

МӨНГӨНИЙ НИЙЛҮҮЛЭЛТИЙН ДИНАМИК, ЭДИЙН ЗАСГИЙН МӨНГӨЖИЛТИЙН ТУХАЙ

Д. БОЛДБААТАР

1. Удиртгал

Мөнгөний нийлүүлэлтийн динамикийг макро эдийн засгийн байдал, санхүүгийн зуучлалын гүнзгийрэх явц, санхүүгийн үйлчилгээний хүртээмж өргөжиж буй орчинд судалсан ажлыг танилцуулж байна. Бодит мөнгөний өсөлт нь мөнгөний эрэлтийн шилжилтээс шалтгаалж байгаа бөгөөд хүчтэй инфляци, санхүүгийн зуучлагч төлбөрийн чадвар алдсны улмаас зах зээлийн субъектүүд мөнгөнөөс дайжиж байсан нь эрэлтийн шилжилтийн орон зайг бий болгосон гэж таамаглалаа. Энэ ажлын хүрээнд инфляцийг 80-аад оноос бараа бүтээгдэхүүний хомсдол хэлбэрээр илэрсэн нуугдмал хэлбэртэй байсан гэж үзэж байгаа бөгөөд түүнийг хязгаарлах бодлогын арга хэмжээ төдийлэн амжилттай болж чадаагүйн улмаар 90-ээд оны эхээр улам хурцдан хортой үр дагавар бий болгожээ. Нуугдмал инфляци нь төвлөрсөн төлөвлөлттэй эдийн засгийн тогтолцооны үеийн үнийн хяналтын улмаас бий болж үнэ чөлөөсний дараа онцгой хүчтэй инфляцийн шалтгаан болсон.

Үнэ чөлөөлөх ажил 90-ээс 96 оны сүүл хүртэл үргэлжилсэн тул далд инфляци нилээд хугацаанд хадгалагдсаар ирсэн гэж үзэх магадлалтай. Нөгөө талаас үнийн үсрэнгүй хурдтай өсөлтийг зогсоох бодлогын арга хэмжээ амжилт муутай байснаар үнэ чөлөөлөх явцийг удаашруулан үнийн өсөлтийн хурд өндөр байх нөхцөл бүрдүүлсэн нийгмийн бодлогын арга хэмжээнүүдийг удаа дараа авахад хүрсэн байхыг үгүйсгэхгүй.

Үнийн өсөлт багатайгаар мөнгийг хэдий хүртэл нэмэгдүүлж болох вэ? гэдэг асуултын хариу олохын тулд мөнгөжилтийн тухай дэлгэрэнгүй тайлбарлах шаардлага гарсан юм. Мөнгөжилт нь албан ёсны санхүүгийн салбартай харьцдаггүй байсан (эсвэл болсон) эдийн засгийн субъектүүдийн шийдвэрт гарч байгаа эерэг өөрчлөлтөөс хамааралтай. Тиймээс төлбөр тооцоонд голлох үүрэг гүйцэтгэдэг М1 мөнгөний бодит хэмжээний өсөлт нь мөнгөжилтийг илүүтэй илэрхийлнэ гэж үзсэн.

Дараагийн хэсэгт мөнгөжилтийг тайлбарласан бол түүний араас ийм үзэгдэл бий болох орон зай хэрхэн үүссэн, өөрөөр хэлбэл мөнгөнөөс дайжих нөхцөл бүрдүүлсэн үндэслэлийг нарийвчлан тайлбарласан юм. 5, 6 дугаар хэсэгт мөнгөжилт цаашдаа

хэр хүчтэй байх талаар тайлбарлан, динамик эгнээний шинжилгээг ашиглан тоон үзүүлэлтийг баримжаалах оролдлогыг танилцуулсан.

2. Мөнгөний нийлүүлэлтийн динамик өөрчлөлтийн сүүлийн үеийн байдал

Сүүлийн 3 жилийн туршид мөнгөний нийлүүлэлт 228 хувиар өсч, өсөлтийн хурд нь 28 - 35 хувь хүртэл нэмэгдсэн байна. Харин үнийн өсөлт мөн хугацаанд харьцангуй бага (12 сараар жигдрүүлсэн өсөлт нь 10 хувиас бага), түүний сар бүрийн өөрчлөлтийн далайц нь буурсаар байна. Зээлийн хүү 9 пунктээр, хадгаламжийн хүү 26 пунктээр тус тус буурсан. Хүснэгт 1-т зарим гол үзүүлэлтүүдийг нэгтгэн харууллаа. Эндээс харахад мөнгөний хүчтэй өсөлт нь инфляцийг нэмэгдүүлэхгүй, хүүгийн түвшинг бууруулахгүй байна. Ялангуяа зээлийн хүү онц ихээр буураагүй, бодит зээлийн хүү 2002 онд эргэж өсчээ.¹

Үүнээс үүдэн дараах асуултууд гарч ирж байна.

1. Ямар учраас үнийн онцын өсөлтгүй мөнгөний нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлэх боломж бий болов?
2. Мөнгөний ийм өсөлт хэр удаан үргэлжлэх вэ?

Хүснэгтэд өгөгдсөн мэдээллүүд нь сүүлийн таван жилийн байдлыг харуулах боловч цаашид эдгээр өөрчлөлтүүдийн шалтгааныг авч үзэхдээ аль болох өмнөх онуудын мэдээллийг бүрэн ашигласан юм.

Хүснэгт 1. Сүүлийн үеийн санхүүгийн зах зээлийн байдлыг илтгэх түүвэр үзүүлэлтүүд

Үзүүлэлтүүд	1998	1999	2000	2001	2002	III/03
ДНБ-ны бодит өсөлт	3.5%	3.2%	1.1% [†]	1% [†]	3.7% ^{††}	--
Хэрэглээний үнийн индексийн өсөлтийн хувь	5.9%	9.5%	7.8%	7.7%	1.7%	4.0%
Нийт мөнгө (M2)-ний дундач өсөлтийн хувь	-1.7%	27.5%	16.2%	24.6%	35.1%	37.7%
Төгрөгийн нийлүүлэлтийн дундач өсөлтийн хувь	5.4%	22.7%	17.1%	25%	31.8%	35.5%
Банкнаас гадуурх мөнгөний дундач өсөлтийн хувь	12.6%	43.6%	14.5%	7.8%	10.1%	12.7%
Зээлийн дундач хүү	48.1%	44.1%	36.8%	37.4%	35.5%	--
Хадгаламжийн хүүний дундач	35.3%	39.3%	16.8%	14.3%	13.2%	--
ХҮИ-ээр засварласан бодит зээлийн хүү	42.2%	44.6%	29.0%	29.7%	33.8%	--
Валют ханший сулралт	10.4%	17.3%	2.3%	0.5%	2.1%	3.2%

[†] IMF (2002)-т ОУВС-ын эдийн засагчдын тооцоог нийтэлсэн бөгөөд 2000, 2001 онуудын хувьд ДНБ-ний бодит өсөлтийг өмнөх жилүүдийн адилаар (зудын нөлөөг арилгалгүй) тооцож 2000 онд -1.4, 2001 онд -5.2 хувь тус тус гаргажээ. Мөн зудын нөлөөг тооцсон ч энэ үзүүлэлтээс ялгаатай байгаа юм.

^{††} Хүлээгдэж буй гүйцэтгэлээр

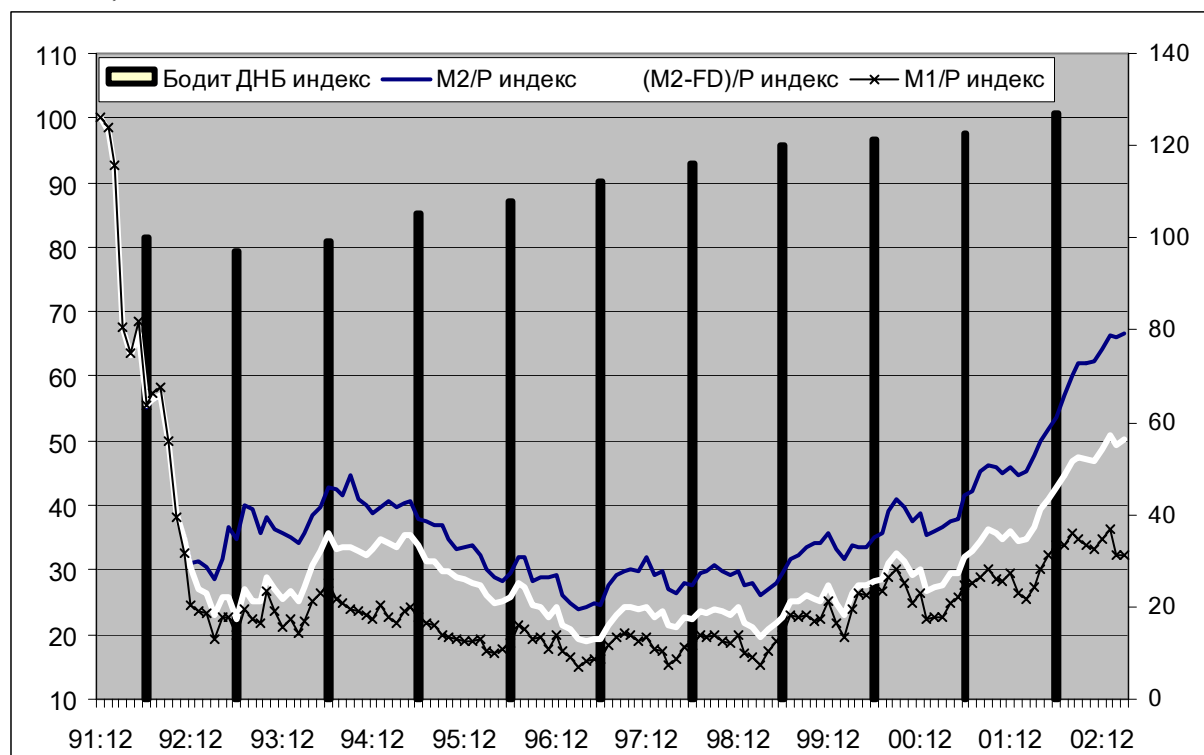
Хүснэгт 1-ээс харж болох бас нэг онцлог динамик нь банкнаас гадуурх мөнгөний өөрчлөлт юм. Мөнгөний нийлүүлэлт хүчтэй нэмэгдсэн боловч түүний бүтэц тогтворгүй байжээ. Энэ нь бэлэн мөнгөний өсөлтийн хурд хүчтэй нэмэгдснээ эргэн

¹ Бодит зээлийн хүүг эдийн засгийн онолын тодорхойлолтын дагуу нэрлэсэн хүүнээс инфляцийг хасч тооцно. Хүснэгт 1 -т ХҮИ-ийн пропорциональ өсөлт (өсөлтийн хурд)-өөр илэрхийлэгдэх инфляцийг ашиглан тооцсон бодит хүүг үзүүлсэн.

буурсан явдал юм. Үүнтэй холбоотой хоёр таамаглал байж болох юм. Нэгдүгээрт, инфляцийг бэлэн мөнгөний алдагдал (сөрөг хүү) гэвэл инфляци буурахад бэлэн мөнгөний хэрэгцээ өснө. Энэ нь Romer (1994)²-т дэлгэрэнгүй тайлбарласан онолын дүгнэлттэй нийцтэй байна. Хүснэгт 1-т ХҮИ-ээр илэрхийлэгдсэн инфляци буурсны дараа жил бэлэн мөнгөний өсөлт хурдасч байгаа нь хүмүүс зардал багатай активд хөрөнгөө шилжүүлж байгааг харуулна. Хоёрдугаарт, банкны бүтцийн өөрчлөлтийн амжилттай уялдаад санхүүгийн зуучлал гүнзгийрч улмаар бэлэн бус төлбөр тооцоо илүү хэрэглэгдэх болсон тул бэлэн мөнгөний өсөлтийн хурд нь өндөр түвшинд хадгалагдахгүй байна. Аль аль нь эдийн засгийн мөнгөжих үйл явцтай холбоотой зүйл юм.

Мөнгөжих үйл явцыг бодит мөнгөний өсөлтөөр төлөөлүүлэн авлаа. Зураг 1-д хэт өндөр инфляцийн дүнд бодит эдийн засаг мөнгөнөөс хэрхэн дайжсан, мөн эдийн засгийн сэргэлтийг дагаад мөнгөжилт явагдаж буйг харуулсан. Мөнгөжих, мөнгөнөөс дайжих гэсэн хэллэгийг DSW (1990)² ажилд хэрэглэсэн monetisation, demonetisation гэдэг ухагдахуунаар ойлгоно. Мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлтийг түүний төгрөгийн хэсгийн (M2 хасах нь гадаад валютын хадгаламж) өсөлттэй харьцуулвал төдийлэн ялгагдахгүй байна. Гэхдээ өмнөх онуудын мэдээллийг ашиглавал байдал арай өөр болно. Зураг 1-д M2, түүний төгрөгийн бүрдэл, M1-ийн бодит үзүүлэлтүүдийн индексийг бодит ДНБ-ний индекстэй хамт харуулсан.

Зураг 1. Мөнгөний нийлүүлэлтийн бодит үзүүлэлт (M2/ХҮИ), төгрөгийн нийлүүлэлтийн бодит үзүүлэлт ((M2-ГВХ)/ХҮИ), төлбөр гүйцэтгэх мөнгө болох бага мөнгөний бодит үзүүлэлт (M1/ХҮИ); бүгд зүүн тэнхлэгт индекс болгон харьцуулснаар; бодит ДНБ-ны индекс (баруун тэнхлэг). {1991:12=100}



Тоон үзүүлэлтийг Монголбанкны Мөнгөний бодлого судалгааны газраас тооцоолон бэлтгэв.

² Dornbusch, Sturzenegger, and Wolf (1990)

Зураг 1-ээс харахад 90-ээд оны эхээр инфляцийн онцгой хүчтэй өсөлтөөс шалтгаалан бодит мөнгөний хэмжээ буурсан. Мөнгөний нийлүүлэлт бодит эдийн засгийн өсөлтийг даган эргэж өссөн хэдий ч банкны хямралаас шалтгаалан буурсаар 1997 оны 3 сард доод цэгтээ хүрчээ. Банкны бүтцийн өөрчлөлтийн зоримог алхамуудыг 1996 оны сүүлээс хэрэгжүүлж эхэлсний улмаас бодит мөнгө эргэн өссөн боловч дорвитой нэмэгдэхгүй байсаар 1999 оны 3 сараас тууштай өсч эхэлсэн. Банкуудын үйл ажиллагаа сайжирч, инфляци тогтворжсноор цаашдаа мөнгөжилт улам эрчимжсэн байна.

Үүнээс үзэхэд **инфляцийг бууруулж, санхүүгийн зуучлалыг нөхөн сэргээснээр мөнгөний эрэлт хүчтэй нэмэгдэж байна** гэж болох бөгөөд хэрэв мөнгөний эрэлтийн өсөлт гарч байгаа бол мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлтийг хүчлэн хязгаарлах нь зохимжтой эсэхийг нягтлах шаардлагатай болж байна. Гэхдээ мөнгөний эрэлтийн өөрчлөлтийг тооцоолох боломж банкны хямрал, эдийн засгийн бүтцийн өөрчлөлтөөс шалтгаалан төвөгшил ихтэй байгаа учраас мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлтийг хэдий хүртэл нэмэгдүүлсээр байх нь бас ойлгомжгүй болно. Эдийн засгийн бүтэц тогтворгүй, хувьсан өөрчлөгдсөн үетэй банкны хямрал давхцан санхүүгийн тогтолцоог мөнгөөр гачигдуулан тогтвортой харилцаа үүсгэхгүй байсан нь мөнгөний эдийн засгийн тоон шинжилгээ хийхэд хариултаасаа олон асуулт бий болгож байна. Гэсэн хэдий ч зарим энгийн дүгнэлтүүдийг хийх боломжтой юм. Асуудлыг ойлгоход дөхөмтэй болгох үүднээс өнгөрсөн жилүүдийн макро эдийн засгийн бодлогын шийдвэрүүдээс холбогдох зарим хэсгийг товч тайлбарлан оруулсан юм.

3. Санхүүгийн зах зээлийн төлөвшил, бодлогын шийдвэрүүд

Энххуяг (2002) нь Монгол улсад зах зээлийн эдийн засгийн тогтолцоотой нийцэх санхүүгийн бүтцийг бий болгосныг харуулсан ажил болсон. Энххуяг (2002) банкны удирдлагын мэргэжлийн ур чадвар дутсан, зээлдэгчдийн үйлдэлд мэдээллийн ялгааны сонголтын алдаа (adverse selection of asymmetric information) даамжирсан, Монголбанкны банкны хяналтын алдаа гарсан зэрэг шүүмжлэлүүдийг тусгасан. Эдгээр алдаа, гажуудлуудын дүнд санхүүгийн зуучлал хумигдаж, хөрөнгийг хамгийн бүтээлч салбарт хуваарилж чадаагүй байна. Үүн дээр захиргаадан зээл олгуулах дарамт нэмэгдсэнээр санхүүгийн зуучлал ихээхэн хохирчээ. Эдгээр дүгнэлтүүдийг хуваалцаж байгаа бөгөөд зарим нэг анхаарал татах нөхцөл байдлыг нэмж дурьдах гэсэн юм.

90, 91 он бол манай орны хувьд улс төр, эдийн засгийн огцом өөрчлөлт, шинэчлэлтийн жилүүд байсан гэдгийг бид мэднэ. Үүний нэг жишээ нь, 1990 оноос үнэ огцом өссөн учир бодит арилжааг үйлчлэх *мөнгөн дэвсгэрт хүрэлцээгүй* болсон. Бараг 1993 оны эхээр шинээр хэвлүүлсэн мөнгөн дэвсгэртүүд гүйлгээнд гарч бэлэн мөнгөний биет хомсдлыг зөөлрүүлсэн юм. Бэлэн мөнгөний хомсдол нь эдийн засаг хурдтай өөрчлөгдөн, үнийн өсөлтийн улмаас худалдааны мөнгөн дүн өсч байсан нөхцөлд ихээхэн садаатай байсныг үгүйсгэхгүй. Бэлэн дэвсгэртийн хомсдол бий болоход түлхэц болсон зүйл бол Сангийн яамны сайдын тушаалаар жижиглэн худалдааны байгууллагууд *бэлэн бусаар төлбөр тооцоо хийхийг хориглосон* явдал юм. Энэ хориг нь иргэдийн хадгаламжийн хуримтлал багатай нийгэмд байгууллагуудын харилцах дансдын үлдэгдэл банкнаас гадагшлах хортой нөлөөтэй болсон. 1991 оны 3 дугаар улиралын байдлаар мөнгөний нийлүүлэлтийн бараг 60 хувийг эзэлж байсан байгууллагуудын харилцах дансдын үлдэгдэл 1994 оны сүүл рүү 20 хувь хүрэхгүй

болтлоо буурчээ. Судлаачийн хувийн бодлоор инфляци өндөр хурдацтай явагдаж эдийн засгийн хэмжээгээр мөнгөнөөс дайжин, гадаад валют, удаан эдэлгээтэй барааг ихээр худалдан авч байсан тэр өдрүүдэд бэлэн бус тооцооны хязгаарлалт нь дөнгөж үүсч буй банкуудыг татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөө алдахад маш хүчтэй нөлөөлсөн. Банкнаас мөнгө гадагшилж эхэлснийг зогсоох үүднээс банкууд өөрийн харилцагчдад хадгаламж, харилцах данснаасаа *нэг удаад авч болох бэлэн мөнгөний хэмжээг хязгаарлах* арга хэмжээ авч байлаа. Мөн энэ үеэс бэлэн мөнгө данснаасаа авсны хураамж тогтоон түүнтэй холбогдох зардлыг төдийлэн тайлбарлахгүй байснаар энэ нь банкнаас авч болох мөнгөний хязгаарлалтыг нэг хэлбэр болсон. Үүнийг зөвхөн хязгаарлалт бус харин бэлэн бус төгрөгийн гүйлгээний зардал гэж ойлговол мөнгөнөөс дайжих явцыг хурдасгах нэмэгдэл хөшүүрэг гэж тайлбарлаж болно. Үнийн хүчтэй өсөлтийн орчинд бараа бүтээгдэхүүн худалдаж авч болдоггүй харилцах, хадгаламж мэтийн мөнгөн хөрөнгийн хэлбэр нь туйлын тохиромжгүй актив болсон бөгөөд бодлогын арга хэмжээ, банкуудын үйлдэл банкинд мөнгөө буцааж битгий хий гэдэгтэй адил үр дагавар бий болгосон юм.

Энэ үеийн тоон мэдээллүүд бэлэн олдохгүй байгаа учраас энэхүү мөнгөний биет хомсдол нь 90 оноос өмнө бараа, үйлчилгээний хомсдлын байдлаар илэрч байсан далд инфляцийг бууруулахад бүх үнийг 100 хувь өсгөсөн "20 дугаар тогтоол"³ -оос илүү үүрэг гүйцэтгэсэн эсхийг шинжлэх боломжгүй байна. Ийм тогтворгүй орчин нь банкуудыг татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөө алдахад хүргэж, түүний эсрэг авсан арга хэмжээний нэг болох *хадгаламжийн хүүгийн доод хязгаартай* хавсран шинээр байгуулагдсан жижиг банкуудыг төлбөрийн чадвар алдахад нөлөөлсөн юм. Энххуяг (2002) -аас 1994 оноос өмнө байгуулагдсан 15 банкнаас дөнгөж 4 нь үлдэж хоцорсон болохыг харж болно. 1994 оноос эхлэн зарим банкууд төлбөрийн чадваргүй болж эхэлжээ.

Зураг 1-д харагдаж байгаа 92 оны эцэс хүртэл бодит нийт мөнгө төгрөгийн бүрдэлтэйгээ яг адил өөрчлөгдөж байгаа нь мөн дээрх ажилд тэмдэглэгдсэн манай гадаад валютын нөөц алдагдсны үр дагавар юм. Мэдээж валютын нөөц эрс буурсан үед төгрөгийн биет хомсдлын улмаас харилцагчид гадаад валютын эх үүсвэрээ банкнаас татсан. Үүний үр дагаварт зах зээл гадаад валют ихээр хэрэглэх болж, төгрөгийг орлох төлбөрийн хэрэгсэл үүсэн долларжилтыг бий болгосон. Долларжилтыг хэмжих нэг арга болох банк дахь гадаад валютын харилцах, хадгаламжийн мөнгөний нийлүүлэлтэд эзлэх хувийн жингээр үүнийг хэмжвэл яг эсрэг дүн гарах юм. Нөгөө талаар 1993 он хүртэл гадаад валютын албан ханш нь захын ханшаас хэтэрхий зөрөөтэй байсан болохоор гадаад валютыг бэлнээр эзэмших эрмэлзлэл ч их байсан.

Ингээд дээр дурьдагдсан Энххуяг (2002)-д багтсан хүндрэлүүдээс гадна төгрөгийн дэвсгэртийн биет хомсдол, бэлэн бус гүйлгээний хязгаарлалт, анхны хүсэлтээрээ банкнаас мөнгөө авах боломж алдагдсан зэрэг нь санхүүгийн тогтолцооны үйл ажиллагааг хязгаарласан нэмэгдэл хүндрэлүүд гэж үзлээ. Эдгээр нь иргэд, байгууллагууд мөнгөн хөрөнгөө банкинд байршуулахгүй байх сонголт хийхэд хүргэсэн. Харин нэгэнт татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөө алдаж байсан банкуудын хувьд

³ Ингэж бүх иргэдийн гар дээрх бэлэн мөнгөнөөс бусад мөнгөн үнэлгээг нэмэгдүүлэхийг *хөрөнгө хураах мөнгөний бодлого* (confiscatory monetary policy) гэх бөгөөд иргэдийн гар дээр ихээр хуримтлагдсан бэлэн мөнгө үнийн хүчтэй өсөлтийг бий болгохоос урьдчилан сэргийлэхэд хэрэглэдэг. Үр дүнтэй эсэх нь тун эргэлзээтэй бодлогын арга хэмжээ болно.

хадгаламжийн хүүгийн доод хязгаар зардлыг нь нэмэгдүүлж, зээлийн эрсдлийн удирдлага бүрэлдээгүй үед мэдээллийн ялгааны үр дагавар гаарч, активын алдагдлаар санхүүгийн зуучлалын зардал өссөн. Эдгээр нь эцэстээ зарим банкуудын төлбөрийн чадварыг алдагдуулж аамжаар банкны хямрал үүсэхэд хүргэсэн.

1996 онд банкны хууль төв банкны хуулиас тусгаарлагдан Монголбанк банкуудын харьцаанд шинэ алхам гарсан. Банкны бүтцийн өөрчлөлтийн шийдмэг алхамууд ч хийгдэж, үр дүнд нь 99 оноос банкны салбарын сэргэлт бий болж тэдгээрийн өөрийн хөрөнгийн хэмжээ нэмэгдэн санхүүгийн зуучлал гүнзгийрсэн. Санхүүгийн зуучлалын нөхөн сэргээлт эдийн засгийн мөнгөжилтийг эрчимжүүлсэн.

4. Санхүүгийн зуучлагчийн төлбөрийн чадвар мөнгөжилтийг хязгаарласан нь

1993 оны эхний улирал хүртэл бодит мөнгөний хэмжээ огцом буурсан, төгрөгийн хомсдол, гадаад валютын нөөцийн алдагдал, санхүүгийн зах зээлийн захиргаадлын дарамт⁴ гэх мэтийн санхүүгийн салбарын хувьд гадаад гэж болохуйц хүчин зүйлс; эрсдлийн удирдлага хайнга, өмчлөгчийн хяналт сул, төрийн өмч давамгайлсан банкны тогтолцоо, банкны хяналт шалгалт сул зэрэг дотоод хүчин зүйлсийн нөлөөгөөр 1994 оноос эхлэн банкуудын төлбөрийн чадварт хүндрэл гарч эхэлжээ. Мэдээж макро эдийн засгийн байдал ялангуяа инфляци, бодит эдийн засгийн бүтцийн өөрчлөлт, шилжиж ирсэн болон захиргаадлын зээлийн алдагдал, банкны бизнесийн орчны эрх зүйн дэндүү болхи зохицуулалт нь эдгээр гадаад, дотоод хүчин зүйлийн нөлөөг улам даамжируулсан. Энххуяг (2002) зээлийн эрсдэл, дотоод хяналтын тогтолцоо зохион байгуулагдаагүй, эгүүлэн төлөхгүй байх эрмэлзлэл гэсэн гурван хүчин зүйлийг онцгойлон авч үзсэн. Эдгээрийн эхний, эцсийн хоёр нь хүүгийн түвшингээс хамааралтай байж болохыг энд дурьдъя.

Манайд шилжилт эхэлж байхад зээлийн илүүдэл эрэлттэй үед уг илүүдэл арилах хэмжээнээс бага хүүтэй зээл олгох нь зохистой сонголт болохыг харуулсан Villanueva, Mirakhor (1990) ажил хэвлэгдэн гарчээ. Гол асуудал нь зээлдэгч мэдээллийн ялгааг ашиглан зээлийн гэрээнд тохиролцсноос эрсдэлтэй шийдвэр гарган улмаар зээл төлөгдөх магадлал буурах юм. Зээлдэгчийн ийм үйлдлийг *moral hazard* (ёс зүйгүйн эрсдэл) гэж нэрлэн Mishkin (2002) -т "зээл олгосны дараа зээлдүүлэгчийн хяналт тавих боломж буурдгийг зээлдэгч (ёс зүйгүйгээр) ашиглан зээл эргэн төлөгдөхөд эрсдэлтэй үйлдэл хийх" гэж тодорхойлсон. Хэдийгээр мэдээллийн ялгааны өөр нэг ноцтой үр дагавар болох эгүүлэн төлөх эрмэлзлэлгүйгээр зээл авах асуудлыг шийдвэрлэсэн байсан ч зээлийн хүү хэт өндөр бол зээлдэгчийн зээл төлөлтийн дарамт нь эрсдэлтэй үйлдэл хийх боломжийг ашиглахад хүргэн энэ нь яваандаа банкуудын алдагдал болно. Үүнийг тооцоолсон банк зээлийн эрэлт, нийлүүлэлт тэнцвэржих хэмжээний өндөр хүүтэй зээл олгохын оронд эгүүлэн төлөх эрмэлзлэлтэй зээлдэгчдэд түүний эргэн төлөлтийн боломжид илүү нийцсэн бага хүүтэй зээл олгох нь зохимжтой гэж шийдвэрлэх нь оновчтой.

Тэгвэл ийм асуудал манай банкуудад яаж нөлөөлсөн байж болохыг төсөөлье. Бодит мөнгөний нийлүүлэлт хэт хурдтай буурч, банкууд татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөө

⁴ Захиргаадлын дарамт гэж McKinnon (1973) анх тодорхойлон, дэлгэрүүлсэн "financial repression" гэдэг ухагдахууныг хэлж байна. Захиргаадлын дарамтын түгээмэл хэлбэр нь: хүүгийн хязгаар тогтоох, захиргаадлын зээлийн хуваарилалт хийх (захиргаадан зээл олгох), зээлийг бүхэлд нь эсвэл төрөлжүүлэн хязгаарлах зэрэг болно. Хэрэв заавал байлгах нөөцийн хувь хэтэрхий өндөр бол мөн дарамтын хэлбэр гэж үзнэ (зарим шилжилтийн эдийн засагтай орны хувьд 30 хувиас их байсан).

алдсан байлаа. Үүний дүнд эрэлт илүүдэлтэй болон ААН-үүдийн зээл авах боломж хязгаарлагдсан байна. Энийг бид *өрийн сүлжээ* гэж нэрлэн түүнийг шийдвэрлэх арга замыг улс төрийн түвшинд хүртэл хайж байсан билээ. Үүнээс гадна хадгаламжийн хүүгийн доод хязгаар, зээлийн хязгаар, захиргаадлын зээл зэрэг захиргаадлын дарамт байсан учраас нэгдүгээрт зээлийн хүү өндөрсч *ёс зүйгүйн эрсдэл* (moral hazard) ихэссэн, хоёрдугаарт захиргаадлын санхүүжилт авах эрмэлзлэл нэмэгдсэн. Эдгээр нь банкуудын зардлыг нэмэгдүүлж, төлбөрийн чадварыг алдагдуулсан. Нэгэнт хадгаламжийн хүүд доод хязгаар тавьсан байсан болохоор Villanueva, Mirakhor (1990)-д үзүүлсэн шиг бага хүүтэй илүү найдвартай зээл олгох боломжоо ашиглах боломж банкуудад олдоогүй юм.

Эндээс харахад банкуудын төлбөрийн чадварын өсөн нэмэгдэж байсан хүндрэл, зээлдэгчид мэдээллийн ялгааг ашиглах явдал даамжирсан, өмчлөгчийн хяналтын дутагдмал байдал нь санхүүгийн зуучлалын бизнесийг сонирхолгүй, алдагдалтай хэлбэртэй болгожээ. Үр дагаварт нь банкинд итгэх итгэл суларч, банкууд татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөө алдсаар, зээлийн хүүг удаан хугацаанд өндөр байлган, банкууд бага хэмжээний хөрөнгийг өндөр хүүтэй зээлдүүлэн, хугацаа өнгөрөх тутам зээлдэгчдийн зээл төлөх боломж нь алдагдан санхүүгийн зуучлал хомсдож байсан. Товчоор хэлэхэд банкуудын хуримтлагдсан алдагдал; өөрийн хөрөнгийн дутагдал; нэр хүнд, төлбөрийн чадварын алдагдал нь инфляцийн түвшин буурсан ч эдийн засгийн мөнгөжилтийг саатуулсаар байлаа.

Өндөр инфляци, санхүүгийн зуучлалын алдагдлын бас нэг үр дагавар нь зээлийн гэрээ зэрэг санхүүгийн хэлцлүүдийн хугацаа богиноссон явдал байв. Банк инфляци, зээлдэгчийн үйлдэл зэрэг тодорхой бус байдлыг богино хугацаанд хэлцэл хийх аргаар бууруулах гэж оролдож байсан. Энэ төрийн өмчийн зарим нэг банкин дээр ажиглагдсан онцгой тохиолдлоос бусад нөхцөлд мэдээллийн ялгааны сонголтын алдааг (adverse selection) залруулж байсан ч ёс зүйгүйн эрсдлийг (moral hazard) шийдвэрлэж чадаагүй юм. Ингэж санхүүгийн хэлцлийн хугацаа богиноссон нь өндөр дүнтэй хөрөнгө оруулалт хийх боломжийг алдагдуулсан.

Эдгээр хүндрэлүүдийг шийдвэрлэсэн аргууд бидний ойлголтоор дараах үндсэн арга хэмжээнүүд болно⁵.

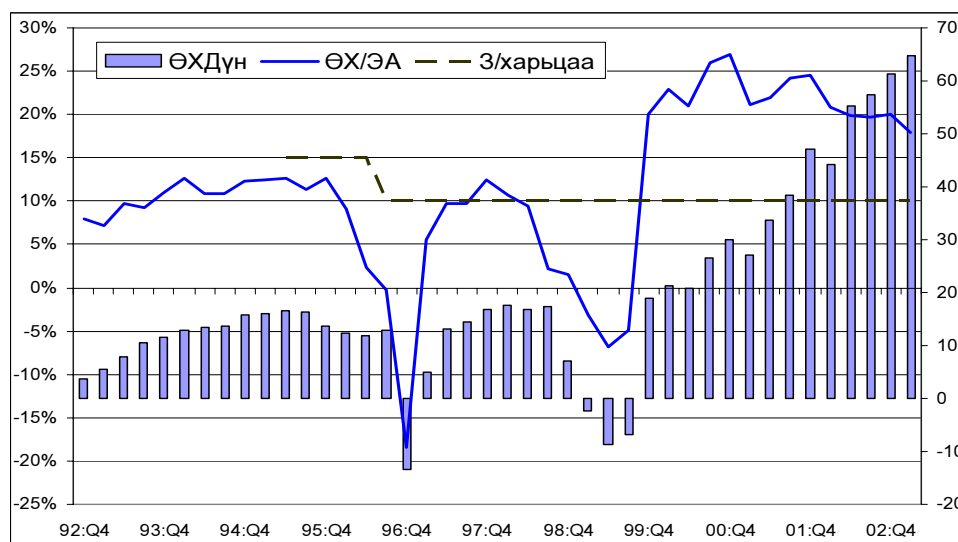
1. Төлбөрийн чадвар нь хүндэрсэн банкуудыг дампууруулах ажлыг Дампуурлын хуулийн хүрээнд шийдвэрлэх боломжгүй байсныг Банкны бүтцийн өөрчлөлтийн арга хэмжээний хүрээнд шийдвэрлэн, банкуудад ялгарах боломж олгон төлбөрийн чадварыг нэмэгдүүлэх ажлыг татварын эх үүсвэрээр санхүүжүүлэн хэрэгжүүлсэн.
2. Төлбөрийн чадвар алдсан банкуудыг хааснаар алдагдал багатай банкуудад зээлийн эрэлтийг хуваарилан, захиргаадлын дарамтыг арилгаснаар зээлийг чанаржуулах алхамууд хийгдсэн.
3. Банкуудын дүрмийн санг нэмэгдүүлэн зээлжүүлэх царааг нэмэгдүүлснээр өрийн сүлжээнээс гарах боломж бий болсон. Үр дагаварт нь санхүүгийн сахилга сайжруулах цогц арга хэмжээг авах боломж нэмэгдсэн. Зээлийн мэдээллийн сан үүнд нэмэр болсон.

⁵ Монголбанк (1997): 1996 оны Монголбанкны жилийн тайланд банкны бүтцийн өөрчлөлтийн цогц арга хэмжээ, түүнийг хэрэгжүүлэх болсон бодит нөхцөл байдлыг дэлгэрэнгүй тайлбарласан байдаг.

4. Инфляцийг богино хугацаанд бууруулж чадсан нь бодит хүүг өсгөн банкны салбарт хөрөнгө байрших эдийн засгийн хөшүүрэг бий болгосон.
5. Засгийн газрын үнэт цаас, ТБҮЦ-ны хэмжээ нэмэгдэн банкуудад эрсдэлгүй активт хөрөнгө байршуулах, илүүдэл нөөцөө уян хатан удирдах боломж нь нэмэгдсэн.

Эдгээр арга хэмжээнүүдийн үр дүнд мөнгөжилт эрчимжиж 1999 оноос санхүүгийн зуучлал гүнзгийрсэн юм. 90-ээд оны дундуур мөнгөний нийлүүлэлт төлбөрийн чадвар алдсан банкууд дахь татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөөс шалтгаалан хиймлээр өндөр гарч байсан гэсэн дүгнэлт Frecaut, Sidgwick (1998) ажилд тусгагдсан. Өөрөөр хэлбэл төлбөрийн чадваргүй болсон ХОТШ зэрэг банкууд дахь дансаасаа мөнгө авахын тулд хямдруулдаг байсан нь (өөрийн данснаас мөнгөө авахын тулд бусдад шимтгэл төлдөг байсан) тэдгээр банкууд дахь мөнгө байснаасаа бага мөнгөнд тооцогдож болно гэсэн үг юм. Хэрэв энэ ажиглалтыг тооцож үзвэл бодит мөнгөний хэмжээ тэдгээр жилүүдэд илүү доогуур байх бөгөөд банкуудын төлбөрийн чадвар мөнгөжилтийг саатуулж байсан нь илүү тод харагдах байх. Гэхдээ өмнөх дүгнэлтийг өөрчлөхгүй гэж үзээд мөнгөний нийлүүлэлтэд зохицуулалт хийх ажлыг гүйцэтгээгүй.

Зураг 2. Банкуудын өөрийн хөрөнгө (баруун тэнхлэг, тэрбум ₮), өөрийн хөрөнгийн хүрэлцээ, түүнд тавигдах шаардлага (хоёул зүүн тэнхлэг, хувиар илэрхийлэгдэнэ)



Тоон үзүүлэлтийг Монголбанкны Хяналт шалгалтын газарт бэлтгэсэн (Б. Батбаатар)

Зураг 2-т нийт банкуудын өөрийн хөрөнгө, өөрийн хөрөнгийн хүрэлцээ, өөрийн хөрөнгийн шаардлагыг үзүүллээ. 1996 оны сүүл, 1999 оны эхээр өөрийн хөрөнгийн хэмжээ сөрөг байсан нь төлбөрийн чадвар алдсан банкуудын активын ангилалыг Монголбанкны хяналт шалгалтын хүрээнд ангилсны дүн юм. Өмнө дурьдагдсан арга хэмжээнүүдийн дүнд банкуудын өөрийн хөрөнгийн хүрэлцээ эрс нэмэгдсэн. Өөрөөр хэлбэл банкны бизнест хөрөнгө оруулах сонирхол өссөн, **банкны үйл ажиллагааны бүтээмж нэмэгдсэн**. Банкуудын өөрийн хөрөнгийн хүрэлцээ нь 2000 оноос харьцангуй өндөр байснаа эргэн буурч эхэлж байна. Энэ нь эдийн засгийн мөнгөжилт нэмэгдэж, санхүүгийн зуучлал гүнзгийрч байгаагийн давхар нотолгоо болно. Цаашид ч зээлийн хэмжээ татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөөс түргэн өсөх боломж байгааг илтгэж байна.

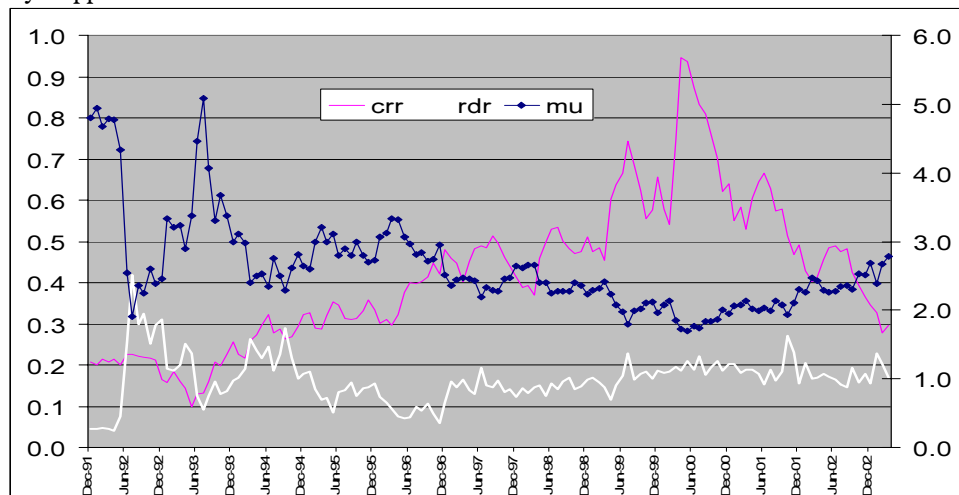
5. Мөнгөжилтийн төлөв, цаашид мөнгөний нийлүүлэлт хэр нэмэгдэх вэ?

Банкуудын үйл ажиллагаа тогтворжин зээлийн чанар сайжирснаар 1999 оноос мөнгөжилт эрчимжсэн (Зураг 1: бодит мөнгөний индексийн хамгийн бага утга нь 1999 оны 3 сард харгалзана). Мөнгөжилт эрчимжих хэлбэрүүдийг i) мөнгөний үржүүлэгчийн өсөлт, ii) нөөц мөнгөний өсөлт, iii) гадаад пассивын өсөлтийн хүрээнд авч үзье⁶.

Үржүүлэгчийн өсөлт: Мөнгөний үржүүлэгч гэж банкуудад мөнгө нэмэгдэхэд түүгээр зээл олгон, улмаар зээл нь төлбөрт ашиглагдан бусад харилцагчдын банк дахь хөрөнгийг өсгөн шинэ зээл олгох боломжийг нэмэгдүүлсээр эцэстээ мөнгөний нийлүүлэлт нэмэгдэхийг хэлнэ. Тэгвэл үржүүлэгч өсөх нь банк болон тэдний харилцагчдын шийдвэрээс хамаарах асуудал юм. Банкуудын зээл олгох шийдвэр хурдсах, харилцагчдын мөнгөн хөрөнгөө банкинд байршуулах эрмэлзлэл нэмэгдэх аль аль үржүүлэгчийг өсгөнө.

Банкны зээлийн үйл ажиллагаанд садаа болох эрх зүйн төвөгшлийг арилган, маргаан шийдвэрлэх жишгийг хэвшүүлж, үл хөдлөх хөрөнгийн бүртгэл сайжирч зээлийн барьцаанд ашиглах боломжтой болсон нь банкуудын зээлийн шийдвэрийг хурдасгасан. Харин төлбөрийн чадвар алдсан банкуудыг хааж, үйл ажиллагаанд нь тавьж буй хяналтыг нийтэд таниулснаар банкинд итгэх итгэл сэргэсэн. Үүнийг хажуугаар банкуудын өөрийн хөрөнгө нэмэгдэж, санхүүгийн зах зээлд эрүүл өрсөлдөөн нэвтэрч буй нь үржүүлэгч өсөхөд нөлөөлсөн юм. Банкуудын активын эрсдлээ удирдах ур чадвар сайжирч зээлийн олголт, хяналт сайжирсны үр дагаварыг ч дурьдах нь зүйтэй байх. Зураг 3-т мөнгөний үржүүлэгч (μ) түүний гол бүрдлүүд болох бэлэн мөнгө/татан төвлөрүүлсэн хөрөнгийн харьцаа (crr), банкуудын бэлэн бус нөөц/татан төвлөрүүлсэн хөрөнгийн харьцаа (rdr)-г харууллаа.

Зураг 3. Мөнгөний үржүүлэгч (μ): баруун тэнхлэгт; мөнгөний (crr) болон нөөцийн (rdr) харьцаа: хоёр тэнхлэгт



Зураг 3 бидний таамаглалыг илтгэж байна. Банкуудын төлбөрийн чадвар муу, банкаар дамжих санхүүгийн зуучлал сул байхад үржүүлэгчийн хэмжээ буурсаар 1999

⁶ Мөнгөний нийлүүлэлт нэмэгдэх хэлбэрүүдийг, мөнгөний өсөлт нь нийлүүлэлтийн агрегатуудын дунд тархах талаар Н. Ургамалсүвд, Д. Болдбаатар, Н. Батсайхан (2003)-аас уншиж болно.

оноос эхлэн өсч эхэлжээ. 91-93 хооронд нөөцийн харьцаа онцгой тогтворгүй байснаас үржүүлэгч тун тогтворгүй болжээ. Ер нь нөөцийн харьцааны хэлбэлзлэл үржүүлэгчийн хүчтэй хэлбэлзүүлдэг байхад мөнгөний харьцаа (хүртвэр, хуваарьт байдаг тул) төдийлэн хэлбэлзүүлдэггүй. Гэхдээ мөнгөний харьцааны өсөх хандлага хадгалагдвал үржүүлэгч буурдаг бөгөөд эсрэг тохиолдолд өснө. Банкуудын төлбөрийн чадвар нэмэгдэн, санхүүгийн үйлчилгээ өргөжихийн хэрээр бэлэн мөнгө давамгайлах байдал арилж үржүүлэгч өсч байна. Цаашдаа зээлийн харилцааг зохицуулах эрх зүйн төлөвшил, зээл олголт, хяналт, төлөлтийн технологи сайжирснаар улам нэмэгдэх болно. Мөнгө/ГТХ-ийн харьцаа 2000 он хүртэл өсч байсан нь үржүүлэгчийг бууруулсан байна. Харин түүнээс хойш эсрэгээр өөрчлөгджээ.

Үржүүлэгчийн бүрдлүүдийн эдгээр өөрчлөлтүүд нь эргэн давтагдахгүй бөгөөд түүнд үзүүлэх бусад нөлөөлөгч хүчин зүйлсийг таамаглах боломж хязгаарлагдмал байдаг. Тиймээс үржүүлэгчийн өсөлтийн цаашдын төлөв тийм ч тодорхой биш одоогийн өсөлтийн хандлага буурч голч дээрээ тогтворжих таамаглалыг авах зохимжтой. Нөгөө талаас үржүүлэгчийн өсөлт нь хязгаартай. Заавал байлгах нөөцийн хувийн урвуу нь үүний хамгийн цаад захын хязгаар. Банкуудын өөрийн хөрөнгийн хүрэлцээний шаардлага бас нэг хязгаарлалт бөгөөд өмнөхөөс наана үйлчилдэг. Үнэт цаасны зах зээл хөгжөөгүй манай орны хувьд банкуудын өөрийн хөрөнгө нь үржүүлэгчийг өсөлтийг хязгаарлаж байгаа гол хүчин зүйл юм. Гэхдээ өмнө дурьдсанчлан банкуудын зээлийн хэмжээ татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөөсөө хурдан өсөх магадлалтай байгаа тул өөрийн хөрөнгийн хүрэлцээний хязгаарлалт нь богино хугацаанд хүчтэй хязгаарлалт болохгүй нь илэрхий. Товчоор дүгнэхэд үржүүлэгчийн аажим өсөлт хадгалагдснаар цаашдаа мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлт нь голдуу харилцах, хадгаламжийн өсөлт байна. Нөгөө талаас, мөнгөний нийлүүлэлтэд төлбөрт хэрэглэгдэх мөнгө (бага мөнгө)-ний эзлэх хувийн жин буурна.

Нөөц мөнгөний өсөлт: Нөөц мөнгөний өөрчлөлт нь үржүүлэгчийн өөрчлөлттэй мөн холбоотой. Хэрэв банкинд итгэх итгэл сэргэж амжаагүй байхад нөөц мөнгөний өсөлт нэмэгдвэл тэр нь банкнаас гадуурхи мөнгийг илүүтэй өсгөн үржүүлэгчийг бууруулах юм. Зураг 3-г үзүүлсэн мөнгө/ГТХ-ийн харьцааны динамик үүнийг илтгэж байна. Нөөц мөнгөний өсөлт нь мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлтийн үндсэн эх үүсвэр юм. Хэрэв улс орон мөнгөний нийлүүлэлтээ сайн хянаж чаддаг (долларжилтийн нөлөө учиргүй их биш) бол дийлэнхдээ нөөц мөнгөний өсөлт нь мөнгөний нийлүүлэлтийг өсгөнө.

Нөөц мөнгөний өсөлт нь мөнгөний агрегатуудыг хэрхэн өөрчилдөг, үржүүлэгчид яаж нөлөөлж болохыг УББ (2003)⁷ -аас үзэж болно. Мөн уг ажилд нөөц мөнгөний өсөлт байдлаар нийлүүлэгдсэн мөнгөний дийлэнхийг МБ-ны авсан алт, худалдаж авсан гадаад валютын цэвэр дүнгийн нийлбэр тодорхойлдог болохыг харж болно. Нэгэнт алт худалдан авч мөнгөжүүлэх ажил шинээр зохион байгуулагдах талаар одоогоор мэдээлэл байхгүй, манай банкуудын хооронд эсвэл тэдгээрийн еврозахтай харьцах нөхцөл эрс өөрчлөгдөх хандлага ажиглагдахгүй байгаа тул өмнөх хэв шинж хадгалагдсаар байх болтой.

Гадаад валютын эх үүсвэрийн өсөлт: Мөнгөний нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлдэг бас суваг нь гадаад валютын эх үүсвэр юм. Монголын банкууд долларжилтын байдлыг

⁷ Н. Ургамалсүвд, Д. Болдбаатар, Н. Батсайхан 2003. “Мөнгөний үзүүлэлтүүдийн загвар”, *Монголбанкны судалгааны ажил*, www.mongolbank.mn

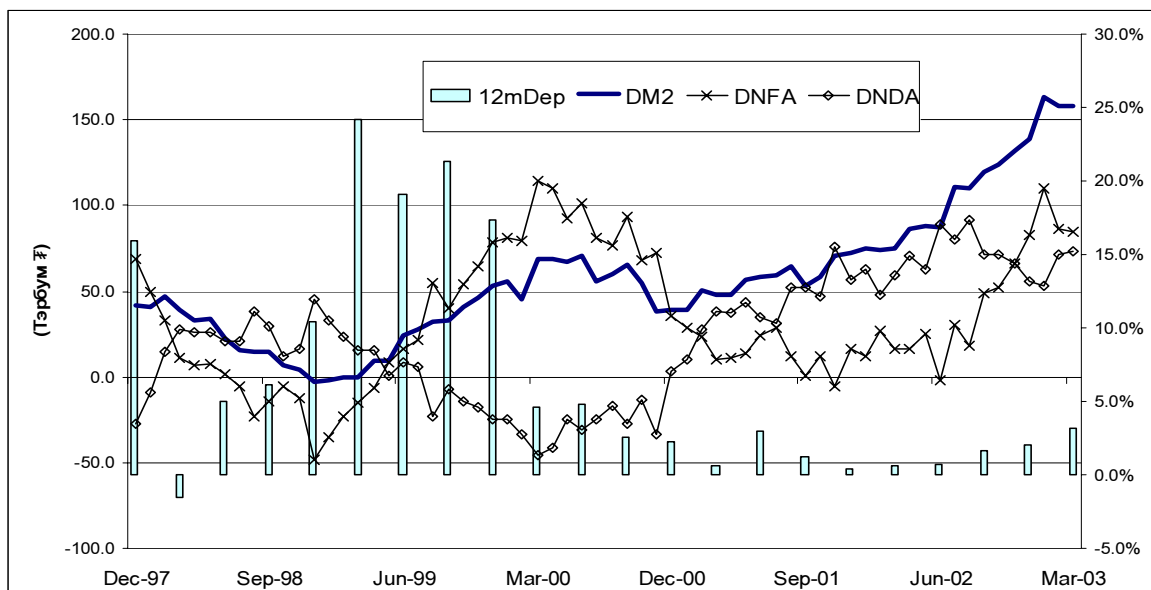
ашиглан валют ханшний эрсдлийг харилцагчдадаа дамжуулан зээлийн эрсдэлд хувиргаж ирсэн туршлага нь гадаад валютаар зээлжүүлэх практик тогтоосон билээ. Үүний улмаас хэрэв банкууд гадаад валютаар гадаадаас зээл аваад түүнийгээ гадаад валютаар дамжуулсан, эсвэл банкны харилцагчид гадаадаас гадаад валютаар зээл аваад төлбөр гүйцэтгэсэн зэрэг нь эцэстээ банкуудын гадаад валютын хадгаламжийг өсгөн мөнгөний нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлнэ.

Ийм замаар нэмэгдэж буй мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлт нь валют ханшны хүлээлтээс хамааран төгрөгт хөрвөж эсвэл гадаад валют хэвээрээ хадгалагдана. Төгрөгийн валют ханш сулрах магадлалтай байгаа бол гадаад валютын хөрөнгөө үргэлжүүлэн эзэмших эрмэлзлэлтэй болж, эсрэг тохиолдолд төгрөгт хөврүүлэх болно. Хэрэв гадаад валют эзэмших болвол дүндээ гадаад цэвэр активын хэмжээ нэмэгдэнэ (гадаад валютын зохистой харьцааны шаардлагын дагуу). Гэхдээ долларжилтын улмаас уг гадаад валютын татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөөр банкууд дотоод активыг ч бас нэмэгдүүлж болно. Нэмэгдэж буй гадаад цэвэр активын хэмжээ нь манай орны гадаад орнуудад байршуулсан хөрөнгө буюу гадаадад олгосон цэвэр зээлийг харуулна. Нөгөө талаас гадаад валютын хадгаламжтай харилцагч түүнийгээ төгрөгт хөрвүүлэн хэрэглэвэл дотоод цэвэр актив нэмэгдэнэ. Дотоод цэвэр активын өсөлт нь уг нэмэгдэж буй хөрөнгө дотоодын зээлийг санхүүжүүлж буйг илтгэнэ.

Гадаадаас гадаад валютаар авч буй санхүүжилт нь дүндээ гадаад цэвэр активыг нэмэгдүүлж байвал манай мөнгөний нийлүүлэлтэд нөлөөлөхгүй. Харин дотооддоо гадаад валютаар олгосон зээл - гадаад валютын хадгаламж гэсэн цагираг үүсгэн дотоодын зээл болж байгаа бол мөнгөний нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлнэ. Мэдээж энэ нь Монголбанкны мөнгөний нийлүүлэлтийг удирдах чадварыг эрс сулруулна. Ер нь долларжилт өндөр инфляцийн бас нэг хортой үр дагавар болохыг DSW (1990) өгүүллэгт үзүүлсэн. Гэхдээ харамсалтай нь үүнийг шийдвэрлэх боломж тийм ч өргөн сонголтгүй. Шилдэг хувилбар нь мөнгөний бодлогыг сайжруулан дотоод төлбөр тооцоонд аливаа хүндрэл үүсгэхгүй, үндэсний мөнгөн тэмдэгтийн худалдан авах чадварыг хадгалах юм. Гэсэн хэдий ч долларжилт нь гадаад худалдаанд өндөр ач холбогдол өгдөг улс орны хувьд нилээд хугацаанд хадгалагдах бүрэн боломжтой. Engineer (2000) үндэсний мөнгөн тэмдэгт түүнтэй өрсөлдөн төлбөрийн хэрэгслийн үүрэг гүйцэтгэх гадаад валют *өндөр инфляцийн үед ч, түүний дараа ч зэрэгцэн оршиж болохыг нотолсон*. Тэрээр дүгнэлтдээ "хос валютын асуудлыг шийдвэрлэх үндсэн шаардлага нь дотоодын мөнгөний өсөлтөөр үнийн өсөлтийг тэжээхгүй байх нөхцөл бөгөөд гадаад валютын төлбөр тооцоо нь илүү зардалтай болсон үед захиргааны арга хэмжээ авах нь зохимжтой" гэжээ. Өөрөөр хэлбэл, гадаад валютын төлбөр тооцоо нь үндэсний валютаар хийх төлбөр тооцоотой харьцуулахад илүү зардалтай болсон үед түүнээс аажимдаа татгалздаг учраас инфляци буурсан хэдий ч тодорхой хугацаанд өрсөлдсөн валютаар төлбөр тооцоо хийсээр байх болно.

Эндээс харахад долларжилтын орчинд мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлт МБ-наас автоном байдлаар нэмэгдэх боломж бүрддэг байна. Банкууд гадаад валютын эх үүсвэрийг гадаадад байршуулах уу эсвэл дотоод зээл болгох уу гэдгээс мөнгөний нийлүүлэлт өсөх, хорогдох нь хамаарна. Зураг 4-т мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлт гадаад, дотоод активыг өөрчилж байгаа хэлбэрийг харууллаа.

Зураг 4. Мөнгөний нийлүүлэлтийн 12 сарын өөрчлөлт (DM2), гадаад (DNFA) болон дотоод (DNDA) цэвэр активуудын 12 сарын өөрчлөлтийг төгрөгийн валют ханшийн 12 сарын сулралт (12mDep)-тай харьцуулсан.

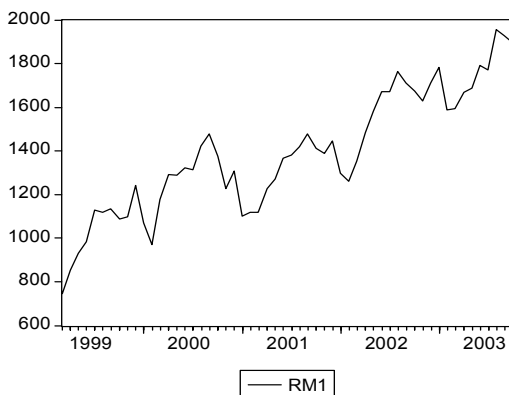


Зургаас харахад төгрөгийн ханш сулрах тутам гадаад цэвэр актив нэмэгдэх бөгөөд валют ханшний сулралт хүчтэй бол дотоод актив буурдаг байна. Харин ханш тогтворжихын хэрээр дотоод активын хэмжээ нэмэгдсэн байна. Товчдоо төгрөгийн валют ханш сулрахаар банкууд нэмэгдэж буй мөнгөний нийлүүлэлтээр гадаад зээлийг санхүүжүүлж, тогтворжвол дотоод зээлээ өсгөдөг байна. Үүнээс гадна валют ханш тогтворжвол дотоод цэвэр активын өсөлт мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлттэй тун ойр байдаг нь ажиглагдаж байна. Магадгүй энэ ажиглалт мөнгөжилт ид явж буй үед л хамаатай байж болох юм. Ерөнхийдөө цаашдаа төгрөгийн валют ханш суларвал банкууд гадаад активын өсөлтийг илүүд үзнэ, тогтвортой байвал дотоод зээлийг нэмэгдүүлнэ гэж болохоор байна.

б. Мөнгөжилтийн төлвийг таамагласан нь

Эдийн засгийн мөнгөжилтийг инфляци, банкны хямралын улмаас агентуудын хооронд хийгдэх арилжаа мөнгөгүй хийгдсний буюу мөнгөнөөс дайжсны дүнд бий болсон төлбөр тооцооны зардлын өсөлт нь санхүүгийн зах зээл, үнийн тогтворжилт, банкны бүтцийн өөрчлөлтийн үр дүнд буурсан тул эргэн албан ёсны санхүүгийн үйлчилгээг арилжаанд илүү хэрэглэх болсон гэдэг хэлбэрээр авъя. Тэгвэл мөнгөжилтөөр нэмэгдэх бодит мөнгөний өсөлт аажмаар буурах нөлөөтэй байна. Гэхдээ бодит үйлдвэрлэлийн өсөлтөөс шалтгаалан эерэг өөрчлөлт хадгалагдсаар байх юм. Тоон үзүүлэлт үүнтэй хэр нийцэж байгааг харуулах үүднээс М1-ийн бодит хэмжээг Зураг 5-д үзүүлээ.

Зураг 5. M1-ийн бодит хэмжээ: M1 мөнгийг ХҮИ-т харьцуулсан



Зургаас харахад M1-ийн бодит хэмжээ нь оны дундуур өсдөг давтамжтай, өсөх хандлагатай, 2001 оны дунд хавьд өсөлтийн тренд нь нугралттай мэт харагдаж байгаа тул мөчлөг өөрчлөлттэй байх боломжтой. Сүүлийн 2 жилийн хувьд эрчимжсэн өсөлттэй байгаа нь бидний таамаглалаас зөрсөн байна. Гэхдээ мөчлөгийн хэлбэрээс шалтгаалах учраас үнэлгээнээс өмнө таамаглах боломжгүй. Трендийг шугман, логарифм, квадрат язгуурын хэлбэртэй байх боломжтой байгаа тул харьцуулан шалгах шаардлагатай харагдаж байна. Динамик эгнээний бүрдлүүдийн нөлөөлөл нь нийлбэр эсвэл үржвэр хэлбэртэй байж болно. Трендийн хэлбэр, динамик эгнээний бүрдлүүдийн нөлөөллийн хэлбэрийг загваруудын алдаа багатай прогнолох чадварыг нь харьцуулах замаар сонгоно. Үүний тулд 24 сарын ажиглалт дээр загвараа үнэлээд, 12 ажиглалт нэмж дахин үнэлж тус бүрд прогнозлон Eviews-ийн прогнозын зөрөөний квадратуудын нийлбэрээс язгуур авч олдог шалгуураар жишиж дүгнэлт хийнэ. Мөн ажиглалт хассан үнэлгээний параметруудийн тогтвортой байдал үнэлгээний бас нэг шалгуур байх болно.

Өмнөх таамаглал дээр үндэслэн динамик эгнээний задаргааг ашиглан загварчилж үнэлсэн. Үүний тулд бага мөнгөний бодит хэмжээг хандлага, сарын өөрчлөлтийн хэв шинж, мөчлөгийн өөрчлөлт, санамсаргүй хэсгүүдээр нь задлан уг загвараа ашиглан прогнозлоно. Харин бодит нийт мөнгийг бага мөнгө, валют ханшны өөрчлөлтөөс хамааран өөрчлөгдөнө гэж үзнэ. Үнэлэгдсэн тэгшитгэл нь:

$$\Psi_t = \alpha + \tau_t + \sum_{j=2}^{12} \delta_j D_{jt} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\phi(L)\varepsilon_t = \theta(L)v_t \quad (2)$$

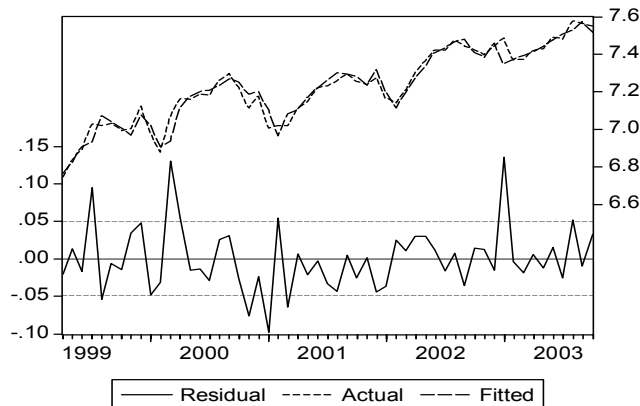
$$v_t \sim wn(0, \sigma^2)$$

$\Psi_t = M1_t/P_t$ эсвэл $\Psi_t = \ln(M1_t/P_t)$ буюу бага мөнгөний бодит хэмжээ (эсвэл түүний логарифм), τ_t нь хугацааны тренд, ε_t нь өөрийн лаггтай хувьсагч болон санамсаргүй хүчин зүйлсээс хамаарсан бөгөөд алдааг загварчилсан байдал нь мөчлөг шинжийг илэрхийлж байгаа. v_t нь сериал хамааралгүй, хугацаанд адил тархалттай санамсаргүй хэсэг юм. Тэгшитгэл (1) нь бодит бага мөнгөний динамик загвар, (2) нь мөчлөгийн загвар болно. Загварын үнэлгээг Хавсралт 1-ийн Үнэлгээний дүн 1-д үзүүлсэн. M1 мөнгөний бодит хэмжээ нь детерменистик шугман трендийн орчимд бараг ихэнх сарын хувьд улиралаар хэлбэлздэг тогтвортой өөрчлөлттэй. Үнэлгээний

дүнгээр AR(1) хэлбэрийн мөчлөг өөрчлөлттэй, динамик бүрдлүүд үржвэр хэлбэртэй нөлөөлж байна.

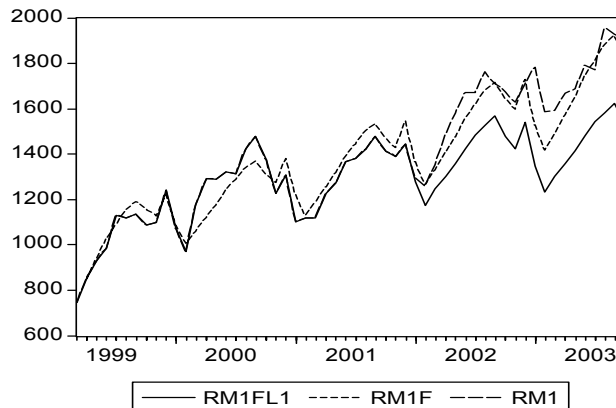
Үнэлгээний дүнгээс харахад M1-ийн өсөлтийн 10 хувь бүрийн 3 нь дараагийн сард хадгалагддаг. Сар бүрийн хэлбэлзлэлээс харахад оны эхний 10 хувийн өсөлт нь 9 дүгээр сард 1.4 хувиар нэмэгддэг бол 2 дугаар сард бараг 1 хувиар буурдаг байна. Харин 5, 11 саруудад өөрчлөгддөггүй болтой. Гэнэтийн өөрчлөлтүүдийн нөлөөллийн 80 хувь дараа сардаа хадгалагдаж нөлөөлсөөр байдаг гэж үнэлэгдэж байна. Хувьсагчийн динамикийг хандлага, улиралын хэлбэлзлэл, мөчлөг бүгд хүчтэй нөлөөлөн бүрдүүлж байна. Үнэлгээний үр дүнг зургаар үзүүллээ.

Зураг 6. Загварын үнэлгээний үр дүн: ажиглагдсан, загвараар тооцоолсон үзүүлэлтүүд (баруун тэнхлэгт), үнэлгээний үлдэгдэл (зүүн тэнхлэгт)-ийн хамт



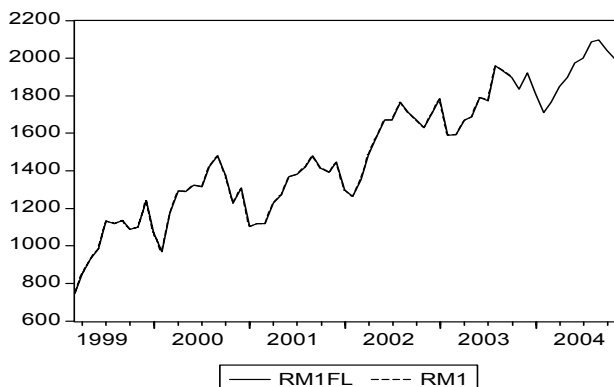
Зургаас харахад үнэлэгдсэн загвар нь ажиглалтын эхний үеүдэд өөрчлөлтийг яльгүй хоцорч мэдэрч байснаа сүүлрүүгээ харин бага зэрэг түрүүлэх болсон байна. Мөн 2001 оны дундуурхи өсөлт өмнөх, удаахи жилүүдийнхээс бага байсан тул энэ оны үзүүлэлтийг давуулан тооцоолсон дүн гарчээ. 2001 оны энэ байдал нь загварын прогнолох чадварт нөлөөлсөн байна. Ажиглалтын сүүлийн хэсэгт загвар бага зэрэг дутуу тооцоолж байгааг Зураг 7-оос харж болно.

Зураг 7. Ажиглалтын утга, RM1; 1999:03-аас 2001:12 ажиглалтад загварыг үнэлээд 2003:10 хүртэл хийсэн прогноз болох RM1FL1; бүтэн ажиглалт дээр үнэлээд хийсэн прогноз болох RM1F харьцуулсан



Загварыг 99 оны 3 сараас 01 оны 12 сар хүртэл ажиглалт дээр үнэлээд үлдсэн хэсгийг прогноздоход илэрхий дутуу тооцоо гарч байгааг харж болно. Харин бүтэн ажиглалтын үнэлгээгээр эргүүлэн өгөгдлүүдийг прогноздоход өөрчлөлтийг нөхөж авах чадвартай болж байна. Гэхдээ загвар ирээдүйг прогноздоходоо дутуу тооцоолох магадлал өндөр байна гэж дүгнэлээ. Ингээд ирээдүйг прогнозлосон зургийг Зураг 8-д үзүүлээ.

Зураг 8. Бага мөнгөний бодит хэмжээ болох RM1, 03 оны 10 сараас цааших прогноз RM1FL -ийг харьцуулсан нь (залгасан нь)



Прогнозын дүнг Хавсралт 1-д үзүүлсэн бөгөөд энэ дүнгээс харахад инфляци энэ онд болон ирэх жил 5 орчим хувьтай байх нөхцөлд M1 мөнгө 2003 оны туршид дундачаар 16 хувийн өсөлтийн хурдтай байх бол ирэх жил энэ хурд 13 болтлоо буурахаар байна. Энэ нь сүүлийн 3 жилийн дундач болох 21 хувьтай харцуулбал нилээд буурсан үзүүлэлт юм. Бодит M1-ийн хэмжээ ч энэ байдлаараа 1992 оны дунд үетэй ойр байхаар харагдана. Товчоор хэлбэл бодит бага мөнгөний өсөлтийн хурд саарч, хэмжээ нь хамгийн хүчтэй инфляцийн өмнөх үетэй зэрэгцэж ирж байгаа нь мөнгөжилт хангалттай өндөр түвшин хүрэхийг үзүүлж байна.

Ингээд нэгэнт мөнгөжилт 2004 оны эцэс гэхэд хангалттай түвшинд хүрэх бол цаашид мөнгөний нийлүүлэлтийг үнийг өсөлтгүй нэмэгдүүлэх боломжгүй болно. Өөрөөр хэлбэл мөнгөний аливаа агрегатын өсөлтийн хурд нэмэгдэх тутам инфляцийг нэмэгдүүлнэ. Инфляци өсснөөр төгрөгийн худалдан авах чадвар алдагдаж хөрөнгийн урсгал гадагш шилжих болно. Улмаар мөнгөний өсөлт нь нэрлэсэн валют ханш сулрахгүй байвал бодит валют ханшийг чангаруулан эдийн засгийн өрсөлдөөнч шинжид хохирол учруулан, манай орны бодит эдийн засгийг санхүүжүүлэх боломжоо алдахаар байдалд оруулна.

M1-ийн прогнозлосон дүнг ашиглан M2-ийн таамаглах боломжтой эсэхийг мөн шалгасан. M2-ийн хөдөлгөөнд M1 чухал үүрэгтэй байх бөгөөд валют ханш зэрэг бусад хувьсагчид бас нөлөөлнө. M1, M2 нь хоёулаа стационарь биш нэгдүгээр түвшинд интеграцид ордог (1-р ялгаварт эгнээ нь стационарь) хувьсагчид тул M1-ийн өсөлт M2-ийн өсөлтийг хэр нэмэгдүүлэхийг судлая. Гэхдээ бид сар бүрийн инфляцийг мэдэхгүй байгаа болохоор M2-ийн бодит хэмжээний өөрчлөлтийг л таамаглах боломжтой. Үнэлгээнд инфляциас давсан валют ханшний сулрал нь их нөлөөтэй болох нь илэрч байгаа болохоор энэ загварыг цаашид прогнозад ашиглах бололцоогүй байна. Загварын үнэлгээний үр дүнг Хавсралт 1-ийн Үнэлгээний дүн 2-д үзүүлсэн байгаа. Үнэлгээний дүн M1-ийн бодит хэмжээний өөрчлөлтийг нөлөө харьцангуй сул байгааг харуулж байна. Энэ нь хувьсагч орхигдсны дохио юм.

Нэгэнт М2-ийн бусад бүрдэл болох хадгаламжийг тодорхойлох хувьсагчид орхигдсон тул ийм үр дүн гарчээ.

7. Дүгнэлт

Эдийн засгийн мөнгөжилтийн үйл явц нь төдийлэн хүчтэй үнийн өсөлт бий болголгүй мөнгөний нийлүүлэлтийг нэмэгдүүлж, зудын сөрөг нөлөөг зөөлрүүлэх боломж олгосон байна. Мөнгөжилтийг бага мөнгөний бодит хэмжээний өсөлт илүүтэй илэрхийлэх бөгөөд 90-ээд оноос хойшхи хамгийн хүчтэй инфляцийн үетэй давхцах хэмжээнд хүртэл өсөх нь мөнгөжилт хангалттай түвшинд хүрэхийг илэрхийлэх юм гэж авсан. Бодит М1-ийн динамик прогнозын үр дүн нь 2004 онд мөнгөжилт өмнөх шиг хангалттай гэж болох түвшинд хүрэхээр байна.

Банкуудын хуримтлагдсан алдагдал; өөрийн хөрөнгийн дутагдал; нэр хүнд, төлбөрийн чадварын алдагдал нь инфляцийн түвшин буурсан ч эдийн засгийн мөнгөжилтийг саатуулсаар байлаа. Цаашид ч чанаргүй зээлийн хэмжээ нэмэгдвэл санхүүгийн зуучлалын зардал өсч хүү буурахгүй, санхүүгийн эх үүсвэр дутагдах байдалд оруулж болзошгүй юм. Гэхдээ банкуудын өөрийн хөрөнгийн хэмжээ нэмэгдсээр байгаа тул цаашид ч зээлийн хэмжээ татан төвлөрүүлсэн хөрөнгөөс түргэн өсөх боломж байгааг илтгэж байна. Санхүүгийн зуучлалын захиргаадлын дарамт арилж байгаа болохоор мөнгөний үржүүлэгч нэмэгдэж мөнгөний нийлүүлэлтийн өсөлт нь хадгаламжийн өсөлт хэлбэрээр үргэлжлэх боломжтой. Мөн төгрөгийн валют ханш хүчтэй суларвал дотоодын зээлд гарч байгаа өсөлт удаашрах төлөвтэй байна. Гэхдээ эдийн засгийн онолын үүднээс гадаад худалдааны алдагдал өссөөр байхад ханш тогтвортой байх нь хожмын цочир уналт бий болгох хэмжээний эрсдэл хуримтлагдах хортой үр дагавартай билээ. Долларжилт бүрэн арилах боломжгүй тул валют ханш нь мөнгөн хөрөнгийн активын бүтцийн сонголтод тодорхойлох үүрэгтэй хэвээр байна. М2-ийн хэтийн төлөв нь ханшнаас нөхцөлдсөн шинжтэй байх юм.

Эцэст нь банкны салбарыг сэргээснээр хөрөнгийн хуваарилалтын бүтээмжийг нэмэгдүүлсэн хамгийн чухал ололт болсон. Үүний дүнд ч зээлийн олголтын хурд нэмэгдсэн. Гэхдээ зээлийн үлдэгдлийн хэтэрхий хурдтай өсөлт нь хөрөнгө оруулалтын чанарыг доройтуулбал эргээд зээлийн алдагдлын, улмаар зуучлалын зардлыг нэмэгдүүлж хүү өсөх үр дагавартай байж болзошгүй байна. Цаашдаа мөнгөний эрэлтийн шилжилт буурах тул мөнгөний өсөлт, ялангуяа хүчтэй мөнгөний өсөлт нь үнийн өсөлтийг хөөрөгдөх аюул дагуулж байна. Инфляци өссний улмаас валют ханшний сулралт үүсвэл тогтворжиж амжаагүй банкны үйл ажиллагаанд ихээхэн хортой үр дагавартай болно.

Дурьдагдсан эх бичгүүд⁸

Engineer M., 2000. "Currency Transactions Costs and Competing Fiat Currencies", *Journal of International Economics*, 52 : 113 - 136

Энххуяг Б., 2002. "Монголын санхүү банкны салбарын шилжилтийн өнгөрсөн арван жилийн (1991 - 2001) сургамж, ирээдүйн зорилтууд", *Монголын эдийн засаг: өчигдөр, өнөөдөр, маргааш*, 6 : 5 - 26

Dornbusch R., Sturzenegger F., and Wolf H., 1990. "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilisation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990 (2) : 1 - 64

Frécaut O. and Sidgwick E., 1998. "Systemic Banking Distress: the Need for Enhanced Monetary Survey", *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, www.imf.org PPAА/98/9

IMF, 2002. "Mongolia: Selected Issues and Statistical Appendix", *Country Report No. 02/253*, www.imf.org

McKinnon R., 1973. "Money and Capital in Economic Development" Washington D.C., Brookings Institution.

Mishkin F. S., 2002. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", Sixth Edition Update, Addison Wesley

Монголбанк 1997, 1998, 2003. "Монголбанкны жилийн тайлан", www.mongolbank.mn

Ургамалсүвд Н., Болдбаатар Д., Батсайхан Н., 2003. "Мөнгөний үзүүлэлтүүдийн загвар", *Монголбанкны судалгааны ажил*, www.mongolbank.mn

Villanueva D., and Mirakhor A., 1990. "Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilisation, and Bank Supervision in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, 37 (3) : 509 - 36

⁸ Англи хэлний цагаан толгойн дарааллаар жагсаав.

Үнэлгээний дүн 1. Бодит M1 мөнгийг динамик эгнээгийн задаргаагаар үнэлсэн

Dependent Variable: LOG(RM1)

Method: Least Squares

Date: 12/11/03 Time: 15:41

Sample(adjusted): 1999:04 2003:10

Included observations: 55 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.277059	0.210703	29.79101	0.0000
LOG(T)	0.280351	0.060909	4.602750	0.0000
D2	-0.086510	0.022504	-3.844133	0.0004
D3	-0.048647	0.021903	-2.221077	0.0318
D5	0.028340	0.023561	1.202842	0.2358
D6	0.072973	0.030752	2.372943	0.0223
D7	0.090973	0.034456	2.640229	0.0116
D8	0.133282	0.036132	3.688743	0.0006
D9	0.135711	0.036319	3.736620	0.0006
D10	0.088377	0.035140	2.515019	0.0158
D11	0.041595	0.032202	1.291677	0.2035
D12	0.102060	0.025316	4.031389	0.0002
AR(1)	0.762179	0.080933	9.417373	0.0000
R-squared	0.952140	Mean dependent var	7.225664	
Adjusted R-squared	0.938466	S.D. dependent var	0.198838	
S.E. of regression	0.049324	Akaike info criterion	-2.977746	
Sum squared resid	0.102180	Schwarz criterion	-2.503285	
Log likelihood	94.88800	F-statistic	69.62996	
Durbin-Watson stat	2.193090	Prob(F-statistic)	0.000000	
Inverted AR Roots	.76			

Загварын прогнозын дүн

2003:11	1835.768		
2003:12	1921.735	114.8508	220,712.80
2004:01	1810.966		
2004:02	1709.069		
2004:03	1763.913		
2004:04	1848.410		
2004:05	1897.747		
2004:06	1973.887		
2004:07	2001.359		
2004:08	2085.537		
2004:09	2097.632		
2004:10	2042.375		
2004:11	1992.464		
2004:12	2086.794	120.5933	251,653.37

Үнэлгээний дүн 2. Бодит мөнгөний нийлүүлэлтийн өөрчлөлтийг бодит M1-ийн өөрчлөлт хэр сайн тайлбарлаж чадахыг үзүүлсэн нь

Dependent Variable: D(RM2)

Method: Least Squares

Date: 12/09/03 Time: 18:22

Sample: 1999:03 2003:10

Included observations: 56

Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	54.23863	11.19809	4.843560	0.0000
D(RM1)	0.745898	0.087100	8.563688	0.0000
D(S/P00)	130.5798	29.50550	4.425609	0.0000
AR(1)	0.261718	0.137568	1.902467	0.0627
R-squared	0.700318	Mean dependent var		65.97021
Adjusted R-squared	0.683028	S.D. dependent var		108.3783
S.E. of regression	61.01724	Akaike info criterion		11.12894
Sum squared resid	193601.4	Schwarz criterion		11.27361
Log likelihood	-307.6103	F-statistic		40.50569
Durbin-Watson stat	2.139337	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.26			