



NATIONAL RESEARCH AND
CONSULTING CENTER CO.,LTD

ВАЛЮТЫН ХАНШИЙГ ТОДОРХОЙЛОГЧ ХҮЧИН ЗҮЙЛСИЙН СУУРЬ СУДАЛГАА



УЛААНБААТАР
2017 ОН

АГУУЛГА

I. Удиртгал	3
II. Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн динамик	6
III. Валютын ханшид нөлөөлөгч хүчин зүйлс	8
3.1 Валютын ханшийн тогтолцоо.....	8
3.2 Эдийн засгийн суурь хүчин зүйлс	9
3.3 Гадаад шок: түүхий эдийн үнийн уналт	12
3.4 Эдийн засгийн мэдээ болон хөрөнгийн үнэлгээний хандлага	18
3.5 Зах зээлд оролцогчдын ерөнхий төлөв (market sentiment)-ийн хандлага	18
3.6 Гадаад валютын захын микро бүтцийн хандлага.....	19
3.7 Спекулятив дайралт	20
3.8 Төв банкны гадаад валютын интервенци	23
IV. Валютын ханшийн хямрал, түүний шалтгаан	26
4.1 Санхүүгийн хямрал, түүний төрлүүд	26
4.2 Валютын ханшийн хямралын загварууд	28
4.3 Санхүүгийн хямралын халдвар (contagion effect).....	34
V. Валютын ханшийн хямралаас сэргийлэх бодлого, туршлага	35
VI. Дүгнэлт.....	39
VII. Ашигласан материал	40

ЗУРГИЙН ЖАГСААЛТ

Зураг 1. Төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханш болон гадаад валютын нөөц	6
Зураг 2. Түүхий эдийн үнийн индекс болон ГШХО*-ын цэвэр дүн	7
Зураг 3. Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах бодит ханш (REER)-ийн өөрчлөлт.....	10
Зураг 4. Нийт экспортод түүхий эдийн экспортын эзлэх хувь	12
Зураг 5. Түүхий эдийн үнийн уналтын шилжих суваг	13
Зураг 6. Төсвийн орлого болон түүхий эдийн үнэ	15
Зураг 7. Хөгжиж буй улсууд болон Монгол улсын гадаад бондын хүүний зөрүү	15
Зураг 8. Байгалийн баялагтай орнуудын валютын нэрлэсэн ханшийн индекс	16
Зураг 9. Санхүүгийн хямралын ангилал.....	26
Зураг 10. Санхүүгийн хямралуудын илэрсэн байдал (1970-2007 он)	27
Зураг 11. Санхүүгийн хямралуудын давхцал (1970-2007 он).....	27
Зураг 12. Макро эдийн засгийн олон тэнцвэр, валютын ханш	29

ШИГТГЭЭНИЙ ЖАГСААЛТ

Шигтгээ 1: Аргентин улсын бодлогын нийцгүй байдал (1979-1981 он).....	21
Шигтгээ 2: Унгар улсын төсөв, мөнгөний бодлогын нийцгүй байдал. (2002 он).....	21
Шигтгээ 3: Мексик улсын хямрал (1994 он)	22
Шигтгээ 4: Европын валютын ханшийн хямрал (1992-1993 он).....	31
Шигтгээ 5: Өмнөд Солонгосын хямрал (1997-1998 он)	33
Шигтгээ 6: Макро зохистой бодлого хэрэгжүүлэхэд анхаарах зүйлс	38

I. УДИРТГАЛ

Чөлөөт худалдаа, санхүүгийн либералчлал гүнзгийрэхийн хэрээр валютын ханш нь бизнес эрхлэгч болон бодлого боловсруулагчдын анхаарлын төвд орж ирэх болсон. Нээлттэй эдийн засгийн хувьд валютын ханш нь харьцангуй үнэ бөгөөд үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн бусад орны мөнгөн тэмдэгттэй харьцах үнэ цэнийг илэрхийлдэг. Валютын ханшийн өөрчлөлт нь хувь хүний болон компанийн санхүү, улсын төсөвт нөлөөлөх замаар микро болон макро түвшний бүх үзүүлэлтүүдэд нөлөөлдөг тул иргэд, улс төрчид болон бодлого боловсруулагчид түүний хөдөлгөөнийг анхааралтай ажигладаг. Нөгөө талдаа, валютын ханш нь нэгэн төрлийн үнэ тул валютын захын эрэлт, нийлүүлэлтээр тодорхойлогдоно. Иймд, валютын ханшийн өөрчлөлтийн шалтгааныг ойлгож, тайлбарлахын тулд валютын эрэлт, нийлүүлэлтэд нөлөөлөгч хүчин зүйлсийг тодорхойлох, судлах шаардлагатай байдаг. Түүнчлэн, валютын ханшийн хэлбэлзлийг бий болгож буй үндсэн хүчин зүйлсийг зөв таних нь бодлогын оновчтой арга хэмжээ авч хэрэгжүүлэхэд чухал ач холбогдолтой.

Энэхүү суурь судалгааны ажлаар валютын ханшийн өөрчлөлт, огцом савлагаанд нөлөөлөгч хүчин зүйлсийг онолын болон эмпирик судалгаанд суурилан судалж, санал, зөвлөмж гаргахыг зорив. Ялангуяа валютын ханшид нөлөөлөгч хүчин зүйлс, төлбөрийн тэнцэл, өр болон валютын ханшийн хямралын шалтгааныг онол, практикийн үндэслэлтэй тайлбарлахад голлон анхаарсан болно.

Эдийн засгийн шинжлэх ухааны түүхэн хөгжлийн явцад валютын ханшийн өөрчлөлт, огцом савлагааг тайлбарлах онол, загварууд хөгжсөөр байна. Валютын ханшийн өөрчлөлтөд нөлөөлөгч хүчин зүйлсийг макро эдийн засгийн болон микро суурьтай загварууд, зах зээлд оролцогчдын хүлээлтэд суурилсан үйл хөдлөл

болон төв банкны гадаад валютын интервенцэд суурилан тайлбарладаг.

Макро хандлагын хувьд валютын ханш нь эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд (хөдөлмөрийн бүтээмж, хүүний түвшин, мөнгөний нийлүүлэлт, инфляци, төлбөрийн тэнцэл гэх мэт)-ээр тодорхойлогдоно гэж үздэг. Гэвч макро хандлага нь валютын ханшийн богино хугацааны хэлбэлзлийг тайлбарлахаас илүүтэй урт хугацааны ерөнхий хандлагыг тодорхойлоход туслахыг эмпирик судалгаанууд харуулдаг. Үүнийг эдийн засагт Obstfeld болон Rogoff (2000) нарын нэрлэснээр валютын ханшийн тусгаарлагдсан оньсого (disconnect puzzle) гэж үздэг.

Харин валютын ханшийн богино хугацааны өөрчлөлтийг зах зээлд оролцогчдын хүлээлт, захын ерөнхий төлөв (market sentiment), микро суурьтай загвар болон төв банкны интервенцээр тайлбарлах нь нийтлэг болж байна (Hopper, 1997; Wang, 2008; Bailliu болон King, 2005). Валютын ханшийн микро бүтцийн хандлагын хувьд зах зээлд оролцогчдын харилцан ялгаатай мэдээлэл, хөрөнгө оруулагчдын харилцан ялгаатай байдал, зах зээлийн арилжааны дүрэм болон институц нь ханшид нөлөөлнө гэсэн илүү бодит байдалд нийцтэй таамаглалд суурилдаг. Иймд, энэ хандлагаар валютын ханшийн богино хугацааны динамикийг тайлбарлах, богино хугацаа (1 сар доторх)-ны төсөөллийг гаргах нь алдаа багатай байдгийг эмпирик судалгаанууд харуулсан (Evans болон Lyons, 2002, 2005). Хэдийгээр өнөө үед эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн валютын ханшид үзүүлэх нөлөө сул хэдий ч тус үзүүлэлтүүд ирээдүйд хэрхэн өөрчлөгдөх талаарх мэдээ нь зах зээлд оролцогчдын хүлээлт, захын ерөнхий төлөв (market sentiment) болон микро бүтцийн хандлагын сүвгуудаар дамжин ханшийн богино хугацааны өөрчлөлтөд нөлөөлдөг. Сүүлийн үед судлаачид макро болон микро суурьтай загваруудыг нэгтгэх,

аль алины давуу талыг ашиглах замаар богино, дунд болон урт хугацааны валютын ханшийг өөрчлөлтийг тайлбарлах нэгдсэн хандлага гаргахад түлхүү анхаарч байна (Evans болон Lyons, 2007; Carlson болон Osler, 2005).

Дээрх загвар, хандлагууд нь валютын ханшийн ердийн үе дэх өөрчлөлтийг тайлбарлахад түлхүү анхаардаг. Харин валютын ханшийн хямралт нөхцөл байдал (ханш хэт богино хугацаанд маш хүчтэй сулрах)-ыг ойлгох¹, түүнээс зайлсхийхийн тулд төлбөрийн тэнцэл, гадаад өр болон валютын ханшийн хямралын загварууд болон бусад орны туршлагыг судлах ёстой болно. Валютын ханшийн хямралыг үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн гадаад валюттай харьцах ханш дахь спекулятив дайралт гэж тодорхойлж болох бөгөөд үндэсний мөнгөн тэмдэгт богино хугацаанд их хэмжээгээр сулрах эрсдэлээс үндэсний мөнгөн тэмдэгтээ хамгаалахын тулд бодлого боловсруулагчид гадаад валютын нөөцөөс их хэмжээгээр худалдах болон дотоодын хүүгээ өсгөх сонголт хийхэд хүрдэг² (Glick болон Hutchison, 2011). Спекуляторуудын хувьд ашигтай үед ханш сулардаг бол эсрэг тохиолдолд ханш өөрчлөгдөхгүй хэдий ч гадаад валютын нөөцөө шавхах эсвэл дотоодын хүү хэт өндөр түвшинд хүрч үлдэх зэрэг зардалтай байдаг. Спекулятив дайралтын үед үндэсний мөнгөн тэмдэгтийг хамгаалах хүчтэй бодлогын хариу үйлдлийг цаг алдахгүй авч хэрэгжүүлэхгүй тохиолдолд ханшийн үлэмж хэмжээний сулралтыг дагуулж байдаг.

Валютын ханшийн хямралын шалтгаан, үр дагаврыг ерөнхийд нь нэг, хоёр болон гурав дахь үеийн загваруудаар тайлбарладаг. Эхний үеийн загвар (Krugman, 1979; Obstfeld, 1986; Flood болон Marion, 1999)-ууд нь төсвийн сахилга батгүй, тогтворгүй бодлогоос шалтгаалан тогтмол валютын ханшийн дэглэм хэрхэн нурдаг болохыг тайлбарладаг. Эхний үеийн загваруудын сул

тал нь спекулятив дайралт болох хугацаа нь экзоген бөгөөд дайралт болох үед валютын ханш сулардаггүй. Энэ сул талыг бууруулахын тулд Flood болон Garber нар тус загварт шокуудыг оруулж ирсэн. Эхний үеийн анхны загварууд нь төсвийн өнөөгийн өндөр алдагдал, өсөн нэмэгдэж буй өрийн түвшин болон гадаад валютын нөөцийн бууралт нь тогтмол валютын ханшийн дэглэм нурахад хүргэдэг гэж үздэг. Гэхдээ эдгээр таамаглал нь 1997 оны Азийн ханшийн хямралтай нийцгүй байсан. Иймд, олон судлаач (Corsetti, et al., 1999; Lahiri болон Vegh, 2003)-д ханшийн хямралын төсвийн тайлбарт анхаарлаа түлхүү хандуулж, төсвийн ирээдүйн алдагдлын талаарх муу мэдээ нь өнөөдрийн ханшийн хямралд хөтлөхийг харуулсан. Зах зээлд оролцогчид банкны салбар уналтанд орж, засгийн газраас банкуудад санхүүжилт олгох буюу засгийн газар мөнгө хэвлэх замаар уг санхүүжилтийг хийх тухай мэдээ авах тохиолдолд мөнгө хэвлэж эхлэхээс өмнө ханш суларч эхлэхийг Burnside et al. (2001) нар харуулсан.

Хоёрдахь үеийн загвар (Obstfeld, 1994, 1996)-уудад засгийн газар өөрийн зорилгын функц (үйлдвэрлэл, валютын ханш/инфляциас хамаарах)-ийг хамгийн их байлгахыг зорьдог. Энэхүү оптимизац нь тогтмол валютын ханшийн дэглэмийг хэзээ орхихыг тодорхойлно. Эдгээр загварууд нь ерөнхийдөө олон тэнцвэртэй тул спекулятив дайралт нь нөхцөл байдал хэрхэн төгсөх талаарх хувь хүний хүлээлт (self-fulfilling expectations)-ээс шалтгаална гэж үздэг. Тухайн загваруудад засгийн газрын үйл ажиллагааны сөрөг, эерэг нөлөө болон зах зээлд оролцогчдын хүлээлтээс хамаарч нэгээс олон тэнцвэр оршдог. Иймд, зах зээлд оролцогчдын хүлээлт, түүнд суурилсан спекулятив үйл хөдлөл нь ханшийн хөөрөгдлийг тодорхойлдог. Morris болон Shin (1998) нар эдгээр хүлээлтээс үүдэлтэй спекулятив дайралтын загваруудыг шүүмжилдэг. Тэд зах зээлд оролцогчдод эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн талаарх мэдээ/шок өгөх нь цор ганц тэнцвэрт хүргэнэ гэж үзсэн.

Ихэнх ханшийн хямрал нь санхүүгийн хямралтай холбоотой байдаг (Diaz-Alejandro, 1985; Kaminsky болон Reinhart, 1999). Энэ баримт нь санхүүгийн салбарын ханшийн хямралд гүйцэтгэх үүрэг, эдгээр хямралын харилцан нэгэндээ үзүүлэх нөлөөллийг илүү тодруулан судлах шаардлагыг бий болгосон. Иймд, гуравдахь үеийн загварууд

¹ Frankel болон Rose (1996) нар валютын ханшийн хямралыг нэрлэсэн валютын ханш өмнөх жилийн сулралтаас хамгийн багадаа 10 нэгж хувиар илүү суларч, 25 хувиас дээш хувиар сулрах явдал гэж тодорхойлсон. Харин Milesi-Ferretti болон Razin (1998) нар өндөр инфляцитай холбоотой валютын ханшийн хэлбэлзлээс зайлсхийхийн тулд 25 хувийн сулралт дээр нэмээд өмнөх жилийн сулралтаас 2 дахин өндөр байх шалгуур тавьсан.

² Валютын ханшийн хямралууд нь дараах үеүүдэд хүчтэй ажиглагдсан: (i) 1971-73 онуудад Bratton Woods систем нурах үеэр, (ii) 1976 оны Их Британийн фунтын хямрал, (iii) 1992-93 онд европын валютын ханшийн механизм нурах үеэр, (iv) 1994-95 оны Мексикийн песоны хямралын дараах Латин Америкийн Tequila хямрал, (v) 1997-98 оны Азийн санхүүгийн хямрал, (vi) 2008-09 оны глобал санхүүгийн хямрал нь хөгжингүй болон хөгжиж буй олон орны валютын ханшийг сулруулсан.

ханшийн сулралтын аж ахуйн нэгж, санхүүгийн байгууллагуудын балансад үзүүлэх нөлөөнд илүүтэй анхаардаг. Үндсэн санаа нь банкууд болон компаниудын баланс ханшийн эрсдэлтэй байдагт төвлөрдөг. Энэ нь банкууд эх үүсвэрээ гадаад валютаар татаж, зээлээ үндэсний мөнгөн тэмдэгтээр олгодог, компаниуд гадаад валютаар зээл авч, орлого нь үндэсний мөнгөн тэмдэгтээр бүрддэгтэй холбоотой. Иймд, валютын ханшийн сулралт нь зээлийн эрсдэлийг бий болгодог. Түүнчлэн банкууд болон компаниуд урт хугацааны төслийг богино хугацааны эх үүсвэрээр санхүүжүүлдэг тул эх үүсвэрийн олдцын шоконд өртөмтгий байдаг. Eichengreen болон Hausmann (1999) баланс дахь валютын эрсдэл нь хөгжиж буй орнуудын төрөлхийн шинж чанар болохыг нотлон харуулсан. Гуравдахь үеийн зарим загварууд балансын хүндрэл нь ханшийн болон банкны хямрал руу хөтлөх олон сувгийг судалдаг. Тухайлбал, Burnside нар (2004) засгийн газрын баталгаа нь ирээдүйн талаарх хүлээлтэд суурилсан спекулятив дайралтад хүргэж болохыг харуулсан.

Түүнчлэн өр, төлбөрийн тэнцлийн хямрал нь хөрөнгө гадагш зугтах (capital flight)-д хүргэж, улмаар ханш хүчтэй сулрах нөхцөл болдог. Хамгийн сүүлийн өр, төлбөрийн тэнцлийн хямралын том жишээ бол 2010 оны эхээр Грек улсаас эхэлж Португали, Испани болон Итали улсуудад тархсан европын өрийн хямрал юм. Грекийн өрийн хямрал төсвийн тогтворгүй байдлаас эхэлсэн бөгөөд бусад орнуудын хувьд ч төсвийн удирдлагын алдаанаас үүдэн тус хямралд өртсөн гэж үздэг. Өөр нэг тайлбар нь эдгээр

улсууд гадаад санхүүжилтээс хэт хамааралтай болсон явдал гэж үздэг. Эдгээр орнууд 2010 оноос өмнө гаднаас маш их санхүүжилт авч дотоодын хэрэглээ болон орон сууцны үнийг хөөрөгдсөн. Улмаар гадаад зээлдүүлэгчид шинэ зээл олгохоос татгалзаж эхлэхэд эдгээр орнууд хүнд байдалтай нүүр тулж эхэлсэн. Ялангуяа гадаад хөрөнгүүд гэнэт гадагшилж, төлбөрийн тэнцлийн хямралд хүргэсэн нь илүү хүнд уналт руу хөтөлсөн (Higgins болон Klitgaard, 2014). Гэхдээ евро бүсийн эдгээр орнууд нэг валютын ханштай байсан тул бодит сектор руу том цохилт нь шилжсэн. Харин өөрийн валюттай орнуудын хувьд өр, төлбөрийн тэнцлийн хямрал нь ханшийн огцом сулралтад хүргэдэг.

Энэхүү судалгаа нь дараах бүтэцтэй. Судалгааны 2 дугаар хэсэгт төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн сүүлийн жилүүдийн динамик хандлагыг авч үзсэн. 3 дугаар хэсэгт валютын ханшид нөлөөлөгч хүчин зүйлсийг эдийн засгийн онолд гарсан ахиц дэвшилд үндэслэн дэлгэрэнгүй авч үзсэн. 4 дүгээр хэсэгт валютын ханшийн хямрал, түүний шалтгаан болон бусад хямралуудтай хэрхэн холбоотой болохыг судалсан. Харин 5 дугаар хэсэгт валютын ханшийн хямралаас сэргийлэх бодлого, туршлагын талаар танилцуулсан. Сүүлийн буюу 6 дугаар хэсэгт судалгааны ажлыг нэгтгэн дүгнэж, цаашид хийгдэх шаардлагатай судалгааны чиглэлийг тодорхойлсон.

II. ТӨГРӨГИЙН ГАДААД ВАЛЮТТАЙ ХАРЬЦАХ ХАНШИЙН ДИНАМИК

Сүүлийн 16 жил (2001-2016)-ийн өгөгдлөөс харахад төгрөгийн ам.доллартай харьцах нэрлэсэн ханш нийт хугацааны 75%-д суларчээ. Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн хэлбэлзэл өндөр байгаа нь эдийн засгийн бүтцийн хувьд төрөлжөөгүй, уул уурхайгаас хэт хамааралтай байдал, эдийн засгийн өрнөлийн үед хангалттай нөөц, хуримтлал бий болгож чадаагүйн бодит илрэл, үр дагавар юм.

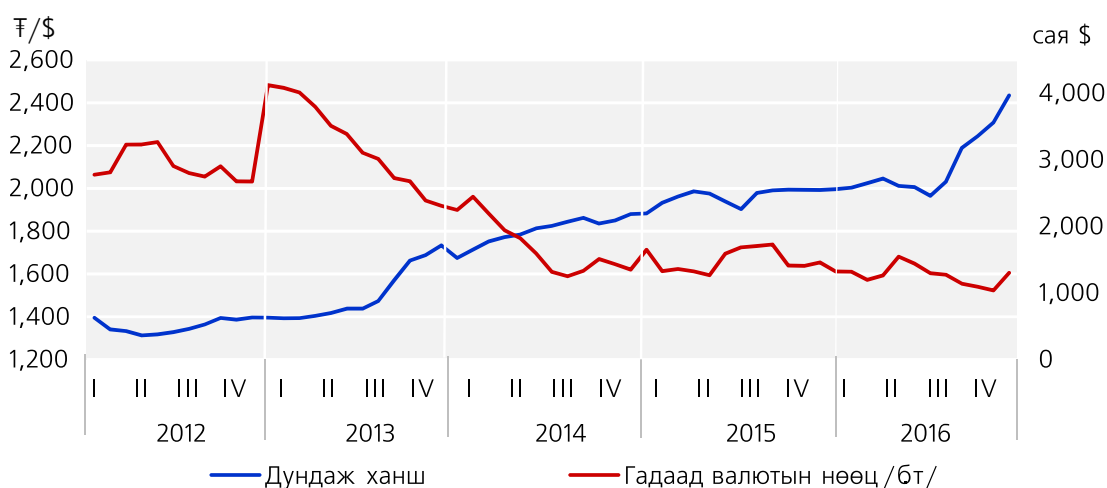
2008/09 оны дэлхийн санхүү, эдийн засгийн хямралыг хүртэл төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн хэлбэлзэл харьцангуй бага буюу жилийн 10% доторх сулралттай явж ирсэн³. Харин 2009 онд буюу эдийн засгийн хямралтай жил төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханш огцом суларч, 3 дугаар сард жилийн өөрчлөлт оргилдоо хүрч 33%-иар суларсан. 2010 оноос түүхий эдийн үнэ өссөнөөр төгрөгийн гадаад валюттай харьцах нэрлэсэн ханш 2012 оныг хүртэл 2 жилийн турш чангарсан.

2012 оноос түүхий эдийн үнэ эргэн унаж, төсөв, мөнгөний бодлого тэлэх хандлагатай байсан нь төгрөгийн ханш сулрах дарамтыг бий болгож, 2014 оны 6 дугаар сарын байдлаар төгрөгийн ханш жилийн дотор 26%-иар суларч байв (Бямбацогт болон Цэнгүүнжав, 2016).

Төгрөгийн ам.доллартай харьцах нэрлэсэн ханш сүүлийн 4 жилийн хугацаанд 80 орчим хувиар буюу 2012 оны 12 дугаар сард 1396 төгрөг байснаас 2016 оны 12 дугаар сард 2482.6 төгрөг болж сулраад байна (Зураг 1). Харин сүүлийн 1 жилийн хугацаанд төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханш 25%-иар суларсан.

Энэхүү төгрөгийн ханшийн сулралтын шалтгааны талаар улс төрчид, эдийн засагчид, судлаачид харилцан ялгаатай тайлбар өгнө. Учир нь валютын ханшид олон хүчин зүйлс нөлөөлдөг бөгөөд тухайн улс төрч, эдийн засагч аль хүчин зүйлсэд илүү анхаарал хандуулж өөрийн тайлбар, хариултаа өгч байгаагаас хамаардаг.

Зураг 1. Төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханш болон гадаад валютын нөөц



Эх сурвалж: Монголбанк

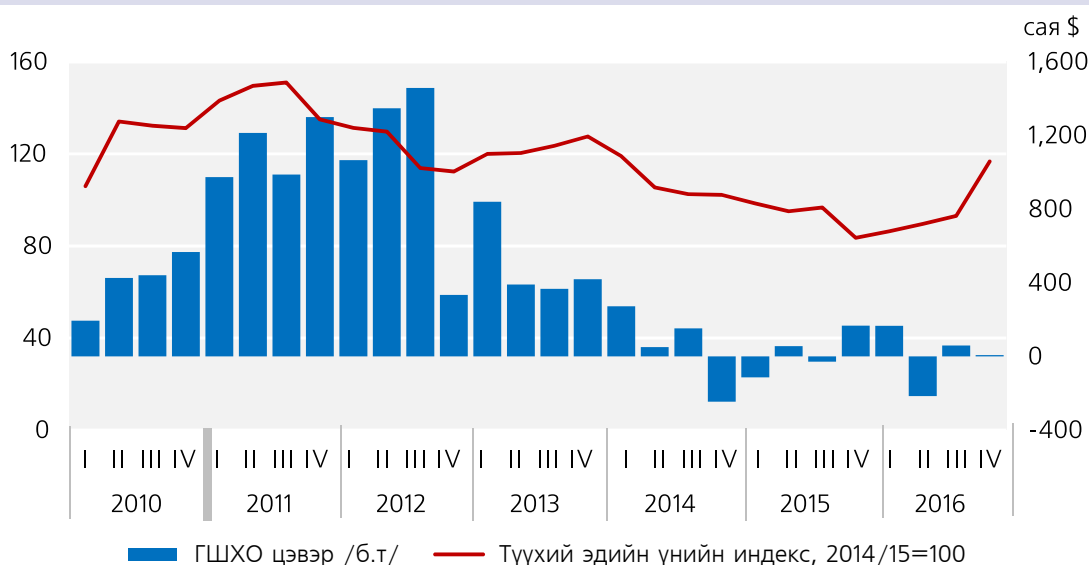
³ Дэлхийн зах зээл дэх зэсийн үнэ 2006-07 онд өссөн нь Монгол Улсын экспортын орлогыг нэмэгдүүлж, валютын орох урсгалыг дэмжсэнээр төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханш тухайн үед бага зэрэг чангарч байв.

Уламжлалт валютын ханшийн хандлагын хувьд төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханшийг сулруулах чиглэлд эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд нөлөөлж байгаа эсэхэд анхаарал хандуулдаг. Гэхдээ энэхүү уламжлалт хандлагаар ханшийн ерөнхий хандлагын талаарх мэдээллийг өгөх бөгөөд валютын ханшийн хэт богино хугацааны, хүчтэй сулралтыг тайлбарлах боломжгүй. Манай орны хувьд экспортын гол нэрийн бараа, бүтээгдэхүүний дэлхийн зах зээл дээрх үнэ 2011 оноос тасралтгүй буурсан, ГШХО-ын хэмжээ татарсаар зогсонги байдалд орсон, төсөв, мөнгөний сул бодлого хэрэгжүүлж ирсэн зэрэг нь төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханшийн эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд байж болно (Зураг 2).

Харин төгрөгийн гадаад валюттай харьцах

ханшийн богино хугацааны, огцом өөрчлөлт, хөдөлгөөн нь суурь бус үзүүлэлтүүд (жишээ нь, суурь үзүүлэлтийн ирээдүйн утгын талаарх хүлээлт, цуу яриа, зах зээл оролцогчдын мэдээллийн ялгаатай байдал гэх мэт), хүлээлтээр өдөөгдсөн спекулятив үйл хөдлөлөөс илүүтэй шалтгаалдаг. Тухайлбал, Засгийн газар эсвэл арилжааны банкууд олон улсын зах зээлд бонд арилжаалах тухай мэдээ нь төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханшийн чангаралтад хүчтэй нөлөөлдөг. Энэ байдал 2013 оны 12 дугаар сард гаргасан 30 тэрбум иений Самурай бонд, 2015 оны 5 дугаар сард гаргасан Худалдаа хөгжлийн банкны 500 сая ам.долларын бонд, 2015 дугаар сарын 6 дугаар сард гаргасан 1 тэрбум иений ДимСам бондын үед төгрөгийн ам.долларын ханш богино хугацаанд хүчтэй чангарснаас тод ажиглагддаг.

Зураг 2. Түүхий эдийн үнийн индекс болон ГШХО*-ын цэвэр дүн



* 2016 оны II улиралд Оюу толгой ХХК-ийн гадаад хөрөнгө оруулагчдаас авсан зээлийн эргэн төлөлтийг хасаж тооцсон.

Эх сурвалж: Монголбанк, Австралийн Төв банк

Мөнгөний бодлогын талаас нь авч үзвэл валютын ханшийн өөрчлөлтийг ямар хүчин зүйлс бий болгож байгааг нарийн сайн ойлгох шаардлагатай. Ханшийн өөрчлөлтийн шалтгаан нь Монголын эдийн засагт харилцан ялгаатай үр дагаврыг бий болгох тул мөнгөний бодлогын харилцан ялгаатай хариу арга хэмжээг шаардана. Жишээ нь, төгрөгийн ам.доллартай харьцах ханш нь дэлхийн түүхий эдийн эрэлтийн уналттай холбоотой суларсан байж болно. Түүхий эдийн эрэлт, үнийн уналт нь дотоодын нийт эрэлтийг мөн бууруулна. Энэ тохиолдолд мөнгөний бодлогын хариу арга хэмжээ нь худалдаалагддаг болон худалдаалагддаггүй салбарууд хоорондын нөөц шилжилтийг сайжруулахааргүй л бол бодлогын төлөвийг өөрчлөх гэж яарах нь зохимжгүй юм. Харин төгрөгийн ханшийн сулралт нь ам.долларын ерөнхий чангаралттай холбоотой байж болно. Энэ тохиолдолд мөнгөний бодлогыг чангаруулж,

ам.доллар руу хөрвөх, гадагшлах урсгалыг зогсоох шаардлагатай. Эцэст нь, төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн өөрчлөлт нь суурь бус үзүүлэлтүүд эсвэл спекуляци хүчин зүйлсээр өдөөгдсөн байж болно. Ийм байдал үүсэхэд мөнгөний бодлого нь эдгээр хүчин зүйлсийн нөлөөллийг нейтрал болгох чиглэлд хариу үйлдэл үзүүлэх замаар дотоодын эдийн засгийг хамгаалах шаардлагатай байдаг. Эдгээр ерөнхий ойлголт, асуудлын хүрээнд валютын ханшийг тодорхойлогч хүчин зүйлсийн талаарх академик судалгаануудад тулгуурлан ханшийн хөдөлгөөнд юу нөлөөлдөг талаар системтэй мэдлэг, тайлбар өгөх зорилгоор дараах хэсгүүдэд макро болон микро суурьтай валютын ханшийн загваруудыг дэлгэрэнгүй авч үзсэн. Ингэхдээ валютын ханшийг тайлбарлах онолд гарч буй ахиц дэвшилд илүүтэй анхаарч, боломжит альтернатив хандлагуудыг бүрэн хамрахыг зорьсон болно.

III. ВАЛЮТЫН ХАНШИД НӨЛӨӨЛӨГЧ ХҮЧИН ЗҮЙЛС

3.1 ВАЛЮТЫН ХАНШИЙН ТОГТОЛЦОО

Улс орнууд өөрсдийн мэдээлж байгаа *de jure* ханшийн тогтолцоотой нийцсэн валютын ханшийн бодлого явуулдаг эсэх нь сүүлийн үед нэлээд сонирхол татаж байна. Энэ талаар олон судалгаа (Levy-Yeyati болон Sturzenegger, 2005; Calvo болон Reinhart, 2002; Reinhart болон Rogoff, 2004) хийгдсэн бөгөөд тоон өгөгдлийн шинжилгээнд суурилсан *de facto* ангилал нь *de jure* ангиллаас мэдэгдэхүйц хэмжээгээр зөрж байгааг харуулсан. Тухайлбал, уян хатан ханшийн тогтолцоотой гэж мэдэгдсэн орнууд үнэн хэрэгтээ ханшинд идэвхтэй оролцдог тохиолдол түгээмэл ажиглагдсан. Ялангуяа, хөгжиж буй болон шинээр аж үйлдвэржсэн орнуудад хөвөгч ханшийн тогтолцоотой гэж зарласан ч, ханшийг тогтворжуулах бодлого идэвхтэй хэрэгжүүлдэг байна. Тухайлбал, Levy-Yeyati болон Sturzenegger (2005) нар 100 гаруй орны 1990-1998 оны тоон мэдээлэл ашигласан бөгөөд албан ёсоор хөвөгч ханштай Монгол улс “бохир хөвөгч” ханшийн тогтолцоотой гэсэн *de facto* ангилалд багтсан. Calvo болон Reinhart (2002) нар хөвөгч ханшны тогтолцооноос ‘айдаг’ нэг шалтгаан нь хөгжиж

буй орнуудад бодлогод итгэх итгэл (credibility) тааруу байдаг явдал гэж үзсэн.

Levy-Yeyati болон Sturzenegger (2003) нар тухайн улсын ханшийн тогтолцоог ангилахдаа ханшийн сарын дундаж хэлбэлзэл, ханшны сарын дундаж өөрчлөлтийн хэлбэлзэл болон албан нөөцийн сарын дундаж хэлбэлзлийг ашигласан. Энэхүү аргачлалаар Монголын тоон өгөгдлийг ашиглан тухайн үзүүлэлтүүдийг 2006-2016 оны дунджаар тооцоход ханшийн сарын дундаж хэлбэлзэл 1.4%, ханшийн сарын дундаж өөрчлөлтийн хэлбэлзэл 1.5%, албан нөөцийн сарын дундаж хэлбэлзэл 12.3% байна. Эндээс үзэхэд Монголбанк валютын ханшийг тогтворжуулах чиглэлд идэвхтэй зохицуулалт хийсээр ирсэн нь харагдаж байна.

Calvo болон Reinhart (2002) нарын ангилалд хэрэглэсэн хувьсагчид болох ханшны хэлбэлзэл, албан нөөцийн өөрчлөлт, нөөц мөнгөний өөрчлөлт болон нэрлэсэн хүүний өөрчлөлтийн эмпирик тархалтыг байгуулан шинжилгээ хийсэн. Хүснэгт 1-д эдгээр үзүүлэлтийн өөрчлөлтийн хувь нь 1%, 2.5%-ийн интервал дотор байх магадлалыг харуулав.

Хүснэгт 1. Өөрчлөлтийн хувь нь 1%, 2.5%-ийн интервал дотор байх магадлал⁴

	Монгол		Хөвөгч ханштай улсуудын дундаж		Тогтмол ханштай улсуудын дундаж	
	+/- 1%	+/-2.5 %	+/- 1%	+/-2.5 %	+/- 1%	+/-2.5 %
Ханшийн өөрчлөлт	13.3	30.5	51.7	79.3	83.1	95.9
Албан нөөцийн өөрчлөлт	12.5	29.7	16.2	33.9	15.4	36.5
Нөөц мөнгөний өөрчлөлт**	11.7	20.3	21.0	37.5	17.6	34.2
Нэрлэсэн хүүний өөрчлөлт*	3.6	4.5	10.2	9.1	5.3	3.8

*Нэрлэсэн хүүний өөрчлөлтийн интервал нь +/- 4, +/- 5.

**Нөөц мөнгөний өөрчлөлтийн интервал нь +/- 1, +/- 2.

⁴ Calvo болон Reinhart (2000) нарын тооцооллоос олон улсын дундаж үзүүлэлтүүдийг авсан.

Ханшийн сарын өөрчлөлтийн хувь 1%-иас бага байх магадлал 13.3% байгаа бол албан нөөцийн өөрчлөлтийнх 12.5%, нөөц мөнгөний өөрчлөлтийнх 11.7% байна. Бусад улсуудтай харьцуулбал ханшийн хэлбэлзэл хөвөгч ханштай орнуудаас өндөр, албан нөөцийн хэлбэлзэл тогтмол ханштай орнуудаас өндөр, нөөц мөнгөний хэлбэлзэл тогтмол ханштай орнуудаас өндөр, нэрлэсэн хүүний өөрчлөлт тогтмол ханштай орнуудаас өндөр байна. Энэ нь нэг талаас манай макро үзүүлэлтүүдийн хэлбэлзэл өндөр байгааг, нөгөө талдаа мөнгөний бодлогын арга хэрэгслүүдийн валютын ханшид үзүүлэх нөлөө сул байгааг харуулж байна. Энэ нь эдийн засгийн бүтэц төрөлжөөгүй, түүхий эдийн үнэ, гадаадын шууд хөрөнгө оруулалтын шоконд хэт өртөмтгий, мөчлөг дагасан бодлогын үр дагавар байж болно.

Валютын ханшийн тогтолцоо эдийн засагт нөлөөтэй эсэхийг Levy-Yeyati болон Sturzenegger (2003), Aghion et al. (2009) нар *de facto* ангилал ашиглан судалсан. Ханшийн тогтолцоо нь өндөр хөгжилтэй орнуудад нөлөөгүй боловч хөгжиж буй орнуудад нөлөөтэй гэсэн үр дүнд хүрсэн. Levy-Yeyati болон Sturzenegger (2003) нар уян хатан бус ханшийн тогтолцоо эдийн засгийн өсөлтийг нь бууруулдаг гэж дүгнэсэн. Харин Aghion et al. (2009) нар ханшийн бүтээмжийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөө нь тухайн улсын санхүүгийн секторын хөгжлөөс хамаарна гэж дүгнэсэн. Ялангуяа, санхүүгийн секторын хөгжил муутай орнуудад буюу хувийн зээл, ДНБ-ний харьцаа 34%-иас бага үед тогтмол ханшны тогтолцоо бүтээмжийг өсгөдөг гэж харуулсан. Монгол Улсын хувьд тус харьцаа эзлэх хувь 40 гаруй хувьтай байна.

3.2 ЭДИЙН ЗАСГИЙН СУУРЬ ХҮЧИН ЗҮЙЛС

Валютын ханшийг тайлбарлах олон төрлийн макро загварууд хөгжсөн. Загвар бүрийн хувьд валютын ханш нь макро эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд (үнэ, мөнгө, хүү, бүтээмжийн зөрүү, засгийн газрын өр, худалдааны нөхцөл болон гадаад цэвэр хөрөнгө-эдгээр нь хоорондын ялгааг илэрхийлнэ)-ийн ялгаатай олонлогоос хамаарна гэсэн үр дүнд хүрдэг.

Хөрөнгийн урсгал хязгаарлагдмал, төдийлөн их биш байсан үеүдэд ханшийн хөдөлгөөнийг бараа, үйлчилгээний урсгалаар тайлбарлах хандлагатай байсан бөгөөд худалдан авах чадварын тэнцэл (PPP) нь ханшийн тэнцвэрийг тайлбарлах үндсэн нөхцөл болж байв. Хэрвээ

хоёр улсын ижил төстэй барааны нэг ханшаар илэрхийлэгдсэн үнэ харилцан адилгүй байвал үнэ болон ханшинд өөрчлөлт орох буюу зах зээлийн зарчим үйлчилж бодит ханш өөрчлөгдөхгүй гэж таамагладаг. Иймд худалдааны нөхцөл нь нэрлэсэн ханшийн өөрчлөлтийг тайлбарлах гол хүчин зүйл гэж үзэж байв.

Түүхэн хөгжлийн явцад бүтээмжийн ялгаа нь бодит валютын ханшийн хөдөлгөөнийг тайлбарлахад чухал байгаад анхаарлаа хандуулах болсон. Balassa (1964) болон Samuelson (1964) нарын ажилд суурилсан эдгээр загварууд нь худалдан авах чадварын тэнцлийн таамаглалыг сулруулж, бодит валютын ханш нь худалдаалагддаггүй бүтээгдэхүүний харьцангуй үнэ, бүтээмжийн зөрүүнээс хамаарахыг харуулдаг. Урт хугацааны хамаарлыг харуулсан эмпирик үр дүнгүүд нь бүтээмжийн зөрүү нь бодит валютын ханшийг тодорхойлох чухал хүчин зүйл гэсэн таамаглалыг баталгаажуулдаг.

Эдгээр эдийн засгийн онолын түүхэнд хөгжилд суурилсан валютын ханшийг тайлбарлах мөнгөний хандлага⁵ нь 1970-аад онд буюу ихэнх аж үйлдвэржсэн орнууд хөвөгч валютын ханшид шилжих үед гарч ирсэн. Энэхүү загварт (i) үнүүд чөлөөтэй өөрчлөгддөг, (ii) дотоод болон гадаад хөрөнгүүд нь харилцан төгс орлодог, (iii) абсолют худалдан авах чадварын тэнцвэр бүх цаг хугацаанд хадгалагддаг, (iv) хүүний UIP тэнцвэрийн нөхцөл бүх цаг хугацаанд хангагддаг гэж таамагладаг. Энэхүү загварын хувьд ханшийн өөрчлөлт нь одоогийн эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд (жишээ нь, мөнгөний нийлүүлэлт, үйлдвэрлэл)-ээс хамаарна гэж үздэг. Энэ төрлийн загварыг сэтгүүлчид ханшийн өөрчлөлтийг тайлбарлахдаа түгээмэл ашигладаг тул 'сонингийн загвар' гэж нэрлэх нь бий. Өөрөөр хэлбэл, сэтгүүлчид валютын зах дээр гарч буй хэлбэлзэлд ямар нэг тайлбарыг стандарт макро эдийн засгийн тайлбарт суурилдаг буюу эдийн засгийн суурь үзүүлэлтэд суурилан хийдэг. Тэдний валютын ханшийн чангаралтын талаарх тайлбарт хүүний түвшин хүлээгдэж байснаас илүү хурдан өссөн эсвэл худалдааны тэнцэл сайжирсан, эсвэл төв банкууд мөнгөний бодлогоо чангаруулсан эсвэл эдийн засгийн өндөр өсөлттэй, нам түвшний инфляцитай байсан нь голлон нөлөөллөө гэсэн тайлбар зонхилдог.

Мөнгөний загварын өөр нэг хувилбар болох overshooting загварыг Dornbusch (1976) танилцуулсан. Энэхүү загварт ихэнх үнүүд богино давтамжтай өөрчлөгддөггүй гэж эмпирик баримтыг ашиглан үнийн түвшнүүд богино хугацаандаа

⁵ Энэхүү загвараар А орны мөнгөний нийлүүлэлт нь Б орны мөнгөний нийлүүлэлтээс илүү хурдан өсч буй тохиолдолд А орны үндэсний мөнгөний тэмдэгтийн Б орны мөнгөн тэмдэгтэй харьцах ханш сулрахыг харуулна. Энэ төрлийн тайлбарыг үйлдвэрлэлд суурилан мөн хийдэг.

тогтмол гэж таамагласан. Түүнчлэн худалдан авах чадварын тэнцэл богино хугацаанд хангагдахгүй байж болно гэсэн мөнгөний хандлагын суурь таамаглалыг сулруулсан. Үнэ богино хугацаандаа өөрчлөгдөггүй гэсэн таамаглалын нөлөөгөөр валютын ханш нь эдийн засгийн суурь үзүүлэлтийн өөрчлөлтөөс шалтгаалан урт хугацааны тэнцвэрт түвшнээс хэт хазайж, урт хугацааны тэнцвэрт түвшин рүү алгуур буцдаг.

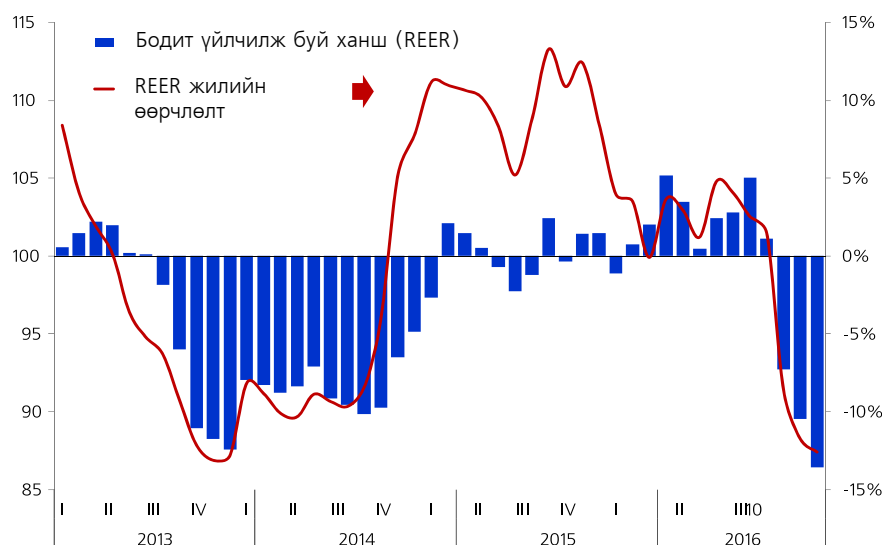
Валютын ханшийг загварчлах хоёрдахь хандлага нь багцын балансын загвар (portfolio balance model) юм (Branson болон Henderson, 1985). Энэ хандлагын мөнгөний загвараас ялгагдах гол онцлог нь дотоод болон гадаад бондууд харилцан төгс орлохгүй гэж таамагласан явдал юм. Тус загварын хувьд хөрөнгө оруулагчид дотоод, гадаад бондын багцыг оптимизацад суурилан тодорхойлдог бөгөөд дотоод бондыг гадаад бондоор солих эсэх нь хөрөнгө оруулагчийн эрсдэлд хандах хандлага, бондуудын өгөөжийн хэлбэлзэл, бондуудын өгөөж ижил чиглэлд өөрчлөгддөг эсэхээс хамаардаг. Үүний үр дүнд хүүний тэнцвэрийн UIP нөхцөлд валютын эрсдэлийн нэмэгдэл нэмэгдэж орж ирдэг. Ингэснээр валютын ханш нь зөвхөн мөнгөний эрэлт, нийлүүлэлтээр бус, мөн бүх дотоод, гадаад хөрөнгийн эрэлт, нийлүүлэлтээр тодорхойлогддог.

Валютын ханшийн загварчлалын гуравдахь хандлага нь 1980-иад онд анх гарч ирж хөгжсөөр шинэ нээлттэй макро эдийн засаг (NOEM)-ийн онол, загварчлалд тусгалаа олсон. Энэ хандлагын хувьд валютын ханшид нөлөөлөгч хүчин зүйлсийг микро суурьтай, нэрлэсэн хөшүүн байдалтай, төгс

бус өрсөлдөөнтэй динамик ерөнхий тэнцвэрийн загваруудад суурилан тодорхойлдог. Энэ төрлийн эхний загварууд нь ерөнхий тэнцвэрийн загварууд бөгөөд олон төрлийн бүтээгдэхүүн худалдаалдаг, үнийн уян хатан байдал хангагддаг, нэг орны бодит шокууд нөгөө оронд нөлөөлөх боломжтой гэж таамагладаг. Харин Obstfeld болон Rogoff (1995)-ын судалгаанд суурилсан сүүлийн үеийн NOEM загварууд нь микро эдийн засагт бүрэн суурилдаг бөгөөд тэгшитгэл бүрийн аналитик үндэслэлийг дэлгэрэнгүй тайлбарладаг. Эмпирик үр дүнгүүд нь макро эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд валютын ханшийн богино хугацааны хэлбэлзэлийг тайлбарлахаас илүүтэй урт хугацааны ерөнхий хандлагыг тодорхойлоход туслахыг харуулдаг (Wang, 2008).

Худалдан авах чадварын тэнцэл эсвэл Баласса-Самуэлсоны таамаглалын загварууд нь валютын ханш хэт чанга үнэлэгдсэн эсвэл хэт сул үнэлэгдсэн байгааг тодорхойлох анхны санааг гаргаж ирсэн. Энэхүү санаан дээр суурилан судлаачид урт хугацааны тогтвортой хамааралд суурилан эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдээр тодорхойлогдох 'валютын тэнцвэрт' ханшийг тооцож, түүнээс зөрөх зөрүү буюу валютын ханшийн гажуудал (misalignment)-ыг тооцох болсон. Валютын ханш удаан хугацаанд хэт чанга үнэлэгдэх (бодит ханш тэнцвэрт түвшнээс өндөр үнэлэгдсэн) нь ирээдүйн валютын ханшийн хямрал буюу хүчтэй сулралтыг дагуулж байгааг олон тооны судалгаа харуулсан байдаг. Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах бодит ханш, түүний жилийн өөрчлөлтийг (Зураг 3)-т харуулав.

Зураг 3. Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах бодит ханш (REER)-ийн өөрчлөлт



Эх сурвалж: Монголбанк

Эндээс харахад гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт буурч, улсын төсөв, төлбөрийн тэнцлийн алдагдалтай явж ирсэн жилүүд болох 2014 оны 3 дугаар улирлаас 2016 оны 2 дугаар улирлын хооронд төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханш чангарч байсан байна. Энэ нь төгрөгийн бодит ханш эдийн засгийн суурь нөхцөлүүдтэй нийцгүй буюу хэт чанга үнэлэгдэж ирсэн байж болохыг илтгэж байна. Бодит ханш хэт чанга үнэлэгдэж ирсэн нь гадаад худалдаанд хийгдэх шаардлагатай тохируулга хойшлох зэрэг сувгаар төгрөгийн гадаад валюттай харьцах нэрлэсэн ханшийн сулрах дарамтыг нэмэгдүүлж иржээ. Энэхүү сулрах дарамт нь гадаад валютын интервенцийг бууруулсан үеэс буюу 2016 оны 3 дугаар улирлаас илэрсэн гэж үзэж болохоор байна. Учир нь энэ үеэс төгрөгийн бодит ханш суларсан байна.

3.2.2 Валютын ханшийн тусгаарлагдсан оньсого (disconnect puzzle)

Макро эдийн засгийн загваруудын санал болгож буй эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд валютын ханшийг тодорхойлно гэсэн үр дүн нь эмпирик судалгаагаар амжилттай нотлогдохгүй байх тохиолдол цөөнгүй бий. Meese болон Rogoff (1983) нар валютын ханш нь эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдээс хамаарахгүй байгааг анх онцолсон. Тэд эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд болох худалдааны тэнцэл, мөнгөний нийлүүлэлт, үндэсний орлого болон бусад чухал үзүүлэлтүүд нь инфляцийн түвшин ойролцоо орнуудын хоорондох валютын ханшийг төсөөлөхөд нөлөөгүй болохыг харуулсан. Obstfeld болон Rogoff (2000) нар валютын ханш болон макро эдийн засгийн хувьсагчдын хооронд маш сул хамааралтай болохыг харуулж, үүнийг "валютын ханшийн тусгаарлагдсан оньсого" гэж нэрлэсэн.

Валютын ханшийн тусгаарлагдсан оньсогын талаар хэд хэдэн тайлбар бий. *Эхний тайлбар* нь валютын ханш болон макро эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн хоорондын хамаарлыг тодорхойлох загварын коэффициентод төвлөрдөг. Эдгээр коэффициентийн үнэлгээ нь түүхэн өгөгдөл дээр суурилдаг, гэхдээ эдгээр коэффициентийг цаг хугацаанд тогтмол (шинэ өгөгдлөөс хамаарч цаг хугацаанд өөрчлөгдөж боломжтой хэдий ч) гэж таамаглах нь алдаатай дүгнэлтэд хүргэх буюу суурь үзүүлэлтүүд валютын ханшийг тайлбарлаж чадахгүйд хүргэж байж болзошгүй гэж үздэг. Валютын ханшийн бүтцийн загварын тайлбарлах чадвар муу байгаа нь үнэлэгдсэн тэгшитгэлийн параметрууд нь цаг хугацаанд тогтворгүй байгаатай холбоотой байж болно. Sarno болон Taylor (2002) коэффициентийн тогтворгүй

байдал нь бодлогын төлөвийн өөрчлөлт эсвэл харилцан ялгаатай агентууд макро эдийн засгийн нөхцөл байдлаас хамаарч цаг хугацааны туршид ялгаатай хариу үйлдэл үзүүлдэгтэй холбоотойг тайлбарласан. Иймд цаг хугацаанд хувьсах параметртэй загварыг сүүлийн үед эмпирик шинжилгээнд ашиглах болсон.

Хоёрдахь тайлбар нь валютын ханш болон эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн хооронд шугаман хамаарал оршихгүй гэдэгт төвлөрдөг. Валютын ханш болон эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн хоорондын хамаарлыг шугаман бусаар загварчлах нь ханшийг макро суурь үзүүлэлтүүдээр тайлбарлах чадварыг сайжруулах боломжтойг зарим судалгаа Taylor болон Peel (2000) харуулсан.

Гуравдахь тайлбар нь стандарт валютын ханшийн загваруудын үндсэн таамаглалууд бодит байдалд нийцгүй байх явдал юм. Хоёр үндсэн таамаглал нь UIP болон PPP юм. Эмпирик судалгаа Taylor болон Taylor (2004) нь худалдан авах чадварын тэнцэл богино болон дунд хугацаанд хангагддаггүй, харин маш урт хугацаа (100-аас дээш жилийн өгөгдөл ашигласан)-нд хангагдаж болохыг харуулдаг. Ижил үр дүн UIP нөхцөлийн хувьд гардаг. Тухайлбал, богино хугацаанд хүүний зөрүү нь ирээдүйн валютын ханшийн өөрчлөлтийг тайлбарлах гол хүчин зүйл гэсэн таамаглал эмпирик судалгаагаар няцаагддаг. Харин урт хугацааны шинжилгээний хувьд тус таамаглалтай нийцтэй эмпирик үр дүнгүүд гардаг. Түүнчлэн төв банкууд бодлогын хүүг тогтоохдоо валютын ханшийн өөрчлөлтийг харгалздаг. Иймд загварт мөнгөний бодлогын хариу үйлдлийн функцийг оруулах нь суурь үзүүлэлтүүдийн валютын ханшийг тайлбарлах байдал сайжирдаг байна.

Сүүлийн тайлбар нь валютын ханш эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдтэй харьцуулахад илүү өндөр хэлбэлзэлтэй байдаг явдал юм (Flood болон Rose, 1995). Энэхүү хэт өндөр хэлбэлзэл нь макро суурь хүчин зүйлсэд суурилсан валютын ханшийн загвар нь нэрлэсэн валютын ханшийг амжилттай тайлбарлах эсвэл таамаглах боломжгүйг, мөн эдгээр стандарт загварт чухал хувьсагчид орхигдсон болохыг илэрхийлнэ. Энэхүү өндөр хэлбэлзлийг тайлбарлах талаар олон судалгаа хийгдсэн бөгөөд түүвэрлэгдээгүй ханшид нөлөөлөх макро эдийн засгийн шок, зах зээлд оролцогчдыг рациональ бус байдал, спекулятив хөөсрөлт болон нэгнээ дагасан үйл хөдлөл (herding behavior) зэрэг нь боломжит тайлбарт ордог. Эдгээр тайлбарыг дараах хэсгүүдэд дэлгэрүүлэн авч үзэв.

3.3 ГАДААД ШОК: ТҮҮХИЙ ЭДИЙН ҮНИЙН УНАЛТ⁶

Түүхий эдийн үнийн уналт нь нэг талаас экспортын үнийн бууруулах буюу худалдааны нөхцөлд шууд нөлөөлөх тул худалдан авах чадварын онол ёсоор валютын ханшид нөлөөлнө. Нөгөө талаас түүхий эдийн үнийн уналт нь нэгэн төрлийн гадаад хүчтэй шок тул ханшийн өндөр хэлбэлзлийг тайлбарлах боломжтой юм.

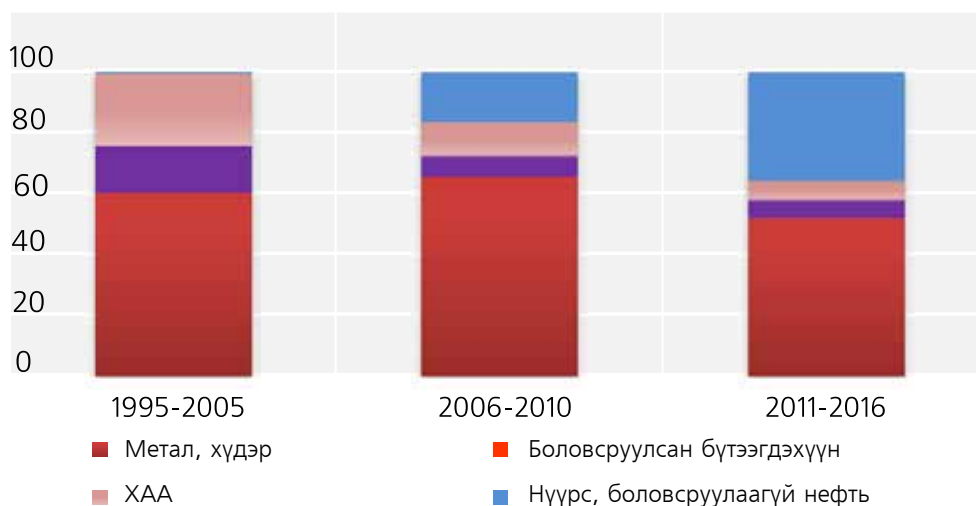
Сүүлийн үеийн түүхий эдийн үнийн хөөсрөлт нь Монгол зэрэг орнуудын уул уурхайн үйлдвэрлэл, экспортоос хамааралтай байдлыг улам нэмэгдүүлсэн. Дэлхийн зах зээлийн хүү бага байснаас их хэмжээний хөрөнгө оруулалт нь эдгээр улсуудын уул уурхайн бүтээгдэхүүний үйлдвэрлэл, олборлолтын салбарт хийгдсэн нь эрчим хүч, барилга болон тээврийн салбарыг тэлсэн.

Монголын нийт экспортод түүхий эдийн экспортын эзлэх хувь 1995-2005 онд 84% байсан бол 2011-2016 онд 93.8% болж нэмэгдсэн байна. Түүхий эдийн экспорт дотроо хөдөө аж ахуйн бүтээгдэхүүний эзлэх хувийн жин буурч, харин

металл, хүдэр, нүүрс болон боловсруулаагүй нефтийн экспортын эзлэх хувийн жин нэмэгдсэн.

Манай улс хөгжиж буй орнуудын хөгжлийн ерөнхий загварыг хангалттай сайн дагаагүй. Азид боловсруулах салбарын нийт үйлдвэрлэлд эзлэх хувь түүхий эдийн бүтээгдэхүүний мөчлөгөөс үл хамааран алгуур нэмэгдэж байна. Манай орны хувьд нэмүү өртөг шингээх боломж хязгаарлагдмал байгаагаас түүхий эдийн экспорт нь анхдагч бүтээгдэхүүн хэвээр байна. Байгалийн баялаг нь нөхөн сэргээгдэхгүй нөөц тул нэмүү өртөг шингээсэн, боловсруулах салбар хөгжихгүй байгаа нь тогтвортой хөгжилд хүрч чадахгүй байх эрсдэлийг бий болгож байна. Эдийн засгийн төрөлжилт сул байгаа нь эдийн засгийн өсөлтийн суурийг тэлэх, ажил эрхлэлтийг дэмжин иргэдийн амьжиргааны чадавхыг сайжруулахад хүндрэл учруулж байна. Иймд эдийн засгийн шилжилт нь эдийн засгийн төрөлжилт, экспортын бүтээгдэхүүний өрсөлдөх чадвар, бүтээмжийн өсөлт, технологийн дэвшил болон хүмүүн капиталыг сайжруулахад (боловсрол, ажил эрхлэлт, эрүүл мэнд)-д суурилах шаардлагатай байна.

Зураг 4. Нийт экспортод түүхий эдийн экспортын эзлэх хувь



Эх сурвалж: УСХ

Түүхий эдийн үнэ нь хэлбэлзэл өндөртэй, таамаглахад туйлын хүндрэлтэй. Олон орны туршлагаас харахад түүхий эдийн үнийн хэлбэлзэлтэй үед засгийн газар эдийн засгийн өсөлтийг тогтвортой хангах макро эдийн засгийн тогтолцоо бүрдүүлэхэд хүндрэлтэй байдаг.

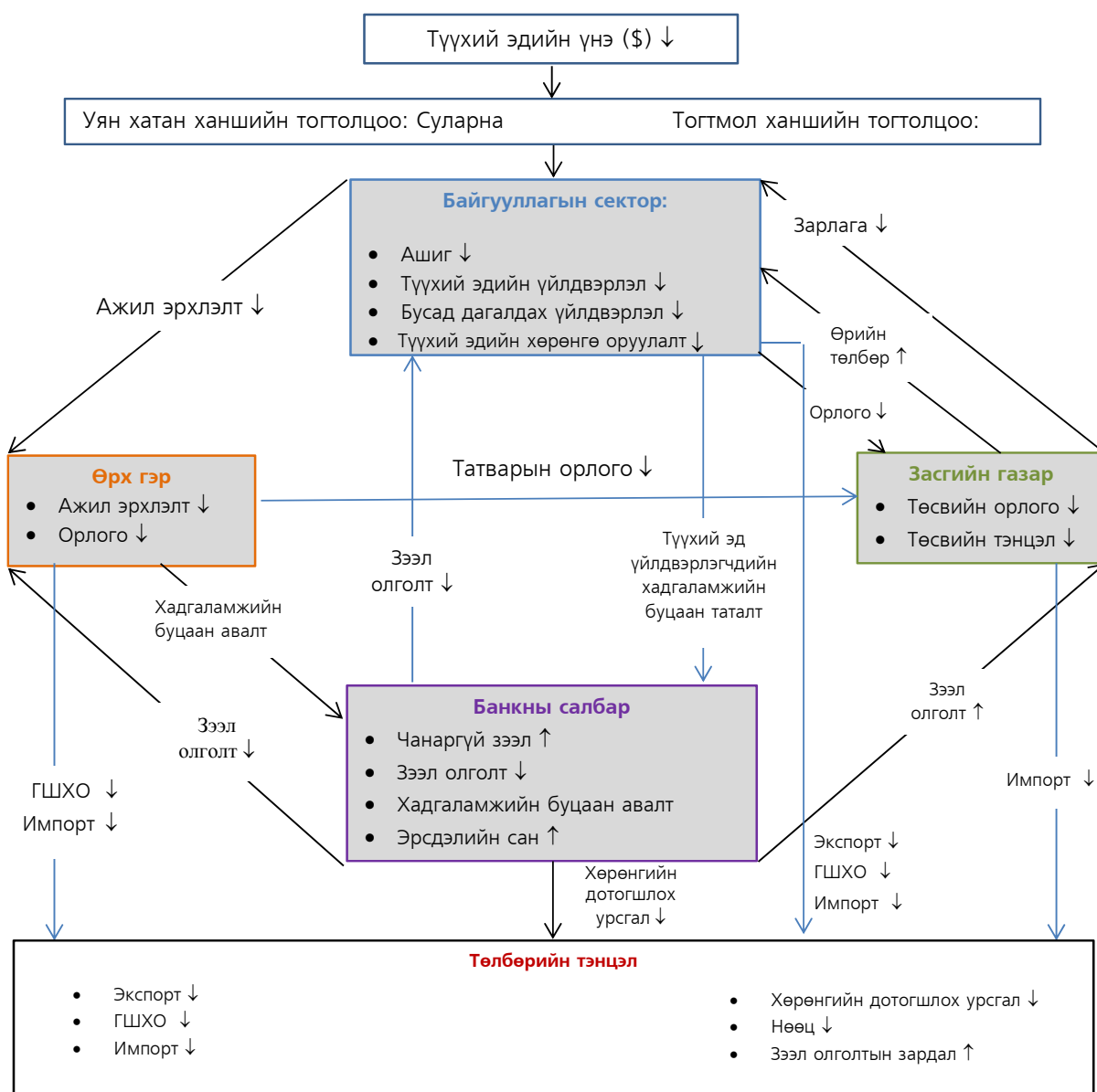
Иймд эдийн засгийн төрөлжилтийг хэрхэн амжилттай хийх нь дунд, урт хугацааны сорилт болж байна. Харин богино хугацаанд бодлого боловсруулагчдын өмнөх том сорилт нь түүхий эдийн үнэ бага орчинд бодлогын тохируулгыг хохирол багатай хэрэгжүүлэх явдал болоод байна.

⁶ Энэ хэсгийг боловсруулахад Д.Ган-Очир, (2017) 'Түүхий эдийн үнийн уналт: Шилжих механизм, бодлогын асуудлууд', https://mongolbank.mn/documents/sudalgaa/20170109_article.pdf ажлыг ашиглав.

Түүхий эдийн үнийн уналтын эдийн засагт нөлөөлөх сувгууд. Манай орны хувьд экспортын гол түүхий эдийн үнийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг Л.Даваажаргал (2014) тэмдэгийн хязгаарлалттай бүтцийн вектор авторегрессив загвар (SR-SVAR) ашиглан судалсан. Тэрээр экспортын үнийн эерэг шок нь төсвийн мөчлөг дагасан бодлогоор дамжин инфляцийг нэмэгдүүлж, бодлогын хүү өндөр байх гол шалтгаан болж байгааг харуулсан. Тухайлбал, экспортын үнийн шок хэрэглээний барааны үнийн хэлбэлзлийн 50 орчим хувийг тайлбарлаж байгааг онцолсон. Одоогоор хийгдээд байгаа тус

судалгаа нь түүхий эдийн үнийн өөрчлөлтийн төсвөөр дамжин инфляцид үзүүлэх нөлөөнд түлхүү анхаарсан бөгөөд бусад сувгуудаар дамжин макро эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг авч үзээгүй. Түүхий эдийн үнийн уналт нь ерөнхийдөө эдийн засгийн бүх секторууд (Корпораци, өрх гэр, засгийн газар болон банкны салбар)-д (Зураг 5)-д харуулсан олон сувгаар нөлөөлдөг. Макро эдийн засаг, төсөв, мөнгө, валютын ханш болон банкны зээлийн сувгуудыг дараах хэсэгт дэлгэрэнгүй авч үзлээ.

Зураг 5. Түүхий эдийн үнийн уналтын шилжих суваг



¹Төсвийн орлого буурснаар засгийн газар зардалаа бууруулна гэж таамагласан.
Эх сурвалж: Christensen (2016).

Макро эдийн засгийн суваг. Экспорт, хөрөнгө оруулалт болон үйлдвэрлэлийн бууралт нь аж ахуйн нэгжүүд болон өрхүүдэд тэр даруй нөлөөлдөг. Худалдааны нөхцөлийн шок нь бодит болон потенциал үйлдвэрлэлд байнгын нөлөө үзүүлдэг. Тогтмол валютын ханшийн дэглэмтэй орнуудад эдийн засгийн уналт нь илүү хүчтэй байдаг. Учир нь валютын ханшийн өөрчлөлт нь цэвэр экспорт зохицуулалт хийхэд нөлөө үзүүлж чаддаггүй тул үйлдвэрлэл илүү ихээр буурдаг. Түүнчлэн санхүүгийн гүнзгийрэлт муутай орнуудад санхүүгийн хязгаарлалт нь эдийн засгийн үйл ажиллагааг хумьдаг тул эдийн засгийн уналт хүчтэй ажиглагддаг. Түүхий эдийн салбар, түүнд түшиглэдэг бусад салбарууд дахь гадаадын хөрөнгө оруулалт буурдаг. Иймд эдийн засгийн үйл ажиллагаа нь потенциал түвшнээс бага байхад хүрдэг. Түүхий эдийн үнэ болон үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн уналтын дараа инфляцийг хяналтанд байлгах нь өсөлтийг тогтвортой хадгалах гол түлхүүр юм. Энэ үе дэх мөнгө, төсвийн бодлогын тэлэлт нь эдийн засгийн өсөлтийг дэмжихээс илүүтэй өндөр инфляцид хүргэдэг байна (IMF, 2015a). Харин нийлүүлэлтийн талын хязгаарлалтуудыг арилгахад чиглэсэн бүтцийн реформуудыг хэрэгжүүлэх нь илүү үр дүнтэй гэж үздэг. Хятадын эдийн засгийн өсөлтийн сааралт, дотоод эрэлтээ нэмэгдүүлэхэд чиглэсэн шинэчлэл нь түүхий эдийн уналтад нөлөөлөхөөс гадна, түүхий эд экспортлогч Монгол зэрэг орнуудаас авах эрэлт буурахад нөлөөлж байна.

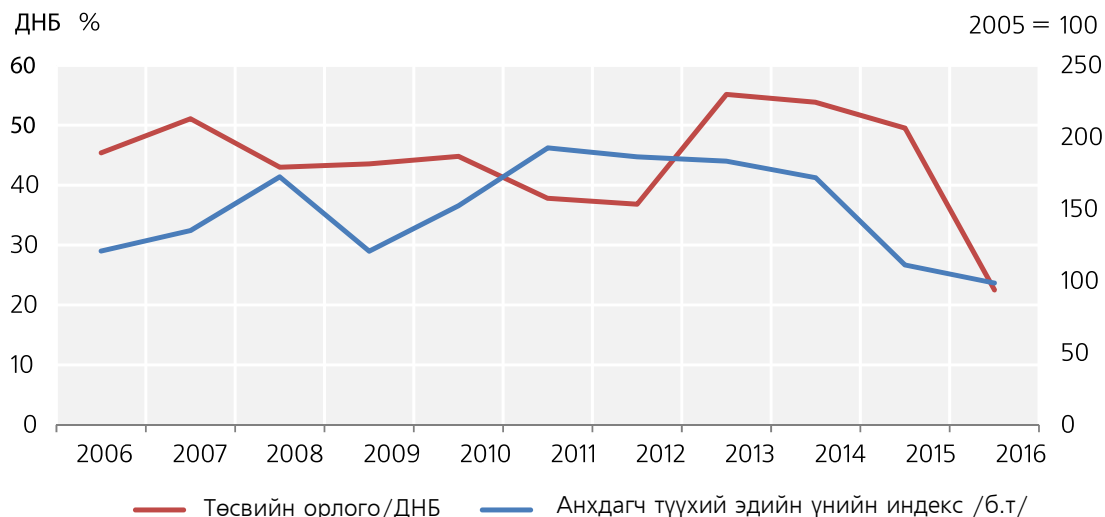
Төсвөөр дамжих суваг. Төсвийн бодлого нь түүхий эдийн үнийн хэлбэлзлийн сөрөг нөлөөг бууруулахад чухал үүрэг гүйцэтгэдэг. Эмпирик судалгаа (Husain, et al., 2008)-ны үр дүнгээс харахад түүхий эдийн үнийн шокийн ДНБ-ий өсөлтөд үзүүлэх нөлөө нь голлон төсвийн сувгаар дамждаг байна. Ялангуяа, түүхий эдийн үйлдвэрлэл, экспортоос орж ирэх төсвийн орлого буурснаас төсвийн зардал буурахад хүрдэг. Уул уурхайгаас хамааралтай орнуудад төсвийн бодлого нь түүхий эдийн үнийн мөчлөгийн эдийн засгийн өсөлтөд үзүүлэх нөлөөллийг нэмэгдүүлдэг буюу мөчлөгийн өрнөлийн үед төсвийн зардлаа нэмж, харин уналтын үед төсвийн зардлаа танах байдал ажиглагддаг (IMF, 2015b). Түүнчлэн засгийн газрууд богино хугацаанд хөрөнгө оруулалтын

хөтөлбөрүүдээ бууруулах нь эргээд төсвийн орлогыг бууруулж хүнд байдалд оруулдаг байна. Төсвийн зардлаа танахгүй тохиолдолд төсвийн алдагдал нэмэгдэнэ. Төсвийн өндөр алдагдал нь өрөөр, ялангуяа олон улсын зах зээл дээр бонд гаргах замаар санхүүжиж байна. Харин Катар улсын хувьд 2022 оны Дэлхийн хөл бөмбөгийн аварга шалгаруулах тэмцээний бэлтгэл хангах үүднээс дэд бүтцийн зардлуудаа танаагүй (Sommer, et al., 2016).

Энэхүү мөчлөг дагасан төсвийн бодлогоос зайлсхийх үүднээс улс орнууд төсвийн дүрмийг танилцуулж хэрэгжүүлдэг. Тухайлбал, Чили улс төсвийн дүрмийг хэрэгжүүлснээр мөчлөг дагасан төсвийн гажилт буурч, төсвийн бодлогод итгэх олон нийтийн итгэл нэмэгдсэн гэж үздэг. Индонез улсын хувьд төсвийн дүрэмд заасан алдагдлын дээд хязгаартай нийцтэй байхаар засгийн газрын зардлын хэмжээгээ бууруулсан байна. Эдгээр улсууд эдийн засгийг төрөлжүүлэх замаар эдийн засгийн өсөлтийн шинэ боломжийг бий болгох бодлогын реформ хийж байна. Харин манай орны хувьд төсвийн дүрэмд заасан төсвийн алдагдлын хэмжээг сүүлийн жилүүдэд зөрчиж, хуулийн заалтыг түр хугацаанд мөрдөхгүй болсон нь төсвийн дунд хугацааны тогтвортой байдлын эрсдэлийг хуримтлуулж байна.

Түүхий эдийн үнийн уналтыг даган төсвийн орлого үлэмж хэмжээгээр буурдаг. Манай орны хувьд энэ хамаарал 2013 оноос хойш хүчтэй ажиглагдсан (Зураг 6). Төсвийн орлогын уналтыг даган ихэнх түүхий эд экспортлогч орнууд төсвийн зардлаа хумьдаг. Үүнээс үүдэн хөрөнгө оруулалтын зардлаа танаснаас орлого, ажил эрхлэлт буурдаг. Төсвийн үржүүлэгчийн тооцоогоор газрын тосны үнэ 10 ам.доллараар байнга буурах нь бодит ДНБ-ий өсөлтийг ойрх дорнодын бүсийн хувьд 0.5 нэгж хувиар, Төв Азийн бүсийн хувьд 0.25 нэгж хувиар бууруулдаг байна (Sommer, et al., 2016). Харин Ботсвана зэрэг орнууд үнийн өсөлттэй үед санхүүгийн тогтворжилтын сан хөрөнгө бий болгосноор мөчлөг сөрсөн төсвийн бодлогыг санхүүжүүлэх эх үүсвэртэй байсан. Гэхдээ түүхий эдийн үнийн уналт нь удаан үргэлжилж байгаа тул нэмэлт зохицуулалтыг бүх оронд хийх шаардлагыг бий болгож байна.

Зураг 6. Төсвийн орлого болон түүхий эдийн үнэ

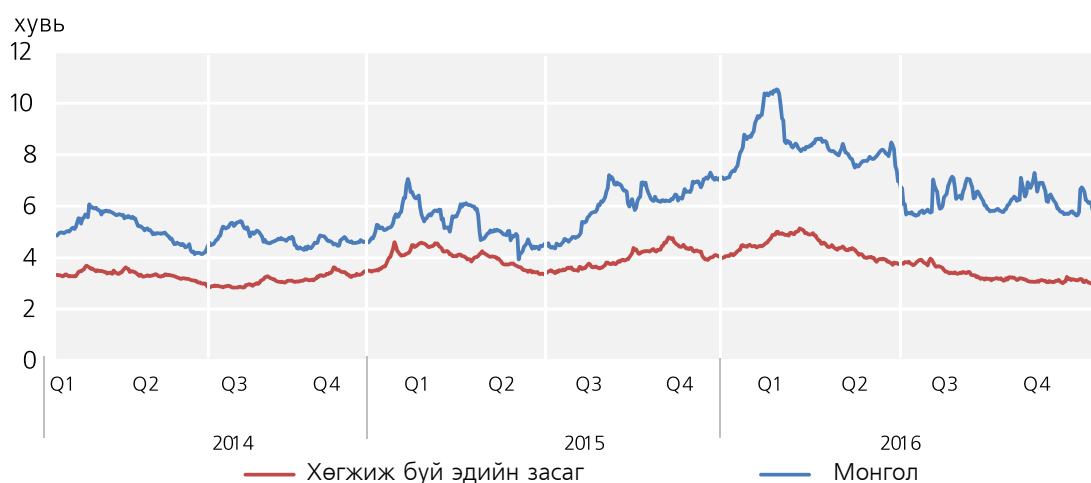


Эх сурвалж: Сангийн яам, Дэлхийн банк

Өсөн нэмэгдэж буй төсвийн алдагдалыг засгийн газрын өрөөр санхүүжүүлнэ. Түүхий эдийн үнэ унах нь түүхий эдийн салбараас хамаарал өндөртэй орнуудын бондын хүү өсөхөд хүргэж, төсөвт нь нэмэлт хүндрэлийг бий болгодог (Зураг 7). Олон улсын зах зээлд гаргасан бонд нь ихэнхдээ ам.доллараар илэрхийлэгдсэн байдаг тул түүхий эдийн үнийн уналтыг даган үндэсний

мөнгөн тэмдэгтийн ханш суларснаар гадаад өрийн үндэсний валютаар илэрхийлэгдэх дүн өсөж, хүүний төлбөрийн улсын төсөв дэх зардал, улмаар алдагдлыг нэмэгдүүлэхийн зэрэгцээ гадаад өрийн эргэн төлөлтөд хүндрэл учруулдаг. Энэ байдал Гана, Замби орнуудтай адилаар манай орны хувьд ч ажиглагдаж байна.

Зураг 7. Хөгжиж буй улсууд болон Монгол улсын гадаад бондын хүүний зөрүү



Эх сурвалж: Блүмберг

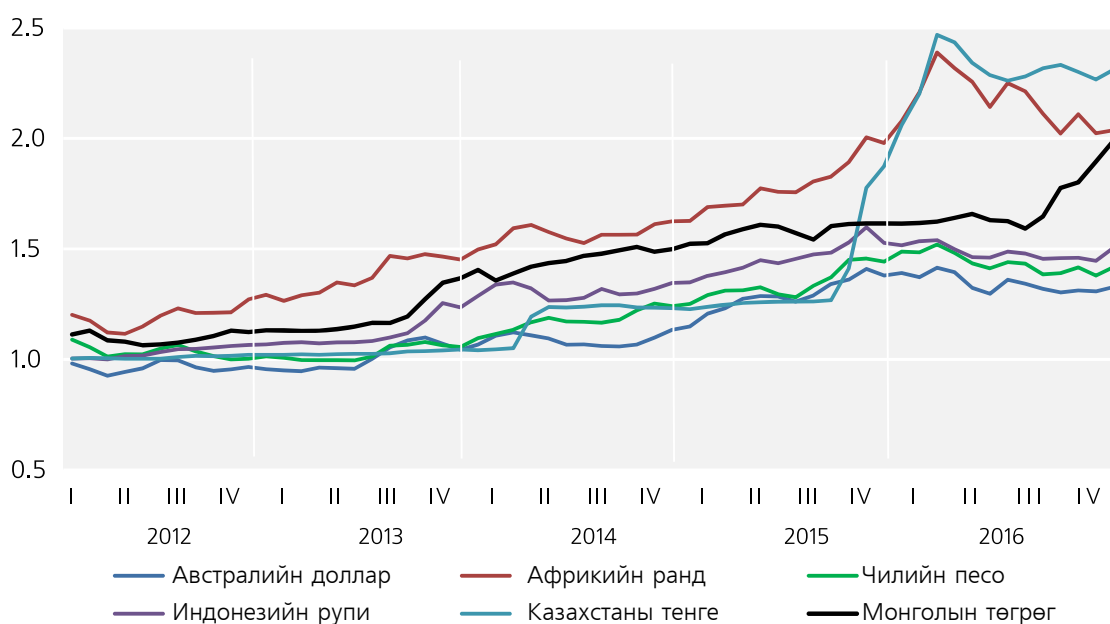
Түүхий эдийн үнийн уналтаас үүдэлтэй үндэсний валютын ханшийн сулралт нь түүхий эдийн бус салбар дахь гадаадын валютын өртэй боловч гадаад валютын орлогогүй компаниудад хүнд цохилт болдог. Энэ нөхцөл байдалд, орлого, зарлага дахь мөнгөн тэмдэгтийн зөрүүтэй байдлаас үүсэх ханшийн эрсдэлийг хязгаарлахад чиглэсэн макро зохистой бодлогын арга хэмжээг хэрэгжүүлэх шаардлагатай.

Мөнгөний болон ханшийн бодлогоор дамжих суваг. Хэрэв боломжтой тохиолдолд, валютын ханш нь түүхий эдийн үнийн өөрчлөлтийг шингээх үндсэн чухал суваг юм. Түүхий эдийн үнийн уналттай үед уур уурхайн салбараас өндөр хамааралтай орнууд валютын ханшийн дэглэмийн хувьд харилцан ялгаатай байр суурь баримталсан. Тухайлбал, ойрх дорнодын орнууд ханшийн тогтмол дэглэмийг үргэлжлүүлэн баримталсан бол Төв Азийн орнууд хөвөгч ханшийн дэглэм рүү

шилжсэн.

Түүхий эдийн үнэ бага түвшин рүү шилжихэд шаардлагатай зохицуулалт нь валютын ханшийг тогтвортой барьдаг эсвэл ханшийн бага хэмжээний сулралтыг зөвшөөрдөг орнууд (Алжир, Ангол, Нигер)-д маш хүндрэлтэй байдаг. Ханшийг тогтмол барьдаг орнуудад гадаад валютын нөөц маш их хэмжээгээр буурдаг бөгөөд засгийн газар нь төв банкнаас их хэмжээний санхүүжилт авдаг. Ангол болон Нигер улсууд валютын захад албан болон албан бусаар захиргааны хязгаарлалтууд тавьсан нь албан ханш болон бусад ханшуудын хоорондын зөрүү үлэмж хэмжээгээр нэмэгдэхэд хүргэсэн. Нигерт гадаад валютын хомсдол нь зайлшгүй шаардлагатай импортын хэмжээг бууруулж, өсөлтийг сааруулснаар хувийн секторын үйл ажиллагааны идэвхжилд сөргөөр нөлөөлсөн (World Bank, 2016).

Зураг 8. Байгалийн баялагтай орнуудын валютын нэрлэсэн ханшийн индекс



Эх сурвалж: Монголбанк, Блүмберг

Харин түүхий эд экспортлогч, хөвөгч валютын ханшийн дэглэмтэй орнууд (Гана, Өмнөд Африк болон Замби)-д түүхий эдийн үнийн уналт, хөрөнгийн дотогшлох урсгалын бууралт нь үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн сулралтыг бий болгосон. Төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийг бусад түүхий эд экспортлогч орнуудын ханштай харьцуулан (Зураг 8)-д харуулав. Уламжлалт бус экспортын салбарыг дэмжихэд цаг хугацаа шаарддаг тул богино хугацаанд гадаад тэнцвэрийг хангах зохицуулалт нь экспортыг нэмэгдүүлэхээс илүүтэй импортыг бууруулахад

чиглэдэг (De Gregoria, 2016). Иймд үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн сулралт нь түүхий эдийн үнийн уналтын шокиг өөртөө шингээж, бодит үйлдвэрлэл болон ажил эрхлэлт дэх сөрөг нөлөөг бууруулахад тусалдаг.

Түүхий эд экспортлогч орнууд түүхий эдийн үнэ унасны дараагаар ерөнхийдөө бодлогын хүүгээ нэмэгдүүлсэн. Мөнгөний хатуу бодлого, засгийн газрын өндөр дүнтэй бонд гаргалт нь хувийн секторын санхүүжилтийн зардлыг нэмэгдүүлсэн. Улмаар ихэнх улсад хувийн секторт олгох зээлийн хэмжээ нь буурч, хувийн секторын

үйл ажиллагааны идэвхжлийг хязгаарласан.

Ихэнх түүхий эд экспортлогч орнуудад худалдааны нөхцөл муудахад авч хэрэгжүүлсэн мөнгөний бодлого нь инфляцийг хязгаарлах, үндэсний мөнгөн тэмдэгт хэт сулрахаас хамгаалахад чиглэсэн. Төсвийн бодлогын хүчтэй хариу арга хэмжээ давхар авахгүй тохиолдолд мөнгөний бодлого үр дүнтэй байхад хүндрэлтэй байв. Түүхий эдийн үнийн уналттай үед зарим орнуудад төсвийн давамгайлал (fiscal dominance)-ын эрсдэл нэмэгдсэн. Төсвийн давамгайлал өндөр орнуудад төв банкны бие даасан байдал алдагддаг буюу Засгийн газар нь төсөвт ирэх зардлын дарамтаас үүдэн бодлогын хүүг өсгөхийг эсэргүүцдэг. Түүнчлэн төсвийн давамгайлал нь хувийн секторын зээлийг шахан гаргадаг. Иймд худалдааны нөхцөлийн шокын үед төсөв, мөнгөний бодлогын хоорондын балансыг олох нь мөнгөний бодлогын үр нөлөөг сайжруулахад чухал үүрэгтэй.

Банкны зээлээр дамжих суваг. Түүхий эдээс хамааралтай орнуудын хувьд *банкны зээлийн сувгаар* дамжих нөлөө нь банкны салбарын системийн эрсдэлийг бий болгодог. Түүхий эдийн үнийн өсөлтийн мөчлөгийн үед банкуудын зээл өндөр хувиар өсдөг бөгөөд банкууд зээл авах чадамж муутай зээлдэгчид хүртэл зээлийн нөхцөл, шаардлагаа сулруулан зээл ихээр олгох хандлагатай байдаг. Түүхий эдийн үнийн өсөлтөөс шалтгаалсан үндэсний валютын ханшийн чангаралт нь ихэнхдээ улс орны эрсдэлийн нэмэгдэл үнэ бага байх, банкууд гадаад зах зээлээс санхүүжилт авахад хялбар байх үетэй давхцдаг. Энэ нь банкууд өрхүүд болон компаниуд (ялангуяа гадаад валютын өр зээлтэй)-ыг эрсдэл багатай гэж харахад хүргэдэг. Энэ нь зээлийн өсөлт, банкны зээлийн мөчлөг дагалтыг нэмэгдүүлдэг. Үүнийг *ханшийн чангаралтын эрсдэл даллах суваг* гэж нэрлэдэг (Hofmann, et al., 2016). Энэ үед гадаад валютаар илэрхийлэгдсэн зээл хурдтай өсдөг.

Зээлийн хэт өндөр өсөлттэй холбоотойгоор санхүүгийн салбарын тогтвортой байдал алдагдаж эхэлдэг. Зээлдэгчдийн асуудал нь түүхий эдийн үнэ унах болон хөрөнгийн гадагшлах урсгалтай үед дотоодын болон бүс нутгийн банкны салбарт домино нөлөө үзүүлдэг. Хэрэв түүхий эдийн үнийн өсөлтөөс бий болсон хөрөнгө дотоодын банкуудад хадгалагдсан бол, түүхий эдийн үнэ унах үед банкны салбараас депозит их хэмжээгээр гардаг. Ялангуяа энэ нөлөө нь засаглал султай, улсын өр нь өндөр, санхүүгийн салбар нь сул хөгжилтэй орнуудад тод ажиглагддаг (Kinda, et al., 2016).

Түүхий эдийн үнэ унах үед ихэнх орнууд (Ангол, Чад, Габон) мөнгөний хатуу бодлого хэрэгжүүлж, засгийн газар илүү идэвхтэй

дотоод санхүүжилт эрж хайх болсон нь банкны системийн засгийн газраас хамаарах байдлыг улам нэмэгдүүлсэн. Түүхий эдийн үнийн уналт нь хувийн компаниудын үйл ажиллагаа доголдох, чанаргүй зээл нэмэгдэхэд хүргэсэн. Зарим улсууд хадгаламжийн даатгалын тогтолцоог нэвтрүүлж, Базел II стандартыг банкуудаар мөрдүүлсэн.

Энэ орчинд банкны салбарт өсөн нэмэгдэж буй хөрвөх чадварын, зээлийн болон валютын ханшийн эрсдэлийг бууруулахад бодлогын арга хэмжээ чиглэх шаардлагатай. Төсөв, мөнгөний бодлогын үйл ажиллагааны нийцтэй байдал нь банкны салбарт эх үүсвэрийн дутагдал бий болж, газар авахаас сэргийлэхэд чиглэх нь чухал юм. Төв банкууд банкны салбарын мөнгөн хөрөнгийн урсгалын төсөөллөө сайжруулж, шаардлагатай тохиолдолд эх үүсвэр нийлүүлэх тогтолцоог бүрдүүлэх, нээлттэй позицитайн хязгаарлалтуудыг сайтар хангуулах, зээлийн ангилал болон эрсдэлийн сан нь зохистой байгаа эсэхийг эргэн харах шаардлагатай. Зарим орнууд уламжлалт бус арга хэмжээг ч авсан байдаг. Тухайлбал, Азербайжан болон Казакстан улсууд нөөц сангаас арилжааны банкуудад хадгаламж байршуулах, банкуудын чанаргүй зээлийг худалдан авах арга хэмжээ авсан. Харин Туркменистан улс банкуудаар дамжуулж шууд зээлжүүлэлт хийсэн. Алжир болон Туркменистан улсууд банкуудын өөрийн хөрөнгийг дахин санхүүжүүлсэн (Sommer, et al., 2016).

Түүхий эдийн үнийн уналтын макро-санхүүгийн эрсдэл нь голдуу бодит сектороор дамждаг тул эдийн засгийн өсөлтийг дэмжих, гадаад өрийн болон төсвийн тогтвортой байдлыг хангахад чиглэсэн бодлого авч хэрэгжүүлэх нь санхүүгийн тогтвортой байдлыг хадгалахад чухал үүрэгтэй. Макро бодлогыг томъёолохдоо долларжсан банкны системд бий болж болзошгүй санхүүгийн тогтвортой байдлын эрсдэлүүдийг давхар тооцож байх нь чухал юм. Хяналт шалгалтыг сайжруулах, банкийг татан буулгах болон хямралын үеийн удирдлагын тогтолцоог бий болгох, банкуудын засаглалыг сайжруулахад чиглэсэн санхүүгийн салбарын реформ нь чухал юм. Стресс тестэд суурилсан санхүүгийн тогтвортой байдлын үнэлгээг богино давтамжтай, тогтмол хийх шаардлагатай. Түүнчлэн макро зохистой бодлогыг төсөв, мөнгөний бодлоготой уялдуулж хэрэгжүүлэх нь түүхий эдийн үнийн мөчлөгтэй холбоотой үнэ/валютын ханш/зээлийн өсөлтийн сөрөг нөлөөг бууруулах ач холбогдолтой (Masson, 2014; Callen, et al., 2015).

Түүхий эдийн үнийн уналт нь эдгээр олон сувгаар дамжин эдийн засагт нөлөөлснөөр төлбөрийн тэнцлийн хүндрэлд хүргэх буюу экспорт, импорт, ГШХО, багцын дотогшлох

урсгал бүгд буурна. Үүний зэрэгцээ гаднаас авах санхүүжилтийн зардал нэмэгдэж, гадаад валютын нөөц буурахад хүргэдэг. Энэ бүгд нь үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн гадаад валюттай харьцах ханшийг сулруулдаг.

3.4 ЭДИЙН ЗАСГИЙН МЭДЭЭ БОЛОН ХӨРӨНГИЙН ҮНЭЛГЭЭНИЙ ХАНДЛАГА

Валютын ханшийн тусгаарлагдсан оньсогыг харуулж буй эмпирик үр дүнд үндэслэн валютын ханш эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдээр тодорхойлогддоггүй гэсэн дүгнэлтэд шууд хүрэх нь учир дутагдалтай. Учир нь суурь үзүүлэлтүүд ханшийг тодорхойлж байгаа хэдий ч ханшийн таамаглал гаргахад туслахгүй байх олон шалтгаан байдаг.

Гадаад валют нь нэгэн төрлийн хөрөнгө болохын хувьд ханшийн хүлээлт нь валютын ханшийн өнөөгийн түвшинд нөлөөлөх тул тусгаарлагдсан оньсогыг тайлбарлах гол хүчин зүйл юм. Судлаачид эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн талаарх мэдээг валютын ханшид нөлөөлнө гэж судлах болсон. Энэхүү мэдээ нь зах зээлд оролцогчдын хүлээлтэд нөлөөлөх замаар гадаад валют авах эсвэл зарах шийдвэрт нөлөөлөх буюу зөвхөн богино хугацааны ханшийн өөрчлөлтөд нөлөөлдөг. Хэрэв дотоод эдийн засгийн төлөв сөрөг байх мэдээ гарах тохиолдолд хүмүүс гадаад валютыг илүүд үзэн худалдан авч, үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн гадаад валюттай харьцах ханш сулрахад хүрдэг.

Эдийн засагчид хүлээлтийг эдийн засгийн загварт оруулахдаа хөрөнгийн үнэлгээний хандлага (asset-pricing approach)-ыг ашигладаг. Урт хугацааны санхүүгийн хөрөнгийн хувьд үнийг тодорхойлох одоогийн өгөгдөл нь ирээдүйн хүчин зүйлсээс бага жин эзэлдэг. Жишээ нь хүмүүс үнэт цаас худалдан авахдаа сүүлийн ногдол ашгаас илүүтэй ирээдүйд хүлээгдэж буй ногдол ашиг, үнийн өөрчлөлтийн ашгийг илүүд үздэг. Хөрөнгийн үнийн загварт валютын ханш нь одоогийн суурь үзүүлэлтүүдээс гадна суурь үзүүлэлтүүд ирээдүйд ямар байх хүлээлтээр тодорхойлогддог. Ялангуяа одоогийн суурь үзүүлэлтүүд нь маш бага жин эзлэх буюу ханшийг таамаглахад чухал мэдээллийг өгөхгүй.

Зарим суурь үзүүлэлтүүд нь валютын ханшийг урт хугацааны түвшнээс түр хугацаанд хазайлгадаг. Цаг хугацааны туршид валютын ханш нь урт хугацааны түвшин рүү алгуур шилждэг. Энэхүү богино хугацааны хэлбэлзэл нь түүвэрлэгдээгүй суурь үзүүлэлтүүд (жишээ нь эрсдэлийн нэмэгдэл үнэ)-тэй холбоотой байж болно. Шинжээчид зарим суурь үзүүлэлтүүдийн зөв утгыг хэзээ ч мэдэх боломжгүй юм. Зарим түүвэрлэгдээгүй суурь

үзүүлэлтийг ойролцоолол хийх зорилгоор зах зээлд оролцогчдоос түүвэр судалгаа авдаг хэдий ч зах зээлийн хүлээлтийн талаарх мэдээллийг нарийн сайн илэрхийлэх боломжгүй. Түүвэр судалгаанд суурилан тодорхойлсон эрсдэлийн нэмэгдэл үнэ нь валютын ханшид урт хугацаанд нөлөөгүй буюу тогтвортой (stationary) гэсэн үр дүн харуулдаг. Иймд эрсдэлийн нэмэгдэл үнэ нь валютын ханшийг урт хугацааны түвшнээс зөвхөн түр хугацаанд л хазайлгадаг.

Хэдийгээр хөрөнгийн үнийн хандлага нь богино хугацааны валютын ханшийг таамаглахад тусалдаггүй хэдий ч, валютын ханш нь ирээдүйн эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийг төсөөлөхөд тусалдаг. Хэрэв валютын ханш нь хүлээгдэж буй суурь үзүүлэлтүүдээр тодорхойлогдох бол өнөөгийн валютын ханш нь маргаашийн суурь үзүүлэлтийн талаарх мэдээллийг бидэнд олгоно. Зарим эмпирик судалгаа нь энэхүү таамаглалыг баталгаажуулдаг. Chen, Rogoff болон Rossi (2008) нарын судалгаа нь Австрали, Шинэ Зеланд, Өмнөд Африк болон Канад зэрэг экспортод түүхий эдийн эзлэх жин өндөртэй орнуудад валютын ханш нь эдийн засгийн суурь үзүүлэлт (i.e., дэлхийн түүхий эдийн үнэ)-ийг таамаглахад тусалж байгааг харуулсан.

3.5 ЗАХ ЗЭЭЛД ОРОЛЦОГЧДЫН ЕРӨНХИЙ ТӨЛӨВ (MARKET SENTIMENT)-ИЙН ХАНДЛАГА

Валютын ханшийн богино хугацааны өөрчлөлтийг тайлбарлах өөр нэг хандлага нь зах зээлд оролцогчдын ерөнхий төлөв юм. Энэ хандлагын хувьд валютын ханш ямар түвшинд байх нь зах зээлд оролцогчдын төсөөлөл (тухайн ханш тогтоход шууд эсвэл шууд бусаар нөлөөлөхүйц)-өөс хамаарч тогтоно: валютын зах зээлд оролцогчид бүгд валютын ханш тодорхой нэг түвшинд байна гэж хүлээж, тэр хүлээлтийн дагуу үйл хөдлөлөө хийх (валют авч, зарах) тохиолдолд ханш урьдчилж хүлээсэн түвшин дээр байх буюу тэдний хүлээлтийг баталгаажуулна.

Валютын ханш зах зээлд оролцогчдын ерөнхий төлөв байдлаар тодорхойлогдох хэдий ч эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд чухал хэвээр байна. Тухайлбал, зах зээлд оролцогчид валютын ханшийн хүлээлтээ тодорхойлохдоо эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийг анхааралтай ажигладаг. Хэрэв бид валютын ханшийн тодорхой түвшнийг ойлгохыг хүсвэл эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн утгыг, ялангуяа зах зээлд оролцогчид тухайн түвшнийг хэрхэн тайлбарлаж байгааг мэдэх ёстой болно. Гэхдээ зах зээлд оролцогчид эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийг валютын ханшийн хүлээлтээ бий болгохдоо

харгалзан үздэг хэдий ч эдийн засгийн эсвэл статистикийн загвараар тайлбарлагдах хэлбэрээр ашигладаггүй гэсэн нийтлэг дүгнэлт давамгайлдаг. Валютын захын сэтгэлзүйг ойлгохын тулд эдийн засгийн ялгаатай онол, зах зээлд оролцогчид юу бодож байгааг мэдэх ёстой болно. Магадгүй зах зээл юу бодож байгааг мэдэх хамгийн сайн арга нь захад оролцогчидтой уулзах, ханшийн төлөвт ямар үйл явдал (суурь үзүүлэлтийн талаарх мэдээ, улс төрийн нөхцөл байдал эсвэл бусад хүчин зүйлс) чухал нөлөөтэй гэж үзэж байгааг мэдэх нь чухал юм.

Зарим тохиолдолд төсөөлөл гаргагч нь цаг хугацааны хувьд хэзээ гэдгийг хэлж чадахгүй хэдий ч валютын ханшийн чиглэлийн талаарх бодитой таамаглал гаргадаг. Валютын зах дээрх тоглогчид эдийн засгийн байдал суларч, ханшийг үргэлжлүүлэн тогтмол барих боломжгүй болж байгаа үед төв банк хүүгээ бууруулбал үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн ханш суларна гэж итгэдэг. Ийнхүү валютын зах дээрх тоглогчид валютын ханш суларна гэж хүлээсэн тохиолдолд эзэмшиж буй үндэсний мөнгөн тэмдэгтээ аль болох хурдан гадаад валют болгон хөрвүүлнэ. Энэхүү бүх тоглогчдын ижил үйлдэл нь спекулятив дайралтыг бий болгодог. Энэхүү дайралт нь үндэсний мөнгөн тэмдэгт бусад валютын эсрэг хүчтэй сулрахад хүргэнэ. Энэ үед төв банк интервенц хийх тохиолдолд гадаад валютын нөөцөө алдаж, илүү том эрсдэлд ордог тул дайралтыг зогсоохын тулд богино хугацааны хүүгээ түр хугацаанд нэмэгдүүлдэг- энэ нь суларч байгаа эдийн засгийг улам сулруулдаг. Валютын зах дээрх тоглогчид нь эдийн засгийн төлөв сул байгаа үед төв банкны хүүгээ өсгөсөн арга хэмжээ нь үндэсний мөнгөн тэмдэгтийг хамгаалах түр зуурын арга хэмжээ гэж мэдэх тул гадаад валютаа эзэмшсэн хэвээр байдаг. Үүний зэрэгцээ төв банкны бодлогын хүү нь богино хугацааны хүү тул ханшид үзүүлэх хүчтэй нөлөө нь богино хугацаанд л ажиглагдана. Өндөр хүү нь эдийн засгийг улам сулруулах бөгөөд энэ үед спекулятив дайралт дахин явагдах үед төв банкууд хүүгээ хүчтэй өсгөх боломжгүйд хүрч үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн сулралтыг зөвшөөрдөг. Энэхүү ашгийн боломжийг тухайн нэг улсын ханшийн бодлого эдийн засгийн нөхцөл байдалд шаардлагатай мөнгөний бодлоготой нийцгүй байгааг олж харсан зах дээр тоглогчид олж харж ашигладаг. Эдийн засаг, улс төрийн нөхцөл байдлыг анхааралтай ажигласнаар зах зээлд тоглогчид заримдаа ханшийн хөдөлгөөнийг таамаглаж чаддаг. Гэхдээ цаг хугацааны хувьд хэзээ гэдгийг таамаглахад маш хүндрэлтэй бөгөөд энэ нь зээлд оролцогчдын ерөнхий үйл хөдлөлөөр тодорхойлогдоно.

3.6 ГАДААД ВАЛЮТЫН ЗАХЫН МИКРО БҮТЦИЙН ХАНДЛАГА

Хэдийгээр валютын ханшийн уламжлалт макро загварууд ханшийн урт хугацааны хандлагыг тайлбарлахад туслах хэдий ч богино хугацааны ханшийн хэлбэлзлийг тайлбарлаж чаддаггүй. Харин валютын захын микро бүтцийн хандлага нь энэхүү асуудлыг шийдвэрлэх боломжтой гэсэн санааг анх Frankel, Galli болон Giovannini (1996) нар гаргасан. Харин Evans болон Lyons (2005) нар микро бүтцийн онолд суурилсан валютын ханшийн загвар нь валютын ханшийн богино хугацааны таамаглалыг сайн хийж байгааг харуулснаас хойш энэ хандлагад судлаачид ихээхэн анхаарал хандуулах болсон. Зах зээлийн микро бүтэц нь зах зээлд оролцогчдын хоорондын мэдээлэл шилжилт, зах зээлд оролцогчдын үйл хөдлөл, авах, зарах арилжааны захиалга (order flow)⁷, харилцан ялгаатай агентуудын хүлээлт, ялгаатай агентуудын арилжааны дүн зэрэг хүчин зүйлсийн ханшийн хэлбэлзэлд үзүүлэх нөлөөнд илүүтэй анхаардаг (Sarno болон Taylor, 2001). Микро бүтцийн суурь зарчим нь зах зээлд олон төрлийн саад (frictions) байдаг тул хөрөнгийн үнэ бүрэн мэдээлэлтэй үеийн хүлээгдэж буй утгатай тэнцүү байх албагүй гэдэгт тулгуурладаг.

Валютын ханшийн микро бүтцийн хандлага нь макро эдийн засгийн хандлагаас тэс өөр таамаглалуудыг ашигладаг. Макро эдийн засгийн загваруудад агентууд бүгд адил, мэдээлэл нь төгс, арилжаа хийх нь зардалтай бөгөөд арилжааны процесс нь ханшид нөлөөгүй гэж таамагладаг бол микро суурьтай валютын ханшийн загварууд нь эдгээр таамаглалуудыг сулруулдаг. Микро суурьтай загварууд нь илүү комплекс, бодит байдалд нийцтэй таамаглал ашигладаг буюу мэдээлэл ялгаатай тархдаг, хоорондоо ялгаатай агентууд нь ялгаатай мэдээлэлтэй гэж үздэг. Валютын зах дээрх арилжааны процесс нь ил тод биш бөгөөд авах, зарах ханшийн зөрүү нь захиалга өгөх процесс, үлдэгдэл хөрөнгийг удирдахтай холбоотой зардлыг шингээдэг. Макро загварууд (нийтэд ил мэдээлэл чухал)-аас ялгаатай нь микро суурьтай загварууд зарим агентууд нь суурь үзүүлэлтүүд, зах дээрх хөрөнгийн урсгалын талаарх хувийн мэдээлэлтэй байх боломжтой гэж үздэг. Иймд илүү сайн мэдээлэлтэй оролцогчдын арилжаа нь мэдээлэлгүй оролцогчдын арилжаанаас илүү хүчтэйгээр валютын ханшид нөлөөлдөг.

Арилжааны захиалга болон валютын ханш. Микро суурьтай валютын ханшийн загварт хамгийн чухал тайлбарлагч хүчин зүйл нь авах, зарах арилжааны захиалгын хэмжээ юм. Авах,

⁷ Авах захиалга нь эерэг тэмдэгтэй, харин зарах захиалга нь сөрөг тэмдэгтэй байна.

зарах арилжааны хуримтлагдсан захиалга эерэг байх нь цэврээр худалдан авах дарамт өндөр, харин сөрөг байх нь цэврээр зарах дарамт өндөр байгааг илэрхийлнэ. Энэхүү хуримтлагдсан хэмжээний тайлбарлах чадвар эсвэл мэдээллийн агууламж нь түүнд нөлөөлж буй хүчин зүйлсээс хамаарна. Авах, зарах арилжааны хуримтлагдсан захиалга нь макро эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн талаарх зах зээлд оролцогчдод тархсан мэдээллийг өөртөө шингээсэн тохиолдолд түүний мэдээллийн агууламж хамгийн өндөр байдаг. Өөрөөр хэлбэл, тус хуримтлагдсан хэмжээ нь нэгдсэн үзүүлэлтийн үүрэг гүйцэтгэх буюу эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд болон ханшийн өөрчлөлтийн хоорондын холбоо болох юм. Харин зах дээрх гадаад валютын хөрөнгийн шоконд дилер хариу арга хэмжээ авснаас үүдэлтэй хуримтлагдсан захиалгын дүн өөрчлөгдсөн бол энэ нь мэдээллийн агууламж хамгийн муутай байна (Lyons, 2001). Хуримтлагдсан захиалгын хэмжээ мэдээллийн агууламж сайн байгааг муутайгаас ялгах нь микро бүтцийн хандлагын гол бэрхшээл юм. Олон тооны микро бүтцийн судалгаанууд (Evans болон Lyons, 2002, 2004) хуримтлагдсан захиалга нь валютын ханшийн богино хугацааны өөрчлөлтийг сайн тайлбарлаж байгааг харуулсан.

Валютын ханшийн микро суурьтай загварууд нь ялгаатай агентуудтай арилжаан дахь хуримтлагдсан захиалгын мэдээллийн үүрэгт илүүтэй анхаардаг. Мэдээлэл ассиметрик энэ орчинд хуримтлагдсан арилжааны захиалга нь зах зээлийн макро эдийн засгийн талаарх мэдээлэл болон эдийн засгийн нөхцөл байдалд ирээдүйд гарч болзошгүй бусад мэдээлэлд зах зээлд оролцогчид ямар хариу үйлдэл үзүүлж байгааг ойролцоолох хувьсагч болдог. Валютын ханштай холбоотой эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийг харснаар арилжаанд оролцогчид нь хүлээлтдээ тохируулга хийж, тэр дагуу өөрсдийн эзэмшиж буй багцдаа өөрчлөлт оруулах тул ханшийн өөрчлөлтийг бий болгоно. Өөрөөр хэлбэл, хуримтлагдсан арилжааны захиалга нь эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн талаарх нийтийн мэдээлэл болон ханшид нөлөөлөх хувийн мэдээллийн ханш руу шилжих механизм юм. Evans болон Lyons (2003) нар макро эдийн засгийн мэдээний валютын ханшид үзүүлэх нөлөөний хамгийн багадаа тал нь хуримтлагдсан арилжааны захиалгаар дамждаг гэж тооцсон. Микро бүтцийн судлаачид хуримтлагдсан захиалгын мэдээллийн онцлогт анхаардаг хэдий ч шүүмжлэгчид хуримтлагдсан захиалга нь макро эдийн засгийн суурь үзүүлэлттэй холбоогүй, түр зуурын хөрөнгийн нөлөөг өөртөө агуулдаг гэж шүүмжилдэг (Dominguez, 2003).

Зах зээл оролцогчид болон спекуляци. Микро бүтцийн хандлагын өөр нэг чиглэл нь зах

зээлд оролцогчдод анхаардаг. Гадаад валютын зах зээлд гурван төрлийн агент байна гэж үзнэ: дилерүүд, брокерууд болон эцсийн үйлчлүүлэгчид. Томоохон арилжааны болон хөрөнгө оруулалтын банкны дилерүүд нь захын ханшаар гадаад валют худалдан авдаг эсвэл зардаг бөгөөд тодорхой хэмжээний гадаад валютын позици эзэмшинэ. Дилерүүд нь эрсдэлээс зайлсхийдэг агентууд бөгөөд өөрсдийн хөрөнгийг анхааралтай удирдаж, авах зарах ханшийн зөрүүнээс ашиг олдог. Брокерууд захын арилжаанд өөрөө шууд оролцохгүй, гэхдээ харилцагчдын хооронд арилжааг гүйцэтгэнэ. Сүүлийн жилүүдэд утсаар арилжаа хийдэг уламжлалт брокерууд нь электрон арилжааны системээр солигдож байна.

Олон тооны судалгаанууд богино хугацааны ханшийн динамикийг тухайн нэг арилжаанд давамгайлах нөлөөтэй оролцсон зах зээлд оролцогчидтой холбон тайлбарладаг. Тухайлбал, гадаад валютын зах зээлд оролцогчдыг чартист (chartist) болон фундаменталист гэж хуваана (Frankel болон Froot, 1988). Чартист нь валютын ханшийн өмнөх өөрчлөлттэй уялдсан механик арилжааны дүрмийн дагуу (техник шинжилгээнд үндэслэн) арилжаанд оролцдог гэж таамаглана. Харин фундаменталист нь макро эдийн засгийн үндсэн үзүүлэлтүүдэд гарч буй өөрчлөлтөд суурилсан үйл ажиллагаа явуулна гэж таамаглана. Djoudad et al. (2001) нар Канад улсын хувьд энэ төрлийн загварыг үнэлж ханшийн хэлбэлзэл өндөртэй үед валютын захын арилжаанд фундаменталистууд давамгайлдаг бол тайван дөлгөөн үед чартист нар илүү идэвхтэй арилжаанд оролцдог болохыг харуулсан. Гэхдээ орчин үеийн гадаад валютын арилжааны хувьд оролцогчид өгөгдөл дэх техник шинжилгээ болон суурь үзүүлэлтүүдэд тодорхой харьцаатай жин өгч байгаа бөгөөд эдгээр хоёр хандлагын аль алиныг ашиглаж байна. Чартистууд болон бусад түр хугацааны спекулятив үйл ажиллагаагаар хийгдсэн арилжаа нь валютын ханшийн тусгаарлагдсан оньсогыг илүүтэй тайлбарлана.

3.7 СПЕКУЛЯТИВ ДАЙРАЛТ

Энэхүү судалгааны 3.4 болон 3.5 хэсгүүдэд спекулятив дайралт бий болох макро болон микро эдийн засгийн үндэслэл, тайлбарыг товч авч үзсэн. Харин энэ хэсэгт спекулятив дайралт бий болох шалтгааныг макро бодлогын алдаа болон бусад орны туршлага талаас нь дэлгэрэнгүй авч үзэв.

Спекулятив дайралт нь довтлогчид үндэсний валютын ханш суларна гэж бат итгэсэн (ханш цаашид хурдацтай суларна гэж хүлээх) үед бий болдог. Энэ итгэл нь довтлогчид үндэсний валютаар байршиж байсан хөрөнгөө гадаад

валют руу хөрвүүлэхэд хүргэдэг⁸. Довтлогчдын зорилго нь эдийн засагт зонхилох гадаад валютыг худалдан нөөцөлж, тус валютын ханш зах зээл дээр чангарсны дараа эргүүлэн худалдан ашиг олох явдал юм. Хэрвээ төв банк гадаад валютын нөөцийн бууралтыг нөхөж чадахгүйд хүрвэл үндэсний валютын ханш огцом хяналтгүй суларч гадаад валютын нөөц бүрэн шавхагдаж, улмаар эдийн засаг валютын ханшийн хямралд хүргэдэг. Онолын загвар болон эмпирик судалгаанууд хөгжиж буй эдийн засагт үндэсний валютын ханш суларна гэсэн хүлээлтэд макро эдийн засгийн бодлогын нийцгүй байдал болон хөрөнгө оруулагчдын итгэлийн гэнэтийн өөрчлөлт хүчтэй нөлөөлдөг болохыг тогтоосон.

Макро эдийн засгийн бодлогын нийцгүй байдал. "Спекулятив дайралт" болон ханшийн хямралын шалтгаан, үүсэл гарлыг тайлбарласан олон тооны онолын загварууд (Krugman, 1979; Flood болон Garber, 1984; Blanco болон Garber, 1986) нь төсвийн, мөнгөний болон валютын ханшийн бодлого хоорондын нийцгүй байдал нь "спекулятив дайралт" болон эдийн засгийн хямралыг бий болгохыг харуулсан. Тухайлбал, Аргентин улсын хувьд 1979-1981 онуудын хооронд төв банкнаас тогтмол ханшийн бодлого явуулахын сацуу, төсвийн алдагдлыг санхүүжүүлэхийн тулд их хэмжээний мөнгө гүйлгээнд нэмж гаргасан нь эдийн засагт сөрөг үр дагаврыг бий болгосон (Шигтгээ 1-ийг үзнэ үү).

Шигтгээ 1: Аргентин улсын бодлогын нийцгүй байдал (1979-1981 он)

Аргентин улс 1977 онд санхүүгийн салбараа либералчилж, 1979 онд капитал тэнцлээ нээлттэй болгосон. Тогтмол ханшийн бодлого явуулж, хүүг өсгөсөн нь гадаадын хөрөнгө оруулалтын дотогшлох урсгалыг нэмэгдүүлснээр дотоодын үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн нийлүүлэлтийг өсгөж, засгийн газрын зардлын алдагдлыг санхүүжүүлэх болсон. Гэвч удалгүй тус бодлогын нийцгүй байдлын үр дагавар илэрч эхлэв. Тухайлбал, үндэсний валютын ханш суларна гэсэн хүлээлт улам нэмэгдэж, гадаад валютын албан нөөц өдөр ирэх тусам буурсаар байв. Гадаад валютын цэвэр албан нөөцийн хэмжээ шавхагдаж эхэлсэн тул засгийн газар гадаадаас зээл авснаар төв банкны гадаад валютын цэвэр албан нөөцийг нэмэгдүүлж чадсан. Гэвч энэ бодлогын шийдвэр нь гадаад өрийг үлэмж хэмжээгээр нэмэгдүүлж, төсвийн дарамтыг өсгөснөөс гадна, гадаад зах зээл дээрх тухайн улсын итгэлийг бууруулсан. 1981 оны 6 дугаар сард, үндэсний валютын ханш хэд хэдэн удаа огцом суларсан ("спекулятив дайралт"-нд өртсөн)-ы дараа, тогтмол ханшийн бодлогыг халсан байдаг.

Тогтмол валютын ханшийн бодлоготой үед төв банк үндэсний валютын ханшийг бодлогын тодорхойлогдсон түвшин (ханшийн тэнцвэрт эсвэл инфляцийг хөөрөгдөхгүй түвшинд)-д байлгахын тулд гадаад валютын интервенц хийдэг. Харин эдийн засаг дахь үндэсний валютын хэмжээ нь мөнгөний эрэлтээр тодорхойлогддог. Хэрвээ эдийн засагт нэмэлт мөнгөний эрэлт бий болоогүй (эдийн

засгийн өсөлтгүй, зах зээлийн хүү буурахгүй) үед төв банкнаас мөнгө нийлүүлэх нь эргээд үндэсний валютын ханш унана гэсэн хүлээлтийг олон нийтэд бий болгож, улмаар гадаад валютын нөөц шавхагдахад хүргэдэг. Төсөв, мөнгөний бодлогын нийцгүй байдал алдагдах нь валютын ханшийн довтолгоонд өртөх боломжийг нэмэгдүүлдэг болохыг Унгар улсын жишээ нотолдог (Шигтгээ 2).

Шигтгээ 2: Унгар улсын төсөв, мөнгөний бодлогын нийцгүй байдал (2002 он)

Унгарын спекулятив дайралтад валютын ханшийн тэнцвэрт түвшнээс давсан удаан хугацааны хэт чангаралт, бодлогын нийцгүй байдал голлон нөлөөлсөн.

Унгарын засгийн газраас 2001 онд дэлхийн эдийн засгийн удаашралын сөрөг нөлөөг бууруулахын тулд төсвийн бодлогоо тэлж эхэлсэн. Түүнчлэн 2002 оны парламентийн сонгуулийн бэлтгэлтэй холбоотойгоор мөн л төсвийн тэлэх бодлогоо үргэлжлүүлэн хэрэгжүүлэв. Гэвч сонгууль өнгөрсөн хэдий ч энэ тэлэлт сонгуулийн дараа ч үргэлжлэв. Энэ нь голлон улс төрийн шалтгаантай буюу шинээр сонгогдсон парламент нь сонгуулийн үеэр амласан амлалтаа биелүүлэхийг зорьсонтой холбоотой байв. Улмаар төсвийн хэт тэлэх бодлого нь эргээд ДНБ-д эзлэх төсвийн алдагдлын хэмжээг үлэмж өсгөв. Төсвийн тэлэлт нь цалингийн өсөлтөөр хүрээгээ

⁸ Довтлогчид өөрийн хөрөнгөө үндэсний мөнгөн тэмдэгт рүү хөрвүүлэн улмаар ам.доллар худалдан авах тохиолдолд зах зээл дээр ам.долларын эрэлт нэмэгдэж, үндэсний валютын ханш суларна. Энэ үед төв банк ханшийг тогтвортой байлгах эсвэл чангаруулах зорилгоор ам.доллар зарах (цэвэр дүнгээр эерэг байх) тохиолдолд гадаад цэвэр албан нөөц буурна.

тэлж цааш үргэлжлэв. Гэвч эдийн засгийн өсөлт удааширснаас бүтээмжийн өсөлт саарч эхлэв. Улмаар цалин, бүтээмжийн харилцан уялдаа алдагдсанаар үйлдвэрлэлийн салбарын өрсөлдөх чадварт сөргөөр нөлөөлөв.

Төсвийн хэт тэлэлт, цалингийн огцом өсөлт нь төв банкнаас явуулж буй инфляцийн эсрэг авч хэрэгжүүлсэн арга хэмжээ амжилт олохгүй байхад нөлөөлөв. Төв банкнаас өөрийн гол зорилт болох инфляцийг бууруулахын тулд бодлогын хүүгээ бусад улс орнуудтай харьцуулахад хамгийн өндөр түвшинд хүргэсэн. Гэтэл тус улсад хүү өндөр болсон нь гадаадын богино хугацаанд хөрөнгийн дотогшлох урсгал (hot money)-ыг огцом нэмэгдүүлсэн. Учир нь энэ үед хөрш орнууд болон Польш, Словак нь бодлогын хүүгээ бууруулсан байв. Бодит хүү эерэг тул хадгаламж их хэмжээгээр нэмэгдэх ёстой хэдий ч Унгар улсын хувьд эсрэгээрээ хэрэглээ нь огцом өсөв. Үүнээс гадна, төв банкны хүү өндөр байх нь засгийн газрын өрийн хүүний дарамтыг нэмэгдүүлэв.

Төв банкны хувьд инфляцитай тэмцэх гэсэн зөвхөн нэг талыг баримталсан бодлого явуулж, бусад нөлөөллийг орхигдуулсан гэдэг шүүмжлэлд өртөж эхлэв. Зарим мэргэжилтнүүд бодлогын хүүг зах зээл дээр валютын ханшийн хэлбэлзэл хэт өндөрт хүрэхээс өмнө амжиж бууруулахыг зөвлөж байв. Харин энэ үед спекулятив довтлогчид төв банк инфляцийг зорилтот түвшинд барихын тулд бага зэргийн ханшийн чангаралтыг зөвшөөрнө гэж хүлээж байв. Хүү буурч, орж ирсэн хөрөнгүүд эргэн гадагшилж, гадаад валютын нөөц буурснаар ханшийн чангаралт нь гэнэтийн хүчтэй сулралтаар солигдсон.

Төсөв, мөнгө болон валютын ханшийн бодлого хоорондын нийцгүй байдлаас шалтгаалан валютын ханшийн хямрал хэрхэн бий болохыг авч үзье. Үндсэн санаа нь хэрэв эдийн засагт урт хугацааны туршид зээлийн өсөлт нь мөнгөний эрэлтээс давж, гадаадын валютын нөөцийг бууруулснаар тогтмол валютын ханшийн дэглэмийг хамгаалах чадваргүйг олж харснаар, валютын ханшийн хямралд хүрдэг гэсэн үзэл баримтлалд тулгуурладаг. Хямрал хэр удаан үргэлжлэх нь зээлийн өсөлт нь мөнгөний эрэлт болон гадаад валютын нөөцийн хэмжээнээс хэр их байгаагаас хамаардаг. Хэрэв нөөцийн хэмжээ бага түвшинд хүрч, үргэлжлэн буурсаар байх нь валютын ханшийн хямралд өртөх магадлалыг нэмэгдүүлнэ.

Дотоодын зээлийн өөрчлөлт гадаад валютын нөөцөд ямар нөлөөтэй вэ? асуултын хариулт нь валютын ханшийн дэглэм ямар байхаас хамаарна. Тогтмол валютын ханшийн дэглэмтэй тохиолдолд гадаад валютын нөөцийн хэмжээ дотоодын зээлийн өсөлтийн хэмжээтэй ижил хэмжээгээр буурдаг. Харин хөвөгч ханшийн дэглэмтэй бол төв

банкнаас валютын зах зээлд интервенц хийхгүй тул гадаад нөөц өөрчлөгдөхгүй бөгөөд мөнгөний нийлүүлэлт нь дотоодын зээлтэй ижил хэмжээгээр өсдөг.

Хөрөнгө оруулагчдын итгэлийн гэнэтийн өөрчлөлт. Мексик улсад 1994 онд болсон хямрал нь макро эдийн засгийн бодлогын тогтвортой байдлын талаарх олон нийтийн үзэл баримтлалын гэнэтийн өөрчлөлт нь эдийн засагт хэр нөлөөтэй болохыг баталсан. Ерөнхийлөгчийн сонгуулийн компанит ажлын үеэр үндэсний валютын ханшийг хамгаалах зорилготой хэрэгжиж байсан өндөр хүүний бодлого удаан үргэлжлэхгүй гэсэн хүлээлт бий болсон нь гадаад валютын нөөц шавхагдахад хүргэсэн. Энэ нь тухайн улсын төлбөрийн чадварын талаарх хөрөнгө оруулагчдын итгэл гэнэт өөрчлөгдөхөд хүргэсэн. Энэ үед Мексикийн богино хугацаатай улсын өр нь нийт гадаад валютын нөөцөөс 3 дахин өндөр байв. Тус эмзэг байдал нь хөрөнгө оруулагчдыг дахин зээлээ үргэлжлүүлэн олгохоос татгалзахад хүргэж, үндэсний мөнгөн тэмдэгт хүчтэй сулрахад хүргэсэн (Шигтгээ 3-ыг үзнэ үү).

Шигтгээ 3: Мексик улсын хямрал (1994 он) тгээ 3: Мексик улсын хямрал (1994 он)

1990 оны эхээр Мексик улс төсвийн тэнцвэргүй байдлыг халж, санхүүгийн секторыг либералчилсан. Гэвч банкны салбараар дамжин орж ирсэн хөрөнгийн их хэмжээний урсгал нь санхүүгийн салбарын өр (M2 мөнгө) болон гадаад валютын нөөц хоорондын зөрүүг нэмэгдүүлж, Мексикийн эдийн засаг спекулятив дайралтанд өртөмтгий эмзэг болсон.

1994 онд АНУ-д хүү өсч, Мексикт дотоодын улс төрийн хямрал бий болсон нь хөрөнгийн гадагшлах урсгалыг эрчимжүүлсэн. Үүний зэрэгцээ Төв банкнаас зээлийн тасалдал болон банкны хямралаас сэргийлэх зорилгоор мөнгөн хөрөнгийн санхүүжилтийг их хэмжээгээр хийх болсноор хөрөнгө оруулагчдад засгийн газар, төв банк хүүг өндөр түвшинд үлдээхгүй бууруулах нь гэсэн хүлээлт бий болсон. Эдгээрийн дүнд валютын ханш нь хүчтэй суларсан.

Спекулятив дайралт нь довтлогчдын хувьд ашигтай болоход нөлөөлсөн хүчин зүйлс, сургамж. Энэ хэсэгт 1998 оны Оросын хямрал, түүнээс авах сургамжийг авч үзэв.

Төв банк валютын ханшийг тогтмол барихын тулд гадаад валютын нөөцөө шавхав. 1997-1998 онуудад ОХУ-ын рубль спекулятив дайралтанд өртөхөд бодлого боловсруулагчид түүнийг чөлөөтэй хөвүүлэхийн оронд ханшийг тогтворжуулах зорилгоор хамгаалж эхэлсэн. Рублийн бодит ханш 1997 оны туршид бараг өөрчлөгдөөгүй. Гэвч тус дайралт нь довтлогчдын хувьд ашигтай болоход төв банкнаас авч хэрэгжүүлсэн рублийг хамгаалахад гадаад валютын нөөцөө ашиглах бодлого нөлөөлсөн. Анх 1997 оны 11 дүгээр сард Төв банк дайралтыг валютын нөөцөө ашиглан амжилттай зогсоож чадсан хэдий ч нөөцийн хэмжээ үлэмж хэмжээгээр буурсан. Үүний дараа рублийн ханш дахин суларч эхлэхэд засгийн газраас ханшийг сулруулахаас өөр зам үлдээгүй.

Төсвийн алдагдал үлэмж хэмжээгээр нэмэгдэв. Засгийн газрын өр их хэмжээгээр нэмэгдэж, төсвийн орлого буурах болсон нь спекулятив дайралтын суурийг бүрдүүлэв. Нефтийн дэлхийн зах зээл дээрх үнэ буурсан нь нийт үйлдвэрлэл болон татварын орлогыг илүү ихээр бууруулав. Түүнчлэн засгийн газрын богино хугацааны өрийн дийлэнх хэсгийн эргэн төлөгдөх хугацаа 1998 оноор дуусгавар болж байсан нь ОХУ-ыг нэлээдгүй хүнд байдалд оруулсан. Төсвийн алдагдалтай, төсвийн орлого буурсан болон өрийн хүүний төлбөр зэрэг нь рублийн ханш сулрахад дарамт болж байв. Хэрвээ мөнгө хэвлэх замаар санхүүжүүлэх тохиолдолд энэ нь зөвхөн рублийн ханшийн дээрх дарамтыг нэмэгдүүлэх байв. ОХУ-ын хувьд ханшийг тогтмол барихын тулд гадаад валютын зах зээл дээр интервенци хийх, нөгөө талдаа төсвийн алдагдлаа санхүүжүүлэхийн тулд рубль хэвлэх гэсэн сонголтуудтай нүүр тулсан бөгөөд аль ч тохиолдолд гадаад валютын нөөц бууруулахаас өөр аргагүйд хүрсэн.

Төв банкнаас эмзэг болсон зээлийн зах зээлд хүүний хяналтыг тогтоосон. 1998 оны зун гэхэд ОХУ-ын эдийн засаг валютын ханшийн хямралд орох анхны шинж тэмдгүүд илэрч эхэлсэн. Хямралаас эдийн засгаа хамгаалахын тулд төв банкнаас мөнгөний нийлүүлэлтийг бууруулж, банкуудад олгох зээлийн хүүгээ өсгөсөн. Үүний үр дүнд банкуудын зээлийн хүү үлэмж хэмжээгээр өссөн нь эдийн засагт хоёр төрлийн нөлөөг бий болгов. Эхнийх нь ОХУ-ын төсвийг орлогыг улам хүндрүүлсэн. Мөн хүүний төлбөр өсөн нэмэгдэхийн хэрээр төсвийн өр нэмэгдэх болов. Энэ нь хөрөнгө оруулагчид ОХУ өрөө төлж чадах

уу гэдэгт санаа зовоход хүргэж, улмаар валютын ханшийн дарамтыг нэмэгдүүлэв. Хоёрдахь нь, Засгийн газрын өр их болсон нь компаниуд шинэ капитал худалдаж авах зорилгоор зээл авахад хүндрэл болсны дээр зээлийн хүүг өсгөсөн нь компаниудын үндсэн хөрөнгө худалдан авах зээлийг хумив. Энэ үед төв банкны гадаад валютын нөөц хэт бага болсон тул рублийн тогтмол ханшийг удаан хугацаанд хамгаалж чадахгүйд хүргэсэн.

Ханш сулрах тухай хүлээлт, инфляци эрчимжив. Эдийн засагт валютын ханш сулрана гэсэн хүлээлт бий болоход үндсэн 3 хүчин зүйл нөлөөлөв. Нэгд, Азийн хямрал нь хөрөнгө оруулагчдыг илүү болгоомжтой болгосон. Хоёрт, олон нийтийн харилцаанд гарсан алдаа. Тухайлбал, ОХУ-ын улс төрд бий болсон хямрал цаашид үргэлжилнэ гэсэн хүлээлт нь санхүүгийн зах зээлд сөргөөр нөлөөлөв. Гуравт, төсвийн орлогын бууралт нь өрийн дарамтыг өсгөнө гэсэн хүлээлтийг эдийн засагт бий болгосон. Эдгээр 3 хүчин зүйлс нь ОХУ-ыг эдийн засгийн тогтвортой тэнцвэрээс гаргаж эмзэг байдалд хүргэж, улмаар спекулятив дайралтад өртөхөд нөлөөлөв.

3.8 ТӨВ БАНКНЫ ГАДААД ВАЛЮТЫН ИНТЕРВЕНЦ

Гадаад валютын интервенц нь бодлогын нэг хэрэгсэл болж идэвхтэй ашиглагддаг. Эрчимтэй хөгжиж буй орнууд (ялангуяа Азийн орнуудад)-д төв банк валютын ханшийг тогтворжуулахад чухал үүрэгтэй оролцдог. Garcia et al. (2011) нар санхүүгийн систем нь сул хөгжсөн буюу өрхийн хэрэглээ нь орлоготойгоо өндөр хамааралтай (цаг хугацааны хооронд оптимизац хийдэггүй) орнуудад валютын ханшийн өөрчлөлтөд төв банк хариу арга хэмжээ авах шаардлагатайг онцолсон. Hericourt болон Poncet (2015) нар валютын ханшийн хэлбэлзэл өндөртэй үед компаниуд бага хэмжээний экспорт хийдэг бөгөөд энэ нөлөө нь санхүүгийн хувьд эмзэг компаниудын хувьд илүү хүчтэй ажиглагддаг болохыг харуулсан. Devereux (2004) хөвөгч валютын ханш нь шок шингээгчийн үүргийг бүрэн гүйцэтгэдэг байсан ч үнэ, цалин нь харьцангуй тогтвортой байдаг, санхүүгийн зах зээл нь сул хөгжилтэй оронд валютын ханшийг тогтвортой байлгах нь эерэг нөлөөтэйг харуулсан.

Төв банк яагаад гадаад валютын интервенц хийдэг вэ? гэсэн асуултанд олон судалгаа хариулт олохыг зорьсон. Эдгээр судалгааг ерөнхийд нь дараах бүлэгт хувааж болно:

Гадаад валютын ханшийн өөрчлөгдөж буй чиглэлийн эсрэг чиглэлд интервенц хийх: BIS (2013)-ийн төв банкуудаас авсан түүвэр судалгаагаар эрчимтэй хөгжиж буй орнуудын төв банкны гадаад валютын зах дээр интервенц хийх

гол зорилго нь валютын ханшийн хэлбэлзлийг бууруулах, ханшийн тренд хөдөлгөөнийг алгуур байлгах гэж хариулжээ. Adler болон Tovar (2011) нарын судалгааны түүврийн хагастай тэнцүү тооны төв банкууд ханшийн хэлбэлзлийг бууруулахын тулд интервенц хийдэг гэж хариулжээ.

Ханшийн тэнцвэрт түвшнээс хазайсан хазайлтыг бууруулах: Үндэсний валютын ханш хэт чанга үнэлэгдэх нь тухайн улсын өрсөлдөх чадварыг бууруулдаг бол хэт сул үнэлэгдэх нь тогтворгүй өсөлт, өндөр инфляци руу хөтөлдөг. Тиймээс төв банкууд валютын ханш хэт чанга эсвэл сул үнэлэгдэх тохиолдолд валютын зах зээлд оролцдог.

Гадаад валютын нөөцийг удирдах, нэмэгдүүлэх: Азийн хямралын дараа ихэнх төв банкууд нөөцөө нэмэгдүүлсэн. Энэхүү хямрал нь хүрэлцээтэй нөөц бүрдүүлж, валютын ханшаа хамгаалах сэдэл, шаардлагыг бий болгосон. Зарим төв банкууд (жишээ нь Турк, Өмнөд Африк, Чили, Мексик) интервенц нь нөөц бүрдүүлэх зорилготой гэж албан ёсоор зарлаж байв. Adler болон Tovar (2011) нар төв банкуудын тал орчим нь 2004-2010 онд гадаад валютын нөөцөө нэмэгдүүлэх зорилгоор валютын захаас нөөцөө нэмэгдүүлсэн болохыг онцолсон.

Валютын захад эх үүсвэр нийлүүлэх: Гадаад валютын зах дээр нийлүүлэлт байхгүй тохиолдолд зарим төв банкууд шаардлагатай гадаад валютын эх үүсвэрийг нийлүүлэхийн тулд интервенци хийдэг. Энэ нь зах дээр панек үүсэх, санхүүгийн стресс бий болохоос сэргийлдэг. BIS (2013)-ийн судалгаагаар хямралын үед төв банкуудын талаас илүү нь гадаад валютын захад эх үүсвэр нийлүүлэх зорилгоор оролцсон байна.

Төв банкны гадаад валютын зах дээрх интервенц хэрхэн нөлөөлдөг вэ? гэсэн асуултанд олон судалгаа хариулт хайж, дараах сувгуудыг тодорхойлсон:

- *Багцын балансын суваг.* Санхүүгийн зах зээл нь харьцангуй хаалттай орнуудад дотоод болон гадаад хөрөнгүүд харилцан нэгнээ орлох байдал сул байдаг. Хэрэв төв банк (зах зээл дээрх гол тоглогч) санхүүгийн хөрөнгийн нийлүүлэлт эсвэл эрэлтэд нөлөөлдөг бол энэ нь тус зах дээрх бусад оролцогчид санхүүгийн хөрөнгөө дахин балансжуулах (позицоо засварлах)-ад нөлөөлнө. Энэ суваг нь гадаад валютын интервенцийн хэмжээ өндөртэй орнуудад илүү тод ажиглагддаг (Sarno болон Taylor, 2001).
- *Сигнал (эсвэл хүлээлт)-ийн суваг.* Энэ суваг нь төв банкны ирээдүйн бодлогын талаарх хүлээлтийн өөрчлөлтөөр дамждаг.

Олон нийтэд валютын зах дээрх гүйлгээ нь ирээдүйн интервенцийн талаарх дохиог өгөх эсвэл бодлого боловсруулагчдын хүсэж буй валютын ханшийн талаарх мэдээллийг ил болгодог (Adler болон Tovar, 2011). Хэдийгээр энэ сувгийг тайлбарлах эмпирик нотолгоо цөөн хэдий ч, ил тод, олон нийтийн итгэлийг даасан төв банкны хувьд энэ сувгийн нөлөө хүчтэй юм.

- *Микро бүтцийн суваг.* Энэ нь төв банк зах зээлийн бусад оролцогчидтой харьцуулахад илүү сайн мэдээлэлтэй гэсэн баримт дээр суурилдаг. Хэрэв зах зээлийн бусад оролцогчид зөвхөн өөрийн гүйлгээний талаар мэдээлэлтэй бөгөөд өөрийн гүйлгээний мэдээллийг төв банкинд мэдээлэх үүрэгтэй бол төв банк зах зээлийн үйл ажиллагааг бүхэлд нь харж байгаа цор ганц оролцогч юм. Энэхүү мэдээллийн давуу тал нь төв банк зах зээлийг удирдах боломжийг олгодог (Canales-Kriljenko, et al., 2003). Энэ суваг үр дүнтэй байх нэг нөхцөл нь интервенцийн хэмжээ зах зээлийн нийт эргэлттэй харьцуулахад хангалттай их байх явдал гэж үздэг (BIS, 2005).

Төв банкууд хэрхэн интервенц хийдэг вэ? гэсэн асуултанд анхаарлаа хандуулъя. Төв банкны интервенц нь дүрэмд суурилсан эсвэл дискрет байх бөгөөд интервенцийн давтамж, хэмжээ нь ялгаатай байдаг. Онолын судалгаанууд нь дүрэмд суурилсан интервенцийн санааг дэвшүүлдэг. Krugman (1991) энгийн загварт суурилан хэрэв төв банк валютын ханшийн коридор эсвэл зорилтот бүсийг тогтоовол энэ нь валютын ханшийн хөдөлгөөнд нөлөөлж, төв банкны интервенцгүйгээр ханш тухайн коридорт байх боломжтой гэсэн санааг дэвшүүлсэн. Түүний загварт төв банкны ирээдүйн үйл ажиллагааны талаарх хүлээлт нь валютын ханшид нөлөөлдөг. Basu (2012), Basu болон Varoudakis (2013) нар төв банк тодорхой хуваарьтай интервенцийн стратеги баримтлах нь гадаад валютын нөөцийг хуримтлуулах шаардлагагүйг харуулсан. Энэхүү стратегийн хувьд үндэсний мөнгөн тэмдэгт тодорхойлсон түвшнээс давж чангарах эсвэл сулрах тохиолдолд хэт хэлбэлзлийг бууруулах зорилгоор гадаад валютыг худалдан авах эсвэл зарах амлалт өгөх ёстой болно. Гэхдээ эдгээр онолууд санаа нь төв банкинд итгэх итгэл маш өндөр гэсэн таамаглалд суурилдаг.

Эсрэгээрээ Canales-Kriljenko et al (2003) нар дүрмийг бодит байдалд дагаж мөрдөж болохгүй нөхцөл байдлууд үүсдэг тул дискрет интервенц нь зах зээл дээр үүссэн гэнэтийн нөхцөл байдалд тохируулан хариу арга хэмжээ авах боломжийг олгох давуу талтайг онцолсон. Гэхдээ эмпирик

судалгаанууд дискрет интервенц илүү үр дүнтэй гэдэг дүгнэлтийг дэмждэггүй. Fatum болон King (2005) нар Канадын төв банкны хувьд дискрет интервенц нь дүрэмд суурилсан интервенцээс илүү үр дүнтэй гэж нотлогдохгүй байгааг харуулсан. Adler болон Tovar (2011) дүрэмд суурилсан, дискрет интервенц ялгаагүй, харин интервенц үр дүнтэй байхад хөрөнгийн дансны нээлттэй байдал болон валютын ханш хэт үнэлэгдсэн эсэх нь илүү чухал нөлөөтэйг харуулсан.

Гадаад валютын интервенцийн үр нөлөөний талаар маргаан их өрнөдөг. BIS (2013)-ийн түүвэр судалгаагаар нийт оролцсон төв банкуудын 70 орчим хувь нь 2005-2012 оны хооронд хийсэн интервенц нь амжилттай байсан гэж хариулсан. Menkhoff (2010) гадаад валютын интервенц нь гадаад валютын ханшийн түвшинд нөлөөлдөг боловч богино хугацааны хэлбэлзлийг бий болгохыг харуулсан. Newman (2011) Австралийн хувьд интервенцийн валютын ханшид зөвхөн түр хугацааны нөлөөтэй гэсэн үр дүнд хүрсэн. Харин зарим судалгаанууд интервенцийн ханшид үзүүлэх нөлөө нь сул болохыг харуулсан (Мексик болон Туркын хувьд Guimaraes болон Karacadag, 2004; евро бүсийн хувьд Brissman болон Chionis, 2004). Chutasripanich болон Yetman (2015) нар гадаад валютын интервенцийн ялгаатай стратегиудыг судлан дараах үр дүнд хүрсэн:

- Спекуляторын үйл хөдлөл нь гадаад валютын ханшийн түр зуурын хэлбэлзлийг бууруулж чадах хэдий ч энэ нь урсгал тэнцлийн тэнцвэргүй байдлыг бий болгодог. Нэгд, байнгын шоктой орчинд хүлээгдэж буй ханшийн өөрчлөлтөөс ашиг олох зорилготой спекуляторууд нь ханшийг тэнцвэрт түвшин (суурь үзүүлэлтүүдээр тодорхойлогдох утга)-ээс зөрүүтэй байлгахыг зорино. Энэ нь ирээдүйн хүчтэй сулралтыг бий болгодог. Хоёрт, спекуляторын үйл хөдлөл нь валютын ханшийг тогтвортой байлгах замаар ханш тэнцвэрт түвшин рүү буцах хурдыг удаашруулдаг.
- Валютын ханшийн хэлбэлзлийг бууруулж байгаа төв банкны интервенц нь спекуляторын эрсдэлийг мөн бууруулдаг тул илүү их спекулятив дайралтад хүргэдэг.
- Төв банкны гадаад валютын ханшийн тэнцвэрт түвшний талаарх тодорхой бус байдал нь интервенц үр ашиг багатай байхад хүргэдэг бөгөөд зарим тохиолдолд ханшийг илүү хэлбэлзүүлэх магадлалтай.
- Гадаад валютын ханшийн өөрчлөгдөж буй чиглэлийн эсрэг байнга интервенц хийх нь ямар ч үр дүнгүй. Энэхүү интервенц нь ханшийн хэлбэлзлийг бууруулж, спекулятив дайралтыг улам өдөөх бөгөөд ханш тэнцвэрт түвшин рүү шилжих зах зээлийн механизмд сөргөөр нөлөөлдөг.
- Олон нийтэд зарласан, урьдчилж таамаглагдсан интервенцтэй харьцуулахад гэнэтийн, урьдчилж таамаглагдаагүй интервенци нь илүү үр дүнтэй байдаг. Энэхүү интервенц нь валютын ханш, урсгал тэнцэл болон гадаад валютын нөөцийн хэлбэлзлийг нэмэгдүүлдэг хэдий ч спекулятив дайралтыг бууруулдаг.

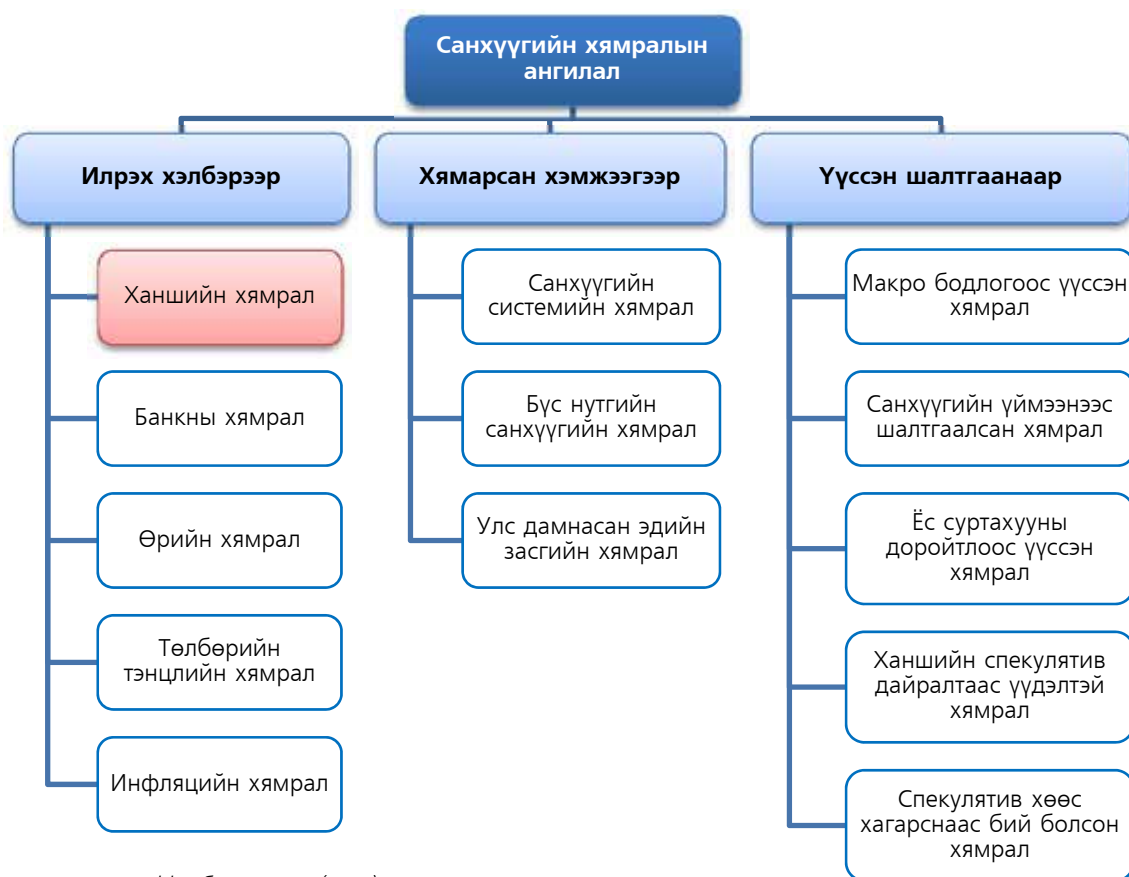
IV. ВАЛЮТЫН ХАНШИЙН ХЯМРАЛ, ТҮҮНИЙ ШАЛТГААН⁹

4.1 САНХҮҮГИЙН ХЯМРАЛ, ТҮҮНИЙ ТӨРЛҮҮД

Санхүүгийн хямралын хэлбэр, илрэх шинж, эдийн засагт учруулж буй нөлөөлөл, хамрах хүрээ болон үргэлжлэх хугацаа зэргээс нь хамааруулж маш олон төрлөөр ангилдаг. Өнөөдрийг хүртэл эдийн засагчид хямралуудын тодорхойлолт,

тэдгээрийн нэгдсэн ангиллын хувьд нэгдмэл байр сууринд хүрээгүй байна. Хэдий тийм боловч Evaldas болон Asta (2012) нарын судалгаагаар санхүүгийн хямралуудыг илрэх хэлбэр, хамрах цар хүрээ болон үүсэх шалтгаанаас хамааруулан (Зураг 9)-д харуулсан байдлаар ангилсан.

Зураг 9. Санхүүгийн хямралын ангилал



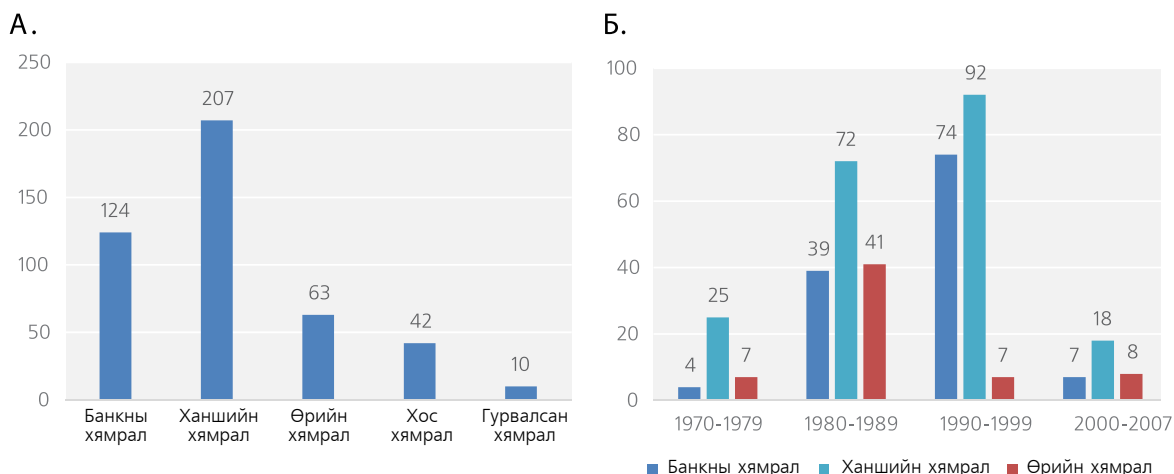
Эх сурвалж: Evaldas болон Asta (2012)

Харин Reinhart болон Rogoff (2009) нар санхүүгийн хямралыг үндсэн 2 төрөлд хуваан тодорхойлсон байдаг: (i) ханшийн болон гэнэтийн зогсолт (sudden stop)-ын хямрал болон (ii) өр болон банкны хямрал. Тэд хямралууд нь хоорондоо ижил шинж чанартай байгааг онцолсон. Laeven, Valencia (2008) нар олон улсын хямралыг тоон мэдээлэлд тулгуурлан маш

өргөн цар хүрээтэй судалж, 1970-аас 2007 оны хооронд нийт 394 санхүүгийн хямрал тохиолдсон гэж бүртгэсэн. Энэхүү хямралуудаас өнгөрсөн хугацаанд ханшийн хямрал нийт хямралын 53%, банкны хямрал нийт хямралын 31%, гадаад өрийн хямрал нийт хямралын 16%-д нь илэрсэн гэж үзсэн (Зураг 10А).

⁹ Ханшийн хямралыг тодорхойлох нь хялбар зүйл биш: "Бүгд хүлээн зөвшөөрсөн валютын ханшийн хямралын албан ёсны тодорхойлолт байдаггүй боловч эдийн засагт илрэх үед нь л бид түүнийг таньж мэддэг". Нобелийн шагналт эдийн засагч П.Кругмэн.

Зураг 10. Санхүүгийн хямралуудын илэрсэн байдал (1970-2007 он)

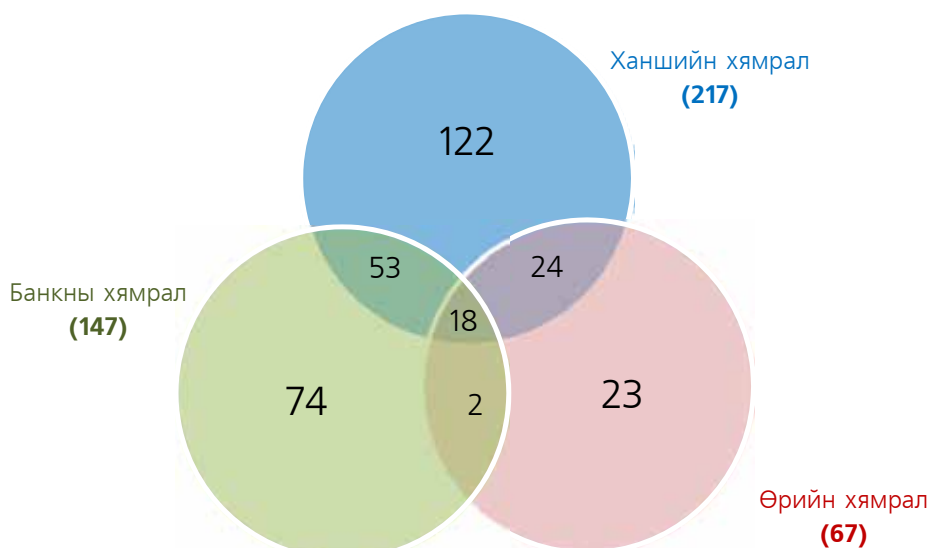


Эх сурвалж: Evaldas болон Asta (2012)

Classens болон Kose (2013) нар 1980-аад оны турш олон улсын хэмжээнд ханшийн хямрал илүү давамгайлалтай илэрч байсан бол, 1990 болон 2000 оноос эхлэн банкны болон огцом зогсолтын хямралууд зонхилж байгааг онцолсон. Bretton Woods системийн хямрал нүүрлэсэн 1970-аад оны үед ханшийн хямрал хамгийн олон буюу 25 удаа тохиолдсон. 1980-аад онд мөн л ханшийн

хямрал зонхилж байсан боловч банкны болон өрийн хямрал илэрч байв. Харин 1990-ээд онд ханшийн болон банкны салбарын хямрал хамгийн их тохиолджээ. Evaldas болон Asta (2012) нар 1990 онд илэрсэн хямрал нь 1970 оноос хойш илэрсэн нийт хямралын 42%-ийг бүрдүүлсэн бөгөөд эдгээр хямралууд нь ихэвчлэн хослон илэрч байгааг харуулсан. (Зураг 10Б).

Зураг 11. Санхүүгийн хямралуудын давхцал (1970-2007 он)



Эх сурвалж: Stijn болон M.Ayhan (2013)

4.2 ВАЛЮТЫН ХАНШИЙН ХЯМРАЛЫН ЗАГВАРУУД

Валютын ханшийн хямралыг үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн гадаад валюттай харьцах ханш дахь спекулятив дайралт гэж тодорхойлж болох бөгөөд үндэсний мөнгөн тэмдэгт богино хугацаанд их хэмжээгээр сулрах эсвэл гадаад валютын нөөцөөс их хэмжээгээр буурах болон дотоодын хүүгээ өсгөх үр дагаварт хүргэдэг.

Эдийн засгийн түүхэн хөгжлийн явцад валютын ханшийн хямралын учир шалтгаан, нөлөөлөх сувгуудыг тайлбарлах олон тооны онол, загварууд гарсан. Ерөнхийд нь валютын ханшийн хямралыг нэг, хоёр болон гурав дахь үеийн загваруудаар тайлбарладаг.

4.2.1 Ханшийн хямралын нэг дэх үеийн загвар

Энэ төрлийн загварууд нь 1970-аад оны эхээр Брэттон Вүүдсийн систем нурж тогтмол ханшийн дэглэмүүд амжилтгүй болох үед хөгжсөн. Анхны загварыг Krugman (1979) боловсруулсан. Энэ загварт төв банк ханшийг тогтмол барихын тулд гадаад валютын нөөцөө алддаг. Төв банк засгийн газрын төсвийн алдагдлыг санхүүжүүлдэг. Бодлогын энэхүү хоёр зорилт нь харилцан нийцтэй бус бөгөөд гадаад валютын нөөцөд эцсийн дүндээ дарамт учруулж, тогтмол ханшийн дэглэм нурахад хүргэдэг.

Flood болон Garber (1984) нар Krugman (1979)-ны загварын үндсэн механизмыг өргөтгөж, илүү ойлгомжтой болгосон. Энэ загвар нь төв банкны балансад тулгуурладаг. Төв банкны балансын актив нь t үед дотоодын хөрөнгө $B_{H,t}$ болон дотоодын мөнгөн тэмдэгтээр илэрхийлэгдсэн гадаад хөрөнгө $e_t B_{F,t}$ -ээс бүрдэнэ. Энд e_t нь нэрлэсэн валютын ханш юм. Нийт хөрөнгө нь төв банкны нийт пассив буюу нөөц мөнгө M_t -тэй тэнцүү ($B_{H,t} + e_t B_{F,t} = M_t$) байна. Загварт дотоодын хөрөнгө нь төсвийн алдагдлаас үүдэн тогтмол, экзоген түвшнээр өснө: $\frac{B_{H,t} - B_{H,t-1}}{B_{H,t-1}} = \mu$.

Капиталын төгс шилжилттэй учраас дотоодын хүүний түвшин нь хүүний тэнцвэр ёсоор дараах байдлаар тодорхойлогдоно: $1 + i_t = (1 + i_t^*) e_{t+1} / e_t$. Энд i_t нь t үе дэх дотоодын хүүний түвшин, i_t^* нь гадаадын хүүний түвшин. Нөөц мөнгөний нийлүүлэлт нь мөнгөний эрэлттэй тэнцүү гэж үзнэ.

Тогтмол ханшийн дэглэмтэй үед $e_t = e_{t+1} = \bar{e}$ байх бөгөөд төсвийн алдагдлаас үүдэн төв банкны дотоодын хөрөнгө байнга өснө, гэвч нөөц мөнгө нь мөнгөний эрэлттэй тэнцүү байх ёстой учраас нийт хөрөнгө өөрчлөгдөхгүй. Төсвийн алдагдлыг төв банк санхүүжүүлэх нь дотоодын хүүг бууруулах,

улмаар валютын ханшийг өсгөх дарамтыг бий болгоно. Дотоодын мөнгөн тэмдэгтийн ханшийн сулралтаас урьдчилан сэргийлэхийн тулд төв банк гадаад валютын нөөцөө бууруулах буюу интервенц хийж, нийлүүлсэн дотоод эх үүсвэрээ эргүүлэн татна. Өөрөөр хэлбэл, $\bar{e} B_{F,t}$ -ийн бууралт нь нь $B_{H,t}$ -ийн өссөн дүнтэй тэнцүү хэмжээгээр буурч, суурь мөнгө өөрчлөгдөхгүй үлдэх юм. Гадаад валютын нөөцийн хэмжээ хязгаартай тул энэ үйл явц төгсгөлгүй үргэлжлэх боломжгүй. Эцэстээ төв банк капиталын төгс шилжилттэй тогтмол ханшийн дэглэмээс татгалзаж, уян хатан мөнгөний бодлого, капиталын төгс шилжилттэй чөлөөтэй хөвөгч ханшийн дэглэм рүү шилжихэд хүрдэг. Гол асуудал нь дотоодын хөрөнгийн түвшин (critical level) $B_{H,T}^* = B_{H,T}$ хэд байх вэ, хэзээ тогтмол ханшийн дэглэм нурах вэ гэдэг юм. Flood болон Garber (1984) нар төв банк гадаад валютын нөөцөө дуусах үед тогтмол ханшийн дэглэм нуран унахыг онцолсон. Гадаад валютын нөөц хэт бага түвшинд хүрэх үед ашиг олох зорилготой зах зээлд оролцогчид ханшид спекулятив дайралт хийх замаар хүчтэй дарамт учруулж, төв банк валютын нөөцөө шавхаж, дотоодын мөнгөн тэмдэгтийн ханш огцом сулрахад хүрнэ.

Нэг дэх үеийн загварт засгийн газар нь валютын ханшийн тогтмол системийг хадгалахын тулд бодлого нь суурь үзүүлэлтүүдийг дордуулах байсан ч бодлогоо тасралтгүй үргэлжлүүлнэ гэж таамагладаг. Flood et al. (1996) нар засгийн газар валютын ханшийн тогтмол системийг хадгалахын тулд маш өндөр зардлаар зорилгодоо хүрэх боломжтойг онцолсон. Тухайлбал, гадаадын шок эсвэл арилжаанд оролцогчдын хүлээлт өөрчлөгдсөнтэй холбоотой спекулятив дайралт тохиолдсон үед засгийн газар ямар ч тохиолдолд дайралтыг зогсооно. Спекулятив дайралтыг хүүг хангалттай өндөр түвшин хүртэл өсгөх замаар зогсоох боломжтой. Гэхдээ хүүний өсөлтөөс үүдэлтэй боломжит үйлдвэрлэлийг алдахад хүрнэ.

4.2.2 Ханшийн хямралын хоёр дахь үеийн загвар

Европын мөнгөний системд 1990-ээд оны эхээр тохиосон валютын ханшийн хямралуудын дараа нэг дэх үеийн загварууд тус хямралын олон шинж, тэмдгийг тайлбарлаж чадаагүй. Тухайлбал, ихэнх улс харьцангуй тогтвортой төсвийн алдагдалтай, зарим улсын төсөв ашигтай байсан. Түүнчлэн зарим улсууд хүүний түвшинг огцом өсгөх замаар эсвэл буурч буй гадаад валютын нөөцөө гадаадын зээлээр нөхөх замаар валютын ханшаа хамгаалсан бол бусад нь тогтмол ханшийн дэглэмээсээ татгалзсан. Энэхүү эмпирик баримтыг

тайлбарласан хоёр дахь үеийн загваруудыг дараах хэсэгт дэлгэрэнгүй авч үзэв.

4.2.2.1. Ажилгүйдэл болон ханшийн хямралын загвар

Jeanne (1999)-ийн хоёр үетэй загвараар ханшийн хямралын хоёр дахь үеийн загварын гол санааг тайлбарлах нь түгээмэл байдаг. Засгийн газар эхний үед $E_1 = \bar{E}$ гэсэн тогтмол ханшийг барьж чаддаг, гэвч хоёр дахь үед ханшийг сулруулж болзошгүй байдаг. Тухайн эдийн засгийн ажилгүйдлийн түвшин хүлээлттэй Филлипсийн муруйгаар тодорхойлогдоно: $U_2 = \beta U_1 - \alpha(\pi - \pi^e)$. Энд U_1, U_2 нь харгалзан нэг болон хоёрдугаар үед ажилгүйдлийн түвшний хэвийн түвшнээс хазайх хазайлт, π^e нь хүлээгдэж буй инфляцийн түвшин юм. Харин засгийн газар ханшийг сулруулах эсэхээ дараах алдагдлын функцыг хамгийн бага байлгах замаар шийддэг: $L = (U_2)^2 + \delta C$. Энд δ нь бодлого боловсруулагчийн шийдвэрийг илэрхийлсэн дамми хувьсагч (хэрвээ ханшийг сулруулбал 1 утга, үгүй бол 0 утга авна), C нь тогтмол ханшийн дэглэмийг орхихоос үүдэлтэй зардал (opting-out cost).

Хувийн хэвшил тэг эсвэл нэг магадлалын аль нэгээр ханшийн сулралтын талаарх хүлээлтээ хийдэг. Хувийн хэвшил хоёрдугаар үед ханш сулрахгүй $\pi^e = 0$ гэж хүлээдэг гэж үзье. Хэрэв засгийн газар ханшийг сулруулбал алдагдлын функц нь: $L^D = (\beta U_1 - \alpha\pi)^2 + C$, харин засгийн газар ханшийг сулруулахгүй бол: $L^F = (\beta U_1)^2$ байна. Засгийн газар эдгээр алдагдлыг жиших байдлаар ханшийг сулруулах эсэхийг

шийдэх буюу хамгийн бага алдагдалтай байх сонголт хийнэ:

$$L^F > L^D \rightarrow \frac{C}{\alpha\pi} - 2\beta U_1 < -\alpha\pi \rightarrow$$

ханшийг сулруулахыг илүүд үзнэ

$$L^D > L^F \rightarrow \frac{C}{\alpha\pi} - 2\beta U_1 > -\alpha\pi \rightarrow$$

тогтмол ханшийг илүүд үзнэ

Хувийн хэвшил хоёр дахь үед ханш суларна гэж хүлээнэ гэж үзье. Ханш суларсан үед алдагдал нь: $L^D = (\beta U_1)^2 + C$, харин тогтмол ханштай бол алдагдал нь: $L^F = (\beta U_1 + \alpha\pi^e)^2$. Хувийн хэвшил ханш суларна гэж хүлээсэн үеийн засгийн газрын шийдвэр дараах байдалтай байна:

$$L^F > L^D \rightarrow \frac{C}{\alpha\pi} - 2\beta U_1 < \alpha\pi \rightarrow$$

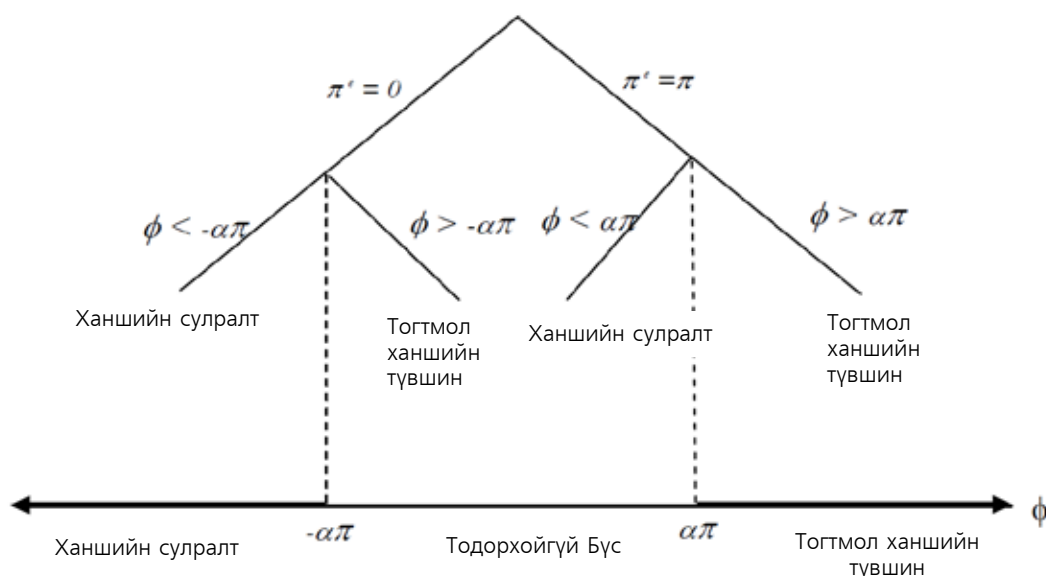
ханшийг сулруулахыг илүүд үзнэ

$$L^D > L^F \rightarrow \frac{C}{\alpha\pi} - 2\beta U_1 > \alpha\pi \rightarrow$$

тогтмол ханшийг илүүд үзнэ

Шинэ хувьсагч үүсгэн $\phi = \frac{C}{\alpha\pi} - 2\beta U_1$ гэж тэмдэглээд загварын суурь хувьсагч гэж нэрлэе. (Зураг12)-д дүрсэлсэн модон диаграммын тусламжтайгаар загварыг бүхлээр нь хураангуйлж болно. Хэрэв $\phi < -\alpha\pi$ буюу тогтмол ханшийн дэглэмээс татгалзах зардал C маш бага, нэгдүгээр үеийн ажилгүйдлийн түвшин өндөр тохиолдолд хувийн хэвшлийн хүлээлтээс үл хамааран засгийн газар ханшийг сулруулах болно. Харин $\phi > \alpha\pi$ буюу тогтмол ханшийн системээс татгалзах зардал C маш өндөр, нэгдүгээр үеийн ажилгүйдлийн түвшин U_1 маш бага тохиолдолд хувийн хэвшлийн хүлээлт ямар байхаас үл хамааран ханшийг тогтмол барих болно.

Зураг 12. Макро эдийн засгийн олон тэнцвэр, валютын ханш



Эх сурвалж: Yilmazkuday (2008)

Гэхдээ $-\alpha\pi < \phi < \alpha\pi$ бол засгийн газрын шийдвэр нь хувийн хэвшлийн ханшийн талаар хүлээлтээс шууд хамаарна. Хэрвээ хувийн хэвшил ханш суларна $\pi^e = \pi$ гэж хүлээвэл спекулятив дайралт болох бөгөөд засгийн газар ханшийг сулруулах шаардлагатай болно. Хэрвээ агентууд ханш сулрахгүй $\pi^e = 0$ гэж хүлээвэл спекулятив дайралт болохгүй бөгөөд ханшийг тогтмол барина. Иймд $-\alpha\pi < \phi < \alpha\pi$ завсарт хүлээлтээс хамаарсан олон тэнцвэр оршино. Эдийн засаг энэхүү тодорхойгүй бүсэд байвал ажилгүйдлийн өсөлт болон тогтмол ханшийн дэглэмээс татгалзах зардлын бууралт (ϕ тасралтгүй буурна) нь эдийн засгийг ханшийн сулралтын бүсэд шилжүүлэх буюу ханшийн хямрал болох юм.

Иймд хоёрдугаар үеийн загварууд нь хямралын үе дэх эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн гүйцэтгэх үүргийг оруулсны дээр зах зээлд оролцогчдын ханшийн талаарх хүлээлт спекулятив дайралтад чухал нөлөөтэйг харуулсан. Эдийн засаг тодорхойгүй бүсэд байвал эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд муудаагүй байсан ч зах зээлд оролцогчдын хүлээлтээс үүдэн ханшийн хямрал болох боломжтой юм.

4.2.2.2. Ханшийн хямралын хоёр дахь үеийн бусад загварууд

Хоёр дахь үеийн загварын гол онцлог нь засгийн газар нийгмийн алдагдлыг хамгийн бага байлгах оптимизац хийдэг гэж үздэг. Иймд энэ төрлийн загваруудын алдагдлын функц болон хязгаарлалтууд нь ялгаатай байдаг. Өмнөх хэсэгт засгийн газар ажилгүйдлийн түвшинд ач холбогдол өгдөг буюу ханшийг сулруулахад хүргэдэг хүчин зүйл нь ажилгүйдлийн түвшин гэж үздэг. Засгийн газар тогтмол ханшийн системээс татгалзахад хүргэдэг бусад хүчин зүйлс, тухайлбал дотоод бодит өрийн талаар энэ хэсэгт авч үзье.

De Kock болон Grilli (1993), Obstfeld (1994),

Velasco (1996) нар дотоодын бодит өрийн өндөр түвшин ханшийн хямралд хэрхэн хүргэхийг авч үзсэн. Тэдний загварын хувьд дотоод өрийн хэмжээ тодорхой нэг завсарт (тодорхойгүй бүсэд) байвал олон тэнцвэр бий болох буюу хүлээлтэд суурилсан спекулятив дайралтууд гарна. Cole болон Kehoe (1996) нар засгийн газрын шийдвэрт зөвхөн дотоодын өрийн хэмжээнээс гадна түүний эргэн төлөгдөх хугацааны бүтэц чухал болохыг харуулсан. Obstfeld (1994) нь ханшийг сулруулах эсэх шийдвэр нь ажилгүйдэл болон инфляциар тодорхойлогдоно гэж үзсэн. Энэхүү жижиг өөрчлөлтийг хийснээр сонирхолтой үр дүнд хүрсэн. Нэгдүгээр үеийн загварт сүүдрийн валютын ханш (shadow exchange rate) нь тогтмол ханшаас давсан үед спекулятив дайралтын үндсэн нөхцөл болдог гэж үздэг бол хоёр дахь үеийн загварт энэ нөхцөл үндсэн нөхцөл болохгүйг харуулсан. Өөрөөр хэлбэл, хоёр ханшийн зөрүү маш бага бол ханшийн сулралтаас хүртэх өгөөж нь тогтмол ханшийн дэглэмийг орхих зардлаас бага байж болох учраас үндсэн нөхцөл болж чадахгүй юм.

Drazen болон Masson (1994) нар хувийн агентууд тогтмол ханшийн дэглэмийг орхих зардал (-)-ыг мэдэхгүй гэж үзсэн. Энэ зардал өндөр байхын хэрээр засгийн газар спекулятив дайралтын эсрэг илүү хүчтэй арга хэмжээ авна. Хэрвээ хувийн агентууд энэ параметрийг мэддэг бол эдийн засаг тодорхойгүй бүсэд байгаа эсэхийг мөн мэднэ. Гэвч хувийн агентууд энэ параметрийг мэдэхгүй бол тодорхой бус байдал нэмэгдэнэ. Ажилгүйдлийн түвшин өндөр болох нь тогтмол ханшийн системд итгэх итгэлийг бууруулна. Нөгөө талдаа засгийн газар тогтмол ханшийн системээ тууштай хадгалсан хэвээр байх нь тус зардал хэт их гэсэн мэдээллийг өгөх бөгөөд тогтмол ханшийн системд итгэх итгэлийг нэмэгдүүлнэ. Иймд спекулятив дайралт болох эсэх нь хувийн агентуудын тухайн зардлын талаарх мэдээллээс хамаарна.

Шигтгээ 4: Европын валютын ханшийн хямрал (1992-1993 он)

Бретон Вүүдсийн систем нуран унасны дараа 1970-аад онд Европын улс орнууд дотоодын валютын ханшийн хэлбэлзлийг хязгаарлахыг хичээж байв. Европын хар лхагва гариг нь 1992 оны 9 сарын 16-нд тохиосон. Спекулятив дайралт болон валютын ханшийн сулралтаас болж, Английн ерөнхий сайд болон засгийн газрын гишүүд фунтын хэт үнэгүйдлээс зайлсхийхийн тулд бүхий л хэлбэрээр дэмжлэг үзүүлэхийг хичээж байв. Спекулятив дайралт хийгчдийг фунт худалдан авахын дэмжих зорилгоор Британийн засгийн газар суурь хүүний түвшинг 10%-12% болгон өсгөсөн. Энэ үед хүүний түвшинг 15% хүртэл дахин өсгөхөө амласан боловч хөрөнгө оруулагчид фунтээ худалдсаар байв. Хэдийгээр олон тэрбумаар гадаад валютын нөөцөөс зах зээлд нийлүүлсэн хэдий ч фунтийг зөвшөөрөгдсөн хамгийн доод түвшнээс дээгүүр тогтоон барих боломжгүй болсон. Спекулятив дайралт үүсгэгчид Англи улс урт хугацаанд хүүний түвшинг өндөрт тогтоон барьж чадахгүй гэдгийг таамаглаж байсан. Валютын ханшийн зах зээлд хамгийн өндөр байр суурь эзэлдэг хөрөнгө оруулагчдын нэг Жорж Сорос нь фунтын эсрэг үйл ажиллагаанаас 1 тэрбум гаруй долларын орлого олжээ.

Ижил нөхцөл байдал Италид үүссэн. Европын төв банкны зардлаар дамжуулан худалдаачдад тэрбум тэрбумаар орлого олох боломж олгосон гэнэтийн дайралтын үйл явдал нь Испани болон Португальд Германы мөнгөн тэмдэгтийн эсрэг өөрсдийн валютын ханшийг унагахад хүргэсэн юм. Гэнэтийн дайралтын дараагийн гол бай нь Францын Франк байсан. Францийн сонгууль болохтой холбогдуулан, хүүний түвшинг бууруулах улс төрийн дарамт нэмэгдэж байв. Бусад валютын ханшийн ижлээр, спекулятив дайралт хийгчид нь Франц улс эдийн засгийн сул өсөлт болон өндөр ажилгүйдэлээс шалтгаалан хүүг өндөр түвшинд хадгалахаас илүүтэй франкыг сулруулахыг таамаглаж байсан.

4.3.2. Ханшийн хямралын гуравдугаар үеийн загвар

Азийн орнуудад 1990-ээд оны сүүл үед тохиолдсон хямралууд нь судлаачдын дунд ханшийн хямралд дахин анхаарал хандуулахад хүргэсэн. Coldfajn болон Valdes (1997) нар банкны хямрал болон ханшийн хямралын хоорондын холбоог дараах байдлаар тайлбарласан: Дотоодын банкууд дахь хадгаламжийн үндсэн хэсэг нь дотоод актив бөгөөд ханшийн хямралын үед гадаад актив руу хөрвөдөг. Үндэсний валютаас дайжих үзэгдэл нь ихэвчлэн банкны системээс мөнгөн хөрөнгө зугатах үйл явдалтай давхцдаг. Энэхүү харилцаа, холбоо нь яагаад ханшийн хямралтай үед банкны систем хямралд өртдөгийг тодорхой болгосон. Saxena болон Wong (1999) нар Азийн хямралын үед дээр дурьдсан учир шалтгааны холбоос нь эсрэг чиглэлд буюу банкны секторын хямрал ханшийн хямралд хүргэсэн болохыг харуулсан.

Ерөнхийд нь авч үзвэл гурав дахь үеийн загварууд нь хямрал үүссэн үндсэн шалтгаанаас хамаарч гурван хэсэгт хуваагддаг: i) ёс суртахууны доройтол (moral hazard), ii) санхүүгийн эмзэг байдал болон iii) хувийн секторын тайлан тэнцэл дэх ханшийн эрсдэл. Эдгээр асуудлууд нь банкны хямрал болон ханшийн хямралын хоорондын холбоосыг илүү нарийн гаргаж ирсэн.

4.2.3.1. Ёс суртахууны доройтол

Зарим судлаачид Азийн хямралын үндэс нь засгийн газраас хэрэгжүүлсэн эдийн засгийн алдаатай бодлогоос үүдэлтэй гэж үздэг. Учир нь Азийн орнуудын улс төрийн удирдагчид 1990-ээд оны эхний хагаст тохиолдсон эдийн засгийн үсрэнгүй хөгжил буюу хэт халалтыг зөв удирдаж чадаагүй гэж үздэг. Үүний уршиг нь үл хөдлөх хөрөнгө болон санхүүгийн хөрөнгийн үнийг хөөсрүүлэхэд хүргэж, улмаар эдийн засагт оролцогч талуудыг улам эмзэг байдалд оруулсан. Эдийн засгийн суурь тэнцвэр алдагдсан болон бодлогын алдаа гаргасан нь 1997 оны 7 дугаар сард ханшийн хямралыг өдөөх шалтгаан болсон. Түүнчлэн улс төрийн алдаатай бодлогоос үүдэн эдийн засагт ёс суртахууны доройтол нь дараах хүрээнд илэрсэн:

- *Аж ахуйн нэгжийн түвшинд.* Эдийн засгийн өндөр өсөлтийг хадгалахын тулд улс төрийн зүгээс хувийн төслүүдэд мөнгөн тусламж олгох эсвэл хөнгөлөлттэй зээлээр олгох шахалт маш хүчтэй нэмэгдсэн. Хөрөнгө оруулагчид засгийн газрын батлан даалттай төслүүд нь эдийн засгийн шокуудаас үл хамааран амжилттай хэрэгжинэ гэсэн итгэл, үнэмшилтэй байв.
- *Дотоодын санхүүгийн салбарын түвшинд.* Банкны хууль эрх зүйн зохицуулалт хангалттай хөгжөөгүй, хяналт шалгалтын

тогтолцоо сул, банкны институц дэх зээлдэгчдийг сонгох, хянах үйл ажиллагааны туршлага муу байв.

Олон улсын банкуудын түвшинд. Гадны банкууд Азийн орнуудад хямрал эхлэх хүртэл хэвийн үед ашигладаг эрсдэлийн үнэлгээг хийхгүйгээр зээлийг их хэмжээгээр олгож байсан. Corsetti et al. (1999) нар гадаад санхүүжилтийг хэт олгох үзэгдэл нь гадны банкууд засгийн газар, ОУВС зэрэг олон улсын санхүүгийн байгууллагуудад итгэснээс үүдэлтэй болохыг онцолсон.

Ийнхүү аливаа эрсдэл тулгарахад бүгдийг засгийн газраас батлан даана гэсэн итгэл дээр тулгуурлан дотоодын болон гадаадын хөрөнгө оруулагчид, үйлдвэрлэгчид учирч болзошгүй аливаа эрсдэлээ дутуу тооцсон нь эдийн засгийн бүхий л оролцогчдын түвшинд ёс суртахууны гажуудлыг үүсгэсэн.

Gandolfo (2001)-ын дурдсанаар хэрэв энэхүү засгийн газар батлан даадаг бодлого цаашид итгэл төрүүлэхээ болих нөхцөлд эдийн засгийн хэт халалтын жилүүдэд үүссэн хөрөнгийн хөөс хагарч, энэхүү хөрөнгийн үнийн огцом уналт капитал зугтах үзэгдлийг өдөөдөг. Үүний үр дүнд гадаад зах зээлд дотоодын мөнгөн тэмдэгтийн ханшийн үнэ цэнийг унагах бөгөөд ингэснээр засгийн газар ханшийг цаашид хамгаалах боломжгүй байдалд хүргэдэг. Эндээс санхүүгийн салбарын хямрал нь ханшийн салбартай хамт илэрдэг (Sarno болон Taylor, 2002). Corsetti болон бусад (1999), Krugman (1998) нар валютын ханшийн хямралыг өдөөсөн хамгийн гол эх сурвалж бол ёс суртахууны гажуудал гэдгийг томъёолсон байдаг.

4.2.3.2. Санхүүгийн эмзэг байдал

Burnside et al. (2001) нар банкны хямрал нь ханшийн хямралыг өдөөдөг гэсэн үр дүнг батлан харуулсан байдаг. Засгийн газар арилжааны банкуудын хадгаламжийг даатгадаг. Энэ нь эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд өнөөдөр сайн байгаа хэдий ч ирээдүйд тулгарах банкны салбарын хямрал нь асар их хэмжээний төсвийн зардал үүсгэх тухай дохиог зах зээлд өгдөг.

Хэрэв засгийн газар татварын хэмжээгээ өсгөхгүй эсвэл зардлаа бууруулахгүй нөхцөлд их хэмжээний төсвийн зардлыг санхүүжүүлэх хоёр арга зам бий: инфляцийг нэмэгдүүлэх эсвэл мөнгө хэвлэх (seigniorage). Эдгээр арга замууд нь тогтмол ханшийн бодлоготой зөрчилддөг. Эдийн засгийн агентууд рационал буюу төгс урьдчилан хардаг гэж таамагласнаар хөрөнгө оруулагчид хэзээ нэгэн цагт төв банк тогтмол ханшийн бодлогоос татгалзана гэдгийг олж хардаг. Ингэснээр тэд спекулятив дайралт хийх сэдэлтэй болдог. Энэ талаараа тэдний загвар нь ханшийн хямралын нэг дэх үеийн загвартай зарим талаар адил шинжтэй. Гэвч, уг загварын ялгарах гол онцлог нь эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд маш сайн байх нөхцөлд ч хямрал бий болдог гэдгийг харуулсан. Өөрөөр хэлбэл, хүмүүс банкны салбарт хямрал нүүрлэнэ гэдгийг ойлгох үед эдийн засагт төсвийн алдагдал болон мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлтийн аль аль нь байдаггүй.

4.2.3.3. Тайлан тэнцэл дэх ханшийн эрсдэл

Burnside et al. (2007) нар хөгжиж буй оронд банкууд болон компаниуд гадаад валютаар зээл авч, харин зээлээ төлөх орлогын эх үүсвэр нь үндэсний мөнгөн тэмдэгтээр илэрхийлэгдсэн байдгаас тэдний тайлан тэнцэлд валютын ханшийн эрсдэл (currency mismatch) өндөр байдаг болохыг онцолдог. Хэрэв үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн ханш суларвал дотоодын банкууд болон компаниуд валютын ханшнаас үүдэлтэй зээлийн эрсдэлд ордог. Eichengreen болон Hausmann (1999) нар энэ байдлыг хөгжиж буй улсуудын төрөлхийн шинж чанар гэж дүгнэсэн. Түүнчлэн урт хугацааны төслүүдийг богино хугацааны өрөөр санхүүжүүлсний улмаас хөрвөх чадварын буюу төлбөрөө хугацаанд нь төлөх чадваргүй болох эрсдэлтэй нүүр тулж байдаг. Харин McKinnon болон Pill (1996), Burnside et al. (2001b) нар засгийн газрын аливаа баталгаагүйгээр дотоодын банкууд болон компаниуд өөрсдөө ханшийн эрсдэлээ үүрэх нь зохистой болохыг харуулсан.

Шигтгээ 5: Өмнөд Солонгосын хямрал (1997–1998 он)

Эдийн засаг нь хурдацтай хөгжиж байсан Азийн орнууд 1997 онд санхүүгийн зах зээлийн хүндрэл, валютын ханшийн спекулятив дайралттай нүүр тулнаас эдийн засгийн хямралд орсон. Энэ хямралд өртсөн орнуудын нэг болох Өмнөд Солонгос улсын туршлагыг товч авч үзье. Тус хямралаас өмнө Өмнөд Солонгос түүхэн дэх эдийн засгийн гайхалтай амжилтанд хүрсэн улсуудын нэг байв. Инфляцийн түвшин 1996 онд 5%-аас бага, бодит ДНБ-ий өсөлт ойролцоогоор 7%, ажилгүйдлийн түвшин бага, засгийн газрын төсөв бага зэргийн ашигтай байсан.

Өмнөд Солонгосын засгийн газар 1990-ээд оны эхнээс улсынхаа санхүүгийн зах зээлийг чөлөөтэй, нээлттэй болгох зорилгоор санхүүгийн институциуд дэх хязгаарласан зохицуулалтуудыг арилгаж эхэлсэн. Мөн хөрөнгийн зах зээлээ гадаадаас орох урсгалд нээлттэй болгох замаар санхүүгийн зах зээлийг глобалчилж эхэлсэн. Энэ нь хувийн, санхүүгийн бус бизнесийн салбарт олгосон банкны зээлийг хурдтай өсгөж, нийт зээлийн хэт хөөсрөлтийг бий болгосон. Энэхүү зээлийн ихэнх хувийг жилийн 20 хүртэлх хувийн хүүтэй гадаадын зээлээр санхүүжүүлж байв. Банкны зохицуулалтын хяналт шалгалт сул, банкны институци дэх зээлдэгчдийг сонгох, хянах үйл ажиллагаанд туршлага муутай байсан зэргээс үүдэн зээлээс үүсэх алдагдлын хэмжээ өсөж эхэлсэн бөгөөд энэ нь банкны өөрийн хөрөнгийн хэмжээг бууруулах гол шалтгаан болсон.

Өмнөд Солонгосын засгийн газар санхүүгийн зах зээлээ гадаадын капиталд нээлттэй болгох процессыг хурдасгахыг дэмжиж байлаа. Засгийн газар 1993 онд дотоодын банкуудын гадаад валютаар зээл олгох чадавхийг нэмэгдүүлсэн. Энэ үед засгийн газар санхүүгийн байгууллагууд гадаадаас богино хугацааны зээл авахыг зөвшөөрсөн бөгөөд авах хэмжээн дээр ч хязгаарлалт тавиагүй. Богино хугацааны гадаадын капиталын дотогшлох урсгалд нээлттэй хандсан. Гэхдээ тус урсгал нь хөгжиж буй улсуудын эдийн засгийг санхүүгийн хувьд эмзэг болгодог. Асуудал нь хямрал эхлэх үед богино хугацааны капитал тухайн улсаас хоромхон хугацаанд гардаг.

Өмнөд Солонгосын эдийн засаг санхүүгийн системийн тодорхойгүй байдлыг үүсгэсэн экспортын үнийн сөрөг шок, корпорациудын дампууралтай нүүр тулж эхэлсэн. Эдгээр дампуурлууд тодорхой бус байдлыг улам нэмэгдүүлж, санхүүгийн зах зээл оргил үеэс 50%-иар илүү, огцом буурсан. Хөрөнгийн зах зээлийн бууралтын үр дүнд тодорхой бус байдал нэмэгдэж, муу зээлдэгчээс сайн зээлдэгчийг ялгахад хэцүү болсон. Хөрөнгийн үнэлгээ унаснаар компаниудын барьцааны үнэлэмж буурч, эрсдэлтэй хөрөнгө оруулалт хийх хөшүүргийг нэмэгдүүлсэн. Банкны тайлан тэнцэл муудсантай зэрэгцэн муу сонголт, ёс суртахууны гажуудлуудыг улам дордуулсан. Үр дүнд нь зээл буурч, эдийн засаг суларсан. Банкны тайлан тэнцэл хүндэрсэн, эдийн засаг суларсан зэрэг нь Өмнөд Солонгосын эдийн засгийг ханшийн хямрал руу түлхсэн.

Богино хугацааны, гадаадын их хэмжээний зээлээс шалтгаалсан санхүүгийн салбар дахь тайлан тэнцлийн сул байдал, эдийн засгийн капиталын орох урсгалын гэнэтийн зогсолт бий болсон зэрэг нөхцөл байдалтай үед Өмнөд Солонгосын мөнгөн тэмдэгтэд үзүүлэх спекулятив дайралтаас зайлсхийх боломжгүй байв. Үүний хор уршиг, дам нөлөө (contagion) нь бусад зүүн Азийн улсуудад тархаж эхэлсэн. Спекулятив дайрагчид Өмнөд Солонгосын төв банк хүүгийн түвшнээ өсгөх замаар ханштай тэмцэж чадахгүй гэдгийг мэдэж байв. Энэхүү спекулятив дайралтын дүнд Солонгосын воны ханш ойролцоогоор 50%-иар огцом суларсан.

Санхүүгийн болон санхүүгийн бус компаниуд гадаадын валютаар их хэмжээний өртэй байсан учраас Солонгосын воны тус сулралт нь дотоодын мөнгөн тэмдэгтээр илэрхийлсэн гадад өрийн хэмжээг үлэмж хэмжээгээр өсгөсөн. Улмаар энэ нь компаниудын өөрийн хөрөнгийн хэмжээг барагдуулсан. Компаниудын бэлэн мөнгөний урсгал, тайлан тэнцэл хүндэрсэн нь банкны хямралыг гүнзгийрүүлсэн. Банкууд гадаад валютын зээлээ илүү их воноор төлж, дотоодын долларын зээлээ цуглуулж чадахгүйгээс банкны тайлан тэнцэл муудсан. Түүнчлэн банкууд гадаадын богино хугацаат зээлээ яаралтай эргэн төлөх шаардлагатай болсон учраас санхүүгийн институциудад хөрвөх чадварын эрсдэл үүссэн. Засгийн газар бүх банкны хадгаламжид баталгаа гаргаж, банкны үймээнээс сэргийлэх зорилгоор оролцсон боловч өөрийн хөрөнгийн алдагдал нь банкны үйл ажиллагааг хумьж байлаа. Бодит ДНБ 1998 онд 6%-иар буурч, ажилгүйдэл огцом өссөн. Энэ тохиолдолд инфляцийн түвшин мөн буурна гэж хүлээсэн хэдий ч, инфляцийн түвшин буураагүй харин өссөн. Ханшийн огцом сулралт нь импортын үнийг өсгөх замаар инфляцийг өсгөж, олон нийтийн Солонгосын төв банкинд итгэх итгэлийг сулруулсан. Энэ нь хүлээгдэж буй инфляцийг өсгөж, улмаар инфляцийн түвшин 5%-аас 10% хүртэл огцом өссөн. Хүүгийн түвшин өндөр инфляцийг нөхөхийн тулд 1997 оны сүүл гэхэд 20% давж огцом өссөн. Хүү өссөнтэй зэрэгцэн зээлийн зах зээл дээр тэгш бус мэдээллийн асуудал нэмэгдсэнээр хөрөнгө оруулалтыг цаашид улам бууруулах, улмаар эдийн засгийн үйл ажиллагааг сулруулах нөлөөг үзүүлсэн.

4.3 САНХҮҮГИЙН ХЯМРАЛЫН ХАЛДВАР (CONTAGION EFFECT)

Нэг эдийн засгаас нөгөө эдийн засагт санхүүгийн хямрал тархах үйл явдлыг санхүүгийн хямралын халдвар (contagion) гэж нэрлэдэг. Үүний тод илрэл нь 1994-95 оны Мексикийн хямрал, 1997 оны Азийн хямрал, 1998 оны Оросын хямралууд байсан юм. Хямралын шинж тэмдэг, тухайн халдварт нөлөөлж буй хүчин зүйлс, хямралаас зайлсхийх дархлаа зэрэгт судлаачид сүүлийн үед илүүтэй анхаарч байна (Caramazza болон Ricci, 2004).

Санхүүгийн хямралын халдвар, тархалтыг хэмжихэд хэцүү хүндрэлтэй. Энэ нь эдийн засгууд хоорондын худалдаа болон санхүүгийн холбоо, хамаарлаас үүдэлтэй байж болно (Calvo болон Reinhart, 1996).

Түүнчлэн үндсэн нөхцөлтэй хамааралгүй буюу хөрөнгө оруулагчдын зан төлвөөс шалтгаалж болно. Жишээ нь, нэг улс дахь санхүүгийн хямралаас үүдэн алдагдал хүлээсэн хөрөнгө оруулагч, өөр оронд хийсэн байсан хөрөнгө оруулалтаа эргүүлэн татахад хүрч, тухайн орны хувьд хөрөнгийн гэнэтийн гадагшлах урсгалыг бий болгож болно (Collins болон Biekpe, 2002).

Eichengreen (1996) хаа нэгтээ хямрал

тохиолдож байхад тодорхой нэг улсад хямрал тохиолдох магадлал ихсэх явдлыг санхүүгийн хямралын тархалт гэж тодорхойлсон. Тэрээр санхүүгийн тархалт нь макро эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн ижил төстэй шинж чанараас илүүтэйгээр худалдааны харилцан холбоогоор дамждаг гэж үзсэн. Kaminsky болон Reinhart (1999) санхүүгийн хямралын халдварлалт, тархалт нь олон улсын гэхээс илүүтэй бүс нутгийн шинж чанартай болохыг онцолсон. Мөн тэрээр санхүүгийн хямралын тархалтанд өртөмтгий байдал нь шугаман бус шинж чанартайг харуулсан. Тухайн нэг улс хямралд өртсөн нь өөр нэг улсын хямралын хөтөч болж чадахгүйг анхааруулсан.

Зарим улс орнууд харьцангуй сайн эдийн засгийн суурь үзүүлэлттэй байсан ч санхүүгийн хямралын халдварт өртдөг. Санхүүгийн хямралын хор уршиг нь өөр өөр сувгуудаар нэгэн зэрэг илэрдэг. Зарим сувгууд нь тодорхой үйл явдлаас хамаарч бусдаасаа илүү чухал байж болдог. Худалдаа нь санхүүгийн хямралын халдварын гол суваг юм. Хямралд өртсөн улстай худалдаа хийдэг эсвэл өрсөлддөг улсууд бусад оронтой харьцуулахад илүү хямралд өртөх хандлагатай байдаг. Ямар ч шалтгаантай байсан анхны валютын ханшийн хямрал эхэлсэн улсаас бусад хамааралтай улсууд руу маш хялбараар ханшийн хямрал нөлөөлдөг (Glick болон Rose, 1999).

V. ВАЛЮТЫН ХАНШИЙН ХЯМРАЛААС СЭРГИЙЛЭХ БОДЛОГО, ТУРШЛАГА

Энэ хэсэгт хямралаас урьдчилан сэргийлэх хүрээнд олон улсад авч хэрэгжүүлсэн бодлогын арга хэмжээг тоймлон авч үзлээ. Валютын ханшийн хямралын нийтлэг шалтгааны нэг нь гадаад санхүүжилтээс хэт хамааралтай болсон улсууд төсвийн удирдлагын алдаанаас болсон хөрөнгийн урсгалын бууралт болон гадаад өрийн төлбөр төлөгдөх үед хүндрэлд ордог. Нийтлэг шинж нь гаднаас маш их санхүүжилт авч төсвийн алдагдлыг нөхөх, урт хугацааны дэд бүтцийн төсөл хөтөлбөрүүдийг санхүүжүүлснээр дотоодын хэрэглээ болон орон сууцны үнэ өсдөг. Энэ байдал нь дунд хугацаандаа макро эдийн засгийн тогтворгүй байдлын шалтгаан болж, гадаад зээлийг эргэн төлөх үед зээлдүүлэгчид шинэ зээл олгохоос татгалзаж эхэлснээр хүндрэлтэй нүүр тулж эхэлдэг. Түүнчлэн макро эдийн засгийн тогтворгүй байдал нь хөрөнгийн гадагшлах урсгалыг нэмэгдүүлж илүү хүнд уналт руу хөтөлдөг. Иймд хөрөнгийн орох, гарах урсгалын дотоод эдийн засагт үзүүлэх сөрөг нөлөөг зөөлрүүлэхээс гадна төсөв, өрийн удирдлагын оновчтой тогтолцоо бүрдүүлэх шаардлагатай.

Төсвийн тогтвортой байдал, бодлогын нийцтэй байдлыг хангах. Төсөв, мөнгө болон валютын ханшийн бодлогын нийцтэй байдлыг сайжруулах, ялангуяа эдийн засгийн мөчлөгийн уналтын үед төсвийн зардлын үр ашгийг хангах, төсвийн эдийн засагт эзлэх хувийн жинг бууруулах шаардлагатай. Эдийн засгийн мөчлөгийн уналтын үетэй давхцан төсвийн орлого буурах, төсвийн алдагдал нэмэгдэх хандлагатай байдаг. Хэрэв тухайн алдагдлыг төв банкнаас мөнгөжүүлэх тохиолдолд ОХУ-ын 1998 оны хямралын байдалд хүрэх эрсдэлтэй. Иймд төсвийг алдагдалгүй батлах, хэрэв алдагдалтай байх бол төв банкнаас бус, харин бусад эх үүсвэрээр санхүүжүүлэх шаардлагатай. Төсвийн алдагдал нь гадаад валютын нөөц хурдацтай буурч буй үед макро эдийн засгийн бодлогын нийцгүй байдлын шалтгаантай “спекулятив дайралт”-д хүргэж болзошгүй юм. Гэхдээ гадаад өрийг үлэмж хэмжээгээр нэмэгдүүлэхгүй байх, гадаад зах зээл дээрх тухайн улсын итгэлийг унагахгүй байх зэрэг нь мөн чухал болохыг Аргентины хямралын

туршлага харуулдаг. Тиймээс спекулятив дайралтад өртөх эрсдэлийг бууруулахын тулд улс орнууд төсвийн тогтвортой байдлыг хангаж (төсөв алдагдалгүй, улсын гадаад өрийг өсгөхгүй байх гэх мэт), хөрөнгийн урсгалын алдагдлыг нэмэгдүүлэхгүй байхад анхаарах нь зүйтэй гэж үздэг. Үүний тулд Төсвийн сахилга бат, төв банкны бие даасан байдлыг хангах нь чухал юм.

Төсөв, мөнгөний бодлогын зөв балансыг хангах нь төсвийн давамгайллын нөхцөл байдлаас зайлсхийхэд чухал үүрэгтэй. Төсвийн давамгайлал үүсэх нь мөнгөний бодлогыг үр нөлөөгүй болгож, хувийн секторын зээлийг шахан гаргахад хүргэнэ. Түүнчлэн макро зохистой бодлогыг төсөв, мөнгөний бодлоготой уялдуулж хэрэгжүүлэх нь түүхий эдийн үнийн мөчлөгтэй холбоотой ханшнаас хамаарсан зээлийн өсөлтийн сөрөг нөлөөг бууруулах ач холбогдолтой.

Түүхий эдийн үнийн уналтын сөрөг нөлөөллийг төсвийн бодлогоор тогтворжуулах. Түүхий эдийн үнийн өөрчлөлт нь Монгол улстай адил түүхий эдийн экспортын орлогоос өндөр хамааралтай орнуудын хувьд валютын ханшийн хэлбэлзэлд нөлөөлөх гол хүчин зүйл юм. Түүхий эдийн үнэ унах үед бодлого боловсруулагчид богино хугацаанд валютын ханшийн болон төсвийн бодлогоор сөрөг нөлөөллийг саармагжуулах арга хэмжээ авдаг бол дунд болон урт хугацаанд уламжлалт түүхий эдийн экспортоос салж, эдийн засгийг төрөлжүүлэхэд онцгой анхаарах шаардлагатай болдог. Төсвийн бодлого нь түүхий эдийн үнийн хэлбэлзлийн сөрөг нөлөөг бууруулахад чухал үүрэг гүйцэтгэдэг. Тухайлбал, орлогын бууралтын улсын төсөвт үзүүлэх нөлөөг бууруулахын тулд төсвийн зардлыг танах эсвэл ач холбогдлоор нь эрэмбэлж, орлоготой нь уялдуулах, түүхий эдийн үнийн уналттай холбоотой орлогыг тодорхойлж, тогтворжуулалтын сан үүсгэх зэрэг арга хэмжээг хэрэгжүүлдэг. Гэхдээ төсвийн зардлаа танахдаа болгоомжтой хандах хэрэгтэй. Учир нь засгийн газраас богино хугацаанд хөрөнгө оруулалтын хөтөлбөрүүдээ бууруулах замаар төсвийн зардлаа танах нь эргээд төсвийн орлогыг бууруулж дунд хугацаанд хүнд байдалд оруулдаг бол төсвийн зардлаа танахгүй тохиолдолд төсвийн алдагдал

нэмэгдэж өрийн түвшинг давхар нэмэгдүүлдэг.

Энэхүү богино хугацааны хариу арга хэмжээнээс гадна Засгийн газар түүхий эдийн үнийн хэлбэлзлийн төсөв дэх нөлөөг арилгасан төсвийн тогтолцоотой байгаа эсэхийг эргэн харах шаардлагатай. Төсвийн бодлогын мөчлөг дагасан байдлыг арилгахын тулд төсвийн дүрэм мөрдөх эсвэл төсвийн тогтворжилтын санг бүрдүүлэх нь түүхий эдийн үнийн хэлбэлзлийн нөлөөг бууруулахад чухал юм. Бусад орнуудын туршлагаас харахад эдгээр механизмыг бүрдүүлэх, хэрэгжүүлэх нь харилцан уялдаатай цогц арга хэмжээ, хүчтэй институц, засаглалын тогтолцоог шаарддаг. Ялангуяа дунд болон урт хугацаанд, өндөр, тогтвортой өсөлтийг хангахын тулд уламжлалт түүхий эдийн экспортоос салж, эдийн засгийг төрөлжилтийг хангахад онцгой анхаарах шаардлагатай.

Гадаадөрийноновчтой удирдлага хэрэгжүүлэх. Гадаад өрийн хэмжээг бууруулахад анхаарч, гадаад зээлийн хугацаа хэт богино байхаас зайлсхийх шаардлагатай. Хөрөнгийн дотогшлох урсгал буурах үед хөрөнгө оруулагчид богино хугацааны зээлийн хугацааг сунгахгүй тохиолдолд ханшийн тогтвортой байдлыг хангах асуудал туйлын хүнд болдог. Олон улсын зах зээлд гаргасан бонд нь ихэнхдээ ам.доллараар илэрхийлэгдсэн байдаг тул хөрөнгийн орох урсгалын бууралтыг даган үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн ханш суларснаар гадаад өрийн үндэсний валютаар илэрхийлэгдэх дүн өсч, хүүгийн төлбөрийн улсын төсөв дэх зардал, улмаар алдагдлыг нэмэгдүүлэхийн зэрэгцээ гадаад өрийн эргэн төлөлтөд хүндрэл учруулдаг. Энэ хүндрэлээс сэргийлэхийн тулд богино хугацаат зээлийн эргэн төлөгдөх хугацааг сунгах, гадаад өрийн эх үүсвэрээр хэрэгжүүлэх төсөл хөтөлбөрийг сонгохдоо тухайн төслөөс олох валютын орлого, өрийн эргэн төлөгдөх хугацаатай уялдуулах, орлого нь төгрөгөөр бүрдэх тохиолдолд ханшийн эрсдэлээс сэргийлсэн боломжит арга хэрэгслүүдийг нэвтрүүлэх зэрэг өрийн удирдлагыг хэрэгжүүлдэг байна.

Санхүүгийн салбарын хууль, эрх зүйн орчин, хяналт шалгалтыг сайжруулах. Банкны салбарт өсөн нэмэгдэж буй хөрвөх чадварын, зээлийн болон валютын ханшийн эрсдэлийг бууруулахад чиглэсэн хууль эрхзүйн зохицуулалт шаардлагатай. Зарим улс хадгаламжийн даатгалын тогтолцоог нэвтрүүлж хэрэгжүүлсэн нь үр дүнд хүрсэн ч төрөөс банкны салбар хүндрэлд орсон тохиолдолд шууд санхүүжилт олгоно гэсэн хүлээлтийг үүсгэх нь ирээдүйд төсвийн алдагдал нэмэгдэнэ гэсэн хүлээлтэд суурилсан спекулятив дайралтад хүргэх эрсдэлтэй. Хууль эрхзүйн орчинг боловсруулахдаа долларжсан банкны системд бий

болж болзошгүй санхүүгийн тогтвортой байдлын эрсдэлүүдийг давхар тооцож байх нь чухал юм. Түүнчлэн эрсдэлээс урьдчилан сэргийлэх хяналт шалгалтыг сайжруулах, банкныг татан буулгах болон хямралын үеийн удирдлагын тогтолцоог бий болгох, банкуудын засаглалыг сайжруулахад чиглэсэн санхүүгийн салбарын шинэчлэлд анхаарах нь зүйтэй.

Шаардлагатай тохиолдолд хөрөнгийн урсгалд хяналт тогтоох. Чили улсын хэрэгжүүлсэн гадаад зээлд тогтоох заавал байлгах нөөцийн хэмжээ өсгөх эсвэл татварыг өсгөх зэрэг бодлого нь хөрөнгийн дотогшлох урсгалын сөрөг нөлөөг бууруулсан байдаг. Гэхдээ хөрөнгийн урсгалын хяналт нь богино хугацаанд үр дүнтэй хэдий ч урт хугацаандаа сөрөг нөлөөлөл нь давамгайлдаг талаар олон судалгаа бий.

Эдийн засгийн ухаанд чөлөөт хөрөнгийн урсгалаас улс орнууд хождог гэж үздэг ч Bhagwati (1998), Rodrik (2001) нар хөрөнгийн урсгалыг хянах нь спекулятив дайралтад өртөх эрсдэлээс сэргийлэхийг харуулсан. Олон улсад хөрөнгийн урсгалыг хянах бодлого хэрэгжүүлсэн туршлага нэлээд байдаг ч сүүлийн үед амжилтад хүрсэн жишээ ховор юм. Эмпирик судалгаануудаас үзэхэд энэ бодлого эдийн засагт сөрөг нөлөөтэй байх тохиолдол цөөнгүй бий. Grilli, Milesi-Firetti (1995) нар 61 улсын панел тоон өгөгдөлд түшиглэсэн судалгаагаар бага орлоготой, том төсөвтэй, төв банкны бие даасан байдал нь муу улсуудад хөрөнгийн урсгал хяналт тогтоох бодлого хэрэгжих магадлал өндөр болохыг харуулсан. Тухайлбал, Малайз улс Азийн санхүүгийн хямралын үед хөрөнгийн урсгалыг хянах бодлогыг 1998 оны 9 сараас хэрэгжүүлсэн байдаг. Johnson болон Mitton (2003) нарын эмпирик судалгаагаар Малайзад хэрэгжсэн хөрөнгийн урсгалын хяналт нь хямралын улмаас татаасаа алдаж байсан улс төрийн холбоо сүлбээ сайтай компаниуд энэ халхавчийн ард татаасын орлогоо нөхөж олох боломж олгосон болохыг харуулсан. Levine (2001), Quinn болон Toyota (2008) нар хөрөнгийн урсгалыг чөлөөлөх нь өндөр хөгжилтэй болон шинээр аж үйлдвэржсэн орнуудын аль алинд эдийн засгийн өсөлтөд эерэг нөлөөтэйг нотолсон.

Төв банкны зүгээс хэрэгжүүлэх мөнгөний бодлогын хариу арга хэмжээ нь ханшийн өөрчлөлтийн шалтгаанаас хамаарч харилцан ялгаатай байх ёстой. Ханшийн өөрчлөлтийн шалтгаан нь эдийн засагт харилцан ялгаатай үр дагаврыг бий болгох тул мөнгөний бодлогын харилцан ялгаатай хариу арга хэмжээг шаардана. Валютын ханш дэлхийн түүхий эдийн эрэлтийн уналттай холбоотой суларсан тохиолдолд нийт эрэлт мөн буурах тул мөнгөний бодлогын төлөвийг

өөрчлөх гэж яарах нь зохимжгүй¹⁰. Харин валютын ханшийн сулралт нь ам.долларын ерөнхий чангаралттай эсвэл спекуляци хүчин зүйлсээр өдөөгдсөн тохиолдолд мөнгөний бодлого нь эдгээр хүчин зүйлсийн нөлөөллийг нейтрал болгох чиглэлд хариу үйлдэл үзүүлэх замаар дотоодын эдийн засгийг хамгаалах ёстой байдаг.

Бодлогын хамгийн чухал асуулт бол валютын ханшийн хямралын үед болон дараа нь хүүний оновчтой бодлого юу байх вэ? юм. Энэ чиглэлээр хийгдсэн судалгаа цөөн байдаг. Braggion et al. (2009) нар ханшийн хямралын үед хүүг өсгөж, түүний дараа хурдан бууруулах нь оновчтой болохыг харуулсан.

Валютын ханшийг эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдээр тодорхойлох түвшинд нь хөвөх тогтолцоог бүрдүүлэх. Ханш сулрах дарамттай үед интервенц хийх, хүүг нэмэгдүүлэх эсвэл ханшийг сулруулах сонголтыг төв банк хийнэ.

Эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн ханш сулрах чиглэлд нөлөөлж байгаа тохиолдолд ханшийг интервенц хийх хэлбэрээр чангаруулах, тогтвортой барих нь гадаад валютын нөөцийг шавхана. Валютын ханшийг хамгаалахад чиглэсэн валютын интервенцийг зах зээлд оролцогчид удаан тогтвортой үргэлжилж чадахгүй гэж үзэх тохиолдолд хөрөнгийн гадагшлах урсгал нэмэгдэх, спекулятив халдлагад өртөх эрсдэлтэй. Иймд төв банкнаас гадаад валютын захад зөвхөн богино хугацааны төгрөгийн ханшийн огцом өөрчлөлтийг зөөлрүүлэх хэмжээнд оролцох, ингэхдээ санамсаргүй интервенцийн хэлбэрээр оролцох нь илүү оновчтой.

Түүнчлэн валютын захын оролцоо нь тухайн улсын урсгал данс, нөөцийн түвшнээс хамаардаг бөгөөд урсгал дансны алдагдалтай, нөөцийн түвшин багатай улсуудын хувьд богино хугацаанд валютын ханшийн хэлбэлзэх хүрээг өргөсгөх буюу ханшийг илүү уян хатан тогтох нөхцөлийг бүрдүүлэх, дунд урт хугацаандаа урсгал тэнцлийг сайжруулах замаар валютын ханшийг тогтворжуулах арга хэмжээ авах нь үр дүнтэй.

Гадаад валютын нөөцийн хүрэлцээтэй түвшинг хангах. Төлбөрийн тэнцлийн өндөр алдагдалтай үед их хэмжээний интервенц хийж, гадаад валютын нөөцийг хүрэлцээт хэмжээнээс бага түвшин рүү бууруулах нь спекулятив дайралтад өртөх, ханшийн хямралын эрсдэлийг нэмэгдүүлдэг. Иймд гадаад валютын цэвэр албан нөөцийг өндөр түвшинд хадгалах нь тус эрсдэлээс сэргийлэх бодлого байж чадна. Ялангуяа гадаад валютын нөөц багатай орнуудад энэ асуудал туйлын чухал юм. Түүнчлэн гадаад валютын цэвэр албан нөөцийг санхүүгийн салбарын хөрвөх чадвар бүхий өр төлбөртэй уялдуулан байршуулах асуудал нь өрийн удирдлагыг оновчтой хэрэгжүүлэхэд дэмжлэг болно.

Макро зохистой бодлогын арга хэрэгслүүд нэвтрүүлэх. Эдийн засгийн болон санхүүгийн өнөөгийн орчинд уламжлалт мөнгө, төсвийн бодлогууд нь санхүүгийн тогтворгүй байдлын хүндрэлээс бүрэн сэргийлж чадахгүй байгаа тул макро зохистой (macroprudential) бодлогыг хэрэгжүүлэх шаардлага бий болсон. Тухайлбал, хөгжиж буй орнуудын банкууд болон компаниудын хөрөнгө болон өр төлбөрийн хооронд нэрлэсэн валютын нийцгүй байдал бий болж, үндэсний валютын ханш сулрах үед санхүүгийн системд хүндрэл үүсдэг.

Макро зохистой бодлогыг үр дүнтэй хэрэгжүүлснээр системийн эрсдэлээс урьдчилан сэргийлэх боломжтой болох бөгөөд санхүүгийн шокыг тэсвэрлэх системийн уян хатан байдлыг сайжруулдаг (Turner, 2015). Тухайлбал, Хорват улс хямралын өмнөх үед макро зохистой бодлогыг ашиглан системийн эрсдэлээс хамгаалах хангалттай нөөц сан бүрдүүлж чадсан нь дэлхийн санхүүгийн хямралыг хохирол багатай давж гарахад эерэгээр нөлөөлсөн. Тус улсын туршлагаас харахад бодлого боловсруулагчид зөвхөн тогтсон, уламжлалт арга хэрэгсэл дээр анхаарлаа хандуулалгүй, бодлогын олон сонголттой байх шаардлагатай байна. Эдгээр сонголтоос тухайн нөхцөл байдалд тохирсон, аль оновчтойг нь авч хэрэгжүүлснээр системийн эрсдэлийг амжилттай удирдах боломжтой (Vujcic болон Dumicic, 2016).

¹⁰ Тухайлбал, түүхий эдийн үнэ унах үед орнууд (Ангол, Чад, Габон) мөнгөний хатуу бодлого хэрэгжүүлж, засгийн газар илүү идэвхитэй дотоод санхүүжилт эрж хайх болсон нь банкны системийн засгийн газраас хамаарах байдлыг улам нэмэгдүүлж хувийн хэвшлийн үйл ажиллагаа доголдох, чанаргүй зээл нэмэгдэхэд хүргэсэн.

Шигтгээ 6: Макро зохистой бодлого хэрэгжүүлэхэд анхаарах зүйлс

Нэгдүгээрт: макро зохистой бодлого нь ерөнхийдөө хөрөнгийн орох урсгалтай холбоотой зээлийн өсөлтийг сааруулах зорилготой байдаг.

Хоёрдугаарт: хэрэв тухайн улс хөрөнгийн хяналт эсвэл макро зохистой бодлогоор дотоодын зээлийн өсөлтийг сааруулах бол макро зохистой бодлогын нөлөөг тусгайлан тооцох шаардлагатай.

Гуравдугаарт: хөрөнгийн урсгал болон макро зохистой бодлого нь хоёулаа макро болон микро эдийн засгийн суурьтай холбогдсон байдаг. Тухайн улс эдийн засгийн нөхцөл байдал, банкууд болон компаниудын онцлогт тохируулан макро зохистой бодлогын арга хэрэгслийг сонгох шаардлагатай. Үүний тулд макро зохистой бодлогын мөнгө, санхүү эсвэл нийт эрэлтийн үзүүлэлтэд хэрхэн нөлөөлж байгааг загвар ашиглан судлах шаардлагатай.

Эцэст нь улс орнуудын ялгаатай байдлаас үүдэн нэг бодлого улс бүрт өөр өөр байдлаар хэрэгжиж болно. Тиймээс хөгжиж буй улсуудын хэрэгжүүлсэн туршлагаас тогтсон баримтууд олж чадахгүй байх боломжтой.

Макро зохистой бодлогын арга хэрэгслүүд нь гадаад секторын хуримтлагдсан алдагдлыг бууруулах, зээлийн өсөлтийн хурдыг сааруулах, мөн сөрөг шокын эсрэг хамгаалалт бий болгох зорилготой бөгөөд бусад улсуудад дараах арга хэмжээг микро зохистой бодлогын арга хэрэгслүүдтэй хослуулан хэрэглэж байна:

- Банкуудын заавал байлгах нөөцийн хувь хэмжээг өөрчлөх.
- Дотоодын иргэн, ААН-дэд валютаар олгох зээлийн хэмжээнд хязгаарлалт тавих, хүүг нэмэгдүүлэх, хүүний дээд түвшинг тогтоох.
- Банкуудын хөрөнгийн зохистой харьцааны тооцоон дахь гадаад валютын зээлийн эрсдэлийн жинг нэмэгдүүлэх.
- Зээлийн эрсдэлийн сан байгуулах. Хорватын төв банк 2014 онд үл хөдлөх хөрөнгөөр бүрэн баталгаажсан моргэйжийн зээлэндээ 35%-ийн эрсдэлийн сан байгуулах хатуу шалгуур нэвтрүүлсэн.

- Шинэ стандарт нэвтрүүлэх. Базель III гэрээнд хөрөнгө болон өр төлбөрийн эрсдэлийн удирдлагад шинэ, илүү хатуу олон улсын стандартыг тусгасан. Үүнээс өмнө эрх бүхий байгууллагууд макро зохистой шинж чанар бүхий арга хэмжээг тусгайлан тогтоосон дүрэм болон хамрах хүрээ байхгүйгээр, чөлөөт байдлаар хэрэгжүүлж байв. Харин шинэ журамд зарим хэрэгслүүдийн тохируулга болон ашиглалтад тодорхой хэмжээний зохицуулалтыг урьдчилан зааж өгсөн.

Эдгээр арга хэмжээ нь санхүүгийн тогтвортой байдлыг хангах гол урьдач нөхцөл болдог буюу системийн эрсдэлийг бууруулж, санхүүгийн системийн уян хатан байдлыг дэмжиж, төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварыг сайжруулж, банкны секторын эрсдэлийн санг нэмэгдүүлж, сөрөг шокын эсрэг гадаад болон дотоод валютаарх нөөцийн зохистой түвшинг бүрдүүлэхэд чиглэдэг.

VI. ДҮГНЭЛТ

Энэхүү судалгаагаар валютын ханшийн эдийн засгийн онолд гарч буй хөгжил, дэвшил болон валютын ханшийн хямралаас сэргийлэх бодлого, туршлагын талаар авч үзлээ.

Нийтээр хүлээн зөвшөөрөгдсөн эмпирик баримт бол валютын ханшийн макро эдийн засгийн загварууд, тэдгээрт суурилсан эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд нь валютын ханшийн түүхэн өгөгдлийг тайлбарлах эсвэл түүний төсөөлөл гаргахад хангалттай сайн тусалдаггүй явдал юм. Эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд нь валютын ханшийн богино хугацааны өөрчлөлтийг тайлбарлахад тусалдаггүй хэдий ч ханшийн урт хугацааны ерөнхий төлөвийн талаарх мэдээллийг өгдөг болохыг зарим судалгаа харуулж байна. Энэхүү валютын ханшийн өөрчлөлт нь эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдээс сул хамаардаг гэсэн ханшийн тусгаарлагдсан оньсогын тайллыг судлаачид эрэлхийлсээр байна. Тухайн оньсогыг тайлах оролдлогууд нь валютын ханшийн өөрчлөлтийн загварчлал (цаг хугацаанд хувьсах параметр, шугаман бус хамаарал гэх мэт), түүнд нөлөөлөгч хүчин зүйлсийг талаарх эдийн засагчдын ойлголт, мэдлэгийг сайжруулж байна. Тухайлбал, валютын ханшийн богино хугацааны хэлбэлзэл, төсөөлөлд зах зээлд оролцогчдын ерөнхий төлөв, хүлээлт, мэдээллийн ялгаа нь чухал нөлөөтэйг сүүлийн үеийн судалгаанууд онцолж байна.

Эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүд, тэдгээрийн ирээдүйн өөрчлөлтийн талаарх мэдээ нь валютын ханшийн богино хугацааны хэлбэлзэлд чухал нөлөөтэй зах зээлд оролцогчдын сэтгэлзүй, хүлээлтэд нөлөөлдөг. Ихэнх валютын захын оролцогчид макро эдийн засгийн өнөөдрийн суурь үзүүлэлтэд өндөр ач холбогдол өгдөггүй бөгөөд зарим техник дүрмийг ашигладаг. Түгээмэл ашиглагддаг техник дүрэм бол дотоодын эдийн засаг дахь хүү нь гадаад захын хүү болон эрсдэлийн нэмэгдэл үнэ (үүнийг хэмжихэд хүндрэлтэй)-ийн нийлбэрээс бага байх тохиолдолд үндэсний мөнгөн тэмдэгт суларна гэж үздэг. Иймд гадаад валютын ханшийн огцом сулралтын үед дотоодын бодлогын хүүг өсгөх нь үндэсний мөнгөний

тэмдэгтийн ханшийг тогтворжуулахад нөлөөтэй байдаг.

Макро эдийн засгийн дээрх хандлагаас гадна валютын ханшийг судлах микро бүтцийн хандлага сүүлийн жилүүдэд эрчимтэй хөгжөөд байна. Энэхүү хандлага нь макро эдийн засгийн загваруудын таамаглалуудыг сулруулж, мэдээллийн бүтэц, зах зээлд оролцогчдын үйл хөдлөл, институцийн үүрэг, арилжааны дүрмийн богино хугацааны валютын ханшид үзүүлэх нөлөөнд илүүтэй анхаардаг. Тус хандлагын хувьд макро эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдийн талаарх мэдээлэл нь валютын зах зээл дээрх арилжаагаар дамжин валютын ханшид нөлөөлдөг гэж үздэг. Эмпирик судалгаанууд нь микро бүтцийн хандлага нь валютын ханшийн богино хугацааны төсөөлөл гаргахад маш сайн үр дүн өгдөг болохыг харуулж байна. Сүүлийн үед валютын ханшийн макро болон микро хандлагыг нэгтгэн валютын ханшийн динамикийг судлах нь богино, дунд болон урт хугацааны динамикийг судлах, төсөөлөл гаргах боломжийг олгож байна.

Валютын ханшийн хямрал нь банкны хямрал зэрэг бусад төрлийн санхүүгийн хямралтай холбоотой байдаг. Эдгээр хос хямрал нь олон тооны сувгаар дамжин илрэх бөгөөд банкны хямрал нь ханшийн хямралыг өдөөдөг, ханшийн хямрал нь банкны хямралыг өдөөдөг эсвэл харилцан нэгнийхээ шалтгаан болж байгааг олон судалгаа тогтоосон (Calvo, 1997; Chang болон Velasco, 2001; Calvo et al. 2002).

Валютын ханшийн хямралаас сэргийлэх нь спекулятив дайралтын урьдач нөхцөлийг бүрдүүлэхгүй байх явдал юм. Үүний тулд төсвийн сахилга бат, төв банкны бие даасан байдлыг хангах, төсөв болон мөнгөний бодлогын нийцтэй байдлыг хангах, валютын ханшийг эдийн засгийн суурь үзүүлэлтүүдтэй нийцтэйгээр хөвж, гадаад шокыг шингээх боломжийг олгох, эрсдэлд суурилсан хяналт шалгалтыг сайжруулж санхүүгийн болон банкны хямрал үүсэхээс сэргийлэх шаардлагатайг валютын ханшийн хямралын 3 үеийн загварууд болон бусад орны туршлага харуулж байна.

Эдгээр бодлого, туршлагыг бодит байдал дээр амжилттай хэрэгжүүлэх нь өөрөө том сорилт бөгөөд харилцан уялдаатай цогц арга хэмжээ, хариуцлагатай институц, засаглалын тогтолцоог шаардана.

Цаашидэнэхүү судалгааны хүрээнд хөндөгдсөн онолын хүчин зүйлсийг харгалзан төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн эмпирик судалгаанд илүүтэй анхаарах шаардлагатай байна. Ялангуяа валютын ханшийн тусгаарлагдсан оньсого Монголын эдийн засагт оршин байгаа эсэх, макро болон микро суурьтай загварууд

төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийг хэр сайн тайлбарлаж, таамаглал гаргахад байгааг тодорхойлох, төгрөгийн гадаад валюттай харьцах ханшийн богино, дунд болон урт хугацааны төсөөлөл гаргах микро болон макро хандлагуудыг нэгтгэсэн загвар боловсруулах хэрэгцээ шаардлага бий болоод байна. Энэ нь нийт макро эдийн засгийн төсөөлөл, түүнд суурилсан бодлогын шийдвэр гаргалтанд чухал мэдээлэл өгөхөөс гадна ханшийн огцом хэлбэлзлээс сэргийлэх боломжийг бүрдүүлнэ.

VII. АШИГЛАСАН МАТЕРИАЛ

- A.M.Taylor, & Taylor, M. (2004). 'The Purchasing Power Parity Debate'. *Journal of Economic Perspectives*, vol.18, no.4, pp. 135-158.
- Adler, Gustavo, & Camilo E Tovar. (2011). Foreign exchange intervention: a shield against appreciation winds? *IMF Working Paper* 11/165.
- Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R., & Rogoff, K. (2009). 'Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development'. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol.56, no.4, pp. 494-513.
- Bailliu, J., & King, M. (2005). 'What Drives Movements in Exchange Rates?'. *Bank of Canada Review*, pp. 3-16.
- Balassa, B. (1964). 'The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal'. *Journal of Political Economy*, vol.72, no.6, pp.584-596.
- Bank, W. (2016). 'Regional Integration and spillovers-Sub Saharan Africa'. *Global Economic Prospects*, January.
- Basu, K. (2012). 'How to devalue exchange rates, without building up reserves: strategic theory for central banking'. *Economic Letters*, vol.117, no.3, pp. 758-761.
- Basu, Kaushik, & Aristomene Varoudakis. (2013). 'How to move the exchange rate if you must: the diverse practice of foreign exchange intervention by central banks and a proposal for doing it better'. *World Bank Policy Research Working Paper* 6460.
- Bhagwati, J. (1998). 'Trading Preferentially: Theory and Policy'. *The Economic Journal*, vol.108, no.449, pp. 1128-1148.
- Blanco, H., & Garber, P. (1986). 'Recurrent Devaluation and Speculative Attacks on the Mexican Peso'. *Journal of Political Economy*, vol.94, no.1, pp. 148-166.
- Braggion, F., Christiano, J., & Jorge, R. (2009). 'Optimal Monetary Policy in a Sudden Stop'. *Journal of Monetary Economics*, vol.56, no.4, 582-595.
- Branson, W., & Henderson, D. (1985). 'The specification and influence of asset markets'. *Handbook of International Economics*, vol.2, pp. 749-805.
- Brissimis, S., & Chionis, D. (2004). 'Foreign exchange market intervention: Implications of publicly announced and secret intervention for the euro exchange rate and its volatility'. *Journal of Policy Modeling*, vol.26, no.6, pp. 661-673.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., & Rebelo, S. (2001). 'Prospective deficits and the Asian currency crisis'. *Journal of Political Economy*, vol. 109, no. 6, pp. 1155-1198.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., & Rebelo, S. (2004). 'Government guarantees lead to the possibility of self-fulfilling speculative attacks'. *Journal of Economic Theory* 119, 31-63.

- Burnside, C., Eichenbaum, M., & Rebelo, S. (2007). 'The Returns to Currency Speculation in Emerging Markets'. *American Economic Review, American Economic Association, vol.97, no.2*, pp. 333-338.
- Callen, T., P. Khandelwal, K. Miyajima, & A. Santos. (2015). 'Oil prices, Financial Stability, and the use of countercyclical macroprudential policies in the GCC'. *Washington: International Monetary Fund*.
- Calvo, G., & Reinhart, C. (2002). 'Fear of Floating'. *NBER Working Paper No. 7993*.
- Calvo, G., Reinhart, C., & Leiderman, L. (1996). 'Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s'. *The Journal of Economic Perspectives, vol.10, no.2*, pp. 123-139.
- Canales-Kriljenko, Jorge Iván, Roberto Guimarres, & Cem Karacadag. (2003). 'Official intervention in the foreign exchange market: elements of best practice'. *IMF Working Paper 03/152*.
- Caramazza, F., Ricci, L., & Salgada, R. (2004). 'International financial contagion in currency crises'. *Journal of International Money and Finance, vol.23, no.1*, pp. 51-70.
- Carlson, J., & C, O. (2005). 'Short-run exchange rate dynamics: Theory and evidence'. *Faculty publication. Brabdeis University*.
- Chutasripanich, N., & Yetman, J. (2015). 'Foreign Exchange Intervention: Strategies and Effectiveness'. *BIS Working Paper No. 499*.
- Claessens, S., & M. Ayhan Kose. (2013). 'Financial Crises: Explanations, Types, and Implications'. *IMF Working Paper*.
- Coldfajn, I., & Valdes, R. (1997). "Are Currency Crises Predictable". *IMF Working Paper*.
- Cole, H., & Kehoe, T. (1996). 'Self-Fulfilling Debt Crises'.
- Collins, D., & Biekpe, N. (2002). 'Contagion: a fear for African equity markets?'. *Journal of Economics & Business, vol.55*, pp. 285-297.
- Corsetti, G., Pesenti, P., & N.Roubini. (1999). 'What caused the Asian currency and financial crisis?'. *Japan and the World Economy, vol. 11, no. 3*, pp. 305-373.
- Ц.Бямбацогт болон Б.Цэнгүүнжав. (2016). 'Валютын ханшийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө. Монголбанзны судалгааны ажил 11, хуудас 64-92, Монголбанк
- De Gregoria, J. (2016). 'Large depreciations: the recent experience in a historical perspective'. *Peterson Institute for International Economics Working Paper, no 16-8, May*.
- Devereux, & Michael, M. (2004). 'Should the exchange rate be a shock absorber'. *Journal of International Economics 62(2)*, pp. 359-377.
- Diaz-Alejandro, C. (1985). 'Good-bye financial repression, hello financial crash'. *Journal of Development Economics, vol. 19, no. 1*, pp. 1-24.
- Djoudad, R., J. Murray, T. Chan, & J. Daw. (2001). 'The role of chartists and fundamentalists in currency markets: The experience of Australia, Canada, and New Zealand'. *Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates*.
- Dominguez, . (2003). 'The market microstructure of central bank intervention'. *Journal of International Economics, vol.59(1)*, pp. 25-45.
- Dornbush, R. (1976). 'Expectation and Exchange Rate Dynamics'. *The Journal of Political Economy, vol.84, no6*.
- Drazen, A., & Masson, P. (1994). 'Credibility of Policies Versus Credibility of Policymakers'. *The Quarterly Journal of Economics, vol.109, issue 3*, pp. 735-754.
- Д.Ган-Очир. (2017) 'Түүхий эдийн үнийн уналт: Шилжих механизм, бодлогын асуудлууд'. https://mongolbank.mn/documents/sudalgaa/20170109_article.pdf
- Eduardo Levy-Yeyati, & Federico Sturzenegger. (2003). 'To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate'. *American Economic Review, vol. 93, no.4*, pp. 1173-1193.
- Eduardo Levy-Yeyati, & Federico Sturzenegger. (2005). 'Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words'. *European Economic Review, Volume 49, Issue 6*, pp. 1603-1635.
- Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *NBER Working Paper No. 7418*.
- Eichengreen, B., Andrew K. Rose, & Wyplosz, C. (1996). Contagious Currency Crises. *Scandinavian Journal of Economics*.
- Evaldas, R., & Asta, V. (2012). 'Classification of Financial Crises and their Occurrence Frequency in Global Financial Markets'. *Social*

- Research*, vol.29, no.4 , pp. 32-44.
- Evans , M., & Lyons, R. (2003). 'How is Macro News Transmitted to Exchange Rates?'. *NBER Working Paper No. 9433*.
- Evans, M., & R.Lyons. (2002). 'Order flow and exchange rate dynamics'. *Journal of Political Economy*, vol. 110, no.1, pp. 170-180.
- Evans, M., & R.Lyons. (2005). 'Meese-Rogoff Redux: Micro-based exchange rate forecasting'. *American Economic Review*, vol. 95, no. 2, pp. 405-414.
- Evans, M., & R.Lyons. (2007). 'Exchange rate fundamentals and order flow'. *NBER Working Paper 13151, National Bureau of Economic Research*.
- Fatum, Rasmus, & Michael R King. (2005). 'Rules versus discretion in foreign exchange intervention: evidence from official Bank of Canada high-frequency data'. *EPRU Working Paper 2005-06*.
- Flood , R., & Garber, P. (1984). ' Collapsing exchange rate regimes: some linear examples'. *Journal of International Economics*, pp. 1-13.
- Flood , R., & Marion, N. (1999). 'Perspectives on the recent currency crisis literature'. *International Journal of Finance and Economics*, vol. 4, no. 1, pp. 1-26.
- Flood, R., & Garber, P. (1984). 'Collapsing Exchange Rate Regimes'. *Journal of International Economics*.
- Flood, R., & Rose, A. (1995). 'Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals'. *Journal of Monetary Economics* 36, pp. 3-37.
- Flood, R., Garber, P., & Kramer, C. (1996). 'Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example'. *Journal of International Economics, Elsevier*, vol. 41(3-4), pp. 223-234.
- Frankel, J., & Rose, A. (1996). 'Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment'. *International Finance Discussion Papers*.
- Frankel, J., & Froot, K. (1988). 'Explaining the Demand for Dollars: International Rates of Return, and the Expectations of Chartists and Fundamentalists'. *Macroeconomics, Agriculture, and Exchange Rates*, pp. 25-88.
- Frankel, J., Galli, G., & Giovannini, A. (1996). 'The Microstructure of Foreign Exchange Markets'. *National Bureau of Economic Research Conference Report*.
- Fund, I. M. (2015a). 'Adjusting to lower commodity prices'. *World Economic Outlook, October*.
- Fund, I. M. (2015b). 'Commodities rollercoaster: a fiscal framework for uncertain times'. *Fiscal Monitor, October*.
- Gabriel de Kock, & Grilli, V. (1993). 'Fiscal Policies and the Choice of Exchange Rate Regime'. *Economic Journal*, vol.103, issue.417, pp. 347-358.
- Gandolfo, G., & Federici, D. (2001). 'Endogenous Growth in an Open Economy and the Real Exchange Rate'. *CESifo Working Paper Series 526*.
- Garcia, Carlos, J., Jorge E Restrepo, & Scott Roger. (2011). 'How much should inflation targeters care about the exchange rate?'. *Journal of International Money and Finance* 30(7), pp. 1590-1617.
- Glick, R., & Andrew K. Rose. (1999). 'Contagion and trade. Why are currency crises regional?'. *Journal of International Money and Finance*, pp. 603-617.
- Glick, R., & Hutchison, M. (2011). *Currency Crises. Federal Reserve Bank of San Francisco*.
- Grilli, V., & Milesi-Ferretti, G. (1995). 'Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls'. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, vol.42, no.3, pp. 517-551.
- Guimarres, Roberto, F., & Cem Karacadag. (2004). 'The empirics of foreign exchange intervention in emerging market countries: the cases of Mexico and Turkey'. *IMF Working Paper 04/123*.
- Hericourt, Jerome, & Poncet, S. (2015). 'Exchange rate volatility, financial constraints, and trade: empirical evidence from Chinese firms'. *World Bank Economic Review, forthcoming*.
- Higgins , M., & Klitgaard, T. (2014). 'The balance of payments crisis in the euro area periphery'. *Federal Reserve Bank of New York current issues in Economics and Finance*, vol.20, no.2.
- Hofmann, B., I, S., & H.S, S. (2016). 'Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation'. *BIS Working Papers, no 538, January*.
- Hopper, G. (1997). What determines the exchange

rate: Economic factors or market sentiment? *Business Review*, pp. 17-29.

- Husain, A., Tazhibayeva, K., & Ter-Martirosyan, A. (2008). 'Fiscal Policy and Economic Cycles in Oil-Exporting Countries'. *IMF Working Paper*, no 08/253, November.
- Jeanne, O. (1999). 'Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments'. *Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper*, no.2170.
- Johnson, S., & Mitton, T. (2003). 'Malaysian Capital Controls:'. *IMF Working Paper*.
- Kaminsky, G., & Reinhart, C. (1999). 'The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems'. *American Economic Review*, vol. 89, no. 3, pp. 473-500.
- Kinda, T., Mlachila, M., & Ouedraogo, R. (2016). 'Commodity price shocks and financial sector fragility'. *IMF Working Paper* no 16/12, February.
- Krugman, & Paul, R. (1991). 'Target zones and exchange rate dynamics'. *Quarterly Journal of Economics*, vol.106, no.3, pp. 669-682.
- Krugman, P. (1979). 'A model of balance of payments crisis'. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, no. 3, pp. 311-325.
- Krugman, P. (1998). 'Bubble, boom, crash: theoretical notes on Asia's crisis'. *Mimeo, MIT*.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2008). 'Systemic Banking Crises: A New Database'. *IMF Working Paper*.
- Lahiri, A., & Vegh, C. (2003). 'Delaying the inevitable: interest rate defence and BOP crises'. *Journal of Political Economy*, vol. 111, no. 2, pp. 404-424.
- Levine, R. (2001). 'Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?'. *National Bureau of Economic Research*, pp. 31-96.
- Lyons, R. (2001). 'The Microstructure Approach to Exchange Rate'. *Cambridge Mass, MIT Press*.
- Lyons, R., & Evans, M. (2004). 'A New Micro Model of Exchange Rate Dynamics'. *NBER Working Paper* No. 10379.
- Л.Даваажаргал. (2014). 'Экспортын гол түүхий эдийн үнийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө'. *Монголбанкны судалгааны ажил* 9.1, Монголбанк.
- Masson, P. (2014). 'Macroprudential policies, commodity prices and capital inflows'. *BIS Papers chapters*, vol76, pp.59-75.
- McKinnon, R., & Pill, H. (1996). 'Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome'. *Chicago University Press*, pp. 7-42.
- Meese, R., & Rogoff, K. (1983). 'Empirical Exchange Rate Models of The Seventies. Do they fit out of sample?'. *Journal of International Economics* 14, pp. 3-24.
- Menkhoff, & Lukas. (2010). 'High-frequency analysis of foreign exchange interventions: what do we learn?'. *Journal of Economic Surveys*, vol.24, no.1, pp. 85-112.
- Morris, S., & Shin, H. (1998). 'Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks'. *American Economic Review*, vol. 88, no. 3, pp. 587-597.
- Milesi-Ferret, G., & Razin, A. (1998). 'Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities'. *NBER Working Paper* No. 6620.
- Newman, Vicki, Chris Potter, & Michelle Wright. (2011). 'Foreign exchange market intervention'. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, pp. 67-76.
- Obstfeld, M. (1986). 'Speculative attack and the external constraint in a maximizing model of the balance of payments'. *Canadian Journal of Economics*, vol. 19, no. 1, pp. 1-22.
- Obstfeld, M. (1994). 'The Logic of Currency Crises. Cahiers Economiques et Monetaires'. *Banque de France*, vol.43, pp. 72-81.
- Obstfeld, M. (1996). 'Models of current crises with self-fulfilling features'. *European Economic Review*, vol. 40, no. 3-5, pp. 1037-47.
- Obstfeld, M., & K, R. (2000). 'The six major puzzles in international macroeconomics: Is there a common cause?'. *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 15, pp. 339-390.
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). 'Exchange Rate Dynamics Redux'. *Journal of Political Economy* 102, pp. 624-660.
- Quinn, D., & Toyoda, A. (2008). 'Does Capital Account Liberalization Lead?'. *Oxford Journals, Volume 21, Issue 3*, pp. 1403-1449.

- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2004). 'The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation'. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 119(1), pp. 1-48.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2009). 'This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly'.
- Rodrik, D. (2001). 'How Far Will International Economic'. *Journal of Economic Perspectives*-Volume 14, Number 1, pp. 177-186.
- Rogoff, K., Chen, Y.-C., & Rossi, B. (2008). 'Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?'. *NBER Working Paper No. 13901*.
- Samuelson, P. (1964). 'Theoretical Notes on Trade Problems'. *Review of Economics and Statistics*, vol.46, no.2, pp.145-154.
- Sarno, L., & Taylor, M. (2001). 'Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?'. *Journal of Economic Literature*, vol.39, pp. 839-868.
- Sarno, L., & Taylor, M. (2002). 'Purchasing Power Parity and the Real Exchange Rate'. *Journal of the IMF*, vol.49, no.1.
- Saxena, S., & Wong, K. (1999). 'Currency Crises and Capital Control: A Survey'. *Discussion Papers in Economics at the University of Washington*.
- Sommer, M., Auclair, G., Fouejieu, A., Lukonga, I., Quayyum, S., Sadeghi, A., et al. (2016). 'Learning to live with cheaper oil'. *Middle East and Central Asia Department, International Monetary Fund*.
- Taylor, M., & Peel, D. (2000). 'Nonlinear adjustment, long-run equilibrium and exchange rate fundamentals'. *Journal of International Money and Finance*, vol.19, pp. 33-53.
- Turner, P. (2015). 'The consequences of exit from non-conventional monetary policy'. *Journal of Financial Perspectives*, vol.3, no.2, pp. 43-59.
- Velasco, A., Tornell, A., & Sachs, J. (1996). 'Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995'. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol.27, no.1, pp. 147-199.
- Vujcic, B., & Dumicic, M. (2016). 'Managing Systemic Risks in the Croatian Economy'. *BIS Paper*, no.86.
- Wang. (2008). 'Why Are Exchange Rates So Difficult to Predict?'. *Economic Letter Vol. 3, No. 6*.