.У.Бердиназаров, исследуя связь между девальвацией и эластичностью экспорта, приходит к выводу, что политика «непрерывной» девальвации, которая проводилась в Узбекистане в течение многих лет, в большинстве случаев неэффективна⁹.

Однако С.Чепель на основе анализа реального обменного курса и динамики экспорта в 1998-2003 годах признает, что высокий темп девальвации сумел обеспечить более благоприятные условия для экспортеров за счет снижения реального обменного курса¹⁰.

Н.Сироджиддинов, анализируя валютный режим, который действовал в Узбекистане в 2017 году, отметил, что он служит самым простым и надежным способом обеспечения торгового баланса страны, но также служит основным фактором, ограничивающим процессы модернизации, технического и технологического обновления производства, структурной перестройки экономики¹¹.

По мнению Ш.Раджаббаева, влияние криптовалют на стабильность цен происходит за счет увеличения количества денег в экономике, скорости обращения денег и давления на официальный обменный курс¹².

Вопросы развития цифровой экономики, обращения криптоактивов, вопросы обращения цифровых валют Центрального банка освещены в научных работах таких ученых-экономистов, как Н.Негропonte, D.Tapscott, A.Tapscott, S.Nakamoto, R.Auer, R.Boehme, C.Lagarde, M.Bordo, A.Levin, D.Andolfatto, J.Barrdear, M.Kumhof¹³.

В исследованиях местных ученых-экономистов таких, как С.Гулямов, А.Т.Шермухамедов, Н.Х.Жумаев, А.Т.Кенжабаев, Т.С.Кучкаров, В.Ю.Ходиев, Ш.И.Мустафакулов исследованы вопросы развития цифровой экономики в республике¹⁴.

⁹ Бердиназаров З.У. Валюта сибсати методологиясини такомиллаштиришнинг назарий ва амалий асослари: Монография. Т.: Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи, 2018. 254 б.

¹⁰ Чепель С.В. Либерализация валютного рынка в Узбекистане и перспективы укрепления потенциала экономического развития. URL: <http://www.uzbearingpoint.com/files/2/a13.pdf>.

¹¹ Sirajiddinov N. Currency regime of Uzbekistan: goals, consequences, ways to improve. International Relations: Politics, Economics, Law: Vol. 2017: Iss. 1, Article 8. Available at: <https://uzjournals.edu.uz/intrel/vol2017/iss1/8>

¹² Ш.Раджаббаев и др. Риски и вызовы криптовалют для монетарной политики//Экономика и современный менеджмент: теория и практика. 2015. 15 с.

¹³ Negroponte N. Being Digital. N.Y.: Knopf, 1995. 256 p.; Tapscott D., Tapscott A. Blockchain Revolution: How the Technology Behind Bitcoin is Changing Money, Business, and the World, 2016. 324 p.; Nakamoto, S. (2008). Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Unpublished paper, available at <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.; Raphael Auer & Rainer Boehme, 2020. The technology of retail central bank digital currency. BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, March.; Lagarde, C. 2017. Central banking and Fintech – A brave new world? IMF managing director, Bank of England conference, London. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/28/sp092917-centralbanking-and-fintech-a-brave-new-world>; Bordo M.D. and Levin A.T. 2017. Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy, NBER Working Paper Series, n. 23711.; Andolfatto David. 2018. Assessing the Impact of Central Bank Digital Currency on Private Banks/FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS Research Division, Working Paper 2018-026C <https://doi.org/10.20955/wp.2018.026>; Barrdear John and Michael Kumhof. The Macroeconomics of Central Bank Issued Digital Currencies. Bank of England Staff Working Paper. 2016. No. 605.

¹⁴ С.С. Фуломов ва бошқалар. Рақамли иқтисодиётда блокчейн технологиялар: Ўқув қўлланмаси. Т.: Иқтисод ва молия, 2019. 447 б.; Shermukhamedov A.T., Gulamov S.S. Digital economy in the Republic of Uzbekistan:

Связь темы диссертации с планами научно-исследовательских работ учреждения высшего образования, где выполнена диссертация. Данная диссертационная работа выполнена в соответствии с планом научно-исследовательской работы Ташкентского государственного экономического университета.

Цель исследования – разработка научных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию методологии валютной политики в условиях цифровой экономики.

Задачи исследования заключаются в следующем:

исследование сущности, форм и механизмов реализации валютной политики;

анализ научно-теоретических концепций политики выбора обменного курса и валютной интеграции;

определение механизма влияния развития цифровой экономики на эффективность денежно-кредитной и валютной политики;

оценка влияния появления частных цифровых валют на независимость монетарной политики;

выявление и оценка современных тенденций развития рынка криптовалют;

анализ и обобщение зарубежных опытов по регулированию обращения криптовалют;

исследование моделей и технологий обращения цифровой валюты Центрального банка;

анализ практики либерализации валютной политики в Узбекистане и ее эффективности;

определение направлений повышения эффективности механизма реализации валютной политики в условиях цифровой трансформации.

В качестве **объекта исследования** взята валютная политика Республики Узбекистан и механизм ее реализации.

Предметом исследования являются организационно-экономические отношения, связанные с совершенствованием валютной политики в условиях цифровой экономики.

Методы исследования. В диссертационной работе использовались методы абстракции, индукции, дедукции, группировки, анализа, синтеза, системного подхода, сравнительного сопоставления, статистического анализа, экономико-математического моделирования..

Научная новизна исследования заключается в следующем:

Development of the electronic government/J.Theoretical & Applied Science. N. 10(66). October. 2018. Philadelphia, USA: 2018.347-354 p.; Жумаев Н.Х. Ракамли иктисодиётсиз мамлакат иктисодиётининг келажаги йўк// Янги Ўзбекистон. 2020. 30 сентябрь. 167-сон. 4 б.; Кенжабаев А.Т. Современное содержание и понятие цифровой экономики // Экономика и бизнес: теория и практика. 2021. С.143-146.; Кучкаров Т.С. Совершенствование информационной системы казначейства Республики Узбекистан в условиях цифровой экономики: Автореф. дис. докт. эконом. наук (DSc) по специальности 08.00.14. Информационные системы и технологии в экономике. Т., 2019. 76 с.; Ходиев Б.Ю. Узбекистан: построение цифровой экономики // Российский внешнеэкономический вестник. 2017. №12. С.3-12.; Мустафокулов Ш.И. Энди Ўзбекистонда тараққиёт формуласи ракамли бўлади// Халқ сўзи. 2020. 25 январь. №40.

предложено отказаться от административных методов и ограничительных мер за счет использования рыночных механизмов валютного регулирования, в частности, приоритизации экономических мер в качестве механизма реализации валютной политики;

разработаны подходы к формированию национальной системы регулирования криптовалют, в частности, к регулированию рисков, связанных с криптоактивами, посредством пруденциальных мер;

обоснована необходимость снижения уровня долларизации национальной экономики в качестве важного условия эффективности валютной политики в условиях цифровой экономики, предложены направления и методы стратегии дедолларизации;

разработан методологический подход к внедрению цифровой валюты Центрального банка в Узбекистане и обоснованы его предпосылки;

обоснована необходимость развития инструментов и рынков валютных интервенций в целях дальнейшего повышения эффективности валютной политики Центрального банка Республики Узбекистан;

предложено расширить полномочия Центрального банка в ответ на появление новых форм финансового посредничества в условиях цифровой экономики и развитие деятельности организаций, предоставляющих платежные услуги.

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

предложено отказаться от простого метода фиксинга установления курса при торговле валютой в целях обеспечения формирования обменного курса сума по отношению к иностранным валютам на основе рыночных механизмов, прозрачности и регулярности процесса установления курса;

даны предложения по достижению полной реализации денежных функций национальной валюты – сума за счет повышения его стабильности, не допуская резкого повышения уровня долларизации в экономике;

предложено диверсифицировать иностранные валютные ресурсы и усовершенствовать управление валютной позицией путем развития маркет-мейкерской деятельности коммерческих банков на валютном рынке, в частности, внедрения новых валютных пар;

обоснована необходимость установить порядок осуществления голд-своп операций Центрального банка и тем самым создать механизм воздействия на ликвидность на текущем валютном рынке;

предложено расширить участие коммерческих банков на срочном валютном рынке, в частности, развить форвардные операции и опционные сделки как средства хеджирования валютного риска.

Достоверность результатов исследования определяется целесообразностью применяемых подходов и методов, использованием официальных источников данных, в том числе официальных данных Государственного комитета по статистике, Министерства финансов, Центрального банка, коммерческих банков Республики Узбекистан, а также внедрением выводов и предложений в практику соответствующими компетентными организациями.

Научная и практическая значимость результатов исследования.

Научная значимость результатов исследования определяется возможностью использования их при проведении научных исследований по совершенствованию теоретико-методологического и научно-методического аппарата и экономических методов совершенствования валютной политики в условиях цифровой экономики.

Практическая значимость исследования определяется возможностью использования его результатов при разработке и реализации распоряжений и решений, программ и планов мер, принятых по либерализации валютной политики и развития ее механизмов, внедрения цифровых технологий в монетарную сферу.

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по вопросам совершенствования валютной политики Республики Узбекистан в условиях цифровой экономики:

предложение по установлению в качестве важного принципа государственной политики в области валютного регулирования использования рыночных механизмов при реализации государственной политики в области валютного регулирования и валютного контроля, в частности, определения приоритетов экономических мер, защиты прав и экономических интересов резидентов и нерезидентов при осуществлении валютных операций использовано при формировании приложений, включенных в статью 5 Закона Республики Узбекистан «О внесении изменений и дополнений в закон Республики Узбекистан «О валютном регулировании»» № ЗРУ-573 (справка Комитета по бюджету и экономическим реформам Законодательной палаты Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 29 января 2021 года № 1). В результате законодательно закреплены приоритеты использования рыночных механизмов в системе валютного регулирования республики и экономических мер в государственной политике в сфере валютного контроля;

предложения по правовому усилению подходов к криптовалютам как инвестиционному активу и как платежному средству, с точки зрения регулирования, формированию национальной системы регулирования криптовалют, в частности, регулированию рисков, связанных с криптоактивами, посредством пруденциальных мер приняты Комитетом по бюджету и экономическим реформам Законодательной палатой Олий Мажлиса Республики Узбекистан для использования при разработке законодательства (справка Комитета по бюджету и экономическим реформам Законодательной палаты Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 10 декабря 2021 года № 04/1-1322). В результате реализации этих предложений сформировалась практика рискориентированного регулирования обращения криптовалют в банковском секторе, а также появилась возможность снижения негативного влияния колебаний стоимости криптоактивов на финансовую устойчивость коммерческих банков;

предложение по расширению полномочий Центрального банка в ответ на появление новых форм финансового посредничества в цифровой экономике и

развитие организаций, предоставляющих платежные услуги, использовано для совершенствования практики регулирования Центрального банка Республики Узбекистан (справка Центрального банка Республики Узбекистан от 3 декабря 2021 года № 13-17/746). В результате практического применения данного предложения стало возможным расширить эффективность безналичных расчетов на основе регулирования и мониторинга деятельности коммерческих банков, платежных организаций, а также операторов платежной системы, которые предоставляют традиционные платежные услуги, предоставляемые банками;

предложения по разработке проекта «цифровой сум», участию в проекте по внедрению оптовой цифровой валюты Центрального банка в рамках Евразийского экономического союза приняты для использования в деятельности Комитета по бюджету и экономическим реформам Законодательной палаты Олий Мажлиса Республики Узбекистан (справка Комитета по бюджету и экономическим реформам Законодательной палаты Олий Мажлиса Республики Узбекистан от 10 декабря 2021 года № 04/1-1322). В результате практического применения этих предложений у Центрального банка появилась возможность организовать исследования по проекту цифровой валюты, договориться о технологии ее эмиссии, методах хранения, иметь выгодный инструмент в управлении ликвидностью с Центральными банками стран, входящих в Евразийский экономический союз, сохранить суверенитет;

предложение по снижению уровня долларизации национальной экономики в качестве важного условия эффективности валютной политики использовано при совершенствовании обязательной резервной политики Центрального банка начиная с 5 августа 2021 года, норма обязательного резерва по депозитам, привлеченным в иностранной валюте, увеличена с 14 до 18 процентов (справка Центрального банка Республики Узбекистан от 3 декабря 2021 года № 13-17/746) и коммерческими банками при применении мер по снижению уровня долларизации обязательств и повышению привлекательности депозитов в национальной валюте (справка АКБ «Узсаноатқурилишбанк» от 13 декабря 2021 года № 01-01/3479 и Частного акционерного банка «Трастбанк» от 10 декабря 2021 года № 01-01/3479). В результате практического применения этого предложения доля депозитов, привлеченных коммерческими банками в иностранной валюте, в общем объеме банковских депозитов, к 1 октября 2021 года составила 39,6 процента, что по сравнению с соответствующим периодом 2020 года, снизилась до 3,3 процента. Также за этот период депозитная база АКБ «Узсаноатқурилишбанк» и «Трастбанк» увеличилась на 17 и 25 процентов, соответственно;

предложение по развитию маркет-мейкерской деятельности коммерческих банков на валютном рынке в целях повышения ликвидности текущего валютного рынка использовано при развитии валютных операций в акционерном коммерческом банке «Узсаноатқурилишбанк» (справка «Узсаноатқурилишбанк» от 13 декабря 2021 года № 01-04/7104). В результате практической реализации этого предложения объем валютных операций АКБ

«Узсаноаткурилишбанк» по состоянию на 1 октября 2021 года достиг 3727,4 миллиона долларов США и увеличился на 11 процентов по сравнению с соответствующим периодом прошлого года;

предложение по усилению участия коммерческих банков на срочном валютном рынке, в частности, по развитию операций с валютными свопами, форвардными и опционными сделками в качестве средства хеджирования валютного риска, использовано при разработке срочных валютных операций АКБ «Узсаноаткурилишбанк» (справка АКБ «Узсаноаткурилишбанк» от 13 декабря 2021 года № 01-04/7104). В результате практического применения данного предложения объем своп-операций АКБ «Узсаноаткурилишбанк» по состоянию на 1 октября 2021 года составил 26,7 тыс евро и увеличился на 297 процентов по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования обсуждены и получены положительные заключения на 14 научно-практических конференциях, в том числе 8 республиканских и 6 международных.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации всего опубликовано более 50 научных работ, в том числе 2 монографии, 17 статей (14 – в отечественных и 3 – в зарубежных изданиях) в научных изданиях, рекомендованных для публикации основных научных результатов докторских диссертаций Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан, а также 20 тезисов докладов.

Структура и объем диссертации. Структура диссертации состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы, а также приложений. Размер диссертации составляет 234 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **Введении** обоснованы актуальность и востребованность научного исследования, сформулированы цели и задачи, объект и предмет исследования, показано соответствие темы исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике, изложены научная новизна и практические результаты исследования, раскрыта научная и практическая значимость полученных результатов. Также представлены данные о внедрении в практику результатов исследований, опубликованных работах и структуре диссертации.

Первая глава диссертации – **«Теоретико-методологические основы валютной политики в условиях цифровой экономики»** посвящена теоретико-методологическим основам валютной политики в условиях цифровой экономики, в котором изучены теоретико-методологические аспекты сущности, формы и механизмов реализации валютной политики, политики выбора обменного курса и валютной интеграции, развития цифровой экономики и влияния частных цифровых валют на эффективность денежно-кредитной и валютной политики.

Известный российский ученый-экономист Л.Н.Красавина считает, что валютная политика должна осуществляться комплексно, охватывая следующие четыре направления¹⁵: повышение эффективности курсовой политики; совершенствование управления международными резервами; повышение эффективности валютного регулирования; усиление интернационализации национальной валюты.

Кроме этого, О.В.Хмыз делает акцент на валютных ограничениях, уровне конвертации национальной валюты и регулировании курсового режима, валютных интервенциях, управлении золотовалютными резервами, как формах валютной политики¹⁶.

По мнению Дж.М.Кейнса, если колебания паритета покупательной способности существенно отличаются от колебаний валютного курса, эта ситуация означает, что существуют две группы товаров, то есть наблюдались или наблюдаются изменения относительных цен на товары, которые являются и не являются объектом международного торгового оборота¹⁷.

К 1970-м годам при определении валютных курсов произошел переход от «товарного подхода» к «активному подходу». Однако Р.Миз и К.В Рогов в своих научных исследованиях объяснили, что модели, основанные на активном подходе, не могут объяснить колебания обменного курса ведущих валют¹⁸. Позже Р.Миз, обобщая моделирование на основе активного подхода, отмечает, что «доля колебаний валютного курса на основе текущих моделей равна нулю»¹⁹.

Ф.Махлупу удалось сформулировать фундаментальные принципы управления эластичностью спроса и предложения на иностранную валюту²⁰. В частности:

- чем выше эластичность спроса на иностранную валюту, тем выше эластичность внутреннего спроса на импортируемые товары;
- чем выше эластичность спроса на иностранную валюту, тем выше эластичность предложения отечественных товаров, которые конкурируют на внутреннем рынке с импортными товарами;
- чем выше эластичность спроса на иностранную валюту, тем выше будет предложение иностранных производителей по статьям импорта страны;
- чем выше эластичность спроса на иностранную валюту, тем выше будет спрос на иностранную валюту и на товары иностранных производителей за рубежом.

¹⁵ Красавина Л.Н. Концептуальные подходы к проблеме модернизации международных валютных, кредитных, финансовых отношений России в аспекте современных мировых вызовов // Деньги и кредит. 2014. № 10. С. 47-49.

¹⁶ Васильева И.П., Хмыз О.В. Мировая валютная система и курсы валют: Учеб. пособие. М.: МГИМО-Университет, 2008. 128 с.

¹⁷ Кейнс Дж.М. Трактат о денежной реформе. М., 1925. С. 50.

¹⁸ Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange rate Models of the Seventies// Journal of International Economics. 1983. Vol. 14. P. 3-24.

¹⁹ Meese R. Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era // Journal of Economic Perspectives. 1990. Vol.4. P. 117-134.

²⁰ Collected essays by Fritz Machlup Princeton University. London: George Allen&Unwin, 1966. Part one. Foreign exchange and balance of payments. 1. The theory of foreign exchange. P.7-50.

Поскольку М.Фридмен выступает за плавающие курсы по отношению к строго определенным обменным курсам, он основывает свою позицию на принципах свободного рынка²¹. Это стало причиной вышеприведенных научных выводов Фридмена: так как приоритетным направлением государственной экономической политики является стабильность национальной экономики, почему бы не ввести в нее систему переменных валютных курсов, обеспечивающую монетарную независимость без введения ограничений на движение капитала и товаров?

Также по мнению бывшего управляющего Федеральной резервной системы США Б.Бернанке, для экономик, использующих три основные мировые валюты (доллар США, евро и иену), положительный эффект от мобильности капитала и независимости монетарной политики будет несколько выше, чем расходы на реализацию плавающего валютного курса²².

По мнению Р.Манделла, «На сегодняшний день, пока существует достаточно условий для изменения валютных курсов, эти изменяющиеся валютные курсы должны основываться не на национальных валютах, а на региональных валютах. Другими словами, оптимальной валютной зоной является территория»²³.

По мнению Г.Джонсона, фундаментальной основой для изменчивых валютных курсов является их независимость в использовании инструментов монетарной, фискальной и других политических инструментов, наряду с обеспечением странам достаточной свободы для осуществления международных операций посредством автоматического обеспечения внешнего баланса²⁴. Кроме того, К.Брода утверждает, что одним из важных положительных аспектов режима свободного плавающего режима валютного курса является его способность плавно адаптироваться к реальным кризисам²⁵.

По мнению автора, если монетарная политика основана на режиме таргетирования инфляции, то при выборе режима валютного курса необходимо обращать внимание на следующие два положения:

во-первых, режим инфляционного таргетирования отрицает существование другого номинального обязательства (целевого показателя), т.е. требуется отказаться от строго фиксированного режима курса;

во-вторых, несмотря на то, что низкий уровень инфляции становится главной целью монетарной политики, Центральный банк будет нести ответственность за движение валютного курса. Потому что движение валютного курса выступает важной информационной задачей при

²¹ Friedman M. The Case for Floating Exchange Rates. 1989. December 18. Collected Works of Milton Friedman Project records. Hoover Institution Library & Archives, <https://miltonfriedman.hoover.org/objects/56655/the-case-for-floating-exchange-rates>

²² Bernanke B.S. Monetary Policy in a World of Mobile Capital. P. 2. <http://www.cato.org/pubs/journal/cj25n1/cj25n1-1.pdf>

²³ Mundell Robert. Optimal Currency Areas// American Economic Review. Vol. 51. Sept. 1961. P. 660.

²⁴ Johnson Harry G. The case for Flexible Exchange rates. 1969. Federal Reserve Bank of St. Louis review 52. 1970. P. 12-24.

²⁵ Broda, Cristian. Coping with Terms of Trade Shocks: Pegs Versus Floats. Calif.: Hoover Institution. P. 49-56.

прогнозировании темпов инфляции в будущем и определении политических целей.

Как показал наш анализ, термин «цифровая экономика» и данные ему определения отражают период, в который жили авторы, и тенденции в нем. Например, в ранних понятиях цифровой экономики основное внимание уделялось Интернету, и признается, что он стал наиболее важной технологией в 1990-х годах²⁶. Позже, при определении понятия цифровой экономики, стали использоваться новые технологии, такие как мобильные и сенсорные сети, облачные вычисления и большие данные.

Несмотря на различные взгляды к понятию цифровой экономики, нет единого подхода к цифровому сектору, его продуктам и транзакциям. Последнее издание Международной стандартной отраслевой классификации (International Standard Industrial Classification) Организации Объединенных Наций включает только Сектор информационно-коммуникационных технологий (Information and Communications Technology sector) и Сектор контента и медиасредств (Content and Media Sector). Кроме того, в Центральной классификации продуктов (the Central Product Classification) не полностью охвачены онлайн-платформы (например, Google, Facebook, Alibaba) и их продукты, а также услуги на основе платформы (platform-enabled services) (например, Airbnb) не отражены четко и ясно. Кроме того, интерпретация базы данных как продукта остается еще одной открытой проблемой²⁷.

Согласно экспертному подходу МВФ, цифровой сектор включает онлайн-платформы, услуги на основе платформ (platform-enabled services) и поставщиков продуктов и услуг в области информационных и коммуникационных технологий²⁸. При этом услуги на основе платформы охватывают «экономику совместного использования» (sharing economy), которая включает краткосрочную аренду недвижимости (peer-to-peer short-term property rentals) и услуги труда (например, Uber) без посредников, а также финансы, основанные на сотрудничестве (collaborative finance) на платформе P2P.

По мнению автора, цифровизация – это увеличение масштабов использования цифровых технологий во всей экономике, что позволяет создавать ценность совершенно новыми способами за счет улучшения бизнес-процессов, работы с данными и более эффективного построения отношений с клиентами.

Для того, чтобы блокчейн стал революционным инструментом для учета потока активов, большое значение имеют два его аспекта, а именно, распределенный реестр и криптография. Распределенный реестр полностью отрицает роль посредников, участвующих в осуществлении транзакций

²⁶ Tapscott D. The Digital Economy: Promise and Peril in the Age of Networked Intelligence. McGraw-Hill, New York. 1994.; Mesenbourg T.L. Measuring the Digital Economy, US Bureau of the Census, Suitland, MD. 2001. <https://www.census.gov/content/dam/Census/library/working-papers/2001/econ/umdigital.pdf>; Lane N. Advancing the digital economy into the 21st century, Information Systems Frontiers.1999. 1(3). 317-320.

²⁷ IMF. Measuring the digital economy. IMF staff Report. 2018.

²⁸ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2018/022818MeasuringDigitalEconomy.ashx>

(Центральный банк, коммерческие банки и т.д.) и на этой основе создает возможность снизить транзакционные издержки и быстро произвести платеж. А криптография отвечает за обеспечение безопасности миллиардов транзакций, проходящих через блокчейн, и завоевание доверия широкой общественности по отношению к нему.

Аспекты блокчейна, такие как безопасность, конфиденциальность, отслеживаемость (traceability), надежность и точность данных, запись времени, отключение или неизменность, обеспечивают удобство его применения в определенных областях. Блокчейн и его различные формы используются с целью защиты людей или любых транзакций, которые происходят от машины к машине.

Между тем, 75 процентов всех патентов, связанных с блокчейн-технологиями, 50 процентов затрат на Интернет вещей (IoT), более 75 процентов рынка облачных технологий, приходится на долю США и Китая. Примечательно, что более 90 процентов рыночной капитализации 70 крупнейших цифровых платформ мира приходится на долю этих двух стран²⁹.

По мнению автора, цифровые финансовые технологии коснутся и технических аспектов денежно-кредитной политики. В частности, изменения в финансовых продуктах, процессах финансовых операций, структуре финансовых институтов и финансового рынка влияют на трансмиссионный механизм монетарной политики и эффективность отдельного инструмента монетарной политики. Появление новых финансовых продуктов, развитие операций с криптоактивами, также влечет за собой обогащение состава денежных агрегатов. Аналогичным образом, модели прогнозирования Центральными банками, коммуникационные стратегии с финансовыми рынками также должны измениться.

Между тем, виртуальные валюты имеют свои собственные расчетные единицы и платежные системы, и при осуществлении транзакций нет необходимости в центральных клиринговых учреждениях и в Центральном банке. В настоящее время ярким представителем виртуальных валют является биткоин, и ситуация, связанная с ним не достигла уровня, когда возникает серьезная проблема по отношению к существующему порядку через Центральные банки и их фиатные деньги. Это связано с тем, что стоимость биткоина отмечает высокую волатильность, обладает высоким риском, его энергетическая емкость чрезмерно высока, а цифровые технологии, составляющие его основу, имеют серьезные недостатки в «падении масштаба».

В отличие от криптовалют, таких как биткоин, глобальные стейблкоины влияют на монетарную политику с помощью различных каналов. Например, если значительная часть цен в экономике определяется в глобальном стейблкоине, то внутренняя монетарная политика не сможет напрямую повлиять на эти цены. Кроме того, глобальный стейблкоин может привести к изменению кредитных ставок благодаря своему влиянию на банковские

²⁹ https://unctad.org/system/files/official-document/der2019_overview_ru.pdf

ресурсы как в странах со стабильными и широко используемыми валютами, так и в странах с нестабильными, малыми с точки зрения объемами валюты.

Во второй главе диссертации – **«Международная практика регулирования обращения криптовалют в условиях цифровой экономики»** уделяется внимание международной практике регулирования обращения криптовалют в условиях цифровой экономики, в частности, современным тенденциям развития рынка криптовалют, международным подходам к регулированию обращения криптовалют, существующим проектам в международной практике по обращению цифровой валюты Центрального банка.

Как показывают результаты анализа, замечается резкое разнообразие подходов компетентных органов стран в отношении криптовалют. В частности, Европейский центральный банк классифицирует биткоин как децентрализованную конвертируемую виртуальную валюту.³⁰ По данным Министерства финансов Германии, биткоин не классифицируется как иностранная валюта или электронные деньги, а является «частными деньгами»³¹. Казначейство США классифицирует биткоин как децентрализованную конвертируемую виртуальную валюту³². Также Орган финансового надзора Швеции (Swedish Financial Supervisory Authority) публично объявил биткоин и другие цифровые валюты в качестве платежного средства³³.

Следует отметить, что протокол для роста количества биткоина имеет схожие аспекты с k-процентным правилом. В то время как количество биткоина не увеличивается в определенных процентах, наблюдается постоянное увеличение курса единицы биткоина. Однако темпы роста биткоина также меняются с течением времени. Например, если в первые 4 года запуска операций с биткоином майнеры получали 50 единиц биткоина за каждый «добытый» блок, то к 2019 году на каждый блок предоставлено 12,5 единиц биткоина. Кроме того, майнеры получают плату за каждый блок. После добычи всех биткоинов (около 21 млн) майнеры получают оплату только за услуги дешифрования (de-encrypting) и подтверждения записей о транзакциях, записанных в каждом блоке.

На данный момент у эфириума, в отличие от биткоина, нет более высокого предела (лимита), чем количество эфиров (Ether), которые будут созданы на его собственном блокчейне. На данный момент эфир имеет тенденцию постоянного роста, и на каждый «добытый» блок выделяется 2

³⁰ ECB (2012). Virtual currency schemes. [Электрон ресурс]. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

³¹ Clinch Matt (2013). Bitcoin recognized by Germany as 'private money'. CNBC. Retrieved 18 January 2014.

³² Shasky Calvery J. (2014). Statement of Jennifer Shasky Calvery, Director Financial Crimes Enforcement Network United States Department of the Treasury Before the United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Subcommittee on National Security and International Trade and Finance Subcommittee on Economic Policy. [Электрон ресурс]. URL: [fi.ncen.gov. Financial Crimes Enforcement Network](http://www.fincen.gov/financial-crimes-enforcement-network). 19 November 2013. Retrieved 1 June 2014.

³³ Financial Mirror (2014). 2014 04 16 ISSUU. [Электрон ресурс]. URL: http://issuu.com/financialmirror/docs/financial_mirror_2014_04_16_issuu, page 3.

эфира. В блокчейне эфириума каждый новый блок «добывается» за 14-15 секунд³⁴. Однако, в соответствии с увеличением количества выделяемого эфира, темпы роста количества этой криптовалюты будут снижаться.

По данным Coinmarketcap, на начало августа 2019 года общая рыночная капитализация 2420 криптовалют составила 302,7 млрд долларов США, что означает всего 0,36 % от оборота в долларах США составших. 81 триллионов долларов США из 159 фиатных денег, что было признано ООН³⁵.

Доля биткоина в общей рыночной капитализации криптовалют остается высокой (рис. 1). Тем не менее, в капитализации рынка наблюдается значительная волатильность доли криптовалют. В частности, если 18 ноября 2013 года доля биткоина в капитализации криптовалют составляла 96,59 процента, то 15 января 2018 года этот показатель составлял 32,81 процента. 2020 год стал успешным для всех криптовалют, их рыночная капитализация увеличилась на 300 процентов и достигла 785 млрд долларов США.

К 2021 году для одной биткоин-транзакции потребовалось в среднем 1752,79 киловатт/час потребления энергии. А это равно затратам энергии, необходимым для совершения 1,2 млн VISA транзакций³⁶. Другими словами, к маю 2021 года для майнинга 1 биткоина потребовалось 13-летнее потребление электроэнергии средним домохозяйством³⁷.



Рис.1. Динамика долей биткоина и эфириума в рыночной капитализации криптовалют

Источник: Coinmarketcap

³⁴ Diedrich H. 2016. Ethereum: Blockchains, Digital Assets, Smart Contracts and Decentralized Autonomous Organizations, Wildfire Publishing.

³⁵ <https://www.fxempire.com/forecasts/article/the-fiat-market-vs-the-cryptocurrency-market-competition-or-partnership-2-594569>

³⁶ <https://www.businessinsider.in/cryptocurrency/news/a-single-bitcoin-transaction-has-a-bigger-carbon-footprint-than-100000-hours-of-youtube-videos/articleshow/84373569.cms>

³⁷ <https://www.nytimes.com/interactive/2021/09/03/climate/bitcoin-carbon-footprint-electricity.html>

Среди основных секторов индустрии криптовалют можно отметить цифровые кошельки (табл. 1). Общее количество пользователей уникальных кошельков по состоянию на 29 декабря 2020 года составило 63 288 миллионов человек. Почти 11 процентов граждан США владеют биткоином³⁸. К 2018 году рыночная капитализация биткоина превысила стоимость всех СДР (около 291 млрд доллар США), выпущенных МВФ³⁹.

Таблица 1

Основные сектора индустрии криптовалют и функции, которые они выполняют⁴⁰

Сектора индустрии	Основные функции
Биржи	Осуществление торговли криптовалютами
Кошельки	Хранение криптовалют
Платежи	Поддержка платежей с помощью криптовалют
Майнинг	Обеспечивает безопасность глобального реестра (блокчейна) путем вычисления большого количества хэшей для определения блоков, которые будут добавлены в блокчейн

На данный момент стоит отметить, что частные криптовалюты являются экзогенными в монетарном отношении и имеют предсказуемое денежное предложение, то есть отсутствует возможность неограниченной эмиссии криптовалют, таких как фиатные деньги.

Поскольку официальные криптобиржи в большинстве развивающихся стран находятся в состоянии застоя, осуществление транзакций через платформы P2P считается относительно высоким. Например, в таких странах, как Кения, Нигерия, Вьетнам, Венесуэла, подавляющее большинство резидентов используют криптобиржу P2P. Поэтому основная часть криптовалютных трансферов приходится на небольшие и крупные объемы розничных платежей⁴¹.

В октябре 2012 года Европейский центральный банк подготовил отчет о схемах цифровых валют, который включал анализ системы биткоин, правового статуса такой системы в рамках действующего европейского законодательства. Также рассмотрен вопрос о введении цифровых валют в сферу действия понятия «электронные деньги», установленной Директивой «Об электронных деньгах» (2009/10/ЕС) и регулировании их в рамках этого документа. В отчете отмечается, что термин биткоин соответствует некоторым критериям приравнивания того или иного объекта к электронным деньгам. Но самое главное, что биткоин не соответствует критериям предоставления денег, выпущенных в обращение.

Европейский суд (European Court of Justice, ECJ) 22 октября 2015 года принял решение об освобождении биткоинов от налога на добавленную

³⁸ <https://www.bitcoinmarketjournal.com/how-many-people-use-bitcoin/>

³⁹ <https://www.coindesk.com/2018-year-central-banks-begin-buying-cryptocurrency>

⁴⁰ Разработано автором.

⁴¹ <https://blog.chainalysis.com/reports/2021-global-crypto-adoption-index/>

стоимость (НДС) операций по обмену фиатных валют. В решении суда разъясняется, что законодательство об НДС применяется в отношении доставки товаров и оказания услуг⁴². Поскольку транзакции в биткоинах подлежат платежным операциям, они не облагаются НДС. Поэтому суд вынес рекомендацию всем членам Европейского союза исключить криптовалюты из списка налогооблагаемых активов.

Согласно исследованию Федеральной резервной системы США по криптовалютам, основной проблемой для Центральных банков в этом отношении может быть вопрос конфиденциальности. В частности, председатель ФРС Джером Пауэлл отметил, что биткоин является альтернативой золоту и может служить средством хранения его стоимости⁴³.

Регуляторы Сингапура не считают криптовалюты «ценными бумагами» в соответствии с Законом «О ценных бумагах и фьючерсах» (the Securities and Futures Act). Поэтому в Сингапуре, в соответствии с вышеупомянутым законом о криптовалютах и законом «О финансовых консультантах», различные обязательства по защите инвесторов и регулированию целостности рынка, а также регистрации, раскрытию информации и мошенничеству не применяются.

Сингапурская Ассоциация криптовалютных предприятий и стартапов (Association of Crypto Currency Enterprises and Start-ups) была основана 30 мая 2014 года, целью которой является, во-первых, развитие диалога с регуляторами и другими заинтересованными сторонами, а во-вторых, внедрение «самоуправления» криптовалютной индустрии. При этом в качестве одного из критериев членства самоуправление осуществляется путем установления правил поведения для фирм. Хотя ассоциация готова взять на себя обязательства по самоуправлению, на текущем этапе все еще неясно, какую регулирующую роль она может играть в системе и на каком уровне сотрудничества она может участвовать с регуляторами⁴⁴.

В Узбекистане также предпринимаются важные шаги по укреплению нормативно-правовой базы для формирования цифровой экономики. В частности, принят Указ Президента Республики Узбекистан от 3 июля 2018 года № ПП-3832 «О мерах по развитию цифровой экономики в Республике Узбекистан», в соответствии с которым был создан уполномоченный орган в области внедрения и развития цифровой экономики, вопросы оборота криптоактивов и его регулирования. Примечательно, что оборот криптоактивов в нашей стране регулировался специальными нормативно-правовыми актами. Кроме того, операции, связанные с оборотом криптоактивов юридических и физических лиц, в том числе операции, осуществляемые нерезидентами, не рассматриваются в качестве объектов

⁴² The bill «On digital financial assets» - URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/419059-7> (Released September 19, 2019) (in Russian).

⁴³ Source: REUTERS / Jonathan Ernst

⁴⁴ Lim J.W. A Facilitative Model for Cryptocurrency Regulation in Singapore. Handbook of Digital Currency, 2015. 361-381. doi:10.1016/b978-0-12-802117-0.00018-7

налогообложения, при этом доходы от этих операций не включаются в налогооблагаемую базу по налогам и другим обязательным платежам. Также не применяются нормы законодательства о регулировании валюты для обменных операций, связанных с оборотом криптоактивов, проводимых лицами, получившими лицензии в установленном порядке на осуществление деятельности в сфере оборота криптоактивов.

Третья глава диссертации – «**Валютная политика в Узбекистане и практика регулирования валютных отношений**» посвящена практике валютной политики и регулированию валютных отношений в Узбекистане, в которой оценены тенденции развития системы валютного регулирования и валютного контроля в Узбекистане, определены особенности режима валютного рынка и обменного курса в Узбекистане, практика либерализации валютной политики и ее эффективности, проведен эконометрический анализ факторов, влияющих на валютный курс в Узбекистане.

Как показал наш анализ, в 2018-2021 годах наблюдался дефицит баланса текущего счета Республики Узбекистан. Однако в течение этого периода обменный курс национальной валюты – сум по отношению к доллару США – был значительно девальвирован (рис. 2). Теоретически девальвация должна была оказать положительное влияние на внешнеторговый остаток, в частности, она должна была приобрести характер стимулирования экспорта. На наш взгляд, такая ситуация связана с торговым режимом нашей страны, который из-за различных пошлин и других ограничений недостаточно стимулировал резкое падение импорта и увеличение экспорта.

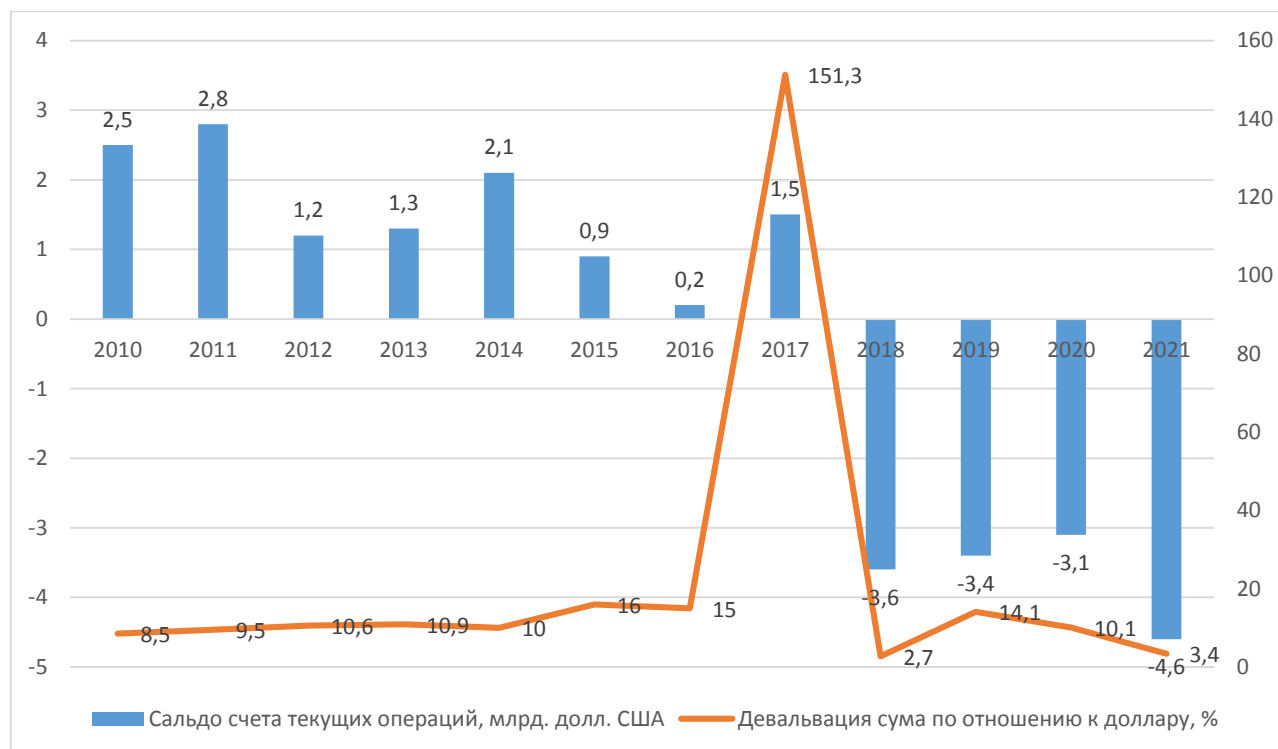


Рис.2. Девальвация сумы по отношению к доллару США и динамика сальдо счета текущих операций⁴⁵

⁴⁵ Разработано автором на основе данных Центрального банка Республики Узбекистан.

Поэтому в настоящее время при либерализации валютной политики в нашей стране уделяется внимание не только совершенствованию практики внедрения рыночных правил валютной политики, но и альтернативным способам стимулирования хозяйствующих субъектов к увеличению экспортного потенциала. В частности, одним из них является практика выделения коммерческими банками экспортных кредитов для повышения конкурентоспособности отечественных производителей на внешних рынках. Кроме того, тот факт, что предпринимаются важные шаги по либерализации торгового режима, серьезный подход к обеспечению достаточных условий для того, чтобы наша республика стала членом Всемирной торговой организации, также послужит повышению действенности механизма валютной политики в будущем.

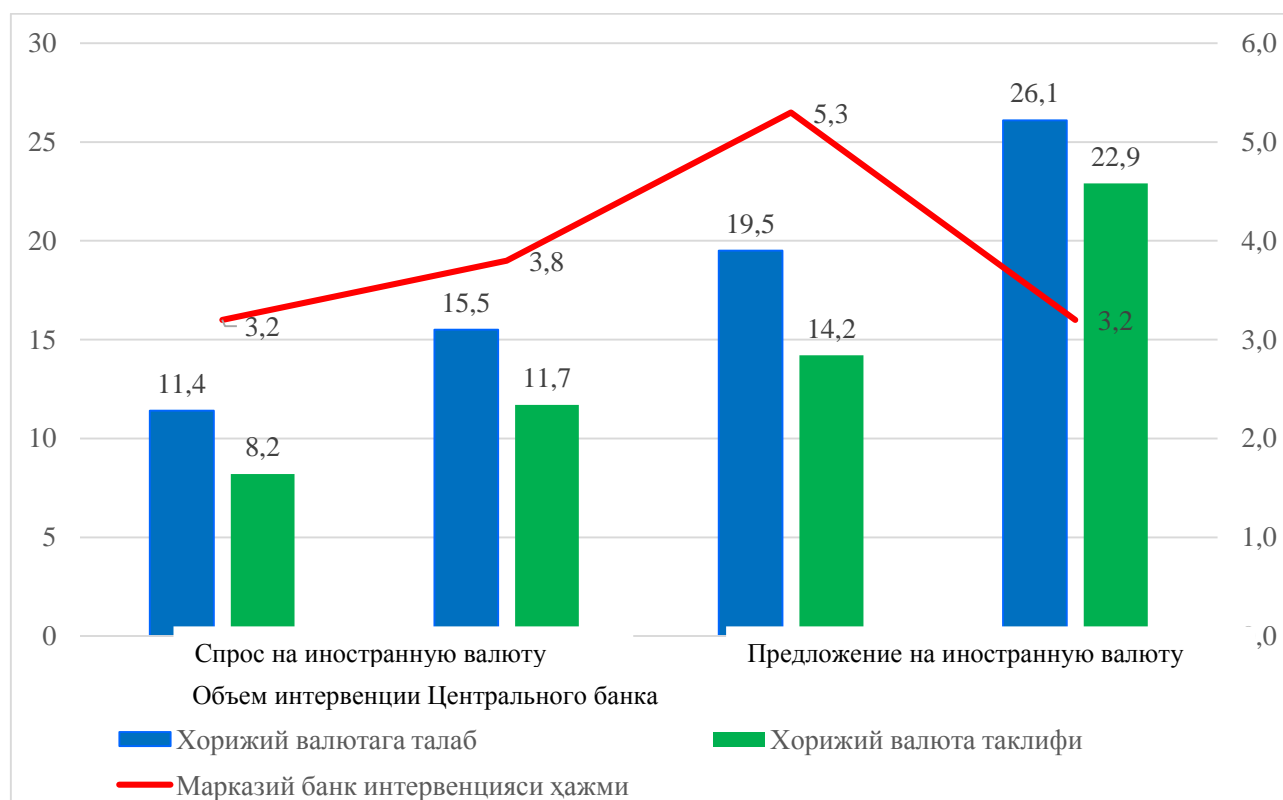


Рис.3. Динамика спроса, предложения и изменения объема интервенций Центрального банка на валютном рынке Узбекистана, млрд долл. США⁴⁶

В 2018-2020 годы наблюдалась тенденция роста объема интервенций Центрального банка Республики Узбекистан на валютном рынке. В частности, за этот период объем интервенции увеличился в 1,7 раза. Между тем, к 2021 году объем интервенций Центрального банка сократился на 40 процентов и составил 3,2 млрд долларов США (рис.3). Учитывая, что в 2021 году экспорт золота составил 4,1 млрд долларов США или 24,7 процента от общего объема экспорта, можно увидеть, что Центральный

⁴⁶ Разработано автором на основе данных отчета Центрального банка.

банк придерживается принципа «нейтральности» золотовалютных резервов при осуществлении валютных интервенций.

Стоит отметить, что в качестве одного из существенных изменений, произошедших на валютном рынке республики в 2021 году, резко увеличился объем прямых валютных операций на внебиржевом валютном рынке с хозяйствующими субъектами коммерческих банков. Действительно, 94 процента от общего объема валютных операций с юридическими лицами пришлось на внебиржевой валютный рынок. Данная ситуация неразрывно связана с изменениями, внесенными в осуществление валютных операций в республике с 15 февраля 2021 года.

При проведении регрессионного анализа факторов, влияющих на валютный курс в нашей республике, создана следующая эконометрическая модель:

$$\Delta rer_t = \alpha + \sum_{i=1}^T \beta_i rer_{t-i} + \sum_{j=1}^N \gamma_j \Delta X_{jt} + \varepsilon_t,$$

где rer_t - реальный рост валютного курса; x_{jt} - набор факторов, влияющих на валютный курс. В этот набор показателей включены рост реального ВВП, рост реальных денежных переводов, реальный рост экспорта, реальный рост импорта, повышение уровня инфляции, повышение средней процентной ставки по долгосрочным кредитам, рост средних мировых цен на сырьевые товары, реальный рост цен на хлопковое сырье на международных биржах, реальный рост цен на природный газ на международных биржах, увеличение открытости внешней торговли и рост реального денежного предложения.

Результаты регрессии вышеуказанной модели представлены в таблице ниже. Модель была оценена в нескольких спецификациях, а также достоверность (надежность) каждой спецификации была проверена с помощью серии тестов.

В табл. 2 приведены результаты регрессии, проведенной в нескольких спецификациях эконометрической модели. Согласно результатам, увеличение реального ВВП на 1 процент приведет к увеличению реального валютного курса в среднем более чем на 0,7 процента. Это, конечно, с одной стороны, связано с тем, что сбережения, возникающие с увеличением доходов, происходит за счет накопления людей в долларах, а с другой стороны, увеличение доходов происходит за счет увеличения спроса на импортные товары и услуги.

Увеличение объема реального экспорта и реального импорта представляют собой эмпирический факт, снижающий курс реальной валюты. Увеличение реального экспорта увеличивает предложение иностранной валюты за счет увеличения поступлений в иностранной валюте, что приводит к укреплению валютного курса. Существует также высокая вероятность того, что увеличение объема реального импорта, возможно, превысит спрос на сырье для экспортируемых товаров, что является обратной корреляцией с реальным валютным курсом.

Таблица 2

Результаты регрессии

	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6
$\Delta rgdp_t$	0.002 (-0.033)	0.650*** (-0.223)	0.776*** (-0.195)	0.775*** (-0.19)	0.799*** (-0.187)	0.762*** (-0.165)
Δrex_t	0.037 (-0.023)	-0.276** (-0.112)	-0.336*** (-0.097)	-0.322*** (-0.1)	-0.333*** (-0.098)	-0.311*** (-0.083)
Δrim_t	-0.053 (-0.044)	-0.356*** (-0.103)	-0.394*** (-0.088)	-0.384*** (-0.086)	-0.394*** (-0.085)	-0.382*** (-0.081)
Δcpi_t	0.582** (-0.268)	0.755*** (-0.268)	0.980*** (-0.257)	0.871*** (-0.26)	0.887*** (-0.26)	1.080*** (-0.253)
$\Delta rate_t$	-0.134*** -0.038)	-0.135*** (-0.036)	-0.152*** (-0.035)	-0.159*** (-0.037)	-0.158*** (-0.037)	-0.136*** (-0.033)
Δcom_p_t	-0.196*** (-0.056)	-0.267*** (-0.061)	-0.319*** (-0.071)	-0.292*** (-0.084)	-0.297*** (-0.083)	-0.297*** (-0.084)
ΔTO_t		0.656*** (-0.222)	0.773*** (-0.195)	0.749*** (-0.195)	0.773*** (-0.192)	0.728*** (-0.174)
$\Delta rcot_t$			0.113*** (-0.035)	0.107*** (-0.038)	0.107*** (-0.039)	0.096*** (-0.035)
$\Delta rgas_t$			-0.068** (-0.03)	-0.068** (-0.03)	-0.070** (-0.028)	-0.047* (-0.024)
$\Delta rrem_t$				-0.023 (-0.026)	-0.021 (-0.026)	-0.031 (-0.025)
ΔrMS_t				-0.018 (-0.122)	-0.043 (-0.141)	-0.022 (-0.133)
rer_{t-1}					-0.003 (-0.005)	0.343*** (-0.112)
rer_{t-2}						-0.347*** (-0.112)
α	0.065*** -0.006	0.063*** -0.006	0.062*** -0.005	0.063*** -0.006	0.085** -0.04	0.073* (-0.038)
Наблюдения	55	55	55	55	55	55
R^2	0.414	0.468	0.578	0.587	0.589	0.675
Breusch-Pagan test	0.77 [0.38]	0.14 [0.71]	1.2 [0.27]	2.46 [0.12]	2.52 [0.11]	1.03 [0.31]
Ramsey RESET test	1.66 [0.19]	0.99 [0.41]	0.56 [0.64]	0.19 [0.90]	0.11 [0.95]	1.25 [0.30]
Breusch-Godfrey test for autocorrelation	4.8 [0.03]	6.75 [0.00]	3.64 [0.06]	5.81 [0.02]	5.87 [0.01]	0.15 [0.69]
Durbin's test autocorrelation	4.5 [0.03]	6.44 [0.01]	3.11 [0.08]	4.96 [0.03]	4.89 [0.02]	0.11 [0.74]
Akaike IC	-183.3	-186.7	-195	-193	-191	-202
Bayesian IC	-169.3	-170.7	-175	-168	-165	-174

*** имеет 1 процентную статистическую значимость.

** имеет 5 процентную статистическую значимость.

* имеет 10 процентную статистическую значимость.

Тот факт, что увеличение уровня инфляции привело к снижению стоимости национальной валюты, также нашел свое эмпирическое

подтверждение. При этом представлен эмпирический факт, что увеличение уровня инфляции на 1 процент приведет к увеличению валютного курса более чем на 1 процент. Из этого вытекает важность стабильного уровня инфляции для обеспечения стабильности валютного курса. Обосновано, что рост инфляционных ожиданий лиц, принимающих экономические решения, приведет к большему росту валютного курса, чем инфляционные ожидания. Хотя увеличение долгосрочных процентных ставок приводит к снижению валютного курса, масштабы его воздействия не так велики, как инфляция или реальный экспорт. Увеличение долгосрочных процентных ставок на 1 процент снижает валютный курс примерно на 0,1 процента.

Для проверки надежности модели в модель включен ряд переменных, исходя из экономической теории, одной из которых является показатель открытости торговли. Открытость торговли рассчитана в виде отношения суммы общего объема импорта и экспорта к ВВП, при этом увеличение уровня роста данного показателя на 1 процент, привело к увеличению темпов роста валютного курса примерно на 0,7 процента. Конечно, открытость торговли увеличивает спрос на иностранную валюту. Однако, что примечательно, обесценивание национальной валюты было не выше роста открытости торговли.

В качестве основного экспортного сырья в модель включены реальные цены на хлопок и продукты из природного газа, и исследовано их влияние на валютный курс. Согласно анализу, если повышение реальной цены на хлопок приводит к повышению валютного курса, то повышение реальной цены на природный газ приводит к снижению валютного курса. Однако влияние повышения реальных цен на природный газ не столь статистически значим, как на хлопок. Рост денежных переводов, включенных в модель, и увеличение предложения денег вообще не являются статистически значимыми.

Чтобы проверить надежность результатов модели, проведен ряд тестов с каждой спецификацией модели. Во-первых, проведен тест на гетероскедастичность. Согласно результатам этого теста, все модели имели проблему гетероскедастичности, и чтобы избежать проблемы, все стандартные ошибки были оценены как надежные стандартные ошибки. Также, согласно результатам тестов, связанных с автокорреляцией, в результатах регрессии существует проблема автокорреляции, и при решении проблем по результатам тестов найдено собственное доказательство целесообразности использования двух лагов реального валютного курса. Также проверено, не пропущены ли какие-то независимые переменные. Согласно полученным результатам, гипотеза о пропущенной независимой переменной была отвергнута. Согласно проведенным тестам и информационным критериям, 6 спецификация модели в большей степени соответствуют нашим статистическим данным.

В четвертой главе диссертационного исследования – **«Пути повышения эффективности валютной политики Узбекистана в условиях цифровой экономики»** разработаны пути повышения эффективности валютной политики Узбекистана в условиях цифровой экономики. В частности, научно

обоснованы направления повышения эффективности механизма реализации валютной политики в условиях цифровой трансформации, повышения эффективности валютной политики за счет снижения уровня долларизации в национальной экономике, условия обращения цифровой валюты Центрального банка Узбекистана, а также перспективы углубления валютной интеграции.

В результате либерализации валютной политики, которая в сентябре 2017 года привела к резкой девальвации сума по отношению к доллару США, доля депозитов в иностранной валюте к денежной массе увеличилась с 23 процентов по состоянию на 1 сентября 2017 года до 33 процентов по состоянию на 1 октября 2017 года. Однако позже этот показатель также продолжил расти и по состоянию на 1 марта 2018 года зафиксировал свой самый высокий уровень (38 процентов) (рис. 4). По состоянию на 1 января 2021 года, доля депозитов в иностранной валюте к денежной массе составила 32 процента, и это средний показатель, который был относительно стабильным в течение последних трех лет.

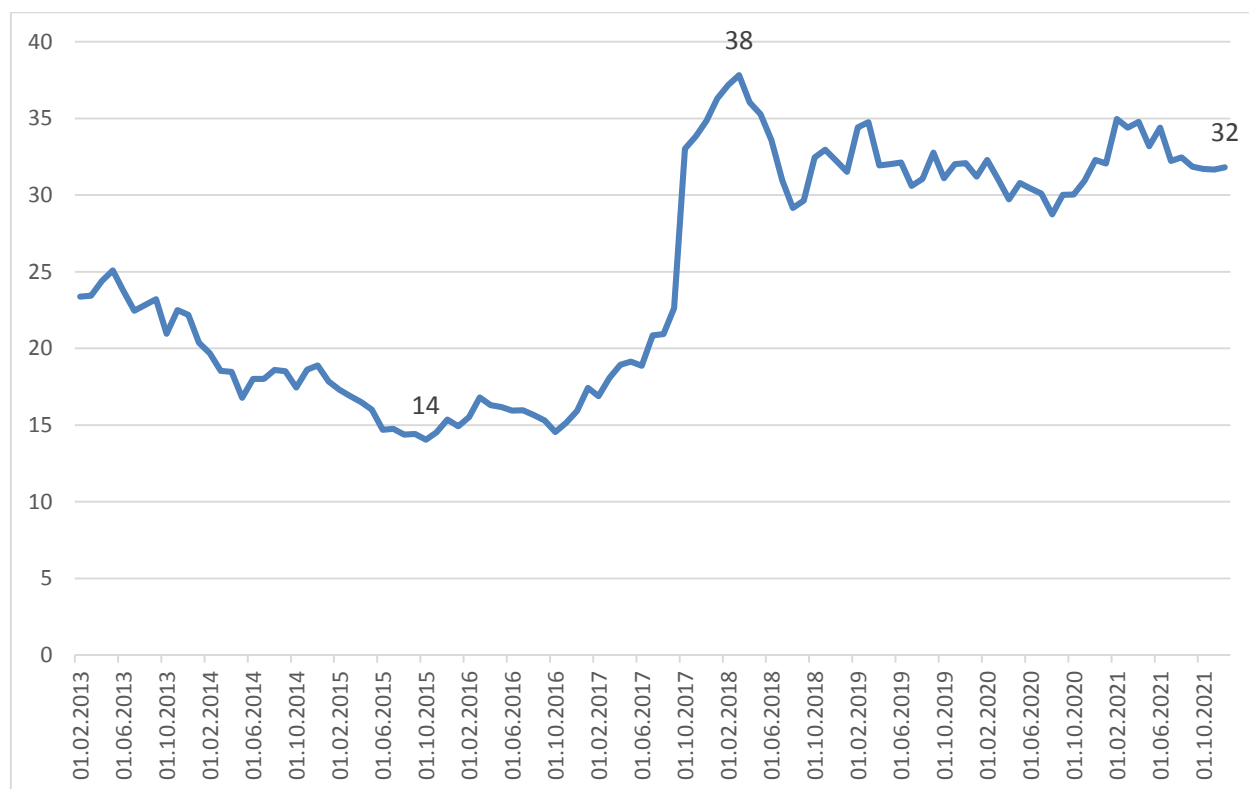


Рис.4. Отношение депозитов в иностранной валюте к денежной массе в Узбекистане (M2) ⁴⁷

Кроме того, в нашей стране уровень долларизации кредитов и депозитов также остается высоким (табл. 3). В анализируемом периоде долларизация кредитов незначительно снизилась, и к декабрю 2021 года она составила около 49,5 процента.

⁴⁷ Рассчитано на основе данных Центрального банка Республики Узбекистан.

Таблица 3

**Уровень долларизации банковских кредитов и депозитов в
Узбекистане⁴⁸**

	01.01.2018	01.07.2018	01.01.2019	01.07.2019	01.01.2020	01.07.2020	01.12.2020	01.12.2021
Доля кредитов в иностранной валюте в общем объеме кредитных вложений, в процентах	62,3	56,8	55,9	56,9	47,7	49,8	49,1	49,5
Доля депозитов в иностранной валюте в общей доле привлеченных депозитов, в процентах	48,4	39,5	38,1	42,5	43,9	44,1	43,3	38,6

Однако в 2021 году стояла задача снизить уровень долларизации по кредитам на 45 процентов. Хотя долларизация депозитов была на более низком уровне, чем долларизация кредитов, в 2019-2020 годах была зафиксирована тенденция роста долларизации депозитов.

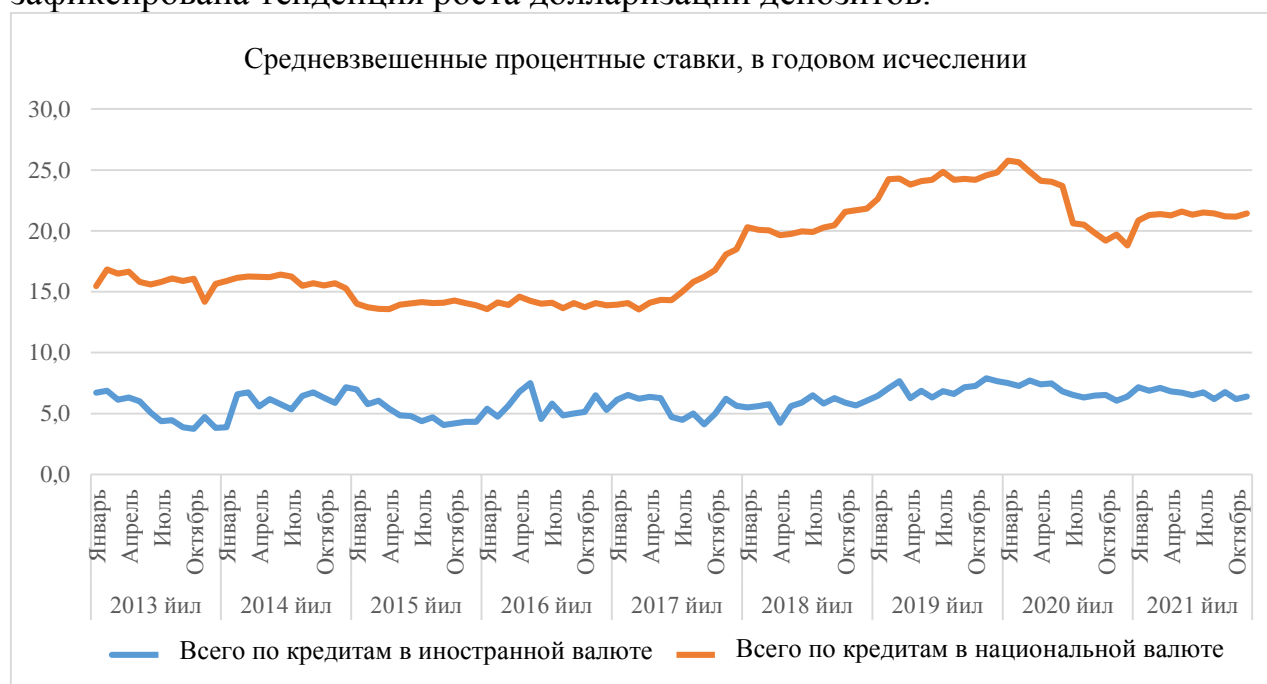


Рис.5. Динамика процентных ставок по банковским кредитам в национальной и иностранной валютах⁴⁹

По мнению автора, в качестве основных факторов, мотивирующих предпринимателей брать кредиты в иностранной валюте в нашей стране, можно рассматривать следующие:

1. Процентные ставки в иностранной валюте ниже, чем процентные ставки в национальных валютах (рис. 5).

⁴⁸ Разработано автором на основе данных Центрального банка Республики Узбекистан.

⁴⁹ Составлено на основе данных Центрального банка Республики Узбекистан.

2. Низкие темпы девальвации (в первом полугодии 2021 года темпы девальвации национального валютного курса составили 1,2 процента, что считается лучшим показателем с 2018 года).

Автор считает, что борьба с долларизацией является не только важным элементом валютной политики, но и необходимым условием обеспечения ее эффективности.

Хотя экономисты-ученые не пришли к единому мнению о влиянии долларизации на денежно-кредитную политику, общий вывод заключается в том, что долларизация оказывает негативное влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Кроме того, в странах с высоким уровнем финансовой долларизации уровень риска ликвидности в иностранной валюте возрастает после полного невыполнения Центральным банком функций кредитора последней инстанции в иностранной валюте.

Поэтому Центральный банк Республики Узбекистан в последнее время пытается снизить привлекательность климата долларизации депозитов, путем увеличения обязательных резервных требований по депозитам в иностранной валюте. В частности, если в 2018 году ставка обязательного резервирования по депозитам в иностранной валюте, привлеченным на срок более 2 лет, составляла 0 процента, то с 1 июля 2019 года, независимо от срока, ставка обязательного резервирования по депозитам в иностранной валюте, была установлена на уровне 14 процентов. С 5 августа 2021 года ставка обязательного резервирования по депозитам в национальной валюте увеличена на 18 процентов, в то время как ставка обязательного резервирования по депозитам в иностранной валюте осталась неизменной (табл. 4).

Таблица 4

Изменения обязательных требований резервирования по отношению к депозитам в иностранной и национальной валютах⁵⁰

Валюта обязательства	Срок	По состоянию на 01.01.2018		С 01.10.2018	С 01.07.2019	С 05.08.2021
		для физических лиц	для юридических лиц			
Национальная валюта	Более 2 лет	0%	0%	0%	4%	4%
	От 1 года до 2 лет	2%	7%	2%		
	Другие депозиты	4%	14%	4%		
Иностранная валюта	Более 2 лет	0%	0%	0%	14%	18%
	От 1 года до 2 лет	3%	8%	7%		
	Другие депозиты	6%	16%	14%		

⁵⁰ Составлено на основе данных Центрального банка Республики Узбекистан.

Посредством этой политики Центральный банк намерен сократить объем валютных ресурсов в иностранной валюте коммерческих банков и тем самым сократить объем кредитования в иностранной валюте в экономике.

По мнению автора, обострение обслуживания государственного долга в иностранной валюте может привести к усилению фискальных рисков и, в конечном счете, к проблемам системного риска. Также изменение валютного курса (обесценивание национальной валюты) в условиях высокой финансовой долларизации может привести к системным банковским кризисам в результате неисполнения обязательств в иностранной валюте. В то же время следует также иметь в виду, что постоянная тенденция к снижению обменного курса приводит к снижению доверия населения к потенциалу Центрального банка и, соответственно, по отношению к национальной валюте. Поскольку в развивающихся странах высокие темпы инфляции, национальной валюте трудно выполнять функцию средства накопления, и в качестве заменяющей этой функции начинают выполнять стабильные ведущие валюты (в основном доллар США и евро). Население предпочитает размещать свои сбережения в иностранной валюте в депозитах национальной банковской системы. В результате долларизация обязательств банковского сектора набирает обороты.

Кроме того, в странах со слабыми финансовыми институтами и нестабильными национальными валютами в условиях цифровой экономики существует вероятность предпочтения виртуальной валюты вместо использования стабильной валюты другой страны, скажем, доллара США. Эта ситуация признана учеными-экономистами концепцией «Долларизация 2.0»⁵¹.

Автор приходит к выводу, что нецелесообразно применять такие радикальные меры, как введение количественных ограничений или запретов на кредиты и депозиты в иностранной валюте в борьбе с долларизацией в нашей стране, которая последовательно проводит реформы в направлении либерализации валютной политики.

Автор считает, что, хотя признание криптовалют в качестве платежного средства является решением будущего, финансовые инструменты, основанные на блокчейне, в частности, выпуск облигаций в национальной валюте, могут послужить важным инструментом при оценке возможностей блокчейна. Потому что блокчейн-технологии создают возможности не только для внедрения криптовалют, но и для других финансовых активов, таких как облигации. Выпуск облигаций в блокчейне имеет дополнительные преимущества за счет «умных» контрактов, такие как повышенный уровень автоматизации, прозрачности, безопасности, смягчения рисков и повышения эффективности.

Также в нашей республике, с точки зрения регулирования, необходимо уточнить подход к криптовалютам: если они рассматриваются как инвестиционные активы, необходимо рассмотреть вопрос об использовании криптоактивов в диверсификации резервирования в иностранной валюте, если

⁵¹ W.K. Peprah, A.O. Afriyie, J.A. Abandoh-Sam, & E.O. Afriyie. Dollarization 2.0 a Cryptocurrency: Impact on Traditional Banks and Fiat Currency//International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 2018. 8(6). 341-349.

они рассматриваются как платежное средство, то факторы, влияющие на цену таких активов, в нем факторы, могут стать объектом регулирования стоимости криптоактивов, обменного курса сума и криптовалют.

Автор считает, что проект «цифровой сум» должен быть разработан и вынесен на обсуждение общественности. Это, во-первых, повысит осведомленность общественности, во-вторых, повлияет на доверие населения и разрушит различные ложные интерпретации.

На данный момент, исходя из международной практики, необходимо прийти к единному мнению в области организации исследований по проекту розничного ЦВЦБ, технологии его эмиссии, методов хранения. Также проект оптового ЦВЦБ может послужить важным монетарным инструментом в управлении ликвидностью Центральным банкам стран-участниц в эффективной организации валютного сотрудничества в рамках Евразийского экономического союза. Другим важным аспектом является то, что при реализации проекта оптового ЦВЦБ Центральные банки стран-членов интеграционного союза сохранят свой суверенитет на местном уровне, поскольку они имеют благоприятный инструмент в управлении взаимной ликвидностью.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В процессе проведения диссертационного исследования были сделаны следующие выводы:

1. Широкое использование криптовалют и цифровых валют иностранных Центральными банками (ЦВЦБ) в национальной экономике чревато проблемой «Долларизации 2.0» для развивающихся стран.

2. В странах с нестабильной валютой местное население может рассматривать глобальный стейблкоин как более стабильное средство накопления и в результате их решения перевести депозиты в национальной банковской системе в глобальный стейблкоин будет ослаблена депозитная база банков и, соответственно, банковские ресурсы в национальной валюте станут дороже.

3. Влияние криптовалют на скорость денежного обращения обусловлено быстрой реакцией Центрального банка на изменения спроса на деньги и публичным признанием криптовалют в качестве законного платежного средства. Если уровень использования наличных фиатных денег снизится, произойдет уменьшение баланса Центрального банка, что окажет влияние на банковскую систему. В конечном счете, возможность Центрального банка повлиять на краткосрочные процентные ставки в некоторой степени снизится, что ослабит эффективность трансмиссионного механизма монетарной политики.

4. Национальный ЦВЦБ будет служить важным инструментом для достижения целей монетарной политики и обеспечения стабильности финансовой системы в ответ на новые платежные возможности центральных банков, которые дадут криптовалюты. Использование резервных требований в отношении иностранных ЦВЦБ может служить эффективным методом.

5. Осуществление процентных платежей по ЦВЦБ (фиксированных или дифференцированных в связи с размером средств) не только стимулирует спрос на цифровые валюты, но и служит формированию конкурентной среды с депозитами коммерческих банков. Кроме того, Центральный банк получит дополнительный инструмент как изменение процентных ставок по цифровым валютам при изменении спроса на деньги и, стоимости денег в целом.

6. Такие факторы, как сетевой эффект и более высокие затраты на подключение, могут представлять достаточный риск для того, чтобы биткоин стал мировой валютой. Потому что, во-первых, отказ от традиционной денежной системы и переход на биткоин требует огромных затрат, а во-вторых, в соответствии с сетевым эффектом, скажем, чем больше людей что-то использует, тем выше будет его стоимость. Поэтому, поскольку большинство стран в настоящее время используют монетарную систему, основанную на фиатных деньгах, ее ценность для мирового сообщества значительно выше, а вероятность отказа и ее перехода к криптовалютам невелика.

7. Проблема долларизации в условиях перехода к режиму инфляционного таргетирования может усложнить поддержание стабильности валютного

курса. В частности, наличие импортных товаров или импортного сырья в составе товаров, включенных в корзину индекса потребительских цен, оказывает негативное влияние на темпы инфляции. Также в структуре пассивов банковского сектора наблюдается постоянно растущий спрос на иностранную валюту с целью их обслуживания в условиях высоких депозитов и обязательств в иностранной валюте. Кроме того, тенденция к увеличению объема внешнего долга, наблюдаемая в стране, приводит к значительному увеличению спроса на иностранную валюту при предоставлении услуг по внешнему долгу.

8. По нашему мнению, хотя объем эмиссии фиатных денег не ограничен и на их стоимость всегда оказывается инфляционное давление, вмешательство Центрального банка позволяет эффективно регулировать денежную массу.

9. Необходимость обеспечения Центральным банком стабильности обменного курса сума по отношению к иностранным валютам посредством валютных интервенций определяется следующими:

размер внешнего долга и прогнозируемый показатель ВВП ограничены законом (в условиях резкой девальвации обеспечение того, чтобы внешний долг не превышал 60 процентов от ВВП, может стать серьезной проблемой);

существование практики использования внешнего долга для финансирования дефицита государственного бюджета (только по итогам 2019 года объем дефицита государственного бюджета составил 5843,2 млрд сумов);

необходимость учитывать эффект переноса валютного курса при сохранении уровня инфляции в 5 процентов с 2023 года в условиях перехода к режиму инфляционного таргетирования.

10. Низкий масштаб использования национальных валют во взаимных расчетах в рамках ЕвразЭС определяется следующими факторами:

- 1) неразвитость рынка конверсионных операций по валютам стран-участниц;
- 2) отсутствие инструментов хеджирования валютных рисков;
- 3) отсутствие практики кредитования внешней торговли в национальных валютах;
- 4) низкая ликвидность и недостаточный уровень развития финансового рынка.

11. В ближайшем будущем целесообразно снизить уровень долларизации в экономике государств-членов в рамках ЕвразЭС, координировать валютную и денежно-кредитную политику, макроэкономическую политику, обеспечивая интеграцию финансовых рынков в качестве приоритетных задач. Действительно, экономические выгоды, вытекающие из создания валютного союза, не гарантированы. В частности, существенные различия в масштабах экономик государств-членов союза не могут обеспечить полную компенсацию за счет фискальных мер монетарной политики возможностей суверенитета, которые будут обогащены в рамках валютного союза.

Исходя из требований цифровой экономики, разработаны следующие научные предложения и практические рекомендации по совершенствованию валютной политики республики:

1. В целях дальнейшего повышения эффективности валютной политики Центрального банка Республики Узбекистан необходимо развивать инструменты и рынки валютных интервенций. На наш взгляд, целесообразно

развивать инструменты с валютными парами на спотовом валютном рынке, не ограничиваясь долларом США и евро, принять меры по развитию торговых инструментов с валютами основных торговых партнеров республики, в частности, с валютами стран, входящих в Евразийский экономический союз. Кроме того, необходимо установить порядок осуществления операций Центрального банка по голд-свопу и тем самым сформулировать механизм влияния на ликвидность на текущем валютном рынке.

2. Необходимо усилить правовую приоритетность, чтобы не нанести ущерб экономическим интересам резидентов и нерезидентов, осуществляющих валютные операции в республике.

3. Опираясь на зарубежный опыт, целесообразно организовать в нашей стране дедолларизацию по трем направлениям: 1) обеспечить макроэкономическую стабильность; 2) усилить пруденциальные меры против долларизации; 3) осуществить меры по развитию национального рынка капитала с целью привлечения займа и увеличения инвестиционных возможностей.

4. В связи с увеличением объема криптоактивов и развитием инновационных форм и, в конечном счете, их влиянием на финансовую стабильность необходимо разработать пруденциальные меры в отношении следующих двух групп криптоактивов: а) первая группа относится к токенизированным традиционным активам и стейблкоинам и их регулирование может осуществляться путем внесения определенных изменений в действующие требования Базельского комитета; б) поскольку вторая группа криптоактивов состоит из криптовалют, таких как биткоин, которые представляют дополнительные высокие риски, это потребует разработки подходов к консервативному пруденциальному контролю.

5. В качестве предварительных условий для выпуска ЦВЦБ в обращение в республике необходимо предусмотреть следующее: во-первых, укрепить правовую базу для использования блокчейн-технологий, в частности, уточнить подход к криптовалютам с точки зрения регулирования в республике; во-вторых, внедрить блокчейн-технологии в деятельность Центрального банка, определить направления использования искусственного интеллекта, больших данных и других цифровых технологий; в-третьих, выбрать модели эмиссии и технологий «цифровой сум».

6. Необходимо передать полномочия от Национального агентства проектного управления Центральному банку по регулированию обращения криптовалют, в частности, контроль над биржевой торговлей криптовалют. Так как стоимости криптовалют присуща высокая волатильность, и, следовательно, они подвергаются более высокому риску. Это требует, чтобы монетарный орган, ответственный за стабильность финансового сектора, получил достаточные полномочия для регулирования этой сферы. Во-вторых, стремительно развивается практика проведения транзакций с криптоактивами на P2P-платформах в развивающихся странах (Кения, Нигерия, Вьетнам, Венесуэла). В-третьих, модель финансовой системы нашей республики основана на лидерстве банков, иными словами, банковская система является

абсолютным лидером по поставкам финансовых ресурсов по отношению к фондовому рынку. Об этом свидетельствует тот факт, что даже в случае развития рынка криптоактивов существует высокая вероятность того, что участие банков в нем будет значительным.

**ONE-TIME SCIENTIFIC COUNCIL BASED ON SCIENTIFIC COUNCIL
AWARDING OF THE SCIENTIFIC DEGREES DSc.03/10.12.2019.I.16.01.
AT THE TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

THE TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

KHOSHIMOV ELMUROD ABDUSATTOROVICH

**METHODOLOGICAL ASPECTS OF IMPROVING THE CURRENCY
POLICY OF THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN IN THE CONTEXT OF
DIGITAL ECONOMY**

**08.00.07 – Finance, money circulation and credit
08.00.16 – Digital economy and international digital integration**

**ABSTRACT
of the dissertation of doctor of sciences (DSc)**

Tashkent city – 2022 year

The topic of doctoral dissertation (DSc) was registered under the number B2021.2.DSc.Iqt312 at the Supreme Attestation Commission under the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

The dissertation has been accomplished at the Tashkent State University of Economics of the Republic of Uzbekistan.

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (resume)) on the website of the Scientific Council (www.tsue.uz) and on the website of «Ziyonet» informational and educational portal (www.ziyonet.uz).

- Scientific advisor:** Nodir Khosiyatovich Jumaev
Doctor of Economics, Professor
- Official opponents:** Saidakhror Saidakhmedovich Gulyamov
Doctor of Economics, Academician
Abdukodir Khamidovich Toshkulov
Doctor of Economics, Professor
Tulkin Zakirovich Teshabaev
Doctor of Economics, Professor
- Leading organization:** Joint-Stock Commercial Bank "Aloqabank"

The defense of the dissertation will take place on march «12», 2022 at ^{10⁰⁰} at the meeting of Scientific council №DSc.03/30.12.2019.I.16.01 at Tashkent State University Of Economics of the Republic of Uzbekistan. (Address: 49 I. Karimov Street, Tashkent city, 100066, Phone: +99871-239-28-71, fax: +99871-239-43-51, e-mail: info@tsue.uz)

The doctoral dissertation (DSc) can be reviewed at the Information Resource Center of Tashkent State University Of Economics (registered under the number 114). (Address: 49 I. Karimov Street, Tashkent city, 100066, phone: +99871-239-28-71, fax: +99871-239-43-51, e-mail: info@tsue.uz)

The abstract of dissertation sent out on «28 February 2022.
(mailing report № 4 on «28» February 2022).



M.P. Eshov
Chairman of the One-time Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics, Professor

B.T. Berdiyarov
Scientific secretary of the One-time Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics, Professor

D.Kh. Suyunov
Chairman of the Scientific Seminar under the One-time Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics, Professor

RESUME (abstract of DSc dissertation)

The aim of the research work is to develop scientific proposals and practical recommendations aimed at improving the methodology of currency policy in the digital economy.

The object of the research work is the currency policy of the Republic of Uzbekistan and the mechanism of its implementation.

Scientific novelty of the research consists of the following:

it is proposed to make use of market mechanisms of currency regulation as a mechanism for the implementation of currency policy, in particular, the abandonment of administrative methods and restrictive measures by prioritizing economic measures;

approaches are developed to form a national system of cryptocurrencies' regulation, in particular, for the regulation of risks associated with cryptoassets through prudential measures;

it is proved that reduction in the level of dollarization of the national economy is essential part of ensuring the effectiveness of currency policy in the digital economy, the directions and methods of de-dollarization (reduction of dollarization) strategy are proposed;

a methodological approach to the introduction of digital currency of the Central Bank in Uzbekistan has been developed and the conditions are demonstrated;

it is justified to further increase the effectiveness of currency policy the Central Bank of the Republic of Uzbekistan needs to develop instruments and markets for currency intervention;

it is proposed to expand the regulatory authority of the Central Bank in response to the emergence of new forms of financial intermediation in the digital economy and the development of payment service organizations

Practical significance of the research work is the following:

in order to ensure the formation of the exchange rate of the soum against foreign currencies on the basis of market mechanisms, to ensure transparency and regularity of the exchange rate setting process, it is proposed to abandon the simple method of fixing the exchange rate in foreign exchange trading;

recommendations are given on the achievement of the full implementation of the monetary functions of the national currency - soum by increasing its stability, to prevent a sharp rise in the level of dollarization in the economy;

it is proposed to develop market-making activities of commercial banks in the foreign exchange market, in particular, to diversify foreign currency resources and improve currency position management through the introduction of new currency pairs;

it is proved essential to determine the regulations of the Central Bank's gold-swap operations and thus to create a mechanism to influence the liquidity of the current foreign exchange market;

it is proposed to strengthen the participation of commercial banks in the foreign exchange market, in particular, the development of forward operations and option transactions as a means of hedging currency risk.

Implementation of the research results. On the basis of the developed scientific proposals and practical recommendations aimed at improving the currency policy of the Republic of Uzbekistan in the digital economy:

the proposals on the use of market mechanisms in the implementation of state policy in the field of currency regulation and exchange control, in particular, the priority of economic measures, setting the protection of the rights and economic interests of residents and nonresidents in foreign exchange transactions as one of the priorities of state currency regulation policy were used in the formation of amendments to Article 5 of the Law of the Republic of Uzbekistan "On currency regulation» number URL-573 (Reference №1 of the Committee on Budget and Economic Reforms of the Senate of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan from January 29, 2021). As a result, the use of market mechanisms in the system of currency regulation of the republic and the priority of economic measures in the state policy in the field of currency control have been legally strengthened;

the proposals on legal strengthening of approaches to cryptocurrencies as an investment assets and means of payment, the formation of a national system of regulation of cryptocurrencies, in particular, the regulation of risks associated with cryptocurrencies through prudential measures were adopted for use in the development of relevant legislation by the Committee on Budget and Economic Reforms of the Legislative Chamber of the Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan (Reference No. 04 / 1-1322 of the Committee on Budget and Economic Reforms of the Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan from December 10, 2021). The implementation of these proposals will lead to the practice of risk-based regulation of cryptocurrencies in the banking sector and reduce the negative impact of fluctuations in the value of cryptocurrencies on the financial stability of commercial banks;

the proposals on expansion of the Central Bank authorities in response to the emergence of new forms of financial intermediation and the development of payment service organizations in the digital economy, were used to improve the regulatory practice of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan. (Reference No. 13-17 / 746 of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan from December 3, 2021). As a result of the implementation of this proposal, it has become possible to expand the efficiency of cashless payments through the regulation and monitoring of commercial banks, payment organizations, as well as payment system operators that are providing traditional payment services provided by banks;

proposals on the development of the "Digital Soum" project, on the introduction of wholesale digital currency of the Central Bank in the future within the Eurasian Economic Union were adopted for use by the Committee on Budget and Economic Reforms of the Legislative Chamber of the Oliy Majlis. (Reference No. 04 / 1-1322 of the Committee on Budget and Economic Reforms of the Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan from December 10, 2021). As a result of the implementation of these proposals, the Central Bank was able to organize research on the digital currency project, agree on its issuance technology, storage methods, have a convenient tool for managing

liquidity while maintaining sovereignty among the central banks of the Eurasian Economic Union;

the proposals to reduce the level of dollarization of the national economy as an important condition for the effectiveness of foreign exchange policy was used to improve the Central Bank's reserve requirements policy (from August 5, 2021, the reserve requirement for foreign currency deposits increased from 14% to 18%) (Reference No. 13-17 / 746 of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan from December 3, 2021) and measures taken by commercial banks to reduce the level of dollarization of liabilities and increase the attractiveness of national currency deposits. (Reference No. 01-04/7104 of JSCB "Uzpromstroybank" from December 13, 2021, Reference No. 01-01 / 3479 of PJSB "Trustbank" from December 10, 2006). As a result of the implementation of this proposal, the share of foreign currency deposits attracted by commercial banks in total bank deposits amounted to 39.6% as of October 1, 2021 and decreased by 3.3 percentage points compared to the corresponding period of 2020. During the same period, the deposit base of JSCB "Uzpromstroybank" and PJSB "Trustbank" increased by 17% and 25%, respectively;

the proposal on the development of market-making activities of commercial banks in the foreign exchange market in order to increase the liquidity of the current foreign exchange market was used in the development of foreign exchange operations of Joint Stock Commercial Bank «Uzpromstroybank» (Reference No. 01-04/7104 of JSCB "Uzpromstroybank" from December 13, 2021). As a result of the implementation of this proposal, the volume of foreign exchange transactions of Uzpromstroybank as of October 1, 2021 amounted to 3,727.4 million USD and increased by 11% compared to the corresponding period of last year;

the proposals on strengthening the participation of commercial banks in the foreign exchange market, in particular, on developing operations with currency swaps, forward and option transactions as a means of hedging currency risk was used in the development of term foreign exchange transactions of JSCB "Uzpromstroybank". (Reference No. 01-04/7104 of JSCB "Uzpromstroybank" from December 13, 2021). As a result of the implementation of this proposal, the volume of swap transactions of JSCB "Uzpromstroybank" as of October 1, 2021 amounted to 26.7 thousand euros, an increase of 297% compared to the corresponding period of last year;

Structure and scope of the dissertation. The structure of the dissertation consists of an introduction, four chapters, conclusion, a list of used literature and appendices. The basic volume of the dissertation consists of 234 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; part I)

1. Хошимов Э.А. Рақамли иқтисодиёт шароитида валюта сиёсати: Монография. Т.: Innovatsiyon rivojlanish nashriyot-matbaa uyi, 2021. – Б. 240.
2. Хошимов Э.А. Ўзбекистонда валюта бозорини эркинлаштириш: муаммолар ва ечимлар: Монография. Т.: Akademnashr, 2010. – Б. 168.
3. Hoshimov E.A. Exchange Rate Policy Liberalization and De-dollarization Strategy: Evidence from Uzbekistan // International Journal of Economics, Commerce and Management. 2020. Vol. VIII. Issue 12. December. P. 422-430. SJIF Impact Factor (2020) - 6.932; Global Impact Factor (2015) - 0.656.
4. Hoshimov E.A. Exchange Rate Policy and Export Promotion: Evidence from Uzbekistan // EJBMR, European Journal of Business and Management Research. 2020. Vol. 5. No. 5. September.
5. Hoshimov E.A. Soundness of the financial system of Uzbekistan in world crisis conditions. Beitrage zur Entwicklung in Uzbekistan und China. Wissenschaftliche Schriftenreihe: Band 5. Norderstedt Germany, 2012. P.40-43.
6. Хошимов Э.А. Марказий банк рақамли валюталари ва стейблкоинлар: имкониятлар ва таҳдидлар таҳлили // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий журнали. 2021. – №1. Февраль. (08.00.00; №19).
7. Хошимов Э.А. Рақамли иқтисодиёт шароитида валютавий интеграцияни чуқурлаштириш истиқболлари // «Логистика ва иқтисодиёт» илмий электрон журнали. 2021. – №1. – 277-283 б.
8. Хошимов Э.А. Блокчейн ва рақамли валюталарнинг монетар сиёсатга таъсири // «Молия ва банк иши» электрон илмий журнали. 2020. – №6. Ноябрь–декабрь. (08.00.00; №17).
9. Хошимов Э.А. Валюта сиёсатини эркинлаштириш шароитида иқтисодиётнинг долларлашуви даражасини камайтириш йўллари // «Молия ва банк иши» электрон илмий журнали. 2020. – №5. – 5-11 б. (08.00.00; №17).
10. Хошимов Э.А. Марказий банк ва хусусий рақамли валюталар: рақобат ва тартибга солишнинг устувор йўналишлари// «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий журнали. 2020. – №4. Август. (08.00.00; №19).
11. Хошимов Э.А. Рақамлаштириш шароитида монетар сиёсат: имкониятлар, таҳдидлар ва рисклар // «Молия ва банк иши» электрон илмий журнали. 2020. – №4. (08.00.00; №17).
12. Хошимов Э.А. Валюта сиёсатининг экспортни ривожлантиришдаги рағбатлантирувчи ролини ошириш йўллари// «Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar» ilmiy elektron jurnali. 2020. – №4. (08.00.00; №10).
13. Хошимов Э.А. Рақамли иқтисодиёт шароитида криптовалюталарни тартибга солиш масалалари // «Молия ва банк иши» электрон илмий журнали. 2020. – №3. (08.00.00; №17).

14. Хошимов Э.А. Интеграцион жараёнларни чуқурлаштиришда валюта-молия соҳасидаги ҳамкорликни ривожлантиришнинг ўрни // Бизнес-эксперт. 2015. – №7. – Б. 24-28. (08.00.00 №3).

15. Хошимов Э.А. Жаҳон валюта бозоридаги операцияларнинг таркиби ва ривожланиш хусусиятлари // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар электрон журнал. 2015. – №4. (08.00.00; №10).

16. Хошимов Э.А. Замонавий шароитларда валюта сиёсати шакллари ва дастакларидан самарали фойдаланиш йўллари // Молия. 2014. – №5. – Б.50-55 (08.00.00; №12).

17. Хошимов Э.А. Жаҳон иқтисодиёти ривожланишининг замонавий шароитларида валюта муносабатларини тартибга солишнинг устувор йўналишлари // Халқаро муносабатлар. 2014. – №2. – Б.35-42. (08.00.00; №6).

18. Хошимов Э.А. Хитой Халқ Республикасида валюта сиёсатини қўллашнинг ўзига хос жиҳатлари // Халқаро муносабатлар. 2013. – №3. – Б.23-31. (08.00.00; №6).

19. Хошимов Э.А. Ўзбекистонда валюта сиёсати ва унинг самарадорлигини ошириш йўллари // Методологические вопросы разработки стратегий долгосрочного развития: Материалы V Форума экономистов. Т.: IFMR, 2013. С.70-74.

20. Хошимов Э.А. Халқаро валюта муносабатларининг ривожланиш тенденциялари // Халқаро муносабатлар. 2012. – №3. – Б.46-53. (08.00.00; №6).

21. Хошимов Э.А. Возможности Центрального банка конкурировать с частными цифровыми валютами // Приоритетные направления развития науки в современном мире: Международная научно-практическая конференция. НИЦ Вестник науки. 2020. С.52-58.

22. Хошимов Э.А. Валюта соҳасида блокчейн технологияларидан фойдаланиш йўллари // Рақамли иқтисодиёт: Ўзбекистонда ривожлантириш истиқболлари ва жаҳон амалиёти: Халқаро илмий-амалий онлайн конференция. Т., 2020. Б.20-25.

23. Хошимов Э.А. Валюта сиёсатининг экспортни ривожлантиришдаги рағбатлантирувчи ролини ошириш йўллари // «Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш: институционал, иқтисодий ва ташкилий жиҳатлари» мавзусида: Республика илмий-амалий конференция тезислар тўплами. Т.: Молия, 2019. Б. 104-107.

24. Хошимов Э.А. Жадал суръатларда ривожланаётган мамлакатларда капиталлар ҳаракатини эркинлаштиришнинг иқтисодий ўсишга таъсири // Барқарор иқтисодий ўсишни таъминлашда ташқи иқтисодий алоқаларни ривожлантириш: устувор йўналишлар, муаммолар ва истиқболлар: Республика илмий-амалий анжуман материаллари. Т., 2015. Б.20-23.

II бўлим (II часть; part II)

25. Явмутов А., Абдиримов М.А., Хошимов Э.А. Молиявий-иқтисодий инқироз ва уни бартараф этишда валюта сиёсатидан фойдаланиш: муаммолар ва ечимлар: Монография. Т.: Akademnashr, 2011. 160 б.

26. Н.Х. Жумаев, М.К. Зияев, Б.Т. Бердияров, Э.А. Хошимов, Ф.И. Мирзаев. Ўзбекистонда миллий валюта тизимини ривожлантириш: муаммолар ва ечимлар: Монография. Т.: Молия, 2011. 184 б.

27. Жумаев Н.Х., Хошимов Э.А., Давронов Д.И. Глобал молиявий инкироз ва Европа қарз инкирози: сабаблари, боғлиқлиги ва замонавий тенденциялари: Монография. Т.: ЖИДУ, 2013. 208 б.

28. Jumaev N.H., Hoshimov E.A. A Note on Foreign Exchange Regime in Uzbekistan // South and Central Asia: Quest for Peace and Cooperation. Chandigarh (India): Prakash Print Solutions, 2013. P.209-212.

29. Хошимов Э.А., Эхсонов Ж.Р. Рақамлаштириш шароитида транспорт секторида корпоратив форсайт технологиясидан фойдаланиш йўллари //»Халқаро молия ва ҳисоб» илмий журнали. 2021. №2. Апрель. (08.00.00; №19).

30. Khoshimov E.A., Makhmudaliev F.F. Digital transformation of corporate governance in Uzbekistan: current state, challenges and perspectives // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий журнали. 2020.№ 6. Декабрь. (08.00.00; №19).

31. Хошимов Э.А. Банк капитали ва ликвидлилигини тартибга солиш: янгича ёндашувлар // Бозор, пул ва кредит. 2011. № 4. Б.43-45. (08.00.00; №4).

32. Хошимов Э.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инкирози таъсирини юмшатиш шароитида банк сектори молиявий барқарорлигини бошқариш муаммолари // Иқтисодиёт ва таълим. 2011.№1. Б.100-104. (08.00.00; №11).

33. Жумаев Н.Х., Хошимов Э.А. Ўзбекистонда валюта тизимини мустаҳкамлаш омиллари // Биржа-эксперт. 2010. №8. Б.3-5. (08.00.00 №3).

34. Хошимов Э.А., Алимардонов Э.Д. Молия бозорларида инкирозлар юзага келишини олдини олишнинг концептуал асослари // Иқтисодиёт ва таълим. 2010. №4. Б.77-80. (08.00.00; №11).

35. Бердияров Б.Т., Хошимов Э.А. Глобал молиявий инкирознинг иқтисодиётга таъсирини юмшатишда валюта сиёсатининг ўрни // Биржа-эксперт. 2010. №4. Б.3-6. (08.00.00 №3).

36. Жумаев Н.Х., Хошимов Э.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инкирозининг келиб чиқиш сабаблари ва оқибатлари // Иқтисодиёт ва таълим. 2010.№1. Б.25-30. (08.00.00; №11).

37. Хошимов Э.А. Рақамли иқтисодиёт ва блокчейн: тушунчаси, кўлами ва хусусиятлари/ Корпоратив ва лойиҳа бошқаруви: жорий ҳолат, муаммолар ва замонавий механизмлари: Халқаро илмий-амалий конференцияси материаллари. Т., 2021. 329-332 б.

38. Хошимов Э.А. Проблемы монетарной политики в условиях цифровизации/ Инновационные научные исследования в современном мире: теория, методология, практика: Международная научно-практическая конференция. НИЦ Вестник науки. 2020. С.29-34.

39. Жумаев Н.Х., Хошимов Э.А. Марказий банк томонидан криптовалюталарни тартибга солишнинг ўзига хос жиҳатлари/ Ўзбекистоннинг жаҳон молия бозорига интеграциялашуви: асосий

тенденциялар, муаммолар ва истиқболлар: Халқаро илмий-амалий конференцияси материаллари. Т: Молия, 2019. Б. 409-411.

40. Хошимов Э.А. Иқтисодиётни либераллаштириш шароитида валюта сиёсатининг корхоналар рақобатбардошлигига таъсири/ Корпоратив бошқарув бўйича иккинчи халқаро илмий-амалий анжуман: Рақамли иқтисодиёт шароитидаги асосий тенденциялар ва истиқболлар. Т., 2018. 159-162 б.

41. Хошимов Э.А. Хитой валюта сиёсати ва юаннинг байналминаллашуви истиқболлари // Development prospects of economic cooperation between Republic of Uzbekistan and People's Republic of China: International Scientific-Practical Conference. Second Part. Т., 2016. P. 117-120.

42. Khoshimov E.A. Perspectives of Foreign Exchange Market Regime Liberalization in Uzbekistan. Methodological Issues of the Analysis and Forecasting of the World Economy Development: Joint Waseda University and UWED international video conference. Tashkent-Tokyo, 2014. P.16-19.

43. Хошимов Э.А. Интеграцион жараёнларни чуқурлаштиришда валюта-молия соҳасидаги ҳамкорликни ривожлантиришнинг аҳамияти/ Жаҳон иқтисодиёти ривожланишининг таҳлили ва прогноз қилишнинг услубий асосларини такомиллаштириш: Республика илмий-амалий анжуман материаллари. Т., 2014. Б.34-37.

44. Хошимов Э.А. Жаҳон иқтисодиётининг глобаллашуви шароитида валютани тартибга солишнинг асосий йўналишлари/ Минтақалар ташқи иқтисодий фаолиятини инновацион ривожлантиришнинг устувор йўналишлари: Республика илмий-амалий анжуман материаллари. I-қисм. Т., 2014. Б.207-209.

45. Хошимов Э.А. Қишлоқ хўжалигига хорижий инвестицияларни жалб қилишни валютани тартибга солиш тизими орқали рағбатлантириш/ Банк-молия соҳасининг барқарор ривожланиши Ўзбекистон иқтисодий сиёсатининг муҳим устуворлиги сифатида: Республика илмий-амалий анжуман материаллари. Т.: Молия, 2014. Б.214-215.

46. Хошимов Э.А., Жумаева С.Х. Жаҳон молия-валюта тизимининг ривожланиш тенденциялари таҳлили ва прогнозлари/ Халқаро иқтисодиёт ривожланишини таҳлил ва башорат қилишнинг услубий масалалари: Республика илмий-амалий анжуман материаллари. Т., 2012. Б.215-219.

47. Хошимов Э.А. Инқироз ва ундан кейинги даврда банк фаолиятини тартибга солиш тизимини ислоҳ қилиш йўналишлари: Материалы форума молодых ученых-экономистов. Т., 2012. С.88-92

48. Хошимов Э.А. Валюта муносабатлари ривожланишининг замонавий босқичида ички валюта сиёсати самарадорлигини ошириш муаммолари/ Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида банк-молия тизими барқарорлигини таъминлашни такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари: Республика илмий-амалий анжуман материаллари. Т., 2012. Б.53-56.

49. Хошимов Э.А. Муддатли валюта битимлари бозорининг инқироздан кейинги ривожланиши истиқболлари/ Инқирозга қарши чоралар дастурини амалга ошириш ва инқироздан кейинги барқарор ривожланишни таъминлашда

банк-молия тизимининг ўрни: Республика илмий-амалий конференция материаллари. Т., 2010. Б.145-147.

50. Зияев М.К., Хошимов Э.А. Инқироздан кейинги даврда миллий валюта тизимини такомиллаштиришнинг устувор йўналишлари/ Инқирозга қарши чоралар дастурини амалга ошириш ва инқироздан кейинги барқарор ривожланишни таъминлашда банк-молия тизимининг ўрни: Республика илмий-амалий конференция материаллари. Т., 2010. Б.328-331.

51. Хошимов Э.А., Алимардонов Э.Д. Глобал молиявий инқироз шароитида валюта сиёсатини такомиллаштириш муаммолар/ Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида молия ва бюджет тизимини такомиллаштириш масалалари: Республика илмий-амалий анжумани материаллари. Т., 2010. Б.36-39.

52. Жумаев Н.Х., Хошимов Э.А. Жаҳон молиявий инқирози шароитида Ўзбекистонда миллий валюта барқарорлигини таъминлашнинг долзарб муаммолари/ Миллий валюта барқарорлиги ва иқтисодий ўсишнинг ўзаро алоқадорлиги ва таъсири: Республика илмий-амалий анжумани маърузалар тезислари тўплами. Т., 2009. Б.26-29.

Автореферат «Молия» журналида тахрирдан ўтказилди
(2022 йил).

Босишга рухсат этилди: 18.02.2022
Бичими: 60x84 1/8 «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулда босилди.
Шартли босма табағи 3,8. Адади: 100. Буюртма: № 13.

«DAVR MATBUOT SAVDO» МЧЖ
босмахонасида чоп этилди.
100198, Тошкент, Қўйлик, 4-мавзе,46.