

Түүхий эдийн үнийн уналт: Шилжих механизм, бодлогын асуудлууд

Доожавын Ган-Очир¹

1. Удиртгал

Монгол улс 2010-2014 онуудад эдийн засгийн өндөр өсөлттэй байв. Энэхүү өндөр өсөлтөд дэлхийн зах зээл дээрх манай экспортын гол нэрийн бараа, бүтээгдэхүүний үнэ өндөр байсан, уул уурхайн чиглэсэн гадаадын шууд хөрөнгө оруулалт (ГШХО) ихээр орж ирсэн нь голлон нөлөөлсөн. ГШХО, дотоодын нийт бүтээгдэхүүн (ДНБ)-ий харьцаа 2011-2012 онд 40 хувьд хүрч, эдийн засгийн өсөлт дунджаар 15 хувийг давж байв. Энэхүү өндөр өсөлтийн нөлөөгөөр сүүлийн 10 жилийн эдийн засгийн дундаж өсөлт 9 хувьд хүрсэн.

Гэвч 2013 оноос дэлхийн зах зээл дээрх түүхий эдийн үнийн хөөсрөлт төгсгөл болж, манай улс руу чиглэж байсан ГШХО огцом буурч эхэлснээр эдийн засгийн өсөлт саарч, ажилгүйдэл нэмэгдсэн. Энэ байдал дан ганц манай оронд бус уул уурхайн салбараас өндөр хамааралтай Африк орнуудад мөн адил ажиглагдсан (Masson 2014, Christensen 2016). Түүнчлэн 2014 оноос хойш газрын тосны дэлхийн зах зээл дээрх үнэ хурдацтай унасанаар энэ хүндрэл бэрхшээл ойрхи-дорно (Бахрайн, Кувейт, Оман, Катар, Саудын Араб болон Арабын нэгдсэн улс) болон төв ази (Азербайжан, Казахстан, Туркменистан болон Узбекистан)-ийн газрын тос экспортлогч орнуудад бий болсон (Sommer 2016). Иймд олон улсын валютын сан (ОУВС), BIS зэрэг санхүүгийн байгууллагууд түүхий эдийн үнийн уналтын эдийн засагт үзүүлж буй нөлөөллийн сувгууд, хэрэгжүүлэх бодлогын зөвлөмжид түлхүү анхаарч байна.

Энэхүү өгүүллэгээр эдгээр байгууллагуудаас гаргаж буй судалгаа, бодлогын бичиг баримтад тулгуурлан түүхий эдийн үнийн уналтын эдийн засагт нөлөөлөх сувгууд, бодлогын зохистой хариу арга хэмжээний талаар системтэй ойлголт өгөхийг зорьлоо.

Тухайн нийтлэл нь дараах бүтэцтэй. Хоёрдугаар хэсэгт түүхий эдийн салбарын манай эдийн засаг дахь нөлөө, ач холбогдлыг авч үзсэн. Гуравдугаар хэсэгт, түүхий эдийн үнийн өөрчлөлтийн эдийн засагт нөлөөлөх

¹ Австралийн үндэсний их сургуулийн Эдийн засгийн ухааны доктор (PhD). Энэхүү нийтлэлийн график, зургуудыг бэлтгэсэн Монголбанкны ССГ-ын судалгааны эдийн засагч Мөнхбаярт талархал илэрхийлье.

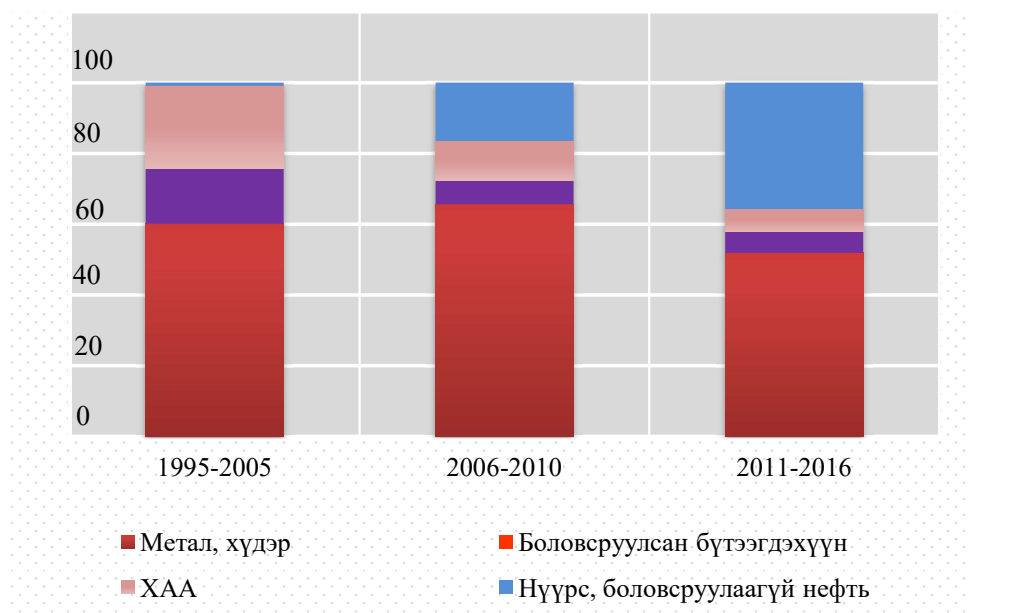
сүвгуудыг танилцуулж, үнийн хэлбэлзлийн эдийн засгийн өсөлт, ажил эрхлэлтэд үзүүлэх сөрөг нөлөөг бууруулахын тулд авч хэрэгжүүлэх шаардлагатай бодлогын арга хэмжээг авч үзсэн. Эцэст нь буюу дөрөвдүгээр хэсэгт нэгтгэн дүгнэсэн.

2. Түүхий эдийн салбарын эдийн засаг дахь нөлөө, ач холбогдол

Сүүлийн 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 хувь байсан бол 2011-2016 онд 93.8 хувь болж нэмэгдсэн байна. Түүхий эдийн экспорт дотроо хөдөө аж ахуйн бүтээгдэхүүний эзлэх хувийн жин буурч, харин метал, хүдэр, нүүрс болон боловсруулаагүй нефтийн экспортын эзлэх хувийн жин нэмэгдсэн (Зураг 1).

Зураг 1. Монголын нийт экспортод түүхий эдийн экспортын эзлэх хувь



Эх сурвалж: ҮСХ

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 эрсдлийг бий болгож байна. Эдийн засгийн төрөлжилт сул байгаа нь эдийн засгийн өсөлтийн суурийг тэлэх, ажил эрхлэлтийг дэмжин иргэдийн амьжиргааны чадавхийг сайжруулахад хүндрэл учруулж байна. Иймд эдийн засгийн шилжилт нь эдийн засгийн төрөлжилт, экспортын бүтээгдэхүүний өрсөлдөх чадвар, бүтээмжийн өсөлт, технологийн дэвшил болон хүмүүн капиталын сайжруулахад (боловсрол, ажил эрхлэлт, эрүүл мэнд)-д суурилах шаардлагатай байна.

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.

3. 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 авторессив загвар (SR-SVAR) ашиглан судалсан. Тэрээр экспортын үнийн эерэг шок нь төсвийн мөчлөг дагасан бодлогоор дамжин инфляцийг нэмгдүүлж, 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.

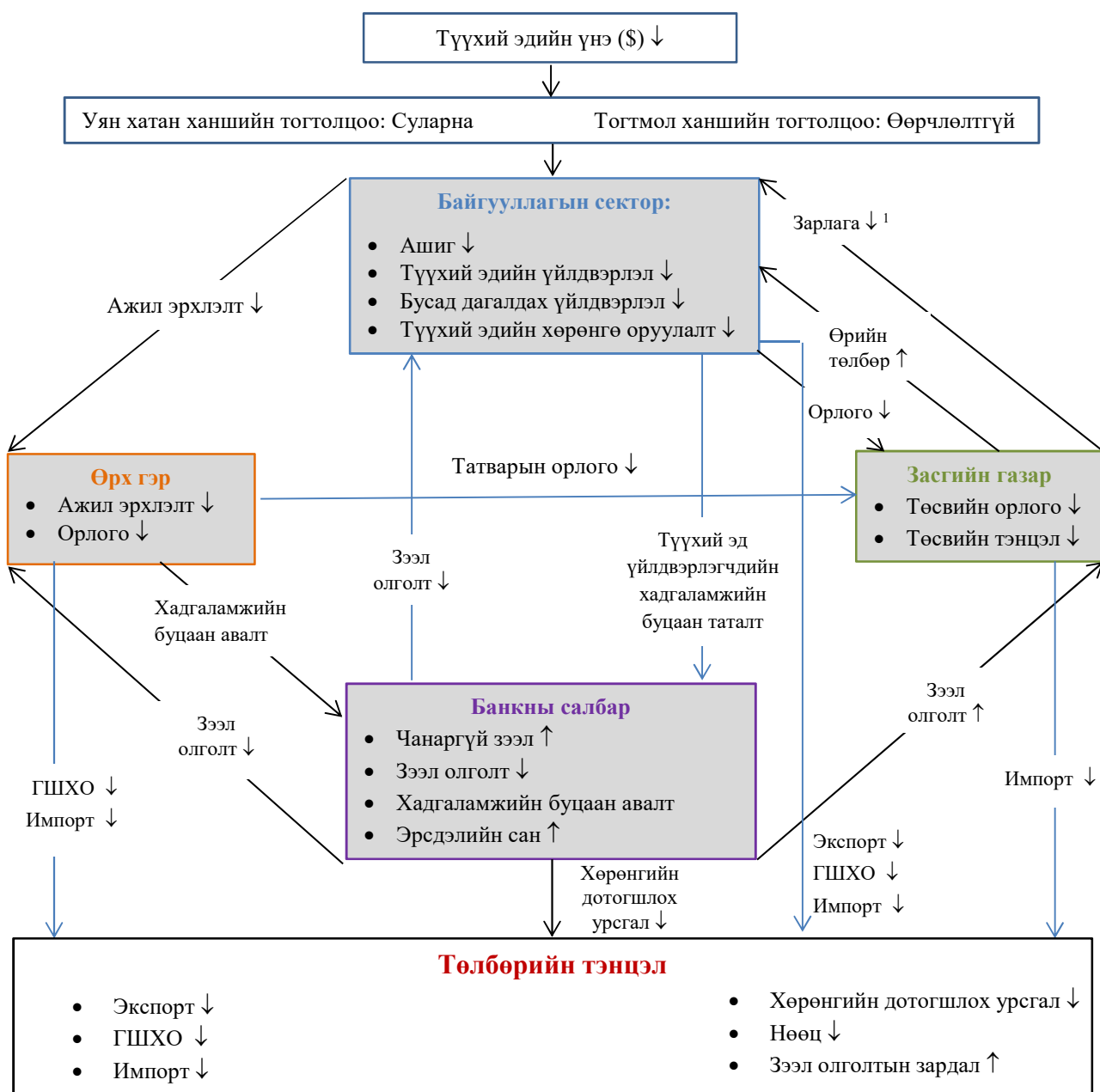
Түүхий эдийн үнийн уналт нь ерөнхийдөө эдийн засгийн бүх секторууд (Корпораци, өрх гэр, засгийн газар болон банкны салбар)-д Зураг 2-т харуулсан олон сувгаар нөлөөлдөг. Макро эдийн засаг, төсөв, мөнгө, валютын ханш болон банкны зээлийн сувгуудыг дараах хэсэгт дэлгэрэнгүй авч үзлээ.

Макро эдийн засгийн суваг. Экспорт, хөрөнгө оруулалт болон үйлдвэрлэлийн бууралт нь аж ахуйн нэгжүүд болон өрхүүдэд тэр даруй нөлөөлдөг. Худалдааны нөхцлийн 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 санүүгийн гүнзгийрэлт муутай орнуудад санүүгийн 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 торгтвортой 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 реформуудын хэрэгжүүлэх нь илүү үр дүнтэй гэж үздэг.

Хятадын эдийн засгийн өсөлтийн сааралт, дотоод эрэлтээ нэмэгдүүлэхэд чиглэсэн шинэчлэл нь түүхий эдийн уналтад нөлөөлөхөөс гадна Хятадын Монгол зэрэг түүхий эд экспортлогч орнуулаас авах экспортын эрэлт буурахад нөлөөлж байна.

Зураг 2. Түүхий эдийн үнийн уналтын шилжих суваг

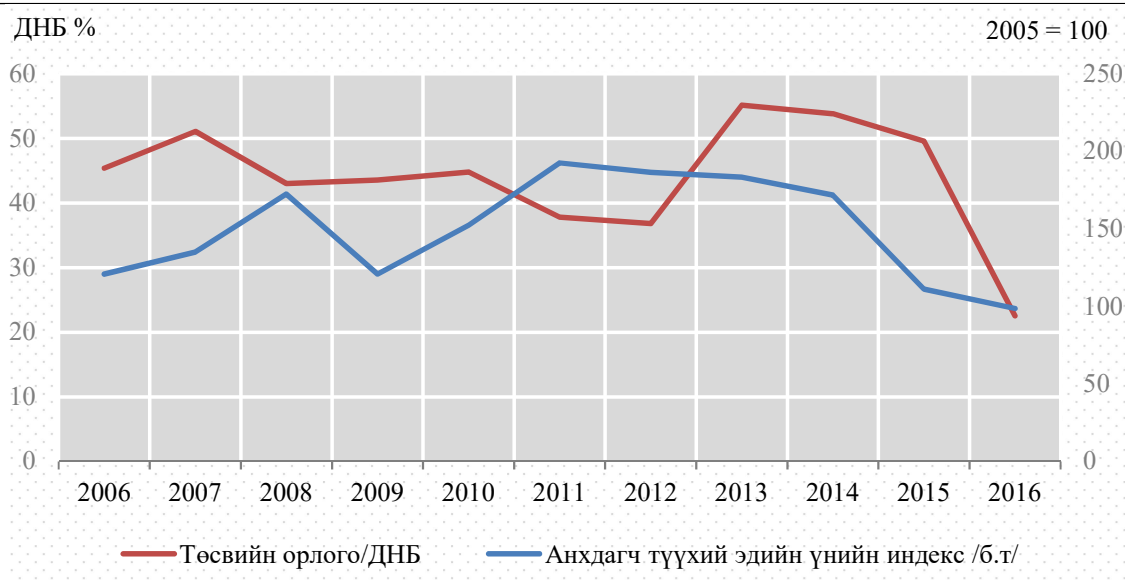


Эх сурвалж: Christensen (2016). ¹ Төсвийн орлого буурснаар засгийн газар зардалаа бууруулна гэж таамагласан.

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 шокын 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 зардалаа нэмж, харин уналтын үед төсвийн зардалаа танах байдал ажиглагддаг (IMF 2015b). Түүнчлэн засгийн газрууд богино хугацаанд хөрөнгө оруулалтын хөтөлбөрүүдээ бууруулах нь эргээд төсвийн орлогыг бууруулж хүнд байдалд оруулдаг байна. Төсвийн зардалаа 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 2016).

Зураг 3. Монголын төсвийн орлого болон түүхий эдийн үнэ



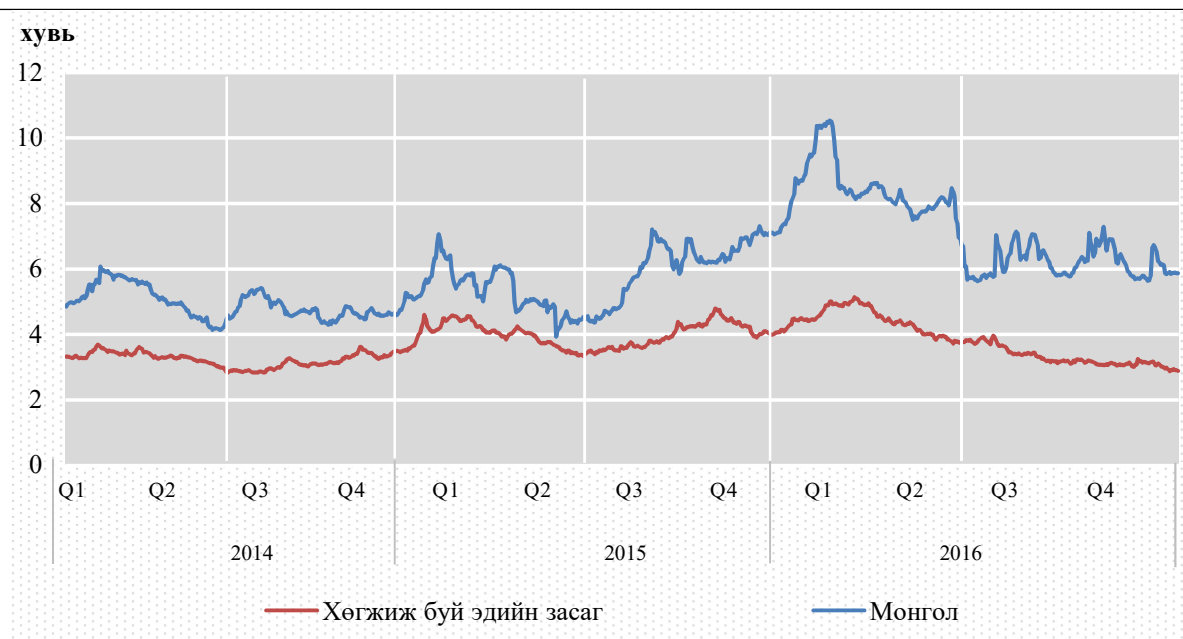
Эх сурвалж: Сангийн яам, Дэлхийн банк

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 эрсдлийг хуримтлуулж байна.

Түүхий эдийн үнийн уналтыг даган төсвийн орлого үлэмж хэмжээгээр буурдаг. Манай орны хувьд энэ хамаарал 2013 оноос хойш хүчтэй ажиглагдсан (Зураг 3). 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 ойрхи дорнодын бүсийн хувьд 0.5 нэгж хувиар, төв азийн бүсийн хувьд 0.25 нэгж хувиар бууруулдаг байна (Sommer 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 4. Хөгжиж буй улсууд болон Монгол улсын гадаад бондын хүүний зөрүү



Эх сурвалж: Bloomberg terminal

Өсөн нэмэгдэж буй төсвийн алдагдал нь голлон засгийн газрын өрөөр голлон санхүүжинэ. Түүхий эдийн үнэ унах нь түүхий эдийн салбараас хамаарал өндөртэй орнуудын бондын хүү өсөхөд хүргэж, төсөвт нь нэмэлт хүндрэлийг бий болгодог (Зураг 4). 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 өсч, 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.

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 эрсдлийг хязгаарлахад чиглэсэн макро зохистой бодлогын арга хэмжээг хэрэгжүүлэх шаардлагатай.

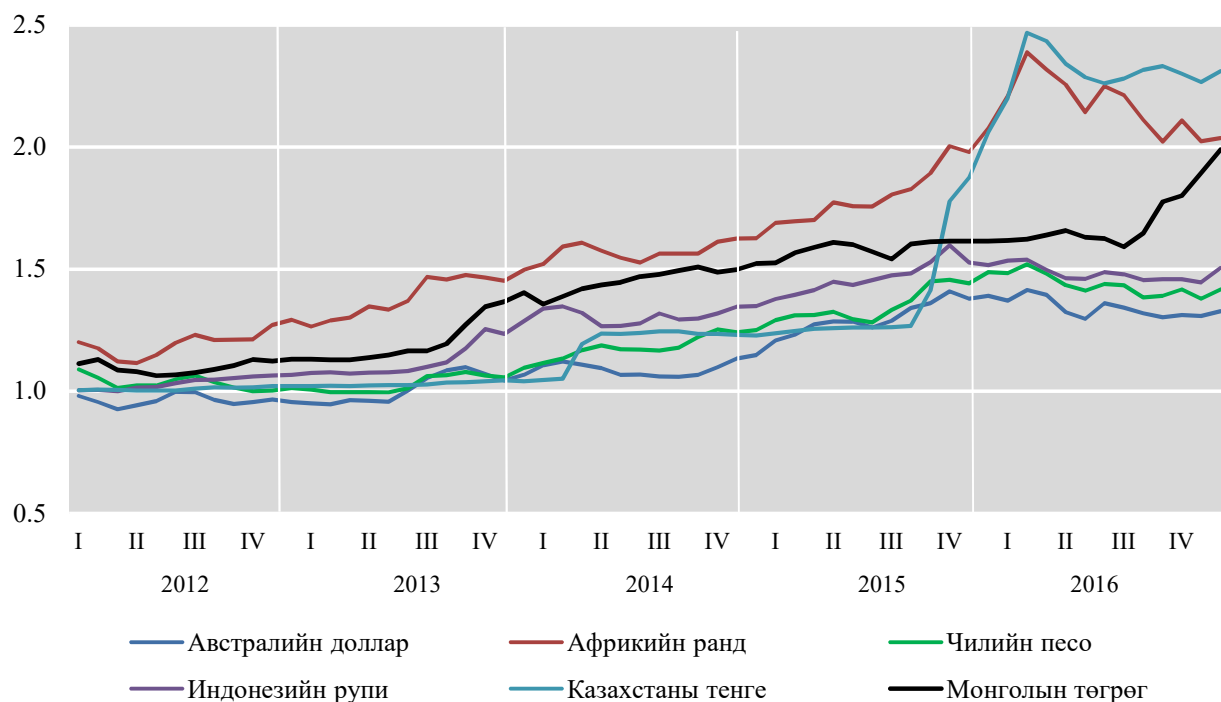
Мөнгөний болон ханшийн бодлогоор дамжих суваг. Хэрэв боломжтой тохиодолд, валютын ханш нь түүхий эдийн үнийн өөрчлөлтийг шингээх үндсэн чухал суваг юм. Түүхий эдийн үнийн уналттай үед уур уурхайн салбараас өндөр хамааралтай орнууд валютын ханшийн дэглэмийн хувьд харилцан ялгаатай байр суурь баримталсан. Тухайлбал, ойрхи 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 идэвхижилд сөргөөр нөлөөлсөн (World Bank 2016).

Харин түүхий эд экспортлогч, хөвөгч валютын ханшийн дэглэмжтэй 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 5-д харуулав. Уламжлалт бус эскпортын 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 уналтыг шокыг өөртөө шингээж, бодит үйлдвэрлэл болон ажил эрхлэлт дэх сөрөг нөлөөг бууруулахад тусалдаг.

Зураг 5. Валютын нэрлэсэн ханшийн индекс



Эх сурвалж: Монголбанк, Bloomberg terminal

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 нөхцлийн 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 эрсдлийг 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 эрсдлийн 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 идэвхитэй 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 эрсдлийг 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 чухал юм. Төв банкууд банкны салбарын мөнгөн хөрөнгийн урсгалын төсөөллөө сайжруулж, шаардлагатай тохиолдолд эх үүсвэр нийлүүлэх тогтолцоог бүрдүүлэх, нээлттэй позицийн хязгаарлалтуудыг сайтар хангуулах, зээлийн ангилал болон эрсдлийн сан нь зохистой байгаа эсэхийг эргэн харах шаардлагатай. Зарим орнууд улажмалт 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 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 эрсдлүүдийг давхар тооцож байх нь чухал юм. Хяналт шалтгалтыг сайжруулах, банкныг 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).

4. Дүгнэлт

Түүхий эдийн үнийн уналт нь өнгөрсөн жилүүдэд хүрсэн эдийн засгийн өндөр өсөлт, ядуурлын түвшний буууралтыг үргэлжлүүлэн хангаж чадахгүйд хүргэх эрсдэлтэй байна.

Түүхий эдийн үнийн уналттай нүүр тулж буй орнууд шинэ бодит байдалд шилжих бодлогын тохиргоог хийж эхлээд байна. Ялангуяа төсвийн сахилга батыг хангахад мэдэгдэхүйц дэвшил гарч байгаа хэдий ч төсвийн хүндрэл цаашид ч үргэлжлэхээр байна.

Богино хугацаанд, валютын ханшийн болон төсвийн бодлого нь бодлогын хариу арга хэмжээний цөм нь байхаар байна. Бодлого боловсруулагчид орлогын бууралтын улсын төсөвт үзүүлэх нөлөөг хэрхэн бууруулах (төсвийн зардлыг танах эсвэл ач холбогдлоор нь эрэмблэх, нөөцтэй холбоотой орлогыг тодорхойлох) нь чухал асуудал болж байна. Валютын ханшийг хэрхэн удирдах нь зах зээлийн эрсдэл хуримтлагдах эсэхийг тодорхойлно. Үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн ханшийг хамгаалахад чиглэсэн бодлого нь мөнгөний хатуу бодлоготой хамт хэрэгжих шаардлагатай. Валютын ханшийг хамгаалахад чиглэсэн валютын интервенцийг зах зээлд оролцогчид удаан тогтвортой үргэлжилж чадахгүй гэж үзэх тохиолдолд хөрөнгийн гадагшлах урсгалыг нэмэгдүүлэх эрсдэлтэй. Төсөв, мөнгөний бодлогын зөв балансыг хангах нь төсвийн давамгайлалын нөхцөл байдлаас зайлсхийхэд чухал үүрэгтэй. Төсвийн давамгайлал үүсэх нь мөнгөний бодлогыг үр нөлөөгүй болгож, хувийн секторын зээлийг шахан гаргахад хүргэнэ. Түүнчлэн түүхий эдийн үнийн уналтын санхүүгийн салбарт бий болгож буй хүндрэлийг даван туулахад онцгой анхаарч, макро зохистой бодлогын тогтолцоог бүрдүүлэх шаардлагатай байна.

Богино хугацааны хямралын 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 үр дүнтэй арилгахын 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 институци, засаглалын тогтолцоог шаарддаг.

Түүхий эдийн үнийн уналт нь түүхий эдийн экспортын хэлбэлзлээс өндөр хамааралтай орнуудын бодлого боловсруулагчдад том сануулга болж байна. Ялангуяа дунд болон урт хугацаанд, өндөр, тогтвортой өсөлтийг хангахын тулд уламжлалт түүхий эдийн экспортоос салж, эдийн засгийг төрөлжүүлтийг хангахад онцгой анхаарах шаардлагатай байна.

Цаашид түүхий эдийн үнийн өөрчлөлтийн Монголын эдийн засагт нөлөөлөх сувгуудыг эмпирик түвшинд судалж, төсөв, мөнгө болон макро зохистой бодлогын хариу арга хэмжээний дүнтэй байдлыг харьцуулан тооцох нь чухал байна. Иймд Монголын макро эдийн засгийн Динамик Стохастик Ерөнхий Тэнцвэр (DSGE) загварыг боловсруулж, түүнд төсөв, макро зохистой бодлогыг тусгах шаардлага бий болж байна. Энэ чиглэлд ирээдүйн судалгаа, шинжилгээ чиглэх болно.

Ашигласан материал

Callen, T. P. Khadelwal, K. Miyajima, A. Santos, and B. Piven 2015, *Oil prices, Financial Stability, and the use of countercyclical macroprudential policies in the GCC*. Washington: International Monetary Fund.

Christensen, BV 2016, 'Challenges of low commodity prices for Africa', BIS Papers no 87, Bank for International Settlements.

De Gregoria, J 2016, 'Large depreciations: the recent experience in a historical perspective', *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, no 16-8, May.

Hofmann, B, I Shim and HS Shin 2016, 'Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation', BIS Working Papers, no 538, January.

Husain, A, K Tazhibayeva and A Ter-Martirosyan 2008, 'Fiscal policy and economic cycles in oil-exporting economies', IMF Working Paper, no 08/253, November.

International Monetary Fund 2015a, 'Adjusting to lower commodity prices', World Economic Outlook, October.

International Monetary Fund 2015b, 'Commodities rollercoaster: a fiscal framework for uncertain times', *Fiscal Monitor*, October.

Kinda, T, M Mlachila and R Ouedraogo 2016, 'Commodity price shocks and financial sector fragility', IMF Working Paper no 16/12, February.

Л. Даваажаргал 2014, 'Экспортын гол түүхий эдийн үнийн эдийн засагт үзүүлэх нөлөө', Монголбанкны судалгааны ажил vol 9.1, Монголбанк.

Sommer, M, Auclair, G, Fouejieu, A, Lukonga, I, Quayyum, S, Sadeghi, A, Shbaikat, G, Tiffin, A, Trevino, J and Versailles, B 2016, *Learning to live with cheaper oil*, Middle East and Central Asia Department, International Monetary Fund.

World Bank 2016, 'Regional Integration and spillovers-Sub Saharan Africa', *Global Economic Prospects*, January.