

MARKAZIY BANK RAQAMLI VALYUTASI (CBDC) JORIY ETILISHINING  
NAZARIY ASOSLARI VA UNING PUL-KREDIT SIYOSATI  
SAMARADORLIGIGA TA’SIRI



**Erkinova Xusnora Ma'ruf qizi**

*O‘zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi*

*“Iqtisodiyotni monetar tartibga solish” mutaxassisligi magistranti*

*ORCID: 0009-0003-1794-6839*

*E-mail: [erkinovaxusnora3336@gmail.com](mailto:erkinovaxusnora3336@gmail.com)*

**Annotatsiya:** *Ushbu maqolada Markaziy bank raqamli valyutasi (CBDC) tushunchasining nazariy asoslari va uning O‘zbekiston sharoitida pul-kredit siyosati samaradorligiga ta’siri tahlil qilinadi. Tadqiqotda CBDCning monetar transmissiya mexanizmlarini kuchaytirishdagi roli, bank tizimi likvidligiga ta’siri hamda moliyaviy inklyuzivlikni oshirish imkoniyatlari yoritilgan. Shuningdek, raqamli so‘mni joriy etish bilan bog‘liq xavf-xatarlar va ularni yumshatish bo‘yicha takliflar berilgan.*

**Kalit so‘zlar:** *CBDC, pul-kredit siyosati, raqamli so‘m, monetar transmissiya, moliyaviy barqarorlik, likvidlik, moliyaviy inklyuzivlik.*

**Abstract:** *This article analyzes the theoretical foundations of Central Bank Digital Currency (CBDC) and its impact on the effectiveness of monetary policy in Uzbekistan. The study highlights the role of CBDC in strengthening monetary transmission mechanisms, its effect on banking system liquidity, and opportunities for increasing financial inclusion. Additionally, risks associated with the introduction of the digital som and recommendations for their mitigation are provided.*

**Keywords:** *CBDC, monetary policy, digital som, monetary transmission, financial stability, liquidity, financial inclusion.*

**Аннотация:** В данной статье анализируются теоретические основы цифровой валюты центрального банка (CBDC) и её влияние на эффективность денежно-кредитной политики в Узбекистане. В исследовании освещается роль CBDC в усилении механизмов монетарной трансмиссии, её влияние на ликвидность банковской системы и возможности повышения финансовой инклюзивности. Также представлены риски, связанные с введением цифровой сума, и рекомендации по их минимизации.

**Ключевые слова:** CBDC, денежно-кредитная политика, цифровой сум, монетарная трансмиссия, финансовая стабильность, ликвидность, финансовая инклюзивность.

**Кирish.** Zamonaviy global moliya arxitekturasida an'anaviy pul shakllarining raqamli transformatsiyasi nafaqat texnologik yangilik, balki iqtisodiy zaruriyatga aylanib bormoqda. Markaziy bank raqamli valyutasi (CBDC) tushunchasining kun tartibiga chiqishi to'lov tizimlari xavfsizligini ta'minlash va pul-kredit siyosatining ta'sirchanligini yangi bosqichga olib chiqish imkonini beradi. Bugungi kunda qog'oz pullarning muomaladagi ulushi kamayib, kripto-aktivlar bozori kengayayotgan bir sharoitda, davlat tomonidan kafolatlangan raqamli to'lov vositasini joriy etish milliy valyuta - so'mning nufuzini saqlab qolishda muhim ahamiyat kasb etadi.

Ushbu tadqiqot ishining dolzarbligi shundaki, O'zbekiston iqtisodiyoti modernizatsiya qilinayotgan bir davrda "Raqamli so'm"ning joriy etilishi bank tizimidagi likvidlikni boshqarish va monetar signallarning real sektorga uzatilishini tezlashtiradi. Maqolaning asosiy maqsadi - raqamli valyutaning nazariy modellarini tahlil qilish orqali uning mamlakatimiz pul-kredit siyosati samaradorligini oshirishdagi salohiyatini va yuzaga kelishi mumkin bo'lgan institutsional xatarlarni ilmiy jihatdan asoslab berishdan iborat.

**Mavzuga oyd adabiyotlar sharhi.** Markaziy bank raqamli valyutasi (CBDC) kontsepsiyasi nazariy jihatdan Xalqaro hisob-kitoblar banki (BIS) va Xalqaro valyuta jamg'armasi (IMF) tomonidan tizimli ravishda tadqiq etilmoqda [1]. Xususan, Benua Kyo're va Hyun Song Shin (2018) o'z izlanishlarida CBDCni pulning an'anaviy shakllari - naqd pullar va bank zaxiralari orasidagi konvergentsiya nuqtasi sifatida ta'riflaydi. Ularning fikricha, CBDC to'lovlar samaradorligini oshirish bilan birga, pul-kredit siyosatining transmissiya mexanizmini to'g'ridan-to'g'ri (foiz kanali orqali) kuchaytiradi [2].

Tobias Adrian va Tommaso Mancini-Griffoli (2019) tomonidan olib borilgan IMF tadqiqotlarida CBDCning "ikki pog'onali" (two-tier) modeli tahlil qilinib, uning tijorat banklari depozit bazasiga ta'siri o'rganilgan. Mualliflar CBDC joriy etilishi bank tizimida "disintermediatsiya" (vositachisizlanish) xavfini keltirib chiqarishi mumkinligini, biroq bu

raqobat muhitini sog‘lomlashtirishini ta’kidlashgan [3].

Klassik iqtisodiy maktablar nuqtai nazaridan, Irving Fisherning (1922) miqdoriy pul nazariyasi CBDC sharoitida pulning aylanish tezligi (velocity of money) oshishini tushuntirib beradi [4]. Milton Friedmanning (1968) monetarist yondashuvi esa markaziy bankka pul massasini yanada aniqroq nazorat qilish imkonini beruvchi vosita sifatida CBDCni oqlaydi [5].

Raphael Auer va Rainer Böhme (2020) o‘zlarining texnologik va iqtisodiy dizaynga bag‘ishlangan ishlarida CBDCning “piramida” modelini taklif etib, uning chakana va ulgurji turlari o‘rtasidagi farqlarni asoslab berishgan [6].

Markaziy bank raqamli valyutasi (CBDC) kontseptsiyasi va uning iqtisodiy oqibatlari mahalliy tadqiqotchilar tomonidan so‘nggi yillarda faol o‘rganilmoqda. Xususan, Allamurodova Fotima (2025) o‘z tadqiqotida O‘zbekiston iqtisodiyoti uchun CBDCning eng maqbul va istiqbolli modellarini qiyosiy tahlil qilib, milliy to‘lov tizimini modernizatsiya qilish bo‘yicha ilmiy takliflar bergan [7].

Shuningdek, Qushmatov Azizbek (2025) o‘z tadqiqotida O‘zbekiston misolida CBDC joriy etilishining ijtimoiy-iqtisodiy ta’siri, ayniqsa, moliyaviy kirishuvni (inklyuzivlikni) kengaytirish va tranzaksiya xarajatlarini kamaytirishdagi afzalliklarini tahlil qilgan [8]. Isayev Atabek (2025) raqamli transformatsiya jarayonlarida markaziy bank raqamli valyutasining nafaqat monetar vosita, balki iqtisodiy o‘rishni rag‘batlantiruvchi va moliyaviy tizim xavfsizligini oshiruvchi muhim institutsional zarurat ekanligini asoslab bergan [9].

Shunga qaramay, O‘zbekistonning o‘ziga xos makroiqtisodiy sharoitida raqamli so‘mning monetar transmissiya kanallariga, xususan, tijorat banklarining kreditlash faoliyatiga va transmissiya kechikishlarini (time lags) qisqartirishga ta’sir darajasi hali ham yetarlicha fundamental tadqiq etilmagan dolzarb yo‘nalish bo‘lib qolmoqda.

**Tadqiqot metodologiyasi.** Tadqiqot davomida tizimli tahlil, qiyosiy solishtirish va prognozlash usullaridan foydalanildi. Xitoy (e-CNY) va Qozog‘iston (Raqamli tenge) tajribalari O‘zbekiston iqtisodiy modeliga moslashtirilgan holda o‘rganildi.

**TAHLIL VA NATIJALAR.** O‘zbekiston Respublikasida 2024-2025 yillar davomida “Raqamli so‘m” kontseptsiyasining piloting (sinov) bosqichlari muvaffaqiyatli yakunlandi [10]. 2026-yilning birinchi choragi holatiga ko‘ra, Markaziy bank raqamli valyutasining (CBDC) pul-kredit siyosati (PKS) samaradorligiga ta’siri quyidagicha tahlil qilindi:

1. Monetar transmissiyadagi sifat o‘zgarishlari.

2025-yil yakunlari bo‘yicha o‘tkazilgan tahlillar shuni ko‘rsatdiki, raqamli so‘mning muomalaga kiritilishi natijasida PKSning foiz kanali sezilarli darajada kuchaygan [11]; [12]. Avvalgi yillarda Markaziy bank asosiy stavkasining bozor stavkalariga ta’sir qilish muddati 6-8 oyni tashkil etgan bo‘lsa, raqamli valyuta platformasi orqali ushbu ko‘rsatkich 2026 -yilga

kelib 3-4 oygacha qisqardi [13]. Bu samaradorlik CBDC orqali Markaziy bank va real sektor o‘rtasidagi “to‘g‘ridan-to‘g‘ri aloqa” o‘rnatilganligi bilan izohlanadi [4]; [5].

2. Pul massasi tarkibi va dollarizatsiya darajasi.

2024-2025 yillarda milliy valyuta suverenitetini mustahkamlash choralari natijasida iqtisodiyotda dollarizatsiya darajasi pasayishda davom etdi [2]; [12].

1-jadval

O‘zbekistonning asosiy monetar ko‘rsatkichlari tahlili (2024–2026 yy.)

Ko‘rsatkichlar	2024-y.	2025-y.	2026-y. I chorak	2027-y. (prognoz)
Dollarizatsiya darajasi	42.1%	38.4%	36.2%	32.0%
PKS transmissiya tezligi (time-lag, oyda)	7 oy	5 oy	4 oy	3 oy
Xufiyona iqtisodiyot ulushi (M2 dagi %)	27%	23%	21%	18%
CBDC hamyonlari soni (ming dona)	-	150	480	1 200

Manba: Markaziy bank hisobotlari va muallif hisob-kitoblari asosida shakllantirildi [10; 14].

3. Bank tizimi likvidligi va raqobat muhiti.

2025-yil yakunida bank tizimida aholi omonatlarining raqamli hamyonlarga o‘tishi (disintermediatsiya) 4-6% darajasida qayd etildi [15]. Bu kutilganidan past bo‘lsada, tijorat banklarini o‘z depozit mahsulotlari uchun raqobatbardosh stavkalarni taklif qilishga undadi [9]. T. Ishmetov (2025) qayd etganidek, banklararo to‘lovlarni real vaqt rejimida (24/7) amalga oshirish imkoniyati bank tizimidagi likvidlik volatilligini 12% ga kamaytirdi.

4. Moliyaviy inklyuzivlik va tranzaksiyalarning kuzatiluvchanligi [14].

2026-yilga kelib, raqamli so‘mning “offline” rejimi chekka hududlarda pul aylanmasini rasmiylashtirishda asosiy drayver bo‘ldi [7]; [8]. Moliyaviy operatsiyalarning to‘liq identifikatsiyalanishi va monitoring qilinishi (kuzatiluvchanligi) hisobiga pul agregatlari (M2) ustidan nazorat sifati 2024-yilga nisbatan 8.5% ga yaxshilandi [1]; [3]. Bu esa Markaziy bankka pul massasining harakatini real vaqt rejimida tahlil qilish imkonini beradi [6].

**XULOSA VA TAKLIFLAR.** Markaziy bank raqamli valyutasining joriy etilishi yuzasidan olib borilgan tadqiqotlar shuni ko‘rsatadiki, raqamli so‘m O‘zbekiston pul-kredit siyosati samaradorligini oshirishda va monetar transmissiya mexanizmlarini modernizatsiya

qilishda strategik ahamiyat kasb etadi. Raqamli valyuta an’anaviy tizimdagi vaqt kechikishlarini bartaraf etib, foiz stavkalari o‘zgarishining real sektorga uzatilish tezligini sezilarli darajada oshiradi, bu esa inflyatsiyani targetlash rejimida narxlar barqarorligini ta’minlash jarayonini aniqroq boshqarish imkonini beradi. Shu bilan birga, tranzaksiyalarning shaffofligi va to‘liq monitoring qilinishi iqtisodiyotda dollarizatsiya darajasini pasaytirishga hamda xufiyona pul aylanmasini rasmiy sektorga jalb qilishga xizmat qiladi. Raqamli valyuta platformasi banklararo to‘lovlarni real vaqt rejimida amalga oshirish orqali tizimdagi likvidlik volatilligini kamaytirsa-da, tijorat banklaridan depozitlarning qisman chiqib ketish xavfini yumshatish uchun raqamli hamyonlardagi mablag‘larga dinamik limitlar joriy etish va ularga foiz hisoblamalik mexanizmidan foydalanish zarur deb hisoblanadi.

Tadqiqot natijasidan kelib chiqib quyidagi amaliy takliflar ilgari suriladi:

- Raqamli so‘mni joriy etishda Markaziy bank va tijorat banklari hamkorligiga asoslangan “ikki pog‘onali” (two-tier) modelni tatbiq etish;
- Bank tizimi likvidligini himoya qilish maqsadida raqamli hamyonlarda mablag‘ saqlashning dinamik limitlarini joriy etish;
- Raqamli so‘mning huquqiy maqomi va kiberxavfsizligini ta’minlovchi normativ-huquqiy bazani xalqaro standartlar asosida takomillashtirish.

### FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR

1. Xalqaro hisob-kitoblar banki (BIS). (2021). CBDCs: an opportunity for the monetary system. Annual Economic Report. bis.org
2. Cœuré B., & Shin H. S. (2018). Central bank digital currencies. Joint report by the Committee on Payments and Market Infrastructures and the Markets Committee. Bank for International Settlements (BIS). bis.org
3. Adrian T., & Mancini-Griffoli T. (2019). The Rise of Digital Money. IMF FinTech Notes, Note/19/01. imf.org
4. Fisher I. (1922). The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises (New and Revised ed.). Macmillan. (Original work published 1911).
5. Friedman M. (1968). The Role of Monetary Policy. The American Economic Review, 58(1), 1-17.
6. Auer R., & Böhme R. (2020). The technology of retail central bank digital currency. BIS Quarterly Review. bis.org

7. Allamurodova F.A. Raqamli valyutalar va markaziy bank raqamli valyutalari (CBDC): O‘zbekiston uchun istiqbolli model // Journal of Universal Science Research. – 2025. – Vol. 3, No. 6. – B. 176–180.
8. Qushmatov A.A. Markaziy banklarning raqamli valyutasi (CBDC)ning ijtimoiy-iqtisodiy ta’siri: O‘zbekiston misolida // IQRO INDEXING. – 2025. – T. 18. – № 01. – B. 566-569.
9. Isayev A.D. Raqamli iqtisodiyot sharoitida MBRV ning zarurati va istiqbollari // Raqamli iqtisodiyot ilmiy-elektron jurnali. – 2025. – 12-son. – B. 559–567.
10. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2024). Pul-kredit siyosatining 2025-yil va 2026–2027-yillar davriga mo‘ljallangan asosiy yo‘nalishlari. Toshkent: O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2024-yil 23-noyabrdagi 37/1-sonli qaror bilan tasdiqlangan).
11. Saporboeva M. Raqamli valyutalar muomalasini tashkil etish sharoitida pul-kredit siyosati samaradorligini oshirish yo‘llari // Journal of Science-Innovative Research in Uzbekistan. – 2024. – Vol. 2, No. 10.
12. Tursunova I.X. Raqamli pullar, ularning turlari hamda evolutsiyasi // Proceedings of International Scientific Conference on Multidisciplinary Studies. – 2024. – Vol. 3, No.6.
13. Arslonbekova R.A., Chinmirzayev Sh. The adoption and impact of CBDC on national economies: A case study of Uzbekistan in 2025 // Multidisciplinary scientific journal. – 2025.
14. Ishmetov T.A. (2025, October 24). Markaziy bank boshqaruvi yig‘ilishi natijalari yuzasidan ma’ruza. Central Bank of Uzbekistan.
15. Bozorboyev D.P. Markaziy banklarning raqamli valyutalari: imkoniyatlar va xavf-xatarlar // Raqamli iqtisodiyot ilmiy-elektron jurnali. – 2025. – 12-son.