

8-1-2020

CENTRAL BANK AND PRIVATE DIGITAL CURRENCIES: COMPETITION AND PRIORITIES FOR REGULATION

E. Khoshimov

Republican High School of Business and Management

Follow this and additional works at: <https://uzjournals.edu.uz/interfinance>

Recommended Citation

Khoshimov, E. (2020) "CENTRAL BANK AND PRIVATE DIGITAL CURRENCIES: COMPETITION AND PRIORITIES FOR REGULATION," *International Finance and Accounting*: Vol. 2020 : Iss. 4 , Article 9. Available at: <https://uzjournals.edu.uz/interfinance/vol2020/iss4/9>

This Article is brought to you for free and open access by 2030 Uzbekistan Research Online. It has been accepted for inclusion in International Finance and Accounting by an authorized editor of 2030 Uzbekistan Research Online. For more information, please contact sh.erkinov@edu.uz.

И.ф.н., доц. Э.А.Хошимов
Бизнес ва бошқарув республика олий мактаби

МАРКАЗИЙ БАНК ВА ХУСУСИЙ РАҚАМЛИ ВАЛЮТАЛАР: РАҚОБАТ ВА ТАРТИБГА СОЛИШНИНГ УСТУВОР ЙЎНАЛИШЛАРИ

Мақолада криптовалюталардан фойдаланишнинг пул-кредит сиёсатига таъсири, криптовалюталар муомаласини тартибга солиш ва Марказий банкнинг рақамли валютасини муомалага чиқариш масалалари ёритилган. Ўзбекистонда криптовалюталарни тартибга солиш бўйича илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Таянч сўз ва иборалар: рақамли иқтисодиёт, рақамли валюта, криптовалюта, биткоин, блокчейн, рақамли актив, Марказий банк рақамли валютаси.

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК И ЧАСТНЫЕ ЦИФРОВЫЕ ВАЛЮТЫ: КОНКУРЕНЦИЯ И ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ

В статье рассматривается влияние использования криптовалюты на денежно-кредитную политику, регулирование криптовалют и выпуск цифровой валюты Центрального банка. Разработаны научные предложения и практические рекомендации по регулированию криптовалют в Узбекистане.

Ключевые слова: цифровая экономика, цифровая валюта, криптовалюта, биткойн, блокчейн, цифровой актив, цифровая валюта Центрального банка.

CENTRAL BANK AND PRIVATE DIGITAL CURRENCIES: COMPETITION AND PRIORITIES FOR REGULATION

The article discusses the use of cryptocurrencies and its impact on monetary policy, regulation of cryptocurrencies and central bank-issued digital currency. Scientific proposals and practical recommendations on regulation of cryptocurrencies in Uzbekistan have been developed.

Keywords: digital economy, digital currency, cryptocurrency, bitcoin, blockchain, digital asset, central bank digital currency.

Кириш

Биткоин ва бошқа криптовалюталарнинг пайдо бўлиши дунё миқёсида Марказий банк ва бошқа молиявий органларни ташвишга сола бошлади. Бунинг сабабларидан бири хусусий рақамли валюталарнинг оммалашиши оқибатида монетар органларнинг пул монополиясига нисбатан таҳдид юзага келишидир. Марказий банкларнинг нархлар, молия ва тўлов тизими барқарорлигини таъминлашга масъуллигини ҳисобга оладиган бўлсак, хусусий криптовалюталар билан рақобат қилиш ва улар муомаласини тартибга солиш нақадар муҳимлиги намоён бўлади.

Сўнгги пайтларда Марказий банк рақамли валютаси (central bank digital currency - CBDC) концепциясига илмий жамоатчилик қизиқишининг ортанлигини кузатиш мумкин. Марказий банклар рақамли пулларни резервлар

шаклида эмиссия қилишни аллақачон бошлаган бўлсада, бундай резерв ҳисобрақамларидан фойдаланиш имконияти фақатгина депозит институтларига тақдим этилган. Банк муассасаси ҳисобланмаган ташкилотлар ва аҳолига эса одатда Марказий банк мажбуриятларини нақд пул кўринишида сақлашга рухсат берилади. Бундан келиб чиқадики, Марказий банк рақамли валютаси (МБРВ) том маънода бугунги кунда кенг жамоатчилик депозит ҳисобрақамлари каби кенг фойдалана оладиган Марказий банк ҳисобрақамига айланиши зарур.

Мавзуга оид адабиётлар шарҳи

МБРВ жорий этиш борасида иқтисодчи-олимларнинг қарашларида хилма-хиллик кўзга ташланади. Хусусан, Д.Андолфато фикрича, фоиз тўланадиган МБРВ, биринчидан, умумий ҳолатда молиявий оммабопликни (инклюзивлик) рағбатлантиради (нақд пулга бўлган талаб камаяди); иккинчидан, МБРВнинг жорий этилиши банкларнинг молиявий воситачилик функциясига (хусусан, уларнинг кредитлаш фаолиятига) салбий таъсир кўрсатмайди, балки МБРВ банкларни депозит ставкаларини оширишга ундаш орқали депозиторлар базасини кенгайтишига хизмат қилади [1].

Худди шу сингари қараш Рикс ва бошқалар томонидан ҳам билдирилган. Уларнинг фикрича, МБРВ молиявий (инклюзивлик) яхшилайти ва ҳукуматнинг банкларни хуфёна субсидиялаш кўламини қисқартиради [9]. Бу эса, ўз навбатида, молиявий барқарорликни қўллаб-қувватлашга хизмат қилади.

Бироқ, МБРВ борасида салбий қарашга эга бўлган иқтисодчилар ҳам топилади. Хусусан, айрим иқтисодчилар Марказий банкнинг чакана хизматлар даражасида самарали фаолият юритиши ва харажатларни қисқартириш имкониятини шубҳа остига оладилар. Бунга сабаб сифатида хусусий секторда ҳам айнан шундай технологияларнинг мавжудлиги кўрсатилади [5].

Бундан ташқари, МБРВ молиявий беқарорликка сабаб сифатида ҳам кўрсатилади. Чунки, МБРВ инвесторларни қулай молиявий ресурслар билан таъминлаши боис, молия бозорларидаги заифликнинг илк белгисидаёқ банк ваҳималари авж олиши мумкин [6].

Дж.Бардеар ва М.Кумхоф томонидан МБРВнинг макроиқтисодий таъсирини ўрганишнинг умумий мувозанат модели ишлаб чиқилган [3]. Эксперимент тарзида МРВБ давлат облигацияларини харид қилиш орқали тўлов тизимига киритилганда, кредит ва депозит ставкалари пасайиши кузатилади. Марказий банк фоиз ставкасининг пасайиши макроиқтисодий фаолликни оширади ҳамда бу орқали кредитлар ва депозитлар ҳажми кўпаяди.

МБРВнинг макроиқтисодий таъсирини ўрганишнинг яна бир назарий модели Т.Кейстер ва Д.Санчес томонидан ривожлантирилган [7]. Ушбу моделнинг муҳим жиҳати тижорат банкларини инвестицияларни самарали даражада молиялаштиришдан тўсадиган кредит чекловининг (a credit constraint) киритилганлиги ҳисобланади. Фоиз келтирувчи МБРВ бир томондан, пулни сақлашнинг муқобил харажатларини қисқартириш орқали айирбошлашдаги самарадорликни оширади ва пировардида реал пулга бўлган талаб ортади, бошқа томондан, молиявий қийинчиликка учраган банкларнинг молиявий ресурс жалб

қилиш харажатларининг ошишига ва оқибатда инвестициялар ҳажмининг қисқаришига сабаб бўлади.

А.Б.Бакар ва бошқалар қуйидаги 3 та сабабга кўра криптовалюталар пул категорияси сифатида таснифланмаслиги керак, деб ҳисоблайдилар[2]: 1) ҳаққоний (фундаментал) қийматга эга эмаслиги; 2) сақловчисининг махфийлиги (анонимлиги); 3) беқарорлиги.

Иқтисодчилар орасида хусусий ҳолда, айнан биткоин мисолида, криптовалюта пул вазифасини бажаришига рухсат берилмаслиги кераклигини таъкидлайдиганлар ҳам мавжуд [8]. Бунинг боиси шундаки, биринчидан, биткоин давлат томонидан тартибга солинмайди, иккинчидан, унинг рисклари ва келтирадиган салбий оқибатлари криптовалюта жорий қилишдан кўриладиган нафлардан юқори ҳисобланади.

Сисуанторо ва бошқалар томонидан GARCH усули ёрдамида 23 та криптовалюталар ва S&P500 ўртасида узок муддатли даврий ораликда вариация, тебранувчанлик ва риск даражалари қиёсий таҳлил қилинган. Натижалар кўрсатишича, аксарият криптовалюталарнинг S&P500 индексига нисбатан 3-4 баробар рисклироқ эканлиги аниқланган [10].

Фикримизча, бу ҳолат молиявий барқарорликка масъул бўлган монетар органларнинг криптовалюталар муомаласига нисбатан салбий муносабатининг асосий сабабларидан ҳисобланади. Чунончи, барқарорлик бўлмас экан, криптовалюталар пулнинг жамғарма воситаси функциясини тўла қонли бажара олмайдилар. Бироқ, бундай ёндашувни кўллаб-қувватламайдиганлар ҳам топилади ва улар криптовалюталарнинг таклифи чекланганлиги боис уларнинг қиймати инфляцияга дучор бўлмаслигини таъкидлайдилар.

Бундан ташқари, криптовалюталардан фойдаланиш кўламининг ортиши ноқонуний фаолият турларини молиялаштиришдан ташқари мамлакатдан капитал чиқиб кетиши учун ўзига хос платформа вазифасини ҳам бажариши мумкин.

Шунингдек, криптовалюталардан фойдаланишда истеъмолчилар ҳуқуқларини таъминлаш борасида юзага келадиган рисклардан бири – бу фирибгарлик rischi ҳисобланади. Криптовалюталар билан операциялар тақсимланган реестр (блокчейн) технологиялари орқали амалга ошиши боис, томонлар одатда аноним бўлади ва бу ҳолат фирибгарлар учун қулай вазиятни юзага келтиради. Бундан ташқари, рақамли ҳамёнлар хос рақамларини (кодлари) ўғирлаш ёки ҳамённи бузиш ҳолатларида ҳам истеъмолчилар катта йўқотишларга дуч келиши мумкин.

Таҳлил ва натижалар

Биткоин ва бошқа криптовалюталар реал иқтисодиётда тўлов воситаси функциясини бажара бошлади. Улар ёрдамида виртуал ҳамда реал товар ва хизматларни сотиш ёки харид қилиш мумкин. Шу боисдан, нархлар барқарорлигига масъул бўлган марказий банклар криптовалюталар билан ҳисоб-китоблар ҳажми ва динамикасини мунтазам равишда таҳлил қилиши ва пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга оширишда ҳисобга олиши зарур.

Бу борада айрим марказий банклар биткоиннинг умумий нархлар даражасига таъсирдан хавотирини маълум қилишган. Хусусан, Европа Марказий банки баёнотида, виртуал валюталар реал иқтисодиёт трансакцияларида фойдаланиладиган бўлса, пул таклифи ва пул айланиш тезлигини ўзгартириш орқали иқтисодиётдаги нарх даражасига таъсир этиши мумкинлиги қайд этилган [11].

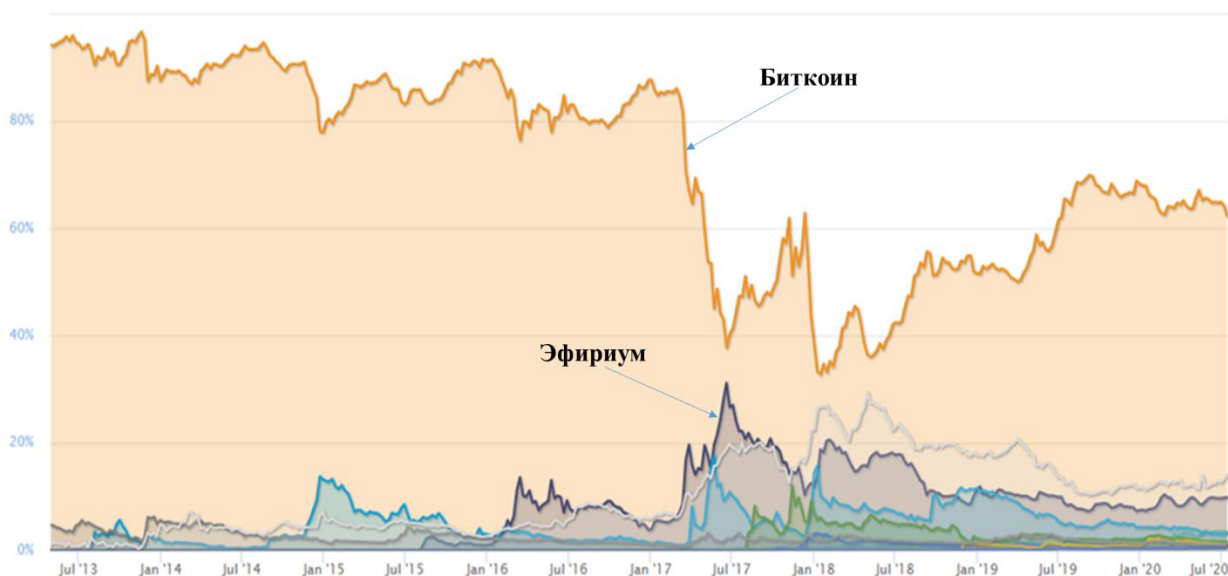
Биткоин эмиссияси (майнинг) иқтисодиётдаги тўлов воситалари таклифининг ортишига олиб келади. Биткоин муайян даражада миллий валюта ўрнини босадиган бўлса, Марказий банк фиат пулларга бўлган талабнинг пасайишидан келиб чиқиб, пул таклифини камайтириш чораларини кўриши зарур.

Ўз навбатида, биткоиннинг пул айланиш тезлигига таъсири Марказий банкнинг пулга бўлган талабдаги ўзгаришларга жадал суръатларда жавоб қайтариши ва биткоиннинг қонуний тўлов воситаси сифатида жамоатчилик томонидан тан олинishiга 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 камайд ва монетар сиёсатнинг трансмиссион механизми самарадорлигига путур етади.

Айни пайтда, криптовалюталарнинг истиқболда фиат пуллар ўрнини эгаллаши борасида турли қарашлар ва башоратлар мавжуд. Масалан, Германия молиявий конгломерати Deutsche Bank прогнозига кўра, 2030 йилга келиб криптовалюталар фиат пуллар ўрнини эгаллайди. Машҳур футурист Томас Фрей фикрича, криптовалюталар 2030 йилга келиб, миллий валюталарнинг қарийб 25 фоизини ўрнини эгаллайди [12].

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 миқдоридagi айланмасининг атиги 0,36 фоизи демакдир [13].

Blockchain Clavr томонидан ўтказилган сўровномада респондентларнинг (жами 707 та) 15,8%и (112 та респондент) оиласига пул ўтказмаларини амалга оширишда биткоиндан фойдаланишини маълум қилган [14].



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 капиталлашувидаги улуши 2013 йил 18 ноябрда 96,59 фоизга тенг бўлган бўлса, 2018 йил 15 январда бу кўрсаткич 32,81 фоизни ташкил этган. Индивидуал ҳолда биткоиндан кейинги энг яхши кўрсаткич эфириумга тегишлидир. 2017 йил 19 июнда эфириумнинг бозор капиталлашувидаги улуши ўзининг энг юқори даражасига етган ва 31,17%ни ташкил этган (биткоиннинг ўша пайтдаги улуши – 37,84%).

2018 йил 7 январда криптовалюталарнинг бозор капиталлашуви 835,7 млрд. АҚШ долларига тенг бўлди.

2020 йил июл ойи ўрталарига келиб, криптовалюталарнинг умумий сони 5743тани ташкил этмоқда, бозор капиталлашуви эса 271,5 млрд. АҚШ долларига тенг.

Хусусий криптовалюталар монетар жиҳатдан экзоген бўлиб, олдиндан аниқ бўлган пул таклифига эга. Бошқача айтганда, криптовалюталарни фиат пуллар каби чексиз эмиссия қилиш имконияти мавжуд эмас.

МБРВ универсал, электрон, узлуксиз (24/7), миллий валютада ифодаланган (деноминация қилинган) ва фоиз тўланадиган валюта бўлиб, аниқ белгиланган сиёсат қоидалари асосида эмиссия қилинади. МБРВни ифодалаш учун “рақамли фиат пул” тушунчасидан ҳам фойдаланилади. МБРВ криптовалюталардан фарқли равишда эмиссия қилувчи монетар институтга эга ва у томонидан назорат қилинади. Бошқача айтганда, МБРВ рақамли иктисодиёт шароитида нақд пулдан фойдаланиш кўламининг пасайишига нисбатан Марказий банкнинг муносиб жавоби ҳисобланади.

Дж.Бардеар ва М.Кумхоф тадқиқотлари натижаларига кўра, давлат облигацияларини харид қилиш орқали 30% миқдорида¹ МБРВнинг муомалага чиқарилиши ЯИМни 3 фоизга ошишига олиб келиши мумкин [3].

Шунингдек, ҳозирда МБРВ 2.0 концепцияси² доирасида марказлашмаган, блокчейн технологиясига асосланган марказий банк рақамли валютасини муомалага чиқариш масаласи кенг муҳокама қилинмоқда [15].

Рақамли технологияларнинг ижтимоий ва ҳўжалик ҳаётига кенг жорий этилиши суръатларидан келиб чиқиб, рақамли валюталарга талаб пайдо бўлмоқда ва бу янги бозорда Марказий банклар ҳам иштирок этиши жуда муҳимдир. Шу муносабат билан, дунёнинг бир қатор марказий банклари ўзларининг рақамли валюталарини жорий этиш борасида иш олиб бормоқда. Шунингдек, МБРВ бўйича мавжуд вазиятни баҳолаш ва тажриба алмашиш мақсадида Халқаро ҳисоб-китоблар банки билан ҳамкорликда марказий банклар гуруҳи тузилган ва унинг аъзолари бўлиб Швеция, Канада, Буюк Британия, Япония, Швейцария марказий банклари, Европа Марказий банки ҳисобланади.

Фикримизча, криптовалюталарни тартибга солиш Марказий банклар учун қатор қийинчиликларни юзага келтириши мумкин. Чунки, биринчидан, криптовалюталарни тартибга солиш бўйича уникал механизм йўқлиги боис марказий банклар бу соҳада етарли билим, тажриба ва аниқ позицияга эга эмас. Иккинчидан, криптовалюталарни актив ёки валюта сифатида таснифлаш бўйича бир тўхтамга келинмаган. Зеро, якуний таснифга келиш тартибга солувчи органни аниқлаштириш учун ҳам муҳим. Чунки криптовалюталар пул (валюта) сифатида талқин қилинадиган бўлса, уни тартибга солиш Марказий банк зиммасига тушади. Аксинча, криптовалюталар актив сифатида таснифланса, у ҳолда тартибга солувчи орган вазифасини, айтайлик Ўзбекистон шароитида, Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги бажаришига тўғри келади.

Криптовалюталарни тартибга солишдаги яна бир муҳим жиҳат уларнинг муайян суверен институтга тегишли эмаслигидир. Бошқача айтганда, криптовалюталар онлайн ва ҳадсиз ҳисобланади, улар бўйича мажбуриятларни кафолатловчи мустақил институт мавжуд эмас.

Хулоса ва таклифлар

Рақамли иқтисодиёт шароитида блокчейн технологияларига асосланган молиявий активлар билан операцияларнинг ривожланиши, хусусий рақамли валюталарнинг муомала ва тўлов воситаси функцияларини бажариш орқали реал иқтисодиётдаги трансакцияларни амалга оширишдаги иштирокининг кучайиши Марказий банклар пул-кредит ва валюта сиёсати самарадорлигига таъсир этиши мумкин. Шу ўринда қайд этиш керакки, криптовалюталарнинг муомала ва тўлов воситаси функцияларини бажаришдаги устунликларини (тезкор, арзон ва қулай)

¹ Бу миқдор сўнги декадада Марказий банклар томонидан амалга оширилаётган миқдорий юмшатиш (QE) ҳажмига мос келади.

² МБРВ 2.0 (CDBC 2.0) марказий банк рақамли валютаси эволюциясидаги иккинчи босқич сифатида Бостон консалтинг гуруҳи (BCG) экспертлари (Igor Mikhalev, Kaj Burchardi) томонидан таклиф қилинган.

ҳеч ким инкор этмайди. Бироқ яқин истиқболда криптовалюталарнинг фиат пуллар ўрнини эгаллаши имконияти жуда паст ҳисобланади.

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

Юқоридагилардан келиб чиқиб, мамлакатимизда криптовалюталарнинг қиймат яратишдаги иштирокини рағбатлантириш ва тартибга солишнинг самарали тизимини шакллантириш юзасидан қуйидагиларни амалга ошириш мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз:

Биринчидан, рақамли валюталарни тартибга солиш бўйича норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб чиқиш ва уларда криптовалюталарнинг ҳуқуқий мақомига аниқлик киритиш лозим. Бу ўринда криптовалютага нисбатан қонуний тўлов воситаси ёки молиявий актив сифатида қараш солиққа тортиш нуқтаи-назаридан ҳам муҳим ҳисобланади.

Иккинчидан, рақамли валюталар билан бухгалтерия ҳисобини ташкил этиш, блокчейн тизимида трансакцияларни амалга оширувчиларнинг анонимлиги боис терроризмни молиялаштириш, пулни легаллаштириш ва турли молиявий фирибгарликларни олдини олиш, уларга барҳам бериш механизмларини қонуний жиҳатдан мустаҳкамлаб қўйиш зарур.

Учинчидан, блокчейн технологияларини пул-кредит тизимида жорий қилиш бўйича стратегия ва уни амалга ошириш бўйича йўл харитаси ишлаб чиқилиши зарур. Бу ўринда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва Лойиҳа бошқаруви миллий агентлиги ўртасида самарали ҳамкорлик талаб этилади.

Тўртинчидан, Марказий банк рақамли иқтисодиёт талабларидан келиб чиқиб фиат пулларнинг рақамли авлоди бўлмиш *uzcoin* ёки *e-soum* кўринишида Марказий банк рақамли валюталарини муомалага чиқариш чораларини кўриши зарур.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. 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>

2. Bakar, A.B., Rosbi, S., Uzaki, K., 2017. Cryptocurrency framework diagnostics from Islamic finance perspective: a new insight of Bitcoin system transaction. *Int. J. Manag. Sci. Busin. Administ.* 4 (1), 19–28.

3. Barrdear, John and Michael Kumhof (2016). The Macroeconomics of Central Bank Issued Digital Currencies, Bank of England Staff Working Paper No. 605.

4. Bordo, Michael D. and Andrew T. Levin (2017). Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy, NBER Working Paper No. 23711.

5. Cecchetti, Stephen G. and Kermit L. Schoenholtz (2017). Fintech, Central Banking and Digital Currency, *Money and Banking Blog*, June 12, 2017.
6. Diamond, Douglas W. and Philip H. Dybvig (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, 91(3): 401-419.
7. Keister, Todd and Daniel Sanches (2018). Managing Aggregate Liquidity: The Role of a Central Bank Digital Currency, Working Paper.
8. Nurhisam, L., 2017. Bitcoin: islamic law perspective. *Qudus Int. J. Islam. Stud.* 5 (2), 85–100.
9. Ricks, Morgan, Crawford, John and Lev Menand (2018). A Public Option for Bank Accounts (Or Central Banking for All), *Vanderbilt Law Research Paper* 18-33; *UC Hastings Research Paper* No. 287.
10. Siswantoro D., Handika R., Farah A. (2020) The requirements of cryptocurrency for money, an Islamic view//*Heliyon* 6. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e03235>
11. European Central Bank (2012) *Virtual Currency Schemes*. October. Frankfurt a.M.
12. https://www.etftrends.com/will-cryptocurrency-replace-fiat-money-in-the-future/?utm_source=Yahoo&utm_medium=referral&utm_campaign=ReadMore
13. <https://www.fxempire.com/forecasts/article/the-fiat-market-vs-the-cryptocurrency-market-competition-or-partnership-2-594569>
14. <https://www.fxempire.com/forecasts/article/the-fiat-market-vs-the-cryptocurrency-market-competition-or-partnership-2-594569>
15. <https://www.coindesk.com/central-bank-digital-currencies-need-decentralization>